

3326861
S457M
1975
EJ.I

INSTITUTO

Documentos Presentados al IV Simposio sobre Mercado de Capitales
celebrado en Medellín los días 25, 26 y 27 de septiembre de 1975,
certamen organizado por el Banco de la República
y la Asociación Bancaria de Colombia.

REF: 1612

BIBLIOTECA HEMEROTECA
ASOCIACION BANCARIA

**EL MERCADO DE CAPITALES EN
COLOMBIA
1975**

332.6861
545 m
1975
EJ. I

**BANCO DE LA REPUBLICA
ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA**

**EL MERCADO DE CAPITALES
EN COLOMBIA
1975**

Bogotá, D.E., Colombia

Primera Edición: Marzo de 1976

© Derechos reservados

Editores: Redactores Asociados - Centro de Diseño

Dirección Técnica: Francisco Pieschacón Velasco
Fernando Pardo Vargas

Colaboración Técnica: Antonio Hernández Gamarra
Carlos Pineda Durán

Impresión: Editorial Stella

CONTENIDO

	Página
DISCURSO DE APERTURA Eduardo Arias Robledo, Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia.	13
Parte I. EVALUACION Y PERSPECTIVAS DE LOS SIMPOSIOS SOBRE MERCADO DE CAPITALES	
Capítulo 1. <u>LOS SIMPOSIOS SOBRE MERCADO DE CAPITALES:</u> Etapa cumplida y labor por cumplir. Por Leonel Torres García-Herreros	17
I Primer Simposio	17
II Segundo Simposio	18
III Tercer Simposio	19
IV Propuesta para futuros simposios	20
V Metodología de trabajo	21
Capítulo 2. PLANTEAMIENTOS Y REALIZACIONES DE LOS ANTERIORES SIMPOSIOS Por Daniel Schlesinger R. y Fernando Pardo Vargas	23
I Introducción	23
II Desarrollo del Tercer Simposio sobre Mercado de Capitales	24
III Política financiera reciente del gobierno	27
1. Iniciación del desmonte del régimen de inversiones forzosas	27
2. Elevación de las tasas de interés	28
3. Reestructuración del sistema de valor constante	30
4. Racionalización del mercado de capitales	31
5. Operaciones de mercado abierto	32
IV Conclusiones	32
 PARTE II. POLITICA ECONOMICA Y MERCADO FINANCIERO	
Capítulo 3 ✓ <u>COMENTARIOS A LA REFORMA FINANCIERA</u> Por Francisco José Ortega Acosta	35
I Libertad del mercado	37
II Autonomía	38
III Tasas de interés	39
IV Comentarios finales	41

Capítulo 4. ✓	LA INTERVENCION ESTATAL EN EL MERCADO DE CAPITALS	43
	<u>Eficiencia y distribución del ingreso</u>	
	Por Mauricio Carrizosa Serrano	
I	Introducción	43
	1. Antecedentes	43
	2. Propósitos y alcance	43
	3. Organización del estudio	44
II	El mercado de capitales	44
	1. Función	44
✓	2. Relación del mercado de capitales con el proceso de ahorro e inversiones	45
	3. Distinción entre el mercado de capitales y el mercado monetario	45
✓	4. Contribución del mercado de capitales a la eficiencia económica	46
	5. Mercado de capitales y distribución del ingreso.	46
III	La intervención estatal	47
	1. Las transferencias de fondos hacia el sector público	47
	1.1 El gasto público y la captación de ahorro por parte del estado	47
	1.1.1 Mecanismo	47
	1.1.2 Impacto sobre la eficiencia de la captación de ahorro por parte del estado	48
	1.1.3 Impacto sobre la distribución del ingreso de la captación de ahorro por parte del estado	49
	1.1.4 La colocación de papeles del estado: préstamos contra impuestos futuros.	49
	1.2 El gasto público y la captación de recursos en el mercado monetario	50
	1.2.1 Efectos macroeconómicos	50
	1.2.2 Eficiencia de la financiación en el mercado monetario	50
	1.2.3 Distribución del ingreso e inflación	51
	2. La reasignación del costo privado	51
	2.1 Introducción	51
	2.2 Los préstamos netos del Banco de la República al sector privado	52
	2.2.1 Eficiencia del crédito subsidiado del Banco de la República	53
	2.2.2 Distribución del ingreso	53
	2.3 Las inversiones forzadas del ahorro privado	54
	3. Los intermediarios no institucionalizados	54
	3.1 Impacto sobre la eficiencia	55
	3.2 El mercado no institucional y la distribución del ingreso	55
IV	Resumen y conclusiones	56
Capítulo 5. ✓	PROBLEMAS DE CAPTACION Y ENCAUZAMIENTO DEL AHORRO EN LA ACTUAL SITUACION ECONOMICA COLOMBIANA	59
	<u>Planteamiento</u>	
	Por Hernando Gómez Otálora y Fernando Caicedo González	
I	Introducción	59
	1. Planteamiento del problema	59
	2. Términos de referencia	59
	3. Limitaciones del estudio	60
	4. Importancia, pertinencia y novedades del tema	61
	5. Marco teórico	62
	5.1 Reservas internacionales y medios de pago	62
	5.2 Medios de pago y precios	63
	5.3 Oferta monetaria y precios	64

	5.4 El nivel de precios y el ahorro	65
	5.5 Aparente contradicción de metas	66
	5.6 Uso del mercado de capitales ✓	66
II	Características generales de la coyuntura financiera	67
	1. Fortalecimiento del sector externo	67
	2. Avance del proceso de estabilización y crecimiento del ahorro estable	68
	3. Factores que deben vigilarse	70
III	La situación económica colombiana a la luz de la experiencia de otros países del Grupo Andino	71
	1. El caso de Venezuela	71
	2. El caso del Ecuador	72
	3. Comparación con el caso colombiano	73
IV	Instrumentos aplicables a la situación actual	74
	1. Aprovechamiento del mayor ingreso de divisas	74
	2. El ahorro interno y la coyuntura actual	76
V	Conclusiones	78
Capítulo 6. ✓	<u>LA POLITICA ECONOMICA, LOS ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO Y LA CAPTACION DE AHORRO</u> Por Pablo Salazar de Heredia	85
I	La función financiera de los establecimientos de crédito.	85
II	Cumplimiento de la función financiera por parte de los establecimientos de crédito	86
III	Análisis de la función de captación	89
IV	Aspectos teóricos de la política monetaria y su efecto sobre los establecimientos de crédito	91
V	La política monetaria de los últimos años y su incidencia sobre los establecimientos de crédito	92
VI	Los establecimientos de crédito y una política financiera hacia el futuro	93
Capítulo 7.	<u>OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO: LA EXPERIENCIA BRASILEÑA</u> Por Joao Ary de Lima Barros	97
I	La deuda pública interna federal	97
	1. Breve visión retrospectiva	98
	2. Las operaciones de deuda pública y las operaciones de mercado abierto.	103
II	Las operaciones de mercado abierto en el Brasil	104
	1. Establecimiento	104
	2. El comité de mercado abierto	107
	3. Las Letras del Tesoro Nacional	109
	3.1 Lanzamiento al mercado	109
	3.2 Mercado primario	112
	3.3 Mercado secundario	113
	3.3.1 Actuación del Banco Central	114
	3.3.2 Operaciones con "Convenio de Recompra"	115
	3.3.3 Indicadores básicos	117

3.4	Custodia en el Banco Central	118
3.4.1	Mercado de "Cheques BB"	118
3.4.2	Sistema "Gedip" de custodia	120
4.	La participación de las entidades de la administración federal indirecta	122
III	Las instituciones financieras "dealers"	122
1.	Definición y funciones	122
2.	Relaciones con el Banco Central	125
IV	Las reservas bancarias	126
1.	Consideraciones generales	126
2.	Factores que influyen en el nivel de reservas	129
V	Principales beneficios de las operaciones de mercado abierto	131
1.	Para el tesoro-	131
2.	Para el Banco Central	132
3.	Para las instituciones financieras	132
4.	Para las empresas en general	132

PARTE III. CAPTACION Y COLOCACION DE RECURSOS FINANCIEROS

Capítulo 8. ✓	<u>CAPITALIZACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS</u> Por Alvaro González González	137
I	Divulgación y vigilancia	138
II	Promoción	140
III	Capacidad de ahorro y tributación	141
IV	Rentabilidad	145
	COMENTARIOS Por Guillermo Perry Rubio	149
I	Consideraciones generales	149
II	Tributación	149
III	Concentración, control y captación de ahorro personal por parte de las sociedades anónimas	153
IV	Conclusiones	153
Capítulo 9.	<u>FUNCION Y PROBLEMAS DEL AHORRO A TRAVES DE TITULOS DE CAPITALIZACION</u> Por Aníbal Fernández de Soto y Germán Lozano Enciso	155
I	Características y función de las capitalizadoras	155
1.	Origen y función del ahorro a través de las capitalizadoras	155
1.1	Antecedentes de la Ley Orgánica de las Sociedades de Capitalización	155
1.1.1	Exposición de motivos del proyecto convertido en la Ley 66 de 1947.	155
1.1.2	Finalidades de la Ley 66 de 1947	156
1.2	Los títulos de capitalización, uno de los instrumentos más importantes del progreso en nuestra sociedad	157
1.3	Las capitalizadoras, instrumentos dinámicos y agresivos en la búsqueda del ahorrador	157
2.	Características generales de las fuentes y usos del ahorro en las capitalizadoras	
2.1	Quien ahorra en las capitalizadoras	157
2.2	La formación de capital y las capitalizadoras	158

	2.2.1 Tendencias recientes en el mercado de capitales	159
	2.3 Estructura de las inversiones de las capitalizadoras	160
II	Problemas de las capitalizadoras	161
	1. La baja remuneración reconocida al ahorrador	161
	1.1 La rentabilidad para el ahorrador en títulos	161
	1.2 Rentabilidad real-corrector del factor inflacionario	162
	2. La legislación tributaria y sus efectos sobre la rentabilidad de los títulos de capitalización	162
	2.1 El valor nominal y el rescate como ganancia ocasional	163
	2.2 El valor nominal como ganancia ocasional	164
	2.3 Bases para la determinación de la ganancia ocasional	164
	2.4 La ganancia ocasional real para los favorecidos en un sorteo	166
	2.5 Resumen	167
	3. Inversión de las capitalizadoras y su incidencia en la captación de ahorros	168
	3.1 Consideraciones generales	168
	3.2 Las inversiones forzosas	168
	3.3 Liberación de inversiones forzosas y aumento del rendimiento de títulos de capitalización	169
	3.4 La financiación del Instituto de Crédito Territorial y las capitalizadoras	170
III	Conclusiones y recomendaciones.	170
Capítulo 10.	FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO	185
	Por Asociación Nacional de Instituciones Financieras ANIF	
I	El crédito de fomento	186
II	Evolución histórica de los fondos	189
	1. Fondo de Inversiones Privadas	189
	1.1 Creación	189
	1.2 Objetivos	189
	1.3 Recursos	192
	1.4 Inversiones financiables	195
	1.5 Gastos que son materia de financiación	198
	1.6 Beneficiarios de los créditos	198
	1.7 Condiciones de los créditos	199
	2. Fondo Financiero Industrial	200
	2.1 Creación	200
	2.2 Objetivos	200
	2.3 Recursos	204
	2.4 Inversiones financiables	204
	2.5 Beneficiarios de los créditos	206
	2.6 Condiciones de los créditos	206
	3. Fondo Financiero de Desarrollo Urbano	208
	3.1 Creación	208
	3.2 Objetivos	208
	3.3 Recursos	209
	3.4 Actividades financiables	209
	3.5 Beneficiarios de los créditos	211
	4. Fondos Financieros Agropecuarios	211
	4.1 Los planes de desarrollo y el sector agropecuario	211
	4.2 Los planes de desarrollo y el crédito agropecuario	213
	4.3 Fondo Financiero Agrario	213
	4.4 Fondo Financiero Agropecuario	214
	4.5 Conclusión	218

5. Fondo de Promoción de Exportaciones	219
5.1 Creación	219
5.2 Objetivos	219
5.3 Recursos	220
5.4 Actividades financiables	220
6. Consolidación de los fondos financieros	222
III La Corporación Nacional de Fomento	223
Anexo 1: Modelo de asignación óptima de fondos	227
Anexo 2: Bases para un modelo captación-colocación	231
COMENTARIOS	
Por Benllini Galindo Echeverri	235
COMENTARIOS	
Por Hernán Mejía J.	239
Índice alfabético por materias y autores	243

DISCURSO DE APERTURA

IV Simposio sobre Mercado de Capitales

Eduardo Arias Robledo*

Por cuarta vez, también bajo los auspicios del Banco de la República y de la Asociación Bancaria de Colombia, se inicia hoy un nuevo Simposio sobre Mercado de Capitales. La ciudad de Medellín, donde la preocupación por la buena marcha financiera de la nación mantiene especial vigencia, resulta un marco singularmente adecuado para deliberaciones de esta naturaleza.

Dentro del programa acordado por este IV Simposio, no corresponde al presidente de la Asociación, como sí ocurría en ocasiones anteriores, hacer el resumen de los diversos problemas analizados en el último simposio, ni tampoco la exposición de los desarrollos posteriores. Con oportunidad de la Convención Bancaria celebrada el año pasado, en esta misma ciudad, el doctor Hernando Gómez Otálora, admirable coordinador y asesor técnico del certamen que se inicia, hizo una síntesis muy afortunada. Y en seguida el doctor Leonel Torres, con apoyo en estudios realizados conjuntamente por el Instituto Emisor y la Asociación hará la presentación total de los puntos de vista presentados en el evento de 1974, y de sus ulteriores realizaciones. No sería del caso, por consiguiente, ocupar a tan distinguida audiencia con los mismos temas que serán motivo de la exposición del doctor Torres.

Pero sí quiero poner de relieve la importancia indiscutible de estos simposios, que ya se van institucionalizando en la vida económica del país.

El hecho de que voluntariamente se congregue, atendiendo la invitación del Banco de la República y de la Asociación Bancaria, un grupo tan prominente de economistas profesionales y de hombres vinculados al sector financiero, sin otro propósito que el de escudriñar, con absoluta técnica y seriedad, las mejores fórmulas para el logro del más adecuado ordenamiento de los recursos que integran el mercado de capitales, es prueba evidente de un gran espíritu de servicio a la comunidad. Sin presión alguna, sin el menor ánimo de lucro, sin compromisos de ninguna índole, inteligencias muy claras y expertas en estos arduos temas, que para los no iniciados en estas disciplinas resultan, no pocas veces, evanescentes, brumosos, se proponen, una vez más, con un sentido eminentemente colombiano, hacer el análisis consciente y desprevenido de la problemática nacional vinculada a este campo económico, no simplemente con ademán académico, sino también en sus aspectos pragmáticos.

Contará este simposio con la presencia de un distinguido expositor de otro país, el doctor de Lima

* Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia.

Barros, quien nos presentará las experiencias de la gran nación brasileña en el campo de las Operaciones del Mercado Abierto, camino que apenas empezamos a transitar en Colombia. En nombre de los organizadores de esta reunión presento al doctor de Lima un caluroso y agradecido saludo.

El Banco de la República y la Asociación Bancaria han puesto todo su conato en la preparación de este simposio, en forma que sus deliberaciones gocen de la mayor comodidad y de toda amplitud.

Los temas que van a tratarse son, en realidad, apasionantes, porque están estrechamente ligados al progreso económico y social del país, que a todos los aquí reunidos interesa en grado superlativo, como lo demuestra su espontánea y concurrida presencia.

En nombre del Banco de la República y de la Asociación Bancaria de Colombia, doy a todos los participantes una cordial bienvenida y les deseo toda suerte de éxitos en sus labores. Tengo la certidumbre que este Cuarto Simposio superará la trascendencia que ya han tenido los precedentes y dejará en firme el concepto de que estas sucesivas convocatorias anuales que vienen haciendo las dos entidades organizadoras, conforman, sobre asuntos económicos, el foro de más alta jerarquía científica en Colombia.

Parte I

**EVALUACION Y PERSPECTIVAS
DE LOS SIMPOSIOS SOBRE
MERCADO DE CAPITALES**

Capítulo 1.

LOS SIMPOSIOS SOBRE MERCADO DE CAPITALES

Etapa cumplida y labor por cumplir

Leonel Torres García Herreros

Passar revista a los tres simposios realizados hasta hoy sobre Mercado de Capitales es hacer un largo inventario de aciertos. Fue un acierto la iniciativa de reunir a nivel técnico en un comienzo y a nivel ejecutivo después a las autoridades y personal vinculado a las actividades financieras del país para realizar en 1971 el primero de estos encuentros. Fue un acierto también la iniciativa posterior de la Asociación Bancaria que, con base en los buenos resultados alcanzados, resolvió patrocinar junto con el Banco de la República y como evento periódico, la realización de estas reuniones. Se ha acertado en la selección de los expositores invitados y de los temas estudiados. Se ha acertado en la publicación y distribución de estos documentos, como lo muestra el interés manifestado alrededor de ellos por varios países, incluso de mayor desarrollo financiero al nuestro. Pero quizá el mayor acierto se encuentra en el momento que fue escogido dentro del proceso de desenvolvimiento de la economía del país para profundizar con criterio nacional y técnico y con conciencia de la etapa de desarrollo que atravesamos, sobre el tema de la captación de recursos reales propios y de la mejor asignación de los mismos.

I. Primer Simposio

El I Simposio logró una enumeración y evaluación de factores con miras a obtener una visión general de nuestra circunstancia, antecedentes y posibilidades en el campo del mercado de capitales. El Plan de Desarrollo para 1971-1973 había señalado ya como principal barrera en el financiamiento de un adecuado ritmo de crecimiento, la deficiente canalización de los ahorros y el reducido monto de los mismos.

Tanto la captación y formación de ahorro a través del sistema fiscal con destino a la inversión pública, como la alcanzada por conducto de los intermediarios financieros para la inversión privada, presentó en ese primer amplio análisis los defectos de un estado de cosas que venía a ser la acumulación de medidas dispersas, tomadas con miras distintas a las de contribuir a formar un mercado de capitales.

Trabajos como los realizados para conocer dentro de cuidadosos procedimientos técnicos los patrones de consumo y ahorro, el nivel y la distribución del ingreso según distintos estratos sociales, tamaño de la unidad de consumo, edad y educación del jefe de familia, etc., o los factores de comportamiento que juegan alrededor del ahorro público y la capitalización social, los patrones de reinversión, los ahorros ociosos en el sector público e improductivos en el sector privado, las implicaciones de la financiación con crédito público, o la estructura de la financiación a nivel

macroeconómico, a través de un primer ensayo de las complejas estadísticas de consolidación del flujo de fondos, constituyeron aportes fundamentales para el mayor conocimiento de un problema de cuya presencia se era consciente, pero de cuya estructura no se había hecho un suficiente análisis científico.

En ese Primer Simposio se hizo también un estudio, visto desde el ángulo de un futuro mercado de capitales, de algunos intermediarios financieros, tales como los bancos comerciales, cajas de ahorro, fondos de inversión y compañías de seguros, así como un análisis de la bolsa y la composición y funcionamiento del mercado extrabancario en Colombia.

Se inició todo este esfuerzo dentro del precepto de que la única forma de llegar a concebir la adecuada solución a un problema es la de comenzar por plantearse con claridad y hasta la fecha hemos continuado ejercitando ese sano criterio, hasta el punto quizá preocupante de abundar más en descripciones y objeciones que en el planteamiento de fórmulas experimentales.

La realización del simposio fue coincidente además con la creación por parte del gobierno del Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras, al que pertenecemos varios de los que habíamos estado vinculados a la organización y ejecución del Simposio, lo que contribuyó a que las ideas allí agitadas se orientaran en la forma de recomendaciones al gobierno.

Dadas las recientes transformaciones, tales como las introducidas en el sistema tributario, que modificaron situaciones y medidas resultantes del Primer Simposio, u otras que por el avance a que han llegado hacen aparecer como modestos algunos de aquellos logros, al mirarla hoy con las perspectivas de los años transcurridos, no es quizá impresionante la lista de lo alcanzado, pero debe recordarse que las innovaciones introducidas fueron en su hora de gran importancia y rompieron un letargo al colocar el reflector sobre la captación del ahorro como vehículo indispensable para el desarrollo. A las ideas debiera colocárseles una calcomanía como la que llevan ciertos autos viejos para recordar que ellos también fueron último modelo. Al releer documentos que tuvieron características de innovación, se comprueba el conocido tránsito de las ideas que triunfan y que pasan de ser herejías a constituir clisés con el tiempo, lo cual no debe deslustrar el valor de aporte y de audacia que tuvieron al ser formuladas.

En ese Simposio, al pasar revista a algunos anacronismos y contradicciones existentes, se despejaron criterios y se subrayaron conceptos que habían sido eclipsados por medidas tomadas más a la luz de la circunstancia que de los principios. Se señaló entonces, por ejemplo, la necesidad de armonizar los plazos de los créditos con los de los recursos de donde provienen, la falta de homogeneidad entre los mercados de capital y de dinero, la deformación del sistema financiero que ello representa y la necesidad de establecer modificaciones estructurales para lograr el cambio, tales como las correspondientes a las inversiones forzosas.

Fueron resultados imputables al Simposio la creación del Fondo de Sustentación de Documentos de Crédito de las Corporaciones Financieras, una reglamentación de los certificados de depósito, una elevación en las tasas de interés de los depósitos de ahorro, las cédulas del BCH y los préstamos de cartera ordinaria, así como una disminución en el encaje para depósitos de ahorro y algunos estímulos tributarios dirigidos a dinamizar la capitalización de las sociedades anónimas.

II. Segundo Simposio

Los cambios, de trascendencia y de reciente ocurrencia que habían tenido lugar en el ámbito nacional primero e internacional después, coparon como era lógico la atención al celebrarse el Segundo y Tercer Simposios. En el segundo, la divergencia de opiniones alrededor del ajuste monetario recién instaurado encontró su foro natural aquí y pudieron escucharse objeciones, defensas y contradefensas alrededor de un instrumento importante pero entonces exclusivista, que

correspondía a una igualmente debatida posición sobre el desarrollo, el impulso de la demanda y la supuesta secuela natural del incremento en la oferta.

Sin tratar de evaluar ahora las formas inicialmente exageradas del UPAC, el destino limitado para el prestatario y el tratamiento privilegiado para el ahorrador, es innegable que el sistema rompió prejuicios que habían sido sostenidos a nivel teórico sobre inelasticidad del ahorro y que constituyó una punta de lanza para buscar una nivelación en las tasas de interés. En efecto, la anarquía previa, falta de flexibilidad, bajo nivel frente a las tasas de equilibrio, exenciones tributarias y su efecto regresivo, inversiones forzosas, diversidad de redescuentos, etc., fueron objeto de debate en el Segundo Simposio, al tiempo con el señalamiento de las perturbaciones monetarias producidas entre otras muchas causas por financiamientos del desarrollo que no tenían su origen en el mercado de capitales a través de la colocación de títulos propios.

Como resultado del Segundo Simposio, a más de una nueva nivelación de tasas de interés y una modificación en el régimen de inversiones forzosas, se lograron ensayos en operaciones de mercado abierto con títulos de participación, si bien las funciones de este sistema de control monetario, interpretaron algunos entonces, se estaban cumpliendo en parte, aunque por conductos heterodoxos y además circunstanciales, como en el caso de los depósitos en el Banco de la República, de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, o forzosos, como en el caso de los títulos de fomento agropecuario. Por no ser su índole la de instrumentos de manejo monetario, era iluso suponer que mantuvieran funciones permanentes de compensación monetaria o que, si se les daba ese carácter, alcanzaran entonces el objetivo de desarrollo que al creárseles les había sido asignado.

III. Tercer Simposio

En el Tercer Simposio prevaleció la preocupación sobre las fuerzas inflacionarias que tan elevado impulso mostraban y sobre la necesidad de lograr un incremento seguro en la tasa de ahorro. Una enumeración de las ponencias presentadas permite ver el acento que se puso en los aspectos monetarios. A más del análisis que hicieron los doctores Daniel Schlesinger Ricaurte, funcionario del Banco de la República y cuyo nombre está íntimamente vinculado a la realización de estos encuentros, y Fernando Pardo Vargas, joven ejecutivo de la Asociación Bancaria, para evaluar los trabajos anteriores dentro de esta serie de simposios, y a más de las propuestas para un mecanismo de "underwriting" y el establecimiento de un mercado secundario de hipotecas que presentaron por una parte Camilo Pieschacón y Hernán Pérez de Brigard y por otra la Asociación Nacional de Instituciones Financieras -ANIF-, los documentos discutidos fueron: Política Monetaria y Precios, por Francisco J. Ortega; Instrumentos Financieros, Inflación, Producción y Empleo, por Hernando Gómez Otálora, Francisco Pieschacón y Mauricio Carrizosa; La Financiación de Inversiones a Largo Plazo y el Control de la Inflación, por Antonio J. Urdinola; Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución de Crédito, por Antonio Hernández Gamarra; El Sector Externo y la Política Económica, por Alejandro Figueroa, Pablo Salazar y Antonio J. Urdinola; La Banca de Desarrollo en Colombia: El caso de las Corporaciones Financieras, por Rudolf Hommes y Gabriel Turbay; La Inflación, el Seguro y sus Inversiones de Capital y la Participación de los Asegurados de Vida en las Utilidades Técnicas, por Camilo Pieschacón.

Como puede observarse, lo urgente que correspondía al mercado monetario, casi desplazó lo no menos importante, incluso desde el punto de vista monetario, que correspondía al mercado de capitales.

En el Tercer Simposio resulta más difícil seguir la pista a propuestas allí hechas y realizaciones consecuentes. Las tesis y afirmaciones de los primeros simposios y las medidas concretas a que dieron lugar, hacían posible eslabonar con claridad las propuestas originales y las medidas posteriores. Al repasar un año después los documentos del Tercer Simposio podría más bien hablarse del triunfo de un criterio general que se expresó en ponencias y discusiones y que robusteció afirmaciones que son hoy en día ampliamente aceptadas.

Hay por otra parte circunstancias que explican en nuestro caso el que la filosofía discutida en estas reuniones se halle incorporada a la filosofía del gobierno. El Coordinador de los primeros simposios, que es uno de los más consagrados y destacados economistas del país, ocupa en la actualidad el cargo de Jefe de Planeación Nacional y uno de los teorizantes en el campo del ahorro público y la capitalización social ha podido realizar desde el gobierno ideas que presentó en teoría en este foro. Me refiero al Director de Impuestos Nacionales, sustento técnico fundamental de la Reforma Tributaria, cuyo valeroso contenido y profundo sentido social han traspasado las fronteras y constituyen hoy un ejemplo de esfuerzo redistributivo.

En el excelente trabajo presentado por Daniel Schlesinger y Fernando Pardo, en el cual se trata de seguir el esquema que ellos mismos han empleado en simposios anteriores y de enfrentar los planteamientos del Tercer Simposio a las realizaciones del gobierno, el difícil rastreo antes aludido se pone de presente, ya que, en esta oportunidad se relata por una parte lo tratado durante las reuniones y por otra las políticas adoptadas por el gobierno para mostrar en ese paralelo la coincidencia implícita de apreciaciones que pueden sintetizarse, tanto en los conceptos como en las medidas, en una actitud menos intervencionista, es decir en la propensión a permitir un mayor juego de las fuerzas del mercado.

IV. Propuesta para futuros simposios

La localización menos específica de resultados no debe invitarnos a pensar que estos simposios estén condenados a ser de ahora en adelante tan sólo repeticiones ceremoniales que se justifiquen por la fuerza de una tradición ya establecida y en los que sólo pueda encontrarse de ahora en adelante como lo más parecido a algo nuevo, el redescubrimiento de lo ya olvidado. Debemos ser conscientes sí de que se ha cumplido una etapa y de que, de continuar indefinidamente limitándonos a escuchar presentaciones e interpretaciones personales, gozando más o menos la voluptuosidad de los problemas teóricos por la alta calidad de sus expositores, podríamos desembocar en el ejercicio interesante pero en un sentido pragmático estéril, de perfeccionar lo quimérico.

Quisiera por eso aprovechar esta ocasión para hacer una propuesta formal y consultar la autorizada opinión de los participantes en este simposio, sobre la segunda etapa que podemos iniciar ahora y que debiera complementar el éxito alcanzado con el cauce que las ideas aquí presentadas y aquí repetidas ha abierto en la mentalidad financiera nacional y ha consolidado en los ejecutores del gobierno. El procedimiento futuro que voy a proponer aquí y que ha sido consultado con el Presidente de la Asociación Bancaria, doctor Eduardo Arias Robledo y con el Asesor y Coordinador de estos simposios, doctor Hernando Gómez Otálora, puede ser más tangible y hacer más utilizable el esfuerzo que se moviliza para realizar estas reuniones, en las que como dijo en una ocasión el doctor Jorge Mejía Palacio, "participan las más claras inteligencias colombianas".

Resulta muy satisfactorio para mí ser el conducto para formular esta propuesta, porque corresponde a una línea de interés sobre el tema y de participación en el desarrollo del mismo. Cuando hace cinco años largos renuncié al cargo que desempeñaba en el Banco Interamericano de Desarrollo en Washington, para venir a ocupar el de Asesor de la Junta Monetaria, mi última gestión allá fue la de presentar, defender ante el Directorio Ejecutivo del BID y lograr la aprobación, de un plan para destinar recursos de asistencia no reembolsables al estudio de los mercados de capitales en América Latina. Mi primera gestión por otra parte, estando ya aquí del otro lado del mostrador, fue la de solicitar al BID para Colombia la asignación de recursos que permitieran financiar el Primer Simposio. A fin de acelerar los aspectos procedimentales, se me envió a Washington y en esa visita se logró que la OEA nos aportara recursos adicionales que acababa de recibir del gobierno de Estados Unidos, también dirigidos a impulsar el análisis de los procesos de formación de ahorro en nuestros países. Con el doctor Francisco J. Ortega participamos después en la parte de organización y ejecución en ese primer encuentro sobre mercado de capitales, que posteriormente la Asociación Bancaria, y ya sin recursos ajenos, convirtió en un evento anual.

Se recuerda todo lo anterior, para reparar una involuntaria omisión de las publicaciones posteriores sobre la participación de la Junta Monetaria en la idea de estos encuentros y porque esa temprana vinculación y la referencia que se haga más adelante sobre la metodología entonces empleada, pueden dar alguna autoridad a mi propuesta.

Quizá un respaldo previo para su formulación podría encontrarse a través de un poco de paleontología social. El señor Presidente de la República hizo recientemente la modernización y modestización de una frase clásica en la historia política colombiana. Aludió al grito de Jorge Eliécer Gaitán de: "¡Yo no soy un hombre, soy un pueblo!", para acoplarlo a la situación de su gobierno y decir: "Soy un equipo". La primera frase corresponde a una época romántica, retórica, pasional. La segunda, a una época realista, concreta, efectiva. Creo que en la nueva etapa que se iniciaría con el Quinto Simposio, pero que debiéramos acordar ya para poner desde ahora manos a la obra, podríamos incorporar ese concepto de equipo.

V. Metodología de trabajo

No se trataría de reconstruir y analizar históricamente los procesos seguidos y de anotar sus fallas y aciertos tan solo para entender mejor el problema y enunciar lo deseable. Se trataría de suplementar la experiencia disponible con las ideas estudiadas y, dentro de la circunstancia existente, derivar propuestas concretas, acción a tomar para desarrollar y fortalecer nuestro mercado de capitales.

Se trataría de plantear programas complementarios y operativos, enfocados dentro de una concepción orgánica que se prepararían por grupos de bancos, por equipos cuya investigación se dirigiera a la formulación de propuestas concretas, que habrían de ser discutidas después en diálogo formal con el gobierno. Ello tendría lugar a través del año y la Asociación Bancaria, con la colaboración del Banco de la República, constituiría el punto focal de toda esa labor, dentro de un criterio análogo pero un procedimiento distinto al que guió el Primer Simposio que se realizó a nivel técnico en Bogotá y posteriormente a nivel ejecutivo en Medellín.

A este simposio se llegaría así con ideas maduras en reuniones previas de los grupos de trabajo, que habrían presentado con anticipación los informes a las distintas instituciones, que los estudiarían y traerían posiciones formales para plantearlas en las discusiones del simposio.

Creo que habría así una mayor utilización de la abundante y valiosísima experiencia acumulada que se congrega en estas reuniones y que tiene actualmente la participación pasiva de escuchar, o activa de comentar, pero que tendría entonces un recipiente concreto para aportar críticas prácticas frente a iniciativas que tendrían la finalidad de ser presentadas al gobierno en nombre de las instituciones financieras. De la experiencia vital de cada uno ante las propuestas, provendrían comentarios sobre por qué no se las considera viables, o sobre qué habría de requerirse para que lo fueran.

Se podría estudiar, por ejemplo, a través de una planeación muy anticipada el éxito obtenido en otras partes por determinados instrumentos, los pagarés de Sociedades Financieras Privadas en México o el funcionamiento de Aceptaciones Bancarias en Brasil con tasas elevadas de interés u otras situaciones de las que cada participante pudiera tener noticia.

Como una ilustración sobre lo mucho que hay de aprovechable en esas experiencias, durante este simposio vamos a escuchar las realizaciones de Brasil en el campo de las operaciones de mercado abierto, presentadas por nuestro invitado especial, Dr. Joao Ary de Lima Barros, Gerente de Deuda Pública del Banco Central de Brasil. Conclusiones como las que él va a indicarnos sobre el proceso de conquista de la imagen de seguridad y liquidez referida para no depender de fondos de sustentación que invierten los efectos contraccionistas, o ideas de procedimiento, tales como la de permitir el depósito de estos papeles en cuenta corriente, o aclaraciones sobre diferencias en mercados de ahorro y de liquidez, o ensayos de lenta pero indispensable germinación, como el establecimiento de

“pre-dealers” para facilitar la destinación de fondos propios por parte de los corredores, representan casos reales que ameritan nuestro cuidadoso estudio y que pueden acortar nuestras rutas de experimentación.

Teniendo en cuenta las modalidades propias de cada país, la estabilidad de cambio, la fortaleza institucional, las libertades de transferencia o los controles de pagos existentes, etc., sería probablemente necesario que los equipos propuestos visitaran los países cuyas experiencias exitosas merecerían ser mejor conocidas. Para ello, si así se desea podría contarse con recursos financieros de asistencia técnica en programas interamericanos. La OEA considera que donde ha sido más fructífero el apoyo inicial a trabajos sobre mercados de capitales ha sido en Colombia y en más de una ocasión sus funcionarios han aludido a la disponibilidad en que se encuentra la Organización de complacer cualquier solicitud complementaria que les formuláramos como parte de ese programa.

Dentro de metodologías minuciosamente determinadas y para obtener una máxima productividad de esos viajes, el grupo de trabajo haría antes un estudio y prepararía un informe, a efectos de ir con un conocimiento y un cuestionario detallado de los aspectos adicionales por conocer. Se evitaría así el grave peligro que tienen las visitas de estudio, de escuchar generalidades y vaguedades o explicaciones demasiado vastas para ser asimilables en cortos viajes, y de desaprovechar la experiencia rica en el comentario de detalles básicos de procedimiento y apreciación, que son de fácil comprensión cuando encajan en un esquema previamente preparado y buscan llenar vacíos descubiertos en el estudio del tema.

El criterio de los excelentes equipos técnicos que podrían formarse dentro del mundo financiero colombiano, garantizaría la efectividad de una labor de adaptación crítica y asimilación. Además, antes de llegar con las propuestas que se discutirían en el simposio, éstas habrían sido objeto de discusión con distintos técnicos del gremio, en reuniones de trabajo que se organizarían en las oficinas de la Asociación Bancaria.

Sería esta una manera de hacer un aporte ordenado a los propósitos de economía concertada que ha expresado en muy diversas oportunidades el gobierno.

Me temo que de otra forma, si no damos un carácter distinto a nuestros simposios y no consideramos que con el que ahora se realiza se cumple una etapa, nos expondríamos a continuar poniendo materiales de construcción en una casa ya edificada, o a producir la situación que algún crítico de los excesos académicos ha descrito como la formación de un “caos de ideas claras”.

En síntesis, formulo una invitación a que busquemos más que una glotonería de ideas, un trabajo de asimilación y reformulación práctica de las mismas. No quiero decir que no abundemos al repasar las presentaciones hechas en estos simposios en criterios prácticos. Lo que quiero decir es que ellos deben encauzarse hacia fórmulas que puedan ser propuestas concretas dirigidas al gobierno y que vayan respaldadas por un esfuerzo técnico que rubrique el gremio. La discusión con el gobierno, ante el cual se presentarían previamente, se podría adelantar en estos mismos simposios, a los que se podría programar para tal fin.

Insistir en escuchar tan solo apreciaciones personales cuyos aciertos no tienen dentro de nuestros simposios actuales manera de canalizarse formalmente, sería desaprovechar la invitación que ha hecho el Jefe del Estado a buscar innovaciones experimentales y la disposición en que se encuentra el magnífico equipo gubernamental, de adoptar aquellas medidas de beneficio nacional que pudiéramos presentarles, y que caben dentro de nuestras responsabilidades como una extensión de la función que las instituciones financieras han cumplido hasta hoy al servicio del país.

Capítulo 2.

PLANTEAMIENTOS Y REALIZACIONES DE LOS ANTERIORES SIMPOSIOS

Daniel Schlesinger Ricaurte
Fernando Pardo Vargas

I. Introducción

El Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia han querido celebrar un nuevo simposio sobre mercado de capitales, basados en los benéficos resultados obtenidos con la realización de los tres simposios anteriores. Nuevamente se tendrá oportunidad de intercambiar ideas sobre la materia, en un foro en el que participan personas directamente relacionadas con el mercado de capitales, tanto del sector oficial como del privado.

Hacer un breve recuento de los anteriores simposios representa señalar la gran importancia que han tenido en el ámbito financiero nacional, al considerar que muchas de las recomendaciones emanadas de estas reuniones se han tenido en cuenta en las medidas que sobre la materia ha tomado el gobierno nacional, o han sido base para la reestructuración a fondo del mercado de capitales.

El I Simposio se celebró en Bogotá y Medellín en 1971, coincidiendo con la creación del Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras por iniciativa del Presidente de la República, en marzo de ese año. Su objetivo fue el obtener una visión amplia de la situación del mercado de capitales del país, la cual sirviera de base para un análisis de la estructura existente y de los principales problemas de las instituciones que participaban en él.

Del análisis y de la discusión de los documentos presentados en este I Simposio, surgieron una serie de recomendaciones, entre las cuales merecen especial mención: las relacionadas con la necesidad de intensificar esfuerzos hacia el logro del mayor ahorro requerido para el desarrollo económico; la existencia de deformaciones del sistema financiero, al considerar que recursos a corto plazo del mercado de dinero se estaban dirigiendo forzosamente hacia operaciones a mediano y largo plazo, con diferentes tasas de interés subsidiadas que podrían conducir a una deficiente asignación de recursos; la necesidad de revisar el sistema de inversiones forzosas, sustituyéndolas por mecanismos más operantes; el establecimiento de niveles más realistas de las tasas de interés cobradas por los bancos y la sugerencia de mejorar las tasas reconocidas por estos a los ahorradores, "para lograr una mayor equidad y una mejor captación de ahorro" (1). Finalmente se recomendó crear títulos-valores para ampliar el mercado a corto plazo, que sirvieran a la vez para el desarrollo de operaciones de

1. Banco de la República, "Informe Final acerca del Simposio sobre Mercado de Capitales en Colombia", edición mimeográfica, Bogotá, 1971.

mercado abierto, junto con el diseño de instrumentos que protegieran al inversionista contra los efectos de la inflación.

El II Simposio se celebró en Medellín en octubre de 1973. Sin lugar a dudas, el tema principal fue el de las tasas de interés y el ajuste monetario, instaurado un año antes con la creación del sistema de valor constante. Varios documentos presentados en esta segunda reunión se refirieron esencialmente a dicho sistema y las discusiones suscitadas mostraron la divergencia de opiniones sobre este tema tan debatido en el ámbito nacional desde su creación. Las principales conclusiones estuvieron dirigidas a lograr el saneamiento de la política monetaria y financiera, buscando crear una verdadera competencia entre los diferentes títulos-valores, tendiente a mejorar la estructuración del mercado de capitales. Por ejemplo, se recomendó reestructurar el sistema rígido e inoperante de tasas de interés, elevando las correspondientes a activos financieros tradicionales y al mismo tiempo eliminando o congelando las inversiones forzosas. Respecto al sistema de valor constante, se sugirió nivelar el rendimiento de las Unidades de Poder Adquisitivo Constante, UPAC, frente a los demás papeles existentes en el mercado, con el fin de evitar transferencias de otros activos financieros y estudiar la liquidez y el control de las operaciones del sistema.

El año pasado se celebró, también en el mes de octubre, el III Simposio, el cual se llevó a cabo en la ciudad de Cali. Debido a la coyuntura económica reinante en ese entonces, el tema de la inflación fue uno de los problemas fundamentales tratado y discutido ampliamente en esa reunión. La financiación de inversiones a largo plazo, la reorganización del mercado financiero y la política monetaria seguida en el pasado, fueron otros temas de especial interés que se analizaron en las sesiones de Cali. Las medidas dictadas por el gobierno a raíz de la toma de posesión en el mes de agosto anterior, lógicamente constituyeron un importante tema de análisis en este III Simposio, aunque su impacto no pudo medirse adecuadamente debido a que estas habían sido tomadas muy recientemente.

II. Desarrollo del Tercer Simposio sobre Mercado de Capitales

En cuatro partes principales pueden agruparse las ponencias presentadas en esta reunión.

En primer término, la evaluación del simposio anterior estuvo cubierta en el discurso de apertura pronunciado por el doctor Jorge Mejía Palacio, Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia. En su discurso el doctor Mejía destacó no solamente la gran acogida dispensada a estas reuniones, sino la impotencia de las ponencias presentadas y su discusión por parte de personas relacionadas íntimamente con los temas propuestos. En seguida comentó los documentos presentados y las medidas que el gobierno tomó a partir del Simposio de 1973, relacionadas directamente con el mercado de capitales del país.

La parte relativa a la política monetaria y a la asignación de recursos, se trató en varios trabajos. El presentado por el doctor Francisco J. Ortega, y titulado "Política Monetaria y Precios", estudia algunas ideas referentes a la incidencia de la política monetaria en el proceso inflacionario reciente. El autor hace un breve repaso de las tesis monetaristas, incluyendo algunas anotaciones sobre su aplicación en el caso colombiano, a fin de señalar interrogantes que deben ser considerados en un análisis del proceso inflacionario del país. El doctor Ortega analiza cómo la autoridad monetaria debe contar con la capacidad de fijar la oferta de dinero en la cuantía conveniente para lograr una estabilidad de precios, pero para alcanzar este propósito es indispensable contar con instrumentos monetarios ágiles que permitan compensar cualquier intento de expansión. Como consecuencia de la aceleración del flujo de exportaciones se elevó rápidamente la base monetaria, pero "debido a la limitada capacidad de los instrumentos monetarios y no obstante todos los esfuerzos para contrarrestar los fuertes aumentos de la base, solo fue posible compensar una pequeña parte de esta expansión" (2). Se concluye finalmente en el estudio, que aunque no fue estabilizador el manejo monetario, esto

2. Ortega Francisco J. "Política Monetaria y Precios" en el Mercado de Capitales en Colombia - 1974. Editorial Tercer Mundo, 1975.

se debió a que en Colombia no se cumple la determinación exógena de la oferta de dinero por parte de la autoridad monetaria.

El documento presentado por los doctores Hernando Gómez Otálora, Francisco Pieschacón y Mauricio Carrizosa, denominado "Instrumentos Financieros, Inflación, Producción y Empleo", enfoca el problema de la inflación desde un punto de vista monetarista, con el objeto básico de hallar políticas adecuadas para alcanzar la estabilización económica. Luego de estudiar la contribución del mercado de capitales al logro de esta meta, se recomienda buscar la racionalización del sistema financiero y el incremento del ahorro estable. Lo anterior vendría a solucionar la confusión existente entre el mercado de capitales y el mercado de dinero, que resulta de la falta de homogeneidad entre el plazo de los créditos y el tipo de recursos con los cuales se financian estos.

Otro punto importante tratado en el documento, se refiere a la revisión de las funciones actuales del Banco de la República, con el fin de distinguir entre operaciones de fomento y operaciones propias de un banco central. En este caso, se recomienda trasladar los fondos financieros existentes en el Banco de la República a instituciones especializadas que funcionan en el país y eliminar los fondos de sustentación de algunos títulos-valores. La tesis principal se refiere a la necesidad de que los préstamos a mediano y largo plazo se surtan con recursos que tengan baja rotación, lo cual coincide con la tesis expuesta en el Anexo a este trabajo, "La Financiación de Inversiones a Largo Plazo y el Control de la Inflación", elaborado por el doctor Antonio J. Urdinola. En este orden de ideas, se recomienda que los bancos dediquen sus recursos de corto plazo, provenientes básicamente de cuentas corrientes, para préstamos de consumo o capital de trabajo a corto plazo.

El doctor Antonio Hernández Gamarra presentó el documento "Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución de Crédito", en el cual se analiza, luego de unificar una serie de conceptos, el crecimiento de los medios de pago y sus efectos, los determinantes de dicho crecimiento y, finalmente, la distribución de los recursos financieros. El doctor Hernández concluye que aunque las reservas internacionales han sido causa importante de la expansión monetaria registrada a partir de 1971, el aumento de esas reservas ha sido, en su mayor parte, producto del endeudamiento externo del gobierno; desde 1967 más del 50% del crecimiento en los medios de pago ha sido generado por el déficit fiscal, el cual seguiría a menos que se tomen medidas drásticas al respecto. Por otra parte, se ha operado un cambio en el crédito interno, en el sentido de que las entidades de fomento reciben el volumen de recursos del Banco de la República; para que este y la autoridad monetaria vuelvan a tomar su carácter de instituciones de control monetario es indispensable reestructurar la política de crédito interno. Entre las recomendaciones más importantes del doctor Hernández están la creación de un mercado abierto que permita remover los excesos de reservas sin deteriorar la rentabilidad bancaria; la eliminación del sistema de inversiones forzosas para el sistema bancario; la consolidación de los fondos financieros en una gran entidad de fomento y la eliminación de los fondos de sustentación, para permitir que los papeles públicos y privados fluctúen de acuerdo a las variaciones de la tasa de interés.

En el estudio titulado "El Sector Externo y la Política Económica" de los doctores Alejandro Figueroa, Pablo Salazar y Antonio Urdinola, se hace un análisis de la forma en que ha evolucionado el sector externo de la economía durante el período 1968-1974 y se estudian las perspectivas de su inmediato futuro. Se considera que el país debe adoptar una agresiva política de fomento a las exportaciones, conjuntamente con una política de financiamiento externo y una de asignación de recursos al sector exportador.

El último estudio relacionado con la política monetaria y la asignación de recursos fue presentado por los doctores Rudolf Hommes y Gabriel Turbay y titulado "La Banca de Desarrollo en Colombia: el Caso de las Corporaciones Financieras", en el cual se analiza la participación de estas en la actividad financiera, ya sea captando recursos a través de la emisión de títulos-valores en general, o asignando dichos fondos a través de créditos o inversiones en empresas del país. En este documento se muestra cómo para cumplir a cabalidad los objetivos de las corporaciones es necesario reducir la

dependencia financiera que estas tienen sobre los recursos del Banco de la República; asimismo se propone dejar que las corporaciones financieras puedan buscar directamente tales recursos en el mercado de capitales y crear mecanismos que logren dispersar los riesgos inherentes a ciertas actividades, haciendo más atractivas determinadas inversiones.

Dos estudios del doctor Camilo Pieschacón conformaron la parte relacionada con la economía del seguro y el mercado de capitales. El primero, titulado "La Inflación, el Seguro y sus Inversiones de Capital", muestra cómo la inflación afecta en forma directa al seguro, tanto desde el punto de vista del asegurador como del asegurado y analiza la estaticidad del seguro con respecto al dinamismo de la sociedad moderna; finalmente estudia el problema al que se ven abocadas las compañías de seguros cuando el producto de sus inversiones de capital no permite compensar la mayor siniestralidad, con lo cual se demuestra la necesidad de desmontar el régimen vigente de inversiones de las reservas técnicas de las compañías de seguros. El segundo trabajo del doctor Pieschacón, "Participación de los Asegurados de Vida en las Utilidades Técnicas", analiza el sistema creado por el decreto 1729 de 1974, en el cual se liberaron algunas inversiones forzosas de las aseguradoras, y se ordena entregar al asegurado parte de las utilidades marginales derivadas de la utilización más rentable de estos fondos.

La parte dedicada al estudio de mecanismos para el desarrollo del mercado de capitales, incluyó dos documentos. En el primero "Bases para un Mecanismo de Underwriting" presentado a nombre de la Bolsa de Bogotá por los doctores Camilo Pieschacón y Hernán Pérez, se analizan los aspectos teóricos y las funciones económicas y financieras del mismo, los sistemas utilizados en Colombia y en otros países para la colocación de valores y finalmente se propone un esquema de la forma como podría operar un mecanismo de underwriting en nuestro país. Los autores muestran cómo un mecanismo de este tipo constituye una especie de "puente financiero" entre el mercado monetario y de capitales, que "contribuye a consolidar el sistema financiero mediante la sustitución de compromisos a corto plazo por capital de riesgo a largo plazo" (3). Sus autores consideran que la liquidez primaria existente en el mercado financiero, debida básicamente a la utilización de fondos de sustentación, ha impedido la formación de un mecanismo de recursos a largo plazo con liquidez secundaria. El mecanismo propuesto incluiría además de las corporaciones financieras, a los bancos comerciales, a las compañías de seguros, a los corredores de bolsa y otros intermediarios financieros, con el fin de realizar y participar activamente en la colocación de valores.

El segundo documento sobre mecanismos para el desarrollo del mercado de capitales fue presentado por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF, y constituye un estudio sobre "El Mercado Secundario de Hipotecas en Colombia". Sus autores consideran que la implantación de un mercado secundario de hipotecas en nuestro país se justifica teniendo en cuenta alternativas de orden financiero, económico y social; en el documento se analizan pormenorizadamente los antecedentes de dicho mercado en otros países y las condiciones que se requerirían en Colombia para su implantación, relievando las ventajas que podrían derivarse de la creación de un mercado de este tipo en nuestro medio.

Durante la sesión de clausura el doctor Miguel Urrutia Montoya, jefe del Departamento Nacional de Planeación, pronunció un discurso en el cual destacó la importancia de estos certámenes y se refirió específicamente a las medidas tomadas recientemente por el gobierno nacional, relacionadas con el mercado de capitales.

3. Pieschacón Camilo y Hernán Pérez. "Bases para un mecanismo de underwriting" en el Mercado de Capitales en Colombia - 1974. Editorial Tercer Mundo, Bogotá, 1975.

III. Política financiera reciente del gobierno

Teniendo en cuenta que buena parte de las medidas financieras tomadas por el gobierno se dirigen a solucionar problemas de fondo y reactivar las operaciones de nuestro mercado de capitales, se ha querido centrar el análisis de dichas medidas sobre cinco puntos fundamentales, que constituyen un marcado viraje de nuestra tradición en esta materia.

1. Iniciación del desmonte del régimen de inversiones forzosas.
2. Elevación de las tasas de interés.
3. Reestructuración del sistema de valor constante.
4. Racionalización del mercado de capitales.
5. Impulso a las operaciones de mercado abierto.

Al efectuar una revisión y análisis del conjunto de medidas financieras, se palpa el intento por parte del gobierno de racionalizar el mercado de capitales del país, adoptando un enfoque menos intervencionista, aunque no por ello menos firme, y otorgándole al sector privado mayor responsabilidad en el manejo de los dineros a él encomendados.

Es evidente que el conjunto de medidas de política financiera adoptadas por el gobierno, especialmente en este último año, revela una clara intención de "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" (4). Precisamente así lo afirmaba el director del Departamento Nacional de Planeación, al clausurar el pasado simposio, refiriéndose a cuál era y cuál debería ser el papel del gobierno en el manejo del mercado financiero.

Más que resaltar los éxitos obtenidos con las formulaciones y recomendaciones señaladas en los simposios anteriores, es conveniente destacar, dentro de una visión integrada y objetiva, los significativos pasos que está dando el país hacia un señalamiento de políticas claras y acordes con los problemas e inquietudes del momento, que respondan directamente a los interrogantes señalados con anterioridad.

1. Iniciación del desmonte del régimen de inversiones forzosas

Dentro de la política intervencionista que había caracterizado a las administraciones gubernamentales durante muchos años en Colombia, el régimen de inversiones forzosas descollaba por su importancia en la canalización de recursos hacia ciertas áreas consideradas como prioritarias.

A los resultados de la aplicación de esta política, basada en financiamientos logrados a través de la suscripción forzosa por parte de los intermediarios financieros de papeles de largos vencimientos y bajos niveles de rendimiento, se había confiado la atención de las necesidades crediticias de importantes sectores tales como la agricultura y la construcción. Los altos costos operativos, la incongruencia de muchas de sus normas, y la falta de continuidad en el servicio crediticio hacia los sectores beneficiados, condujeron a que se plantearan dudas sobre la validez de todo esquema, máxime cuando se han implementado ya en forma moderna y racional otros sistemas de financiamiento que, como el del FFAP, cubren las necesidades de crédito de áreas beneficiadas con el régimen de inversiones forzosas.

4. Urrutia Miguel. Discurso de Clausura del III Simposio sobre Mercado de Capitales.

El actual gobierno dio el primer paso fundamental en el desmonte de este régimen, (5) por medio del Decreto 1730/74 que contempló la liberación gradual de las inversiones forzosas de la sección de ahorros, congelando las existentes hasta su paulatina liberación a través de sorteos, amortizaciones y vencimientos. Asimismo, las nuevas captaciones quedaron exentas de inversiones adicionales, lo que permitió que se elevara la tasa de interés reconocida a los depositantes en cuentas de ahorro, del 8%-8.5% al 12% y posteriormente al 16%, (6) estimulando así notablemente la captación de recursos por medio de este instrumento. En el decreto citado anteriormente se tomaron medidas colaterales para darle un mayor impulso y vigor a las secciones de ahorro de los bancos y de la Caja Agraria, no se modificó el encaje del 20% (19.5% en cédulas y 0.5% en efectivo) para los depósitos de ahorro y se autorizó cobrar un interés efectivo del 24% sobre los préstamos otorgados con estos recursos. Igualmente se dio una mayor libertad para destinar parte de los fondos captados a inversiones voluntarias. Por otra parte, en reconocimiento de la importancia que para la captación de este tipo de ahorro tiene el incentivo del sorteo, el Decreto 278/75, el mismo que elevó al 16% el interés de las cuentas de ahorro, les dio fundamento legal, los sometió a control y les fijó un tope máximo para los premios autorizados para cada entidad en función de los valores captados.

Posteriormente, por medio del Decreto 102 de enero 24 de este año se concedió un tratamiento similar de liberación gradual a las inversiones forzosas de las compañías de seguros y reaseguros. Este paso constituye para los asegurados la continuación de la tendencia señalada por el Decreto 1729 de agosto 12 de 1974, en el cual se habían liberado las inversiones obligatorias correspondientes a las pólizas de seguros de vida con participación.

Sin embargo, teniendo en cuenta que la mayor parte de los papeles de inversión forzosa tiene largos períodos de vencimiento que en ocasiones llegan a 10, 15 y hasta 20 años, que más del 50% de ellos están representados por papeles que rentan entre un 4% y un 6% nominal (7) y que perdieron la exención tributaria de que anteriormente gozaban, (8) se impone un desmonte más acelerado del régimen de inversiones forzosas. No parece justificarse el mantener esta pesada carga durante tanto tiempo, especialmente si, como se anotó, ya se han implementado nuevos sistemas de financiación que cubren las áreas beneficiadas con esas inversiones. La lenta redención de estos papeles representa un grave obstáculo para poder ofrecer mejores niveles de rendimiento a los depositantes del sistema de cuentas de ahorro, que constituye una de las más estables y sólidas fuentes de financiación en nuestro mercado de capitales, cuando en todas las demás modalidades de ahorro se ha reconocido la necesidad de ofrecer rendimientos más altos a los ahorrantes.

2. Elevación de las tasas de interés

El flagelo mundial de la inflación y sus repercusiones en nuestros desprotegidos e insuficientes niveles de ahorro interno, centraron la atención sobre los medios para lograr el fortalecimiento y protección de nuestros instrumentos de captación. El análisis fundamental se basó en la necesidad de revisar toda la estructura de tasas de interés y en la creación de un papel que tuviera corrección monetaria, como solución a los problemas planteados por los elevados índices de crecimiento de los precios.

La creación del sistema UPAC trajo consigo valiosas experiencias al sector financiero. El sistema condujo a la creación de nuevo ahorro y a la traslación de recursos anteriormente captados por otros instrumentos, debido básicamente al elevado tipo de rendimiento inicialmente obtenido por las UPAC.

5. Decreto 1730 de agosto 12 de 1974.

6. Decreto 278 de febrero 21 de 1975.

7. Asociación Bancaria de Colombia. "Las Inversiones Forzosas ante la Reforma Tributaria", febrero de 1975.

8. Posteriormente se trata este punto con mayor detalle.

Al tenerse indicios de que el ahorro tenía una elasticidad positiva respecto a la tasa de interés, especialmente al pasar de tasas reales negativas a tasas reales positivas, se requería ajustar los rendimientos obtenidos por algunos instrumentos del mercado a un nivel más elevado. De esta forma se compensaba justamente al ahorrador y se le daba un incentivo para abstenerse del consumo presente y no distraer sus recursos en inversiones improductivas como medio de protección contra la inflación.

Es así como frente a este problema, el gobierno obró consecuentemente a través de una elevación general en las tasas de interés ofrecidas a los ahorradores de diferentes sistemas. Además de un interés mayor sobre los depósitos, ya mencionados, se elevó el de las Cédulas Hipotecarias del Banco Central Hipotecario de 9.5% a 12.5% (9) y el de los Bonos de Desarrollo Económico del 11% al 15%.

Dentro de todos estos cambios en las tasas de interés tendientes a lograr una menor dispersión de las mismas y su nivelación más cercana a la tasa de equilibrio, jugó un papel importante la eliminación de las exenciones tributarias decretadas para los papeles emitidos con posterioridad al 30 de septiembre de 1974 (10). En efecto, desde hace muchos años se había venido incentivando el ahorro y la inversión en muchos sectores de la economía colombiana, a través de concesiones tributarias que obedecían a intereses casuísticos más que a una planeación cuidadosa y seleccionada. Las exenciones beneficiaron irreversiblemente y por muchos años a determinados instrumentos, con el agravante de que, debido a la misma estructura progresiva de las tasas impositivas, se beneficiaban en mayor grado quienes se encontraban en los márgenes más altos de tributación, resultando injusto y contrario a cualquier sistema que pretendiera lograr una mejor distribución del ingreso. Como consecuencia de la Reforma Tributaria del año pasado, se eliminaron estas exenciones, por lo que parte de la elevación de las tasas de interés en los papeles de captación de ahorro puede entenderse también como compensación al impacto negativo que tuvo esta política sobre el rendimiento después de impuestos.

El certificado de depósito a término constituyó el instrumento de mayor relevancia en materia de captación de nuevos recursos con tasas de interés elevadas. Por medio de la Resolución 51 de agosto 14 de 1974, emanada de la Junta Monetaria, se reestructuró este instrumento, fijándosele un interés hasta del 24% anual, con lo que se trataba de ofrecer un rendimiento que fuera competitivo inclusive con el del dinero del mercado extrabancario. Estos certificados emitidos a un mínimo de tres meses, constituían el tope de lo que se llamó "política del dinero caro"; en efecto, se autorizó emplear los recursos captados por este instrumento en crédito para capital de trabajo, con una tasa de interés 5 puntos superior a la de captación, lo que en la práctica reflejaba una tasa nominal del 29% que podía cobrarse por anticipado. La gran dinámica reflejada en la captación de este tipo de ahorro, mostró una vez más la respuesta positiva de los ahorradores a una atractiva tasa de interés como estímulo a la captación de ahorro.

La Resolución 51 de 1974 de la Junta Monetaria, fijó un máximo de captación de recursos por medio de certificados de depósito equivalente al 100% del capital pagado y reserva legal de cada entidad captadora. Este tope se eliminó posteriormente con la Resolución 26 de este año de la Junta Monetaria, debido a que muchas entidades habían alcanzado el punto de saturación indicado inicialmente. De esta forma se pretendió evitar que dicho límite constituyera un impedimento al continuo crecimiento mostrado por este papel. También se autorizó a las coporaciones financieras a emitir certificados de depósito a término, medida que abre una nueva e importante fuente de recursos para estas entidades de fomento. Sin embargo, el éxito alcanzado con la captación de recursos a través de los certificados de depósito a término, trajo consigo una creciente preocupación por el impacto que tendría la colocación de estos dineros en el mercado crediticio, donde las tasas de interés

9. Resolución Junta Directiva del Banco Central Hipotecario, noviembre 20 de 1973.

10. Decreto 2053 de septiembre de 1974.

de la cartera ordinaria tenían niveles considerablemente inferiores. Como solución a este problema, se tomaron medidas que obrarían en dos sentidos: reduciendo los intereses de los préstamos con certificados de depósito y liberando la tasa sobre cartera ordinaria.

En efecto, por medio de un acuerdo interbancario del pasado mes de mayo, se optó por reducir del 29% al 28% la tasa cobrada por préstamos con estos recursos. Posteriormente, en los últimos días de agosto se firmó un nuevo acuerdo interbancario en que estas entidades se comprometieron a reconocer sólo un 23% de interés a los ahorradores en certificados de depósito, pero a su vez se obligaron a rebajar un punto a los intereses de préstamos, con lo que estos quedaron en un 27%.

En materia de tasas de interés sobre préstamos, indudablemente el paso más avanzado en este sentido, lo constituyó la liberación de la tasa sobre crédito ordinario que estableció la Junta Monetaria por medio de la Resolución 27 de junio 28 de este año. En realidad anteriormente (11) se había autorizado aumentar del 14% al 16% anual los intereses para estos créditos y más adelante (12) se había señalado un tope de 17% para préstamos de fomento a la industria, regulados por el Decreto 384 de 1950. Empero, estos niveles se encontraban muy por debajo de lo que podría considerarse una tasa de equilibrio del mercado, situación que condujo a una escasez de oferta para este tipo de préstamos.

Con la Resolución 27 de 1975, el gobierno reconoció una vez más la necesidad de fijar tasas de interés que reflejaran en una forma más adecuada el valor del factor capital, y se complementó el paquete de medidas que buscaban una nivelación y una menor dispersión de las mismas. No obstante, es preciso recalcar que en lugar de fijar por decreto tasas para el crédito ordinario, se abrió el camino para que se permitiera un mayor juego entre la oferta y la demanda. Las autoridades se limitaron a señalar que el cupo ordinario sólo podría ser utilizado para redescantar operaciones en las cuales se hubiere pactado interés del 16% y en préstamos efectuados a través del Decreto 384 de 1950. Este cupo se estableció con el fin de que los bancos gocen de la liquidez necesaria para su normal funcionamiento y satisfacción de obligaciones legales y contractuales y para hacer frente a situaciones temporales de iliquidez.

Con lo anterior se aseguró que las variaciones de la tasa de interés serían paulatinas y no se registrarían tendencias bruscas que pudieran ocasionar traumatismos a los mecanismos crediticios regulares del mercado.

En efecto, días después de liberada la tasa se firmó un nuevo acuerdo interbancario en el que se estableció un tope del 18% anual sobre los intereses para préstamos de cartera ordinaria. Con lo anterior se pretendió proteger al sistema de una eventual alza desenfrenada en los intereses, la cual podría haberse presentado frente a los bajísimos niveles en que se encontraban anteriormente.

3. Reestructuración del sistema de valor constante

Junto con las medidas sobre tasas de interés adoptadas por el gobierno se imponía simultáneamente la necesidad de reestructurar el sistema de valor constante, para corregir los desequilibrios registrados y hacer frente a las transferencias que este papel había ocasionado en el mercado de capitales. El gobierno procedió inicialmente a nivelar sus rendimientos con relación a los de otros títulos-valores, y adoptó posteriormente otras medidas colaterales tendientes a minimizar la volatilidad que tenían los depósitos en dicho sistema. Lo anterior se hizo proporcionándoles una estructura más sólida y adecuada a través de medidas sobre liquidez, régimen apropiado de encaje e instauración de límites de cartera.

11. Resolución 11 de febrero de 1974 de la Junta Monetaria.

12. Resolución 17 de marzo 27 de 1974 de la Junta Monetaria.

El primer paso lo constituyó el Decreto 2004 de octubre 3 de 1973, en el que se determinó que las UPAC no podrían ser expedidas al portador y en el que se ordenó utilizar un período de 24 meses inmediatamente anteriores para calcular el ajuste monetario. En el mismo decreto se amplió ligeramente el radio de acción de las corporaciones de ahorro y vivienda, al autorizarlas para conceder préstamos a las industrias productoras de materiales de construcción.

Posiblemente las medidas que llevaron más directamente a un nivel de rendimiento acorde con aquel de los demás sistemas de captación, fueron las que fijaron más explícitamente un tope del 20% a la corrección monetaria y una reducción a los intereses reconocidos a los ahorradores en UPAC, (13) junto con la reducción de la exención tributaria a 8 puntos iniciales de corrección, aspecto muy significativo si se considera que para los ahorradores en UPAC situados en niveles altos de tributación la exención era un factor de gran consideración en sus rendimientos. El Decreto 1728 de 1974 redujo la tasa efectiva de interés a 4% anual a las cuentas de ahorro; estas cuentas tienen un tratamiento preferencial en el caso de que la cuenta haya permanecido por un lapso no inferior a 12 meses continuos ya que las corporaciones reconocen una tasa de interés adicional del 1 1/2% anual sobre el saldo mínimo anual (Decreto 1229/72 Art. 8º); el mismo decreto redujo a 5% el interés de los certificados de depósito del sistema, ambas tasas calculadas sobre saldos mínimos trimestrales. Asimismo se fijaron en 8% y en 9% los intereses para créditos ordinarios y para créditos a constructores otorgados con estos recursos. Se creó un encaje sobre las exigibilidades, de un 10% sobre depósitos a término y de un 15% sobre las cuentas de ahorro, ordenándose mantener una relación de solvencia en la que el capital pagado y reservas de las corporaciones de ahorro y vivienda, no podían ser inferiores en conjunto con respecto a sus obligaciones al final de cada año, en un 5% en 1975, 7% en 1976 y 10% de 1977 en adelante. Además se determinó una relación máxima de \$1.20 de créditos aprobados por cada \$1.00 captado de acuerdo a los balances mensuales, con lo que se ajustaron los planes de inversión a los recursos que las corporaciones estaban en capacidad de otorgar efectivamente en un corto período. Por otra parte, se trató de desalentar los excesos de recursos de las corporaciones que fueron colocados como inversiones en el FAVI, debido a que la tasa de interés que reconocía el Banco de la República, era inferior en cinco puntos al costo que representaría para las corporaciones, el captar recursos a través del sistema de certificados de depósito.

Recientemente, el gobierno estableció un nuevo tope máximo anual de 19% a la corrección monetaria, y fijó en 7% y 8% los intereses para los préstamos a particulares y a constructores respectivamente (14), sin alterar las demás condiciones existentes en el sistema de valor constante. Esta medida coloca los rendimientos a niveles más competitivos con el resto de papeles del mercado, aunque por el hecho de conservar una exención tributaria parcial, contiene un atractivo adicional sobre los demás.

4. Racionalización del mercado de capitales

Entre las recomendaciones anotadas, especialmente las relacionadas con el III Simposio sobre Mercado de Capitales, se destacan aquellas tendientes a lograr la racionalización del mercado a través de la búsqueda de una mayor especialización de los intermediarios financieros, que permita que los préstamos de corto plazo se otorguen básicamente con recursos de cuenta corriente, los de mediano plazo con recursos de depósitos a término y certificados de depósito a término y ahorros, y el resto, con recursos de largo plazo. Dentro de este orden de ideas, se recomendó asimismo buscar que se hiciera una distribución en el banco central entre las operaciones de fomento y las operaciones de control monetario a su cargo.

Las primeras medidas adoptadas en este sentido se relacionaron con el FFAP, al variar los márgenes de redescuento para los créditos otorgados por los bancos y evitar que con recursos de corto

13. Decreto 1728 del 12 de agosto de 1974.

14. Decreto 1686 de agosto de 1975.

plazo se estuvieran financiando inversiones de adecuación de tierras, cría de ganado u otros proyectos de largo plazo; en adelante, con los créditos a corto plazo se financiarán, en lo posible, los cultivos transitorios de corto período vegetativo.

El traslado del FFDU del Banco de la República al Banco Central Hipotecario es otra de las iniciativas del gobierno que busca una especialización de los bancos de fomento y una clara distinción entre las funciones de entidad de fomento y banco central, que hoy tiene el Banco de la República. Se espera que con el tiempo, mientras se logran implementar estos cambios, se llegue cada vez más a un mayor grado de especialización de los intermediarios financieros en la utilización de los fondos en beneficio de todo el mercado.

5. Operaciones de mercado abierto

Otra de las recomendaciones de los Simposios, ha sido la referente a la necesidad de que el gobierno tome parte activa en el mercado de capitales, mediante la participación directa en operaciones de mercado abierto.

Aunque desde el año pasado, cuando se facultó al Banco de la República para realizar operaciones de mercado abierto, emitiendo y colocando títulos representativos de deuda pública en su poder, se ha tratado de emplear este instrumento de control monetario, los resultados no han sido muy alentadores. Los títulos de participación no han logrado en términos generales el éxito esperado, posiblemente debido a no reunir suficientes condiciones competitivas. Con la creación de los Pagarés Semestrales de Emergencia (PAS), se hace un nuevo intento para instituir las operaciones de mercado abierto. Los PAS, creados para financiar al gobierno nacional, fueron emitidos inicialmente en cuantía de \$ 1.000 millones; luego esta emisión se amplió a \$ 3.000 millones. En este caso, se planteó su compra por parte de las entidades bancarias, utilizando puntos de encaje en forma tal que una vez vencidos, quedaran libres 4 puntos del mismo. Al sacar luego los PAS al mercado bursátil se les determinó un rendimiento de 28.8%. En vista de que las negociaciones con los CAT se redujeron considerablemente como consecuencia de la aplicación del Decreto 2004 del año pasado, el PAS ha entrado a reforzar la posición de los papeles del gobierno en la bolsa de valores..

IV. Conclusiones

Luego de esta breve reseña del desarrollo, planteamientos y conclusiones de los tres simposios anteriores, y del recuento de las principales medidas tomadas recientemente por el gobierno nacional que afectan directamente el mercado de capitales, algunas de ellas recomendadas en las anteriores reuniones, cabe recalcar nuevamente la importancia que estos simposios han tenido en el ámbito nacional.

Debe considerarse que el país ha logrado cierto grado de madurez en su mercado de capitales y que aunque adolece de fallas, últimamente se han logrado avances sustanciales en su ordenamiento, racionalización y estructuración.

La reunión que hoy se inicia, será sin duda, como las anteriores, fuente de iniciativas tendientes a una mejor captación y asignación de los recursos financieros escasos con que cuenta el país.

Parte II

**POLITICA ECONOMICA Y
MERCADO FINANCIERO**

Capítulo 3.

COMENTARIOS A LA REFORMA FINANCIERA *

Francisco J. Ortega Acosta

Los seminarios sobre "Mercado de Capitales", celebrados anualmente desde 1971 bajo, el auspicio del Banco de la República y la Asociación Bancaria, han tenido sin duda resultados positivos. Las entidades del gobierno han encontrado en ellos un foro propicio para presentar ideas sobre la orientación general de la política financiera, y a las instituciones privadas del sector les han servido para intercambiar puntos de vista sobre los problemas de su actividad.

La principal contribución de los seminarios reside en la mejora de los conocimientos sobre temas complejos, como los del manejo monetario, la actividad financiera y su importancia en la economía colombiana, el desarrollo del mercado de capitales, la política de tasas de interés, etc. En estos coloquios se han ampliado y perfeccionado los conceptos; se ha reconocido el vasto campo de acción de la política y se han incorporado a la discusión, materias anteriormente subestimadas. Las posiciones personales, en un comienzo excesivamente simplistas, se han modificado. Ahora se observa un ambiente más receptivo y desprevenido. Esto se debe, a mi modo de ver, al carácter técnico con que han sido dirigidos los seminarios; para continuar beneficiándonos de este foro es imperioso preservarle su orientación, viendo de elevarle cada vez más el nivel de especialización.

Cuando los organizadores me escogieron, haciéndome una inmerecida distinción, para dirigirme a ustedes en la sesión de clausura, debo confesar que me sentí muy honrado y al mismo tiempo muy complacido de poder referirme a los temas monetarios y financieros en esta oportunidad que considero propicia. Pocas ocasiones más favorables que la presente para tratar dichas materias, después de puesta en marcha una reforma importante del sector.

Al iniciarse la actual administración, la Junta Monetaria sentó las bases generales, dentro de las cuales se desarrollaría la política monetaria. Parecería útil intentar su análisis, si no de todos los aspectos y detalles, por lo menos de sus directrices globales y de los resultados observados hasta el momento.

Lo primero es anotar que la política monetaria ha tenido una orientación perfectamente clara. Ello se debe a haber sido considerada pieza básica de la estrategia antinflacionaria, lo cual la ha situado en el contexto de la política económica para cumplir el propósito que le es más propio. Se piensa que su verdadera contribución al desarrollo del país está en propender firmemente por la estabilidad de precios. Es en este campo donde puede prestar un aporte importante al progreso nacional, dadas las

* Discurso de clausura del IV Simposio sobre Mercado de Capitales.

muy perjudiciales repercusiones de la inflación sobre la economía. El suministro de crédito se subordina así al control monetario, con lo cual se establece una prioridad clara entre estas dos variables, evitándose la confusión de objetivos, característica de situaciones ambiguas al respecto.

La ejecución de la política monetaria tiene así un significado más profundo del que se desprende a primera vista de su enunciado. La desaceleración de la inflación y luego la estabilidad de precios en el largo plazo, exigen un manejo excepcionalmente cuidadoso, para poder lograr, primero la regulación de los medios de pago y conseguir luego que la tasa de aumento se mantenga a niveles estables, con el mínimo posible de alteraciones estacionales y cíclicas, previniendo de esta manera los efectos rezagados de un aumento excesivo de la oferta monetaria sobre el nivel general de precios.

En desarrollo de estos planteamientos, el manejo monetario ha tenido como meta reducir el crecimiento de los medios de pago a una tasa entre 15 y 18% para 1975, cifra que parece compatible con un crecimiento del producto de un 6 o 7% y una elasticidad-ingreso de la demanda por dinero cercana a 2 (1).

De todos ustedes es conocido el hecho de que la tasa de aumento de los medios de pago se elevó considerablemente a partir de 1972, llegando a un máximo de 26%, promedio anual en 1973 y a cerca del 24% el año pasado. Durante el primer semestre del presente año, estos han crecido a una tasa anual del 18.5%, lo cual significa una reducción de casi 10 puntos respecto a la tasa de 27.4% observada en igual período del año anterior, e inferior a la del 25.6% ocurrida en 1973.

La reducción hasta junio se explica por la rebaja de las reservas internacionales desde septiembre del año pasado. Ello ocasionó una disminución de la base monetaria, más acentuada que la de origen estacional, propia de los primeros meses del año. La consecuencia habría podido ser una baja de los medios de pago superior a las metas propuestas si no se hubieran tomado medidas para evitarlo.

Al finalizar agosto, la tasa anual había vuelto a ascender a 23.3% (9% en lo corrido de 1975). Sin embargo, este crecimiento, aunque es elevado, puede que no constituya un impedimento para lograr la meta anual, entre el 15 y 18%. Lo que ocurre es que en el presente año se desea suavizar en lo posible la estacionalidad de los medios de pago hacia fines de año; en 1974, por ejemplo, un poco más del 70% del incremento anual se presentó en el último trimestre y un 50% en el último mes. Desde luego, la estacionalidad resulta de factores institucionales que no se pueden eliminar con medidas monetarias, pero sí es posible que la concentración del aumento de medios de pago en diciembre no sea tan marcada. Los elevados índices que tuvimos en agosto indican una mejor distribución del aumento monetario en el tiempo, y no se deben interpretar como desestabilizadores, ya que hacia fines del año la expansión relativa debe ser menor a años anteriores.

En el futuro se espera también impedir alteraciones bruscas en la tasa de variación de los medios de pago dentro de períodos más largos, ya que los efectos rezagados y el cambio de estos resultan muy difíciles de establecer. Ello constituirá un gran avance si se tiene en cuenta la tradición al respecto. En los últimos 25 años, con la sola excepción de los años 1958 y 1959, no se ha conseguido mantener estables las tasas de variación durante siquiera dos años consecutivos. Cualquiera que sea el nivel deseado de crecimiento de la oferta monetaria, se espera sostenerlo por el máximo tiempo posible.

Luego de relatar estos hechos básicos, quiero referirme en más detalle a tres aspectos característicos de la política monetaria actual: el funcionamiento del sistema financiero en condiciones de mayor libertad; la autonomía del manejo monetario y la política de tasas de interés.

1. El doctor Eduardo Sarmiento en su estudio titulado "Comportamiento Histórico de los Precios" estima la elasticidad - ingreso de la demanda por dinero en 1.8.

I. Libertad de mercado

La ejecución de la política monetaria ha tenido como uno de sus propósitos crear las condiciones necesarias para el funcionamiento eficiente y libre del mercado financiero. Este objetivo no solamente es compatible con el del control monetario sino que se considera su complemento indispensable. Tal vez la acción adelantada en este frente sea una de las de mayor trascendencia hasta el momento.

En el pasado, una de las características del manejo monetario, ha sido la intervención permanente en la generación y distribución de la expansión primaria. Las fuentes más importantes de cambios en la base monetaria han sido los incrementos de reservas internacionales y el crédito del Banco de la República, este último asignado a sectores específicos. En el quinquenio 1960/64 el dinero base aumentó anualmente en promedio 12%, mientras que los medios de pago lo hicieron en 17.1%. Para el siguiente quinquenio de 1965/69, el incremento se generó de manera totalmente distinta, pues la base creció 23.2% mientras que los medios de pago lo hicieron en 16.5%. En el último quinquenio de 1970/74 continuó la misma tendencia, con tasa de 21.5% para la base y 19.7% para la oferta de dinero. Estos resultados comprueban que sistemáticamente a partir de 1965 se fue restringiendo la parte de la expansión que podríamos considerar como de libre orientación por parte del sistema bancario, mientras que se elevaba la correspondiente al crédito del Banco de la República para actividades específicas.

Esta forma de dirección monetaria, excesivamente rígida, dio igual importancia, si no mayor, al suministro de financiación que al propio control monetario. Para modificar tal tendencia ha sido necesario limitar el crédito del Banco de la República, dentro de su misión propia de banco central, únicamente a otorgar préstamos al sistema bancario, al gobierno nacional y en menor grado, a la Federación Nacional de Cafeteros. Se ha evitado al máximo la creación de cupos con destinación específica, dejando exclusivamente aquellos que atienden necesidades de financiación estacional, como es el caso de los bonos de prenda. Igualmente, varias líneas de crédito del Banco de la República fueron eliminadas, y a dos de los fondos financieros que no tenían suficientes recursos propios se les separó del banco central.

Otras decisiones bien representativas del nuevo encauzamiento dado a la política monetaria se refieren a la supresión de las restricciones al crédito bancario, conocidas como límite al crecimiento de las colocaciones, los encajes elevados y reducidos, la cartera de fomento. Además, se estructuró un procedimiento flexible y ágil para los cupos de los bancos en el Banco de la República y para el cómputo del encaje.

En cuanto a los fondos existentes, o sea el FFAP, Proexpo, el FAVI, el FIP y el Fondo Financiero Industrial, es importante distinguirlos para efectos de esta política de los cupos y líneas del Banco de la República, puesto que no se abastecen de recursos de emisión y cumplen únicamente con la labor de intermediarios de los recursos captados del mercado por distintos procedimientos. El FFAP, el FAVI y el FIP cuentan con dineros propios provenientes de crédito del gobierno y de inversiones forzosas, etc. Proexpo y el Fondo Financiero Industrial, también tienen fondos especiales aunque continúan dependiendo transitoriamente y en pequeña parte de la emisión monetaria, mientras las medidas adoptadas para su total fortalecimiento tienen plena aplicación.

La orientación general antes descrita, en materia del funcionamiento libre y eficiente del mercado monetario, fue rigurosamente respetada durante el primer semestre, cuando se hizo necesario definir la compleja escogencia del procedimiento más idóneo para obtener la meta de medios de pago. Las opciones podrían agruparse en dos planteamientos:

- a) alcanzar la tasa acordada, aumentando la base a través de mayor crédito del Banco de la República, o

- b) incrementar los medios de pago, disminuyendo la exigencia de congelación de depósitos privados no bancarios y elevando más bien el nivel del multiplicador monetario del sistema bancario, lo cual significaba disminuir los requisitos de encaje. Entre las dos alternativas se optó sin excepción por la segunda.

Las medidas adoptadas, aplicando los instrumentos generales de manejo monetario, fueron la baja del encaje en 6 puntos sobre depósitos en cuenta corriente; la unificación de encajes sobre distintas formas de depósitos a término; la eliminación de los depósitos previos al giro y la reducción de 8 puntos en la consignación anticipada. Estas disposiciones han sido características de la política de mayor libertad a la operación del mercado y, además, se han justificado por la necesidad coyuntural de contrarrestar la baja de reservas.

Tenemos entonces, que la orientación general se ha plasmado en fórmulas concretas, perfectamente armónicas, con el objetivo de regulación monetaria y de estímulo al funcionamiento eficiente del sector financiero. Para muchos de ustedes esta primera conclusión puede parecer como un lugar común. Sin embargo, en el fondo representa una transformación de gran importancia. La congruencia entre el objetivo y los instrumentos utilizados para conseguirlo, rara vez se ha dado. Me explico, frecuentemente se afirma, igual a como lo estoy haciendo ahora, que la política monetaria busca la estabilidad de precios. Esta frase podría considerarse como un slogan. La diferencia está en que la ejecución de la política actual es perfectamente consistente con el slogan.

II. Autonomía

Sobre las bases anteriormente descritas, la política monetaria se encamina hacia el logro de una verdadera autonomía. Por autonomía queremos significar que la Junta Monetaria y el Banco de la República estén realmente en capacidad de determinar, con procedimientos propios, la cantidad de dinero en circulación. A nuestro modo de ver existen las condiciones para conseguirla.

La autonomía monetaria requiere, de una parte, de instrumentos capaces para regular los flujos monetarios provenientes del comercio exterior o de las decisiones del público y del sistema bancario en busca de mayor liquidez y, de otra, de suficiente poder decisorio para evitar que la permanente presión por créditos del Banco de la República rebasen el margen disponible de expansión, impidiendo la escogencia del sistema más idóneo para alcanzar sus objetivos.

Las medidas ya enumeradas son un buen ejemplo de la manera autónoma como se ejecuta la política. Se ha permitido generar la expansión deseada, aplicando procedimientos estrictamente monetarios, dentro de un marco relativamente libre en cuanto a la asignación, y evitando que la pequeña capacidad de emisión sea absorbida por toda clase de cupos y líneas de distribución del crédito.

Sin embargo, esto no quiere decir que para el futuro esté suficientemente garantizado el logro de un control monetario independiente. Habrá que esperar a que se presenten nuevas situaciones de desequilibrio para juzgar la solidez de la estructura creada y la decisión de las autoridades por preservar la estabilidad monetaria como sistema antinflacionario.

Posiblemente, ya en este mismo año se pondrán a prueba las bases establecidas sobre las cuales he venido hablando. Desde el mes de julio se viene presentando un sensible crecimiento de los medios de pago cuyo origen se localiza en las reservas internacionales. El mismo fenómeno exógeno que facilitó la reducción del dinero base durante el primer semestre del año puede ahora ocasionar trastornos graves a la estabilidad monetaria.

Para ser coherentes con la filosofía general, el aumento futuro de las reservas internacionales debería compensarse reduciendo aquellos renglones del activo del Banco de la República distintos a

los de origen externo; es decir, a través del crédito del gobierno o del sector privado. Ello es posible en ambos casos. La reforma tributaria emprendida por el gobierno demuestra la clara decisión de controlar la inflación. Ahora no se requiere estimular la inflación como medio de financiamiento del gasto público y en cambio se busca armonizar las políticas monetaria y fiscal. Además, los nuevos recaudos han producido abundantes recursos que no sólo garantizan la neutralidad de la tesorería como fuente de emisión, sino que también permitirán ayudar a reducir el crédito del gobierno con el Banco de la República. En cuanto al sector cafetero hay seguridad de que la Federación de Cafeteros cancelará en el presente mes sus deudas con el Banco de la República, contribuyendo a restringir la base monetaria.

Otro procedimiento para compensar el aumento de las reservas, congruente con la orientación de la política, sería mediante la colocación de títulos del Banco de la República o de la Tesorería en el mercado de valores. Lo referente a las operaciones de mercado abierto requiere un comentario especial. Este instrumento tendrá que ser utilizado tarde o temprano, en forma masiva, pues es el único con capacidad suficiente para contrarrestar incrementos exógenos como los que producirán el año entrante los mejores precios del café y la recuperación de los ingresos por servicios y exportaciones menores.

Es mucho lo que se ha hablado respecto a este mecanismo y probablemente también mucho lo que falta por decir. La verdad es que hasta el momento ha tenido una aplicación muy secundaria, pero de ahora en adelante deberá adquirir especial significado para que las autoridades puedan afianzar la línea de política adoptada hasta el momento. De lo contrario, ante un eventual desbordamiento monetario, se corre el riesgo de caer en el procedimiento tradicional de reducir la capacidad de expansión secundaria limitando el efecto multiplicador con tasas de encaje más elevadas.

No obstante las observaciones anteriores, pienso que existen las condiciones para controlar autónomamente la oferta monetaria, a través de la colocación de títulos en el mercado abierto. La mayor eficiencia alcanzada por el sistema financiero, la liberación introducida a las tasas de interés y la flexibilidad con que ahora operan los bancos así lo aseguran. Anteriormente, cuando se refería uno al uso de este instrumento hablaba más de planes que de realidades, debido a que las condiciones generales no lo permitían.

III. Tasas de interés

Desde cualquier ángulo que se estudien los problemas monetarios y del sector financiero siempre se llega a una conclusión: su principal dificultad está en la rigidez y heterogeneidad de las tasas de interés que impiden el funcionamiento del mercado. El tema puede ser la cuantía y distribución óptima del crédito; puede ser lo referente a la generación de ahorro y sus formas de captación; o también tratarse de las instituciones financieras y su actividad como intermediarios; en todos los casos el fenómeno está relacionado con la estructura de tasas de interés. De ahí que el elemento más característico de la estrategia monetaria y financiera de la actual administración sea el nuevo régimen de tasas de interés.

En esta materia la política busca primordialmente que las tasas sean flexibles. A tal efecto se ha procurado la libertad en su determinación, para que su nivel y estructura reflejen las condiciones del mercado. En un principio, como el nivel fijado estaba muy debajo de la situación de equilibrio, el movimiento fue hacia el alza. En aquellos casos para los cuales se dejó libertad completa las tasas se han ido estabilizando y su función reguladora se observa claramente. Cuando se consiga la plena operación del mercado se llegará a una situación de tasas flexibles y realistas.

Las causas de variación de las tasas de interés son de origen económico y no administrativo. Estas no son altas, regulares o bajas porque la autoridad monetaria unilateralmente así lo decida. Para entender sus cambios es esencial distinguir entre la tasa de interés nominal y la tasa de interés real. La

diferencia entre las dos está dada por la tasa de inflación esperada. Las oscilaciones de su nivel ocurren generalmente en el componente de precios y no en el real el cual es bastante estable.

Si la inflación es constante muy probablemente las tasas de interés también lo serán. Pero si la inflación aumenta, las tasas de interés se incrementarán, protegiendo al ahorro de la erosión que le causa la inflación, evitando que quienes consiguen préstamos de largo plazo obtengan ganancias extraordinarias. La llamada política del dinero caro no es otra cosa que el reflejo de los niveles de inflación; en ningún caso ella es el resultado de una decisión caprichosa de las autoridades monetarias.

Las tasas de interés realistas han sido criticadas, porque desestiman la inversión a través del aumento en los costos financieros. Esta idea proviene de la época en que prevalecieron las tesis conocidas como de "financiación del desarrollo". Hasta hace pocos años los estímulos otorgados al sector privado para fomentar la industrialización y la agricultura abarcaron todas las formas posibles de reducción artificial de costos y protección a la competencia externa. Las más conocidas fueron la tasa de cambio sobrevaluada, los precios de los servicios públicos, las exenciones de impuestos y desde luego el crédito subsidiado con plazos amplios. La necesidad de financiar la inversión para aumentar el ingreso se entendió entonces estrechamente vinculada al crédito barato.

Los argumentos propios de esa época sólo tuvieron en cuenta algunas de las ventajas para el país de la política de crédito barato. Al efecto se citan muchos ejemplos de industrias creadas gracias a este estímulo y se dice que la agricultura no habría progresado si no hubiera sido por los subsidios al crédito. Sin embargo, se olvida mencionar las consecuencias de esta estrategia en el caso de inversiones ineficientes, de desperdicio de recursos, de endeudamiento excesivo y de baja generación de ahorro. Sin subestimar la importancia de la política de tasas de interés del pasado sobre la producción y el empleo en los sectores favorecidos, pensamos que la nueva orientación ofrece mayores beneficios económicos, porque está enfocada de acuerdo a los criterios de óptima asignación de recursos.

En desarrollo de estos planteamientos se han tomado una serie de decisiones de particular importancia. Entre las principales medidas cabe citar la supresión de topes a las tasas de interés autorizadas al sistema bancario; en los dos renglones principales de sus colocaciones, a saber la financiación de importaciones y la cartera proveniente de recursos ordinarios. Es conveniente anotar que las tasas de interés del crédito dirigido a través de los fondos financieros se mantienen aún subsidiadas, aunque en menor grado, especialmente en los casos del FFAP y Proexpo. Ello se debe a la significación de estas actividades y a los desajustes inconvenientes que produciría un cambio drástico de estos mecanismos.

En cuanto al ahorro las primeras medidas se encaminaron a reducir las diferencias de intereses de los distintos papeles, con el fin de corregir las distorsiones de los rendimientos relativos. Fue así como se duplicaron los intereses de las cuentas de ahorro, se elevaron los de los certificados de depósito a término y se redujeron los de las UPAC.

En materia de procedimiento se ha optado por una forma gradual de liberación, para evitar cambios muy bruscos entre los distintos activos financieros que podrían ocasionar dificultades al manejo de las operaciones bancarias. Por ello mientras en el crédito se ha permitido mayor libertad, en el ahorro se ha procedido con cautela para que el sistema bancario se vaya ajustando a la nueva orientación de diversificar las fuentes de recursos con el reconocimiento de intereses más realistas.

Los resultados a este respecto son muy importantes y fáciles de precisar. El efecto positivo de las tasas flexibles de interés se comprueba con el creciente aumento del ahorro transferible real que en los primeros siete meses del año ascendió en un 21.4%; este ha sido uno de los logros más satisfactorios de la política de tasa de interés en lo relacionado con la promoción del ahorro.

El segundo aspecto se refiere a la asignación de recursos. A tasas de interés cercanas a las de equilibrio la demanda de crédito se hace compatible con las disponibilidades, evitándose así el tradicional racionamiento. La distribución del crédito institucional se efectúa de acuerdo con criterios de eficiencia y no en base a consideraciones extraeconómicas. Esto significa que la orientación del ahorro y el crédito consulta las verdaderas necesidades sociales y económicas del país.

La política de tasas rígidas conducía a un sinnúmero de inequidades que se han venido corrigiendo. Del lado del ahorro tenemos que quienes recibían las más bajas retribuciones eran los pequeños ahorradores y en cuanto a la distribución del crédito quienes estaban en clara situación de desventaja eran también los industriales, agricultores y comerciantes de menores ingresos. Ello se reflejó en fenómenos de mala asignación del crédito, tales como la financiación de inversión en bienes de capital en cantidades y tamaños superiores a la capacidad del mercado, cuando su adquisición era financiada a tasas de interés subsidiadas. El exceso de capacidad instalada puede haberse debido más a la política de tasas de interés que al proteccionismo o a la sustitución de importaciones. Las tasas flexibles, al equilibrar el mercado, desestiman la búsqueda de créditos para fines improductivos y dejan recursos libres para que sean prestados a los productores eficientes.

La regulación de la demanda de crédito ha tenido un importante efecto monetario. Su normalización, merced a las nuevas tasas de interés nominal, permitió reducir en cerca de la mitad el crecimiento de los depósitos en cuenta corriente durante el primer semestre del año, para ajustarlo al objetivo de menor crecimiento de medios de pago. En otras circunstancias habría sido ilusorio disminuir los depósitos en cuenta corriente, porque los bancos habrían generado un fuerte desencaje para atender las necesidades de crédito ejerciendo presiones insostenibles sobre la autoridad monetaria. Ahora las tasas de interés han estimulado el aumento de los recursos captados en el mercado a través de los certificados de depósito a término y de las cuentas de ahorro de los bancos, con los cuales se genera crédito; y además, la demanda de préstamos se ha ajustado a las necesidades reales de inversión.

Un tercero y último punto es el referente al desarrollo del mercado y de sus instituciones. Hasta hace relativamente poco, la captación de ahorro se limitaba a las cajas de ahorros de los bancos y a la cédula del Banco Central Hipotecario. El sistema bancario no participaba prácticamente en la obtención de recursos, por lo cual todo su crédito dependía de los depósitos en cuenta corriente y del redescuento en el banco central. Las instituciones financieras se vieron en cierto modo paralizadas por las políticas de tasas de interés, y carecieron de toda iniciativa para estimular el ahorro. Con la creación de la UPAC y de los certificados de depósito a término, y con la supresión de limitaciones a las tasas de interés activas se ha conseguido un fortalecimiento del sector financiero que ha de traer repercusiones muy benéficas para la economía.

IV. Comentarios finales

He presentado en forma resumida algunas opiniones sobre los aspectos más sobresalientes de la situación monetaria y financiera. Del análisis se desprende que se han creado las condiciones para la ejecución autónoma de una política monetaria de largo plazo, enmarcada rigurosamente dentro de la estrategia de estabilidad de precios. A este respecto la autoridad correspondiente tiene un pensamiento definido sobre el manejo monetario, el cual no ha de estar sujeto al vaivén de las presiones en cuanto a las necesidades de crédito del sector privado o del sector oficial en el Banco de la República.

La reducción en el crecimiento de los medios de pago junto con un mejor equilibrio en la demanda de crédito, son los resultados más destacados de esta política.

La reforma emprendida en el sector financiero está generando efectos importantes para la economía. Lo hecho en materia de tasas de interés para el fortalecimiento de las instituciones bancarias y de las corporaciones ha contribuido al fomento del ahorro y a su distribución más eficiente.

Desde luego únicamente con el tiempo será posible juzgar en conjunto todos los resultados de la política adoptada. Aún es prematuro extraer conclusiones muy específicas. Fenómenos como el de la mayor o menor importancia del crédito dirigido solo se podrán evaluar cuando se cuente con suficientes observaciones. Por el momento disponemos de cifras que no ofrecen toda la significación deseada por lo corto del período.

Aunque se ha avanzado bastante en estos campos, nos encontramos todavía en el comienzo del proceso de transformación del sector financiero. Solamente se han cumplido las etapas iniciales de ordenamiento, mediante la formulación de reglas claras y permanentes para que el sector privado lleve a cabo su acción. Pero posiblemente falta bastante por realizar. Lo que sigue depende más que todo de la actividad privada. A las instituciones del sector les corresponde avanzar en forma más decidida hacia su mayor modernización y eficiencia. Además, es imperioso que promuevan una competencia abierta en beneficio de los usuarios del crédito y de los ahorradores.

En cuanto al sector oficial, ya he expresado mi preocupación respecto a la forma como se ha de enfrentar la nueva etapa de desequilibrio monetario, originado en el incremento de las reservas internacionales. La regulación de los medios de pago, a través de mecanismos acordes con la orientación general, se puede tornar difícil y requerirá bastante esfuerzo y mucha decisión por parte de las autoridades para conservar las tendencias favorables del primer semestre. De lo contrario habrá un aumento excesivo de la oferta de dinero.

La reflexión permanente y el debate amplio sobre la ejecución de la política monetaria contribuirán, sin duda, a mantener su dirección en forma acorde con los postulados generales de la política económica.

Capítulo 4.

LA INTERVENCION ESTATAL EN EL MERCADO DE CAPITALES

Eficiencia y Distribución del Ingreso

Mauricio Carrizosa Serrano*

I. Introducción

1. Antecedentes

El estado colombiano ha intervenido de diversas formas en el funcionamiento del mercado de capitales. Dicha intervención incluye estipulaciones sobre las condiciones del crédito —plazos, destinos, y tasas de interés— y sobre las características de la captación de recursos. La conveniencia de esta intervención depende en alto grado de como ella contribuya a la eficiencia en la asignación de recursos y a la redistribución del ingreso entre las personas, lo cual plantea la necesidad de investigar su impacto sobre estos aspectos.

La realización de la investigación propuesta requiere un esfuerzo sustancial que incluye las siguientes etapas. En primer término, es necesario formular hipótesis de trabajo derivadas de una concepción razonable sobre la forma como el mercado de capitales opera.

Estas hipótesis permitirán orientar el examen de la evidencia existente, objeto de una segunda etapa. El propósito final de todo este esfuerzo es formular las reformas que se consideren apropiadas, a la luz de las metas generales relativas a la eficiencia y distribución del ingreso. Esta tercera etapa tiene como prerrequisito las dos anteriores, puesto que una propuesta sobre política financiera debe estar fundamentada en una concepción empírica corroborada que permita anticipar sus posibles efectos.

2. Propósitos y alcance

El presente ensayo se concentra en la primera de las tareas anotadas. A este efecto, solamente pretende sugerir un esquema del cual podrían derivarse implicaciones empíricas relativas a los efectos sobre eficiencia y distribución del ingreso de la política financiera. Ello requiere examinar las formas como el estado interviene, para ubicarlas dentro de un marco apropiado que facilite su análisis

* El autor desea expresar sus agradecimientos a los doctores Hernando Gómez Buendía, Roberto Junguito Bonnet, y Jorge Ospina Sardi por sus valiosos comentarios y sugerencias en torno a las ideas presentadas en este trabajo. FEDESARROLLO desea agradecer el aporte de la Corporación Financiera del Valle sin el cual no hubiera sido posible la realización del presente trabajo.

económico. No se pretende llegar a conclusiones sobre los efectos de los diferentes tipos de intervención. Tan solo se desea sugerir un marco y, en base a él, formular las preguntas relevantes que se deben atacar, posiblemente en el desarrollo de los simposios siguientes.

3. Organización del estudio

El trabajo discute primero la función de un mercado de capitales y su contribución a la eficiencia y la redistribución del ingreso. A continuación se examinan las formas como el estado colombiano interviene en el mercado de capitales, y se plantean conjeturas relativas a los efectos de esta intervención sobre eficiencia y concentración del ingreso, indicando las áreas que estudios anteriores han examinado. El trabajo concluye con un resumen de sugerencias para investigación futura.

II. El Mercado de Capitales

1. Función

El mercado de capitales trasfiere fondos de grupos o unidades cuyos gastos son inferiores a sus ingresos a grupos con un exceso de gastos sobre ingresos (1). Se puede obtener una idea de la importancia de esta función examinando los cambios en los activos netos de los sectores con superávit definidos en las cuentas de flujos de fondos (2). Estos cambios corresponden al exceso de gastos sobre ingresos corrientes, más el excedente de transferencia sobre gastos de capital de dichos sectores (3), y en promedio fueron del 10 % del producto nacional para las diez observaciones disponibles (1962-63 a 1972-73). Esta estadística es sensible al nivel de desagregación de las cuentas, pero de todas formas subraya la importancia de las divergencias entre ingreso y gasto de las diferentes unidades. Los intermediarios financieros, que son los agentes económicos especializados en transferir fondos de sectores o unidades con superávit a sectores o unidades con déficit, crean instrumentos para captar fondos y mecanismos para destinarlos a la financiación del gasto (4). La forma como se realizan estas funciones tiene implicaciones importantes en cuanto a la contribución del mercado de capitales a la eficiencia económica y a la redistribución del ingreso. (cuadro 4-1).

Conviene distinguir el proceso de transferir fondos por el mercado de capitales propiamente dicho de otros mecanismos, como los impuestos, la inflación, las donaciones, y la expropiación. Los impuestos y la inflación cobran especial importancia en el contexto de este trabajo, por estar íntimamente relacionados con los objetivos mismos de la intervención estatal en el mercado de capitales.

2. Relación del mercado de capitales con el proceso de ahorro e inversión

Se ha dicho que el mercado de capitales trasfiere fondos de aquellos grupos o unidades que se abstienen de gastar parte de su ingreso a aquellos grupos cuyos gastos exceden los ingresos que perciben. Estos gastos pueden realizarse bien sea en bienes de consumo o en bienes de inversión.

-
1. Gurley J. y Shaw E: "Financial Intermediaries and the Saving Investment Process". Journal of Finance, Vol. XI, mayo, 1956. pp. 275-266.
 2. Las cuentas colombianas de flujo definen seis sectores. Los activos financieros para tres de ellos, familias, sector internacional, y sector financiero, han sido superiores a sus pasivos financieros. Los sectores cuyos pasivos exceden sus activos son el gobierno, el Banco de la República y las empresas.
 3. Bain A.D.: "Flow of Funds Analysis: A Survey". Economic Journal, diciembre, 1973.
 4. Un recuento, algo obsoleto, del desarrollo de los intermediarios financieros que comenzaron a crearse en la década pasada se encuentra en: Basch, Antonin: "El Mercado de Capitales en Colombia". Banco Interamericano de Desarrollo, CEMLA, 1968.

Cuadro N°. 4-1
CAMBIOS EN AHORRO FINANCIERO
COMO FRACCIÓN DEL PRODUCTO NACIONAL
1962-1973

(millones de \$)

AÑOS	Ahorro Financiero Total	Variación del Ahorro Financiero sobre el Producto Nacional
1962	20.568	-
1963	24.956	.10
1964	28.971	.07
1965	31.858	.04
1966	39.629	.10
1967	47.262	.09
1968	58.895	.12
1969	71.095	.10
1970	85.883	.11
1971	109.081	.15
1972	124.470	.08
1973	142.318	.07

FUENTE: Schlesinger D. y Ruiz A. "Algunos Aspectos Específicos del Mercado de Capitales Colombiano: Tasas de Interés y Exenciones Impositivas", Revista del Banco de la República, mayo de 1975.

Para proporcionar un ejemplo extremo, un mercado de capitales en una economía estacionaria financiaría principalmente gastos de consumo, en tanto que, en una economía en proceso de crecimiento, es de esperar que una fracción importante de los fondos transferidos se destinaría a la inversión. Así, el mercado de capitales facilita el que el ahorrador no esté restringido a ser él mismo quien gasta sus fondos en bienes de inversión sino que los puede transferir, posiblemente a través de un intermediario.

3. Distinción entre el mercado de capitales y el mercado monetario

En el proceso de transferencia de fondos que distingue al mercado de capitales, se hace manifiesto un mecanismo directo y automático en el cual el ahorrador se abstiene de gastar para financiar el gasto de aquel a quien se transfieren sus recursos. Conviene separar conceptualmente este proceso de aquel en el cual la autoridad monetaria crea dinero base (5) como resultado de sus operaciones de crédito, pues hay efectos macroeconómicos peculiares en el segundo caso (6). Basta mencionar los tres más importantes. En primer término, la creación de base puede lograr la incorporación de recursos adicionales al proceso productivo, de modo que no se requiere la abstención de gasto por parte de ningún grupo. Ello podría ocurrir especialmente cuando el nivel de desempleo es anormal-

5. El dinero base está definido por las obligaciones monetarias del Banco de la República. Sus rubros más importantes son las reservas de los bancos comerciales y el circulante en poder del público.

6. Un análisis adecuado del proceso de creación de base en Colombia se encuentra en: Barro R: "El Dinero y la Base Monetaria en Colombia". Revista de Planeación y Desarrollo, marzo, 1973.
 Para un análisis de la contribución del déficit al proceso de creación de base véase: Hernández Antonio: "Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución del Crédito". El Mercado de Capitales en Colombia. Banco de la República y Asociación Bancaria, 1975.

mente alto. Por otro lado, el efecto puede ser más bien el de una mayor presión inflacionaria, que obliga a aquellas personas con ingresos y activos fijos en términos nominales a reducir sus gastos reales. Finalmente es también factible que, sin ningún aumento de precios o producción, haya una abstención de gastos simplemente porque la gente no consigue lo que quiere, como es muy probable que ocurra bajo controles generales sobre los precios. Estos efectos dan un carácter distintivo a la creación de créditos por medio del mercado monetario.

4. Contribución del mercado de capitales a la eficiencia económica

Cabe preguntarse ahora si la capacidad de transferir fondos que ofrece el mercado de capitales contribuye a la eficiencia económica. Este término tiene un significado muy preciso. Se refiere a la característica de que la asignación de los recursos productivos de la sociedad generen el mayor valor posible de producción, dada la distribución del ingreso disponible. Para lograr este objetivo se requiere que el ingreso sea gastado por aquellas unidades que puedan lograr un mayor provecho de este gasto y producido por aquellas unidades que puedan lograr un mayor provecho de los recursos utilizados. Así, si una persona no tiene una opción de gasto que le genere un rendimiento o valor importante, es razonable, de acuerdo al criterio de eficiencia, que se lo transfiera a cambio de un pago más ventajoso de intereses, a otra persona que sí tiene una opción de gasto adecuado. Igualmente, si un activo físico puede lograr un mejor rendimiento si es manejado por una persona diferente de quien actualmente lo tiene, su transferencia al primero es conveniente de acuerdo con el criterio anotado. El mercado de capitales utiliza recursos para llevar a cabo transferencias, de modo que su contribución a la eficiencia depende de qué tan convenientes para la sociedad son las transacciones que efectivamente realiza. Existen aspectos del sistema económico, tales como monopolios, externalidades (7), e impuestos y subsidios que pueden impedirle que el mecanismo logre una asignación eficiente, ya que introducen divergencias entre la rentabilidad social y la rentabilidad privada (8).

5. Mercado de capitales y distribución del ingreso

Parece conveniente examinar el problema de la distribución personal del ingreso desde el punto de vista de las fuentes que generan el ingreso, es decir, desde el punto de vista de la distribución de la riqueza. Se puede definir riqueza como el valor actualizado de los ingresos generados por los diferentes recursos, que incluyen capital físico (por ejemplo, maquinaria) y capital humano (por ejemplo, empresarios).

Para ubicar el problema en un contexto dinámico, conviene distinguir entre la distribución existente de la riqueza y la distribución marginal de la misma. Puede definirse la distribución de la riqueza por las fracciones de la población que se ubican en los diferentes niveles de riqueza. Con arreglo a la definición del párrafo anterior, esta distribución corresponde a la del ingreso permanente, si a su vez definimos este último como la anualidad perpetua que corresponde al valor actualizado de los ingresos futuros. Ahora bien, la distribución marginal de la riqueza se refiere a la distribución de los beneficios del flujo de inversión de un período dado. Ella no tiene que coincidir con la distribución existente de la riqueza; de hecho, tiene que ser diferente si la distribución del ingreso permanente está cambiando a lo largo del tiempo. En un período en el cual la distribución marginal es más concentrada que la distribución existente, la distribución del ingreso se está concentrando aún más; por ejemplo, si el 50% más pobre de la población es propietario inicialmente del 20% de la riqueza, si el 5% de los beneficios de la inversión recaen sobre este grupo, y si el capital crece en 10%, la fracción del capital que pertenece al 50% más pobre se reduce a 18.6%, incrementándose así el grado de concentración.

7. Por externalidad se entiende la situación en que un agente económico no percibe el total de los costos y/o beneficios de la actividad que realiza.

8. Para una discusión más rigurosa de la eficiencia en el mercado de capitales véase: Fama, E.F.: "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work". Journal of Finance, mayo, 1970.

Corresponde examinar ahora las posibles fuentes de divergencias entre la distribución existente y la distribución marginal. ¿De qué depende la distribución marginal, ya definida como la distribución de los beneficios de la inversión? Por un lado, ella depende de la distribución del ahorro, puesto que los ahorradores ganan parte de los beneficios de la inversión en forma de intereses y, por otro lado, depende de la forma como las oportunidades de inversión se distribuyan según el nivel de ingreso. Si, por ejemplo, la información sobre proyectos rentables está concentrada en personas de ingresos relativamente altos, ello constituye un incentivo para que el ahorro financie el incremento de la riqueza de aquellas personas.

La discusión anterior no permite inferir la dirección en que el mercado de capitales afecta la distribución del ingreso. Se puede sí establecer el papel que juega en la dinámica de esta distribución; pues, según se indicó, el mercado de capitales es un mecanismo de transferencia de ahorros, y el destino de estos ahorros según los niveles de ingreso, ayuda a determinar la distribución de los beneficios de la inversión y, por lo tanto, el cambio en la distribución del ingreso.

III. La intervención estatal

Como se indicó en la introducción, el estado colombiano interviene el mercado de capitales adoptando políticas sobre las características del crédito y de la captación de recursos.

Conviene ordenar la discusión de éstas políticas de acuerdo al tipo de transferencia de recursos. En este trabajo serán examinadas las transferencias de fondos entre el sector privado y el gobierno por un lado, y las transferencias de fondos dentro del sector privado inducidos por la intervención estatal, por otro.

1. Las transferencias de fondos hacia el sector público

Los gastos del sector público normalmente difieren de sus ingresos por concepto de impuestos, tasas, y rentas contractuales. Ello implica la existencia de transferencia de fondos entre el gobierno y otros sectores. Las formas más comunes de financiación del déficit fiscal incluyen los préstamos del sector privado, y los préstamos del Banco de la República. El cuadro 4-2 muestra el déficit y sus fuentes de financiación en 1973 y 1974. El déficit fue de 1% del producto nacional bruto en ambos años, lo cual indica que las transferencias analizadas en este aparte no son insignificantes (9). Se examinaron primero las transferencias a través de lo que se ha llamado el mercado de capitales, para luego considerar aquellas en que media el mercado monetario.

1.1. El gasto público y la captación de ahorro por parte del estado

1.1.1. Mecanismo. El estado puede captar ahorro a través de la contratación de deuda pública. Es importante recordar, sin embargo, que esta deuda puede ser contraída con el sector privado, el sector externo, o el Banco de la República. Con el objeto de mantener la distinción entre el mercado de capitales y el mercado monetario, es conveniente distinguir entre los mecanismos de deuda que conducen a la creación de base y aquellos que no lo hacen. La colocación de deuda en el Banco de la República sin que este a su vez capte fondos, o aquellos préstamos contratados por el gobierno en el sector externo que simplemente financian un incremento en las reservas internacionales netas del Banco de la República (10) constituyen ejemplos de contratación de deuda pública que aumentan la base monetaria. El estado puede captar fondos sin producir efectos monetarios colocando deuda en el

9. La situación del primer semestre de 1975 es sustancialmente diferente, pues al contrario de los dos años anteriores, los ingresos tributarios han permitido ahora un flujo neto de crédito del gobierno al sector privado.

10. La relación entre creación de medios de pago y financiación del sector externo la ofrece: Hernández Antonio, op. cit.

Cuadro N°. 4-2
FINANCIACION DEL DEFICIT FISCAL
1973 - 1974

(millones de \$)

DETALLE	1973	1974
Financiamiento del déficit o absorción del superávit (A + B + C)	+ 2.798.4	+ 2.767.4
A. Crédito externo (neto)	+ 2.995.9	+ 314.5
B. Crédito interno (neto)	- 193.4	+ 2.469.1
B.1 Crédito con Banco de la República (neto)	- 835.3	+ 642.4
B.2 Crédito por Fondo de Estabilización (neto)	- 7.2	- 8.3
B.3 Crédito a la Tesorería - Casa de Moneda (neto)	+ 6.9	+ 80.8
B.4 Crédito de particulares a instituciones financieras (neto)	+ 735.1	+ 1.969.8
B.5 Variación del efectivo en caja (aumento) (-)	- 8.4	+ 29.5
B.6 Variación depósitos, oficinas subalternas de recaudación (aumento) (-)	- 124.0	- 227.8
B.7 Otras variaciones (1)		
B.8 Cambio en flotante (cheques girados y no pagados) (aumento) (+)	+ 39.5	+ 12.7
C. Otros (2)	- 4.1	- 16.2

FUENTE: Revista del Banco de la República, mayo 1975.

1. Partida de ajuste trimestral que corresponde a la falta de información sobre:
 - a) Ingresos y pagos de las oficinas locales de recaudación.
 - b) Variación saldos en bancos de oficinas subalternas de recaudación y administración de aduanas.
2. Discrepancia estadística.

sector privado y externo cuando con ellos no se producen operaciones de créditos netos por parte del Banco de la República.

Para colocar deuda en el sector privado, el gobierno tiene que competir con los instrumentos alternativos emitidos por aquel sector, u obligarlo a contratar la deuda a tasas de interés no competitivas. Dentro de la primera alternativa se destaca la utilización de exenciones tributarias como mecanismo de intercambiar un costo de intereses por un costo impositivo. Tal ha sido el caso, por ejemplo, de los Bonos de Desarrollo y de las Cédulas del Banco Central Hipotecario.

1.1.2. Impacto sobre la eficiencia de la captación de ahorro por parte del estado. El punto básico de análisis del impacto sobre la eficiencia de la transferencia de recursos en cuestión, es la comparación entre la eficiencia económica del sector público y la eficiencia económica del sector privado. La captación de recursos por parte del estado tiene un costo representado por lo que estos recursos podrían producir en el sector privado. Si este costo es inferior a los beneficios sociales que se derivan de la utilización de los mencionados fondos en el sector público, se puede decir que la transferencia es eficiente, al lograr una asignación más adecuada del gasto nacional total. Por otro lado, si la producción privada que se sacrifica tiene un valor social superior al gasto público que se financia, se puede hablar de una pérdida de eficiencia económica.

En estas comparaciones de eficiencia hay realmente dos aspectos que se destacan. De una parte, el estado ofrece bienes y servicios similares a los que produce el sector privado. Tal es el caso de la salud y la educación; la pregunta relevante es quién lleva a cabo esta labor de producción en forma más eficiente. La respuesta no tiene que ser la misma para todas las actividades. Quizás conviene preguntar más bien, cuáles son las actividades productivas que deben estar a cargo del estado. ¿Es, por ejemplo, obvio que la provisión de servicios de salud sea una de ellas?

De otra parte, el estado al distribuir su gasto en forma diferente al sector privado, altera la asignación de recursos. Es crucial determinar si existe alguna razón por la cual la estructura del gasto privado no es adecuada. Desde el punto de vista de eficiencia, es factible que el sector privado no opere con los costos sociales de los recursos que utiliza ni perciba los beneficios que ellos generan, de manera que su asignación de recursos no sea óptima. ¿Se ha dirigido la actividad del estado a corregir situaciones de esta naturaleza? (11).

1.1.3. Impacto sobre la distribución del ingreso de la captación de ahorro por parte del estado. La redistribución del ingreso por parte del gobierno puede efectuarse utilizando sus recursos para realizar transferencias que alteren el ingreso disponible de la gente. Los recursos del gobierno comprenden una serie de derechos dentro de los cuales se destaca el derecho de cobrar impuestos, y los ingresos de sus empresas. Tales recursos pueden ser utilizados, por ejemplo, para transferencias en formas de salud y educación, que presumiblemente tienen un efecto redistributivo (12).

Las formas anotadas de obtener recursos se distinguen de la captación de fondos a partir de inversiones voluntarias del sector privado en papeles del estado. A menos que el gobierno utilice impuestos para repagar estos préstamos, ellos difícilmente pueden ser utilizados en una política de redistribución, puesto que el repago sin impuestos requiere la creación de una fuente de ingresos. Naturalmente, si esta fuente de ingresos es rentable monetariamente, sus ingresos futuros, netos de gastos financieros, pueden ser utilizados en transferencias redistributivas.

El caso de las inversiones forzosas en documentos de deuda pública no es muy diferente, pues su objetivo de reducir costos financieros permite que el estado obtenga mayores ingresos de la utilización de estos fondos o realice su política de redistribución por medio de la venta de bienes y servicios a precios bajos. Desde este punto de vista, el mecanismo de inversiones forzosas es un impuesto **de facto** sobre intereses. Nuevamente, se hace manifiesto el hecho de que para redistribuir ingreso, el estado tiene que cobrar impuestos. Se destaca en las inversiones forzosas, un aspecto de la interacción de la política impositiva, explícita, con la política financiera.

Conviene mencionar además el efecto redistributivo de la colocación de papeles con interés bajo pero con exención de impuestos sobre intereses o patrimonio, que tiene su atractivo para las personas localizadas en las escalas altas de tributación, conformando así un mecanismo que reduce el grado efectivo de progresividad del sistema tributario. Como se indicó antes, la reducción en costos financieros está compensada, al menos en parte, por los impuestos que se dejan de percibir por intereses que de otra manera se hubieran generado en el sector privado.

1.1.4. La colocación de papeles del estado: préstamos contra impuestos futuros. Una de las preguntas que frecuentemente surge en conexión con la colocación de papeles estatales es si el estado paga sus intereses y redime su valor con el producto de sus inversiones o si, por el contrario, establece mayores impuestos para realizar el repago. La pregunta es importante, puesto que bajo la segunda modalidad, el estado sí puede realizar una política redistributiva con fondos del mercado de

-
11. Aunque sin llegar a conclusiones definitivas, el problema de la eficiencia relativa del estado se aborda en: Perry G. y Martínez M.: "Ahorro Público y Capitalización Social". El Mercado de Capitales en Colombia. Banco de la República, 1971.
 12. Una estimación del impacto del gasto público sobre la distribución del ingreso que captura una leve reducción en el coeficiente de concentración Gini, puede verse en: Urrutia M. y Berry A.: "La Distribución del Ingreso en Colombia". Editorial la Carreta, 1975.

capitales. De hecho, ella corresponde a un mecanismo de impuestos diferidos al futuro. Por ejemplo, durante el primer semestre del año en curso, el gobierno redimió un monto importante de la deuda con el sector privado utilizando los altos ingresos generados por la reforma tributaria. ¿Es esto una manifestación de lo anotado? Si así fuera, el gobierno, al captar ahorro hoy y utilizarlo en actividades que no generen ingresos futuros, estaría comprometiendo ingresos futuros para el repago de la deuda, con lo cual se limita la capacidad del estado para llevar a cabo programas redistributivos en el futuro.

1.2. El gasto público y la captación de recursos en el mercado monetario

1.2.1 Efectos macroeconómicos. La financiación en el mercado monetario se distingue de aquella lograda a través del mercado de capitales en cuanto la primera conlleva la creación de dinero, con efectos macroeconómicos que no se pueden ignorar en éste estudio (13). Importan en particular los efectos sobre la tasa de crecimiento en los precios, sobre la tasa de crecimiento del producto y sobre la tasa de interés.

Es generalmente aceptado que una tasa de crecimiento en la cantidad nominal de dinero superior al crecimiento porcentual en el producto es inflacionario (14). La tasa de inflación resultante actúa como un impuesto sobre los saldos monetarios en poder del público; es, por decirlo así, un tributo no legislado que financia en parte el gasto de las entidades que reciben los créditos generados en el mercado monetario (15). En esta forma los préstamos del Banco de la República al gobierno nacional constituyen un mecanismo impositivo que grava los saldos monetarios de la gente, al producir un incremento en los precios que merma el valor real de cada unidad monetaria.

No se debe ignorar, por lo demás, que la expansión monetaria puede tener efectos sobre el nivel real de la producción. Es generalmente aceptado que ello es cierto en el corto plazo. El impacto sobre el producto en el largo plazo es más discutido. Algunos (16) argumentan que el dinero no actúa sobre la producción indefinidamente. Otros le atribuyen al dinero efectos sobre la tasa de acumulación de capital (17). La poca evidencia sobre el caso colombiano no ha identificado efectos importantes de la expansión monetaria sobre la producción (18).

De especial importancia para el funcionamiento del mercado de capitales es la incidencia de la política monetaria sobre las tasas de interés. Una política monetaria restrictiva, en el sentido de reducir la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, tiene un efecto inicial sobre las tasas de interés aumentándolas, al restringir la oferta real de crédito. Eventualmente, sin embargo, al bajar el ritmo de inflación, disminuyen las tasas de interés, puesto que los intereses altos ya no están compensados totalmente para los prestatarios por alzas esperadas correspondientes en los precios de sus bienes, ni son ahora necesarios para proteger los ahorros contra la inflación. Por ejemplo, ¿fue la reciente reducción en tasas de interés una manifestación del proceso anotado, o una acción deliberada para bajar las expectativas de inflación?

1.2.2. Eficiencia de la financiación en el mercado monetario. Como en el caso del endeudamiento estatal con el sector privado, el efecto de la financiación monetaria sobre la eficiencia de la

13. Sobre los efectos sectoriales, que también puede tener véase: Smith, W.: "The Effects of General Credit Controls on the Major Sectors of the Economy". Kaiser N, Readings in Macro-Economics, Prentice Hall Inc. 1970. pp. 227-252.

14. Sobre los determinantes de la inflación en Colombia, véase: Musalem A: "Dinero, Inflación y Balanza de Pagos". Banco de la República. 1971.

15. Friedman, Milton; "Government Revenue from Inflation". Journal of Political Economy, julio 1971.

16. Friedman, Milton: "Money and Economic Development". 1974, pp. 41-48.

17. Mckinnon R.: "Money and Capital in Economic Development". The Brookings Institution, 1973.

18. Barro Robert: "Short-run Trade-offs between Output and The Rate of Inflation - Is there a Phillips Curve in Colombia"? Documento no publicado, 1974.

economía en su conjunto depende de la eficiencia del estado relativa a la eficiencia del sector privado, puesto que éste tipo de financiación podría estar destinado a la producción de bienes y servicios por parte del sector privado. Pero además, los efectos macroeconómicos que se acaban de mencionar presentan nuevos problemas de eficiencia, algunos de los cuales fueron sugeridos atrás, y que requieren elaboración más detenida, especialmente para el caso colombiano (19).

1.2.3. Distribución del ingreso e inflación. Los efectos de la financiación inflacionaria sobre la distribución de la riqueza dependen de la capacidad de los diferentes grupos de ingreso para protegerse contra la inflación. Esta capacidad de defensa a su turno es función de la composición de los activos del grupo, puesto que no todos los activos tienen el mismo grado de protección contra la inflación. En un extremo se tiene un activo puramente monetario, circulante en poder del público, que carece de toda protección al no pagar intereses ni valorizarse. En otro extremo figura una canasta de activos físicos apropiadamente diversificada, cuyo valor nominal varía simultáneamente con los precios, ofreciendo así protección perfecta contra la inflación. ¿Hasta dónde el sistema UPAC ha actuado como un sustituto financiero de la canasta indicada?

Es por tanto importante examinar la composición de la cartera financiera (20) según diferentes grupos de ingreso —nótese que esta composición puede variar con la tasa de inflación—, y de las diferencias en la protección contra la inflación que los diferentes activos ofrecen (21). Otro aspecto es la incidencia de la política tributaria pues el ajuste en los rendimientos nominales de los activos, como consecuencia de la inflación, es contrarrestado parcialmente por la fracción de este ajuste que se paga como impuesto a la renta, disminuyendo así el grado de protección contra la inflación.

Finalmente, el manejo de la tasa de interés también puede afectar la distribución del ingreso. En particular, conviene estudiar la velocidad a la cual el estado permite ajustar las tasas de interés, frente a la rapidez con que los intermediarios privados las ajustarían en la ausencia de dicha intervención. Si por ejemplo, el estado tardara significativamente en ajustar las tasas de interés durante épocas inflacionarias, disminuiría el ingreso de aquellas personas con una cartera concentrada en los activos controlados y con pocas posibilidades de sustituir por otros activos más seguros frente al cambio en los precios. El cuadro 4-3, que muestra tasas de interés de algunos activos frente a la tasa de inflación sugiere un ajuste significativamente lento.

2. La reasignación del costo privado

2.1. Introducción

En este trabajo se examinan dos vías que el estado utiliza para reasignar los recursos productivos (22). Son estos los préstamos netos del Banco de la República al sector privado y el régimen de inversiones forzosas.

-
19. En relación con la intervención estatal en el mercado de capitales, para el control de las tasas de interés en condiciones inflacionarias, véase: Musalen A. y Auerheimer L.: "Inflación y Ahorro", El Mercado de Capitales en Colombia, Banco de la República, 1971. En cuanto al problema de la eficiencia, véase: Johnson HG: "Problems in the Efficiency of Monetary Management". Allen an Unwin: Further Essays in Monetary Economics, 1973.
 20. Para el análisis de los efectos globales de la inflación sobre la distribución del ingreso, es importante examinar ajustes no solo en activos financieros sino en toda la cartera, incluyendo capital humano de los diferentes grupos. Urrutia, M. y A. Berry, op. cit.
 21. Alchiam, A. y Kossel R.: "The Effects of Inflation". Journal of Political Economy. diciembre, 1967.
 22. Los créditos que respaldan esta reasignación suelen agregarse bajo el nombre de "crédito de fomento". Véase: González, M. A. "El Crédito de Fomento a la Industria en Colombia". El Mercado de Capitales en Colombia: Ahorro y Crédito, Banco de la República, Asociación Bancaria, 1973. Un recuento del desarrollo institucional de estos créditos se encuentra en: Villamil M.E.: "Desarrollo Institucional y Estudio del Efecto de los Préstamos de Fomento en Colombia". Monografía de grado no publicada. Universidad de los Andes, 1974.

Cuadro N^o. 4-3
INFLACION Y TASAS NOMINALES DE INTERES

(%)

AÑOS	Depósitos de ahorro	Depósitos a término	Cédulas BCH	Bonos de des. econ. clase B	Tasas anuales de inflación
1962	4	4	7	8.5	6.4
1963	4	4	7	8.5	32.6
1964	4	4	7	8.5	8.9
1965	4	4	7	8.5	14.5
1966	4	4	7	8.5	13.0
1967	4	4	7	8.5	7.3
1968	4	4	9.5	11.0	6.5
1969	4	7	9.5	11.0	8.6
1970	4	7	9.5	11.0	6.7
1971	4	7	9.5	11.0	13.7
1972	8.5	8.5	9.5	11.0	14.0
1973	8.5	8.5	12.5	15.0	23.6
1974	12.0	12.0	12.5	15.0	26.0
1975	16.0	16.0	12.5	15.0	

FUENTE: "Algunos Aspectos Específicos del Mercado de Capitales Colombiano: Tasas de Interés y Exenciones Impositivas". Por Daniel Schlesinger Ricaurte y Alvaro Ruiz Hernández. Revista del Banco de la República. Mayo 1975.

2.2. Los préstamos netos del Banco de la República al sector privado

En este aparte se trata de aquellos créditos del banco central que involucran una creación de base monetaria (23). Ello ocurre al autorizar incrementos en los cupos de crédito efectivos del banco, sin que se implemente una simultánea captación de ahorro. La discusión supone que una característica de estos créditos es el tener un costo financiero subsidiado (24), aun cuando puede haber créditos específicos cuya tasa de interés sea cercana a la del costo social del crédito. (Cuadro 4-4)

Antes de considerar los efectos sobre eficiencia y distribución, es oportuno determinar si los préstamos anotados tienen algún impacto sobre la estructura de producción del sector privado. Para analizar este problema, es útil ubicarlo en el contexto de la oferta y la demanda de la actividad cuya producción se desea alterar. El préstamo subsidiado reduce los costos del usuario con relación a los que tendría si tomara los préstamos en el mercado libre de crédito. Su incidencia sobre los costos de producción depende de la importancia que los intereses tengan dentro de los "costos de uso" de la actividad que se financia. Por ejemplo, en el caso de la construcción, los intereses forman una fracción muy importante de los costos, mientras que en el caso de los bienes no durables, los intereses son relativamente menos importantes. Sería entonces de esperar que el préstamo subsidiado tuviera un impacto mucho mayor sobre el primer tipo de bienes que sobre el segundo. El impacto de la reducción en los costos de uso sobre la producción está condicionado por la facilidad con la cual responde la oferta de los factores de producción (tierra, trabajo, y capital) a una expansión en la demanda por ellos y por la sensibilidad de la cantidad demandada respecto a reducciones en el precio.

23. Una discusión muy interesante de los antecedentes e importancia de una de las formas de estos créditos, la política de redescuento, la ofrece: Hernández Antonio: "Política de Redescuento 1950-1970". Revista de Planeación y Desarrollo, marzo, 1973.
24. Para una comparación de las tasas sobre algunos créditos con el nivel de equilibrio para la economía colombiana hasta 1973, véase: Gómez Otálora Hernando: "La Experiencia de los Fondos Financieros en Colombia". Revista de la Superintendencia Bancaria, enero, 1973.

Cuadro N^o. 4-4CAMBIOS EN EL CREDITO INTERNO NETO DEL BANCO DE LA REPUBLICA
AL SECTOR PRIVADO, ENTIDADES DE FOMENTO Y BANCOS COMERCIALES

1970 - 1974

(miles de \$)

AÑOS	A bancos comerciales (A)	A entidades de fomento (B)	Al sector privado (C)	(A + B + C)	Variación (absoluta)
1970	4.185.206	3.632.175	2.545.664	10.363.045	
1971	4.223.002	4.760.492	1.878.575	10.862.069	499.024
1972	3.877.044	6.238.792	2.241.715	12.357.551	1.495.482
1973	6.124.347	8.078.162	3.134.960	17.337.469	4.979.918
1974	8.286.101	11.173.203	1.771.368	21.212.672	3.875.203

FUENTE: Revista del Banco de la República, mayo de 1975

Más importante aún, la eficacia de esta modalidad de préstamos depende del grado en el cual los fondos se canalicen efectivamente hacia la actividad estipulada. Es difícil establecer el grado de desviación del crédito. Se espera que sea mayor cuanto menores sean la rentabilidad privada de la actividad hacia la cual deban dirigirse y los recursos dedicados a su vigilancia.

2.2.1. Eficiencia del crédito subsidiado del Banco de la República. Deben considerarse dos aspectos dentro del problema general de eficiencia. De una parte, es fundamental examinar las razones por las cuales la asignación de recursos puede no ser óptima. De otra parte, conviene analizar el crédito subsidiado como mecanismo para corregirla.

Son numerosas las circunstancias que pueden producir una asignación de recursos inadecuada. Algunas de ellas, como los monopolios y las externalidades, son endógenas al sistema económico. Otras son resultado de políticas como subsidios y controles de precios. Todas ellas pueden introducir una divergencia entre el costo y el beneficio social de la actividad a la cual se aplican, pero es posible que dos de ellas sean óptimas en conjunto, como cuando un impuesto corrige una externalidad. De todas formas, antes de considerar la conveniencia de una política de subsidio a cierta actividad en términos de eficiencia, es necesario establecer si se dan condiciones que no permitan un nivel adecuado de producción en aquella actividad. Por ejemplo ¿han sido los controles de precios importantes en impedir un volumen óptimo de producción agrícola? ¿Existen condiciones monopolísticas que detienen el desarrollo de nuevas empresas?

Ahora bien, la política de subsidiar los costos financieros es una forma de elevar un nivel sub-óptimo de producción. Pero cabe preguntarse si con ella no se introducen nuevas ineficiencias en el proceso productivo, pues se está abaratando el precio de un factor de producción, el crédito, con relación a los otros factores de producción. Ello tiende a hacer relativamente más intensivo el uso del capital en el proceso productivo. Tal política sería eficiente si hubiesen motivos para pensar que la tasa de interés de mercado es mayor que el costo social del crédito. Si no hay razones obvias para que ello ocurra, entonces la política de crédito subsidiado permitiría un uso indebidamente intensivo del capital.

2.2.2. Distribución de ingreso. El efecto del crédito subsidiado sobre la distribución de la riqueza depende de cuál sea su impacto sobre la distribución de la inversión. Los préstamos pueden ser utilizados para consumo o para inversión, de modo que su distribución según nivel de ingreso no es suficiente para poder conocer el cambio en la distribución de la riqueza. Es preciso además, conocer

cuáles de estos préstamos se dedican a la producción de bienes de capital y en cuáles escalas de ingreso se localizan. Existe evidencia de una significativa concentración del crédito en Colombia, incluyendo aquel proveniente de los bancos de desarrollo (25), pero no se conoce la distribución de la inversión financiada. La sola cifra sobre crédito puede subestimar o sobrestimar su efecto sobre la distribución de la riqueza. El otro aspecto importante es el impacto distributivo de la inflación, ya discutido en el aparte sobre los préstamos del Banco de la República al gobierno nacional.

2.3. Las inversiones forzosas del ahorro privado

Se examina ahora el mecanismo por medio del cual se canalizan forzosamente los ahorros del sector privado hacia algunas de sus propias actividades (26). Por lo general, el objetivo de estas inversiones es proporcionar fondos de bajo costo para determinadas actividades (27), de modo que conforman otra modalidad de crédito subsidiado. En este caso, sin embargo, no hay creación de base monetaria, pues los recursos utilizados se originan en el sector privado. Las consideraciones sobre eficiencia de los préstamos subsidiados directos del Banco de la República son aplicables en buena medida. También aquí, el impacto sobre una actividad depende de la importancia de los intereses dentro de sus costos, y la eficiencia del crédito es función de las otras circunstancias económicas (impuestos, control de precios, etc.) de la actividad.

Las inversiones forzosas pueden afectar la distribución del ingreso en la medida que la acumulación de capital financiada tenga una distribución diferente de aquella de la riqueza existente. El subsidio que acompaña estas inversiones puede disminuir los ingresos de los ahorradores o de los intermediarios financieros sujetos a ella, pues el intermediario, al estar obligado a mantener una cartera menos rentable, tiene que reducir sus pagos de intereses o su margen de ganancia. La primera alternativa está limitada por la competencia de otros intermediarios por el ahorro privado y la segunda por la posibilidad de crear otra forma de intermediación no sujeta al régimen de inversiones forzosas.

3. Los intermediarios no institucionalizados

Como tema final de esta ponencia, conviene incluir una breve discusión de los efectos de la intervención estatal sobre el desarrollo de los intermediarios no institucionalizados. La característica distintiva de estas empresas financieras es el estar libres de restricciones sobre tasas de interés y modalidades de préstamos, en comparación con los intermediarios institucionalizados del sector financiero. No hay mucha evidencia sobre la importancia del llamado mercado extrabancario o mercado libre (28). Las cifras obtenidas por la Encuesta Industrial de FEDESARROLLO sugieren que no es insignificante su volumen de operaciones. El cuadro 4-5 muestra cómo tiene especial importancia en la pequeña y mediana industria.

La intervención estatal regula las modalidades de las operaciones activas y pasivas de los intermediarios bajo control. Las inversiones forzosas y los controles sobre tasas de interés son ejemplos importantes de intervención. El efecto de estos y otros reglamentos sobre la rentabilidad privada de las formas institucionales de intermediación determina el incentivo para el desarrollo de formas diferentes.

25. Urrutia M. y A. Berry: op. cit.

26. Para una descripción de las inversiones forzosas véanse: Alviar Oscar: "**Bancos Comerciales y Cajas de Ahorro en los Mercados de Dinero a corto, mediano y largo plazo**". El Mercado de Capitales en Colombia. Banco de la República, 1971. p. 190, cuadro VII-4, y Pieschacón C.: "**La Economía del Seguro en el Proceso de Desarrollo Económico**". El Mercado de Capitales en Colombia, Banco de la República, 1971.

27. Véase Alviar (1971) p. 190, cuadro VII-4.

28. La literatura existente relativa a este mercado, se limita a: De Pombo Joaquín: "**Algunos Aspectos del Mercado Libre de Dinero en Colombia**". El Mercado de Capitales en Colombia. Banco de la República, 1971.

Cuadro N^o. 4-5

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION INDUSTRIAL

Distribución según tamaño de las empresas y
origen de los recursos
1972 y 1973

(cifras porcentuales)

Tamaño de las empresas	Año	Créditos de bancos comerciales	Créditos de fomento	Emisión de acciones	Reinversión de utilidades	Crédito externo	Crédito extra-bancario	Otros recursos	Total
Pequeña ^{1/}	1973	26.5	21.7	-	45.5	-	3.9	2.4	100
	1974	-	22.3	-	69.9	-	7.7	.1	100
Mediana ^{2/}	1973	37.0	9.5	5.5	34.0	1.7	3.7	8.6	100
	1974	16.6	22.2	-	34.7	1.7	10.1	14.7	100
Grande ^{3/}	1973	8.8	18.0	6.5	35.9	16.9	.5	13.4	100
	1974	7.9	21.0	3.2	28.0	11.2	-	28.7	100

FUENTE: FEDESARROLLO. Encuesta Industrial, 1974.

^{1/} Empresas con menos de \$ 10 millones de ventas al año.

^{2/} Empresas con ventas anuales entre \$ 10 y \$ 100 millones.

^{3/} Empresas con más de \$ 100 millones de ventas.

3.1. Impacto sobre la eficiencia

Cabe preguntar si el desarrollo de un mercado libre de crédito contribuye o no a la eficiencia de la intermediación financiera. Hay posibilidades de que ello sí ocurra. Por ejemplo, si la estructura del mercado institucional no permite que este capte todo el ahorro transferible necesario para satisfacer la demanda por crédito a las tasas de interés autorizadas, difícilmente puede negarse que el mercado libre cumple una función eficiente, a menos que los créditos que él otorgue sean indeseables socialmente.

En la situación actual se destaca el apreciable diferencial entre las tasas de interés que registran ambos sectores (29). ¿Es este diferencial resultado de las limitaciones del sector institucional para satisfacer toda la demanda por crédito?, ¿o quizás el mercado libre se ha especializado en préstamo de mayor riesgo y por ello cobra mayores tasas de interés? Conviene recoger más información sobre el mercado libre para poder apreciar mejor la función que actualmente cumple.

3.2. El mercado no institucional y la distribución del ingreso

El mercado libre de fondos es un sector del mercado de capitales, y como tal puede transferir ahorros hacia la inversión. Como se indicó antes, la distribución de los beneficios de la inversión determina el cambio en la distribución del ingreso. Cabe preguntarse entonces por los niveles de ingreso de la gente que recibe fondos en el mercado libre y por la distribución de la inversión así financiada.

29. Schlesinger D. y A. Ruiz: "Algunos Aspectos Específicos del Mercado de Capitales Colombiano". Revista del Banco de la República, mayo, 1975.

Además, conviene destacar los mayores rendimientos que están recibiendo los ahorradores de los intermediarios no institucionalizados. De una parte, ello resulta de la mayor libertad en la determinación de sus tasas de interés en comparación con el sector institucional. De otra parte, la posibilidad de evasión tributaria es especialmente atractiva para ahorradores de altos ingresos, disminuyendo así el grado efectivo de progresividad del sistema tributario.

IV. Resumen y conclusiones

Este trabajo se ha propuesto plantear algunos aspectos que sería importante examinar con detalle para apreciar la contribución de la intervención estatal en el mercado de capitales a la eficiencia de la economía y a la dinámica de la distribución del ingreso.

Se han presentado varias preguntas a lo largo del análisis. En primer término, se ha examinado la transferencia de fondos entre el sector privado y el gobierno. Desde el punto de vista de eficiencia, se plantea el interrogante de cuáles son las actividades productivas que el estado puede llevar a cabo adecuadamente. Esta pregunta se hace frecuentemente, pero hasta ahora no se ha realizado una investigación de fondo, para delimitar las actividades de los sectores privado y público. Desde el punto de vista de distribución de ingreso, se destacó cómo la utilización de mercado de capitales para redistribuir ingreso compromete impuestos futuros para el repago de la deuda. Se presenta el problema dinámico de ponderar la colocación de deuda en el presente y su utilización para inversión pública y redistribución de ingresos con la generación de impuestos futuros. La investigación de este aspecto proporcionaría elementos de juicio para adoptar una programación dinámica racional de la financiación del gasto público.

Se ha subrayado la distinción entre financiación en el mercado de capitales y financiación en el mercado monetario. La segunda presenta problemas de eficiencia y distribución de ingreso que requieren mayor investigación a nivel teórico y empírico. En particular, sería útil adquirir un mayor entendimiento del impacto de la cantidad de dinero sobre producción y precios para juzgar la eficiencia de la política monetaria. Además, valdría la pena complementar las investigaciones realizadas sobre el impacto redistributivo del mercado de capitales en un ambiente inflacionario, examinando, en particular, la protección contra el cambio en los precios que ofrecen diferentes activos financieros y la ubicación de estos activos según nivel de ingreso.

En segundo término, el trabajo enfoca los mecanismos de intervención estatal para reasignar los recursos financieros del sector privado, concentrándose en la modalidad del crédito subsidiado. Desde el punto de vista de su contribución a la eficiencia conviene preguntar, por un lado, si existen circunstancias que impiden un nivel óptimo de producción en las actividades receptoras de crédito subsidiado. Por otro lado, se plantea el interrogante de si el subsidio al crédito es un mecanismo eficiente de incrementar la producción.

En cuanto a redistribución del ingreso se refiere, se subraya la necesidad de adquirir información sobre la distribución de la inversión para conformar un cuadro más completo de la influencia de la distribución del crédito sobre la concentración del ingreso. Además, se requiere conocer el impacto del subsidio al crédito sobre la distribución de los beneficios de la inversión entre inversionistas, intermediarios financieros y ahorradores.

Finalmente, se examinó la función de los intermediarios no institucionalizados. Para apreciar la contribución a la eficiencia y distribución de ingreso, es necesario obtener información sobre sus operaciones activas y pasivas. Sobre este sector financiero se carece actualmente de la información de base para fundamentar cualquier conclusión relativa a los aspectos aquí tratados.

Se observa que este ensayo no se ha dirigido a presentar conclusiones. El tiempo dedicado a su elaboración difícilmente lo hubiera permitido. Se optó más bien por sugerir una serie de problemas

que merecen mayor consideración, para hacer del mercado de capitales un instrumento que promueva la asignación adecuada de los recursos dentro de un marco aceptable de redistribución del ingreso. Se espera que los interrogantes aquí planteados contribuyan a conformar la temática de simposios futuros.

Capítulo 5.

PROBLEMAS DE CAPTACION Y ENCAUZAMIENTO DEL AHORRO EN LA ACTUAL SITUACION ECONOMICA COLOMBIANA

Hernando Gómez Otálora
Fernando Caicedo González

I. Introducción

1. Planteamiento del problema

Uno de los factores más importantes de la actual coyuntura es el crecimiento apreciable de los ingresos de cambio exterior, principalmente derivados de las exportaciones de café, que puede prolongarse durante los próximos dos o tres años. Los sistemas financieros para captar, complementar y encauzar parte considerable de ese flujo adicional de recursos externos, así como sus efectos sobre el ahorro interno, constituyen objeto de la ponencia que bajo el título "Problemas de Captación y Encauzamiento del Ahorro en la Actual Situación Económica Colombiana" presentamos al ilustrado criterio de los participantes en el IV Simposio del Mercado de Capitales en Colombia.

2. Términos de referencia

El problema planteado debe analizarse teniendo en cuenta la situación, perspectivas y políticas del país, especialmente en materia fiscal, del Fondo Nacional del Café, de estabilización monetaria, incremento del ahorro estable (trasferible) y desarrollo económico y social.

Asimismo, resulta útil considerar la experiencia de otros países con algunas características análogas a las colombianas, que también han visto incrementados sus ingresos de divisas. Para tal efecto se han elegido Venezuela y Ecuador, aunque entre cada uno de ellos y Colombia existen diferencias, a veces sustanciales, en cuanto a la magnitud y permanencia en el tiempo del fenómeno que se analiza, así como en relación con los otros aspectos macroeconómicos mencionados en el párrafo anterior.

Al igual que las ponencias que tuvimos el honor de presentar a los dos simposios anteriores: una sobre "Las Tasas de Interés en Colombia", en la cual colaboró don Fernando Pardo, y otra sobre "Instrumentos Financieros, Inflación, Producción y Empleo" con participación de los doctores Mauricio Carrizosa y Francisco Pieschacón, la orientación de la presente es de política económica, tanto porque aspira a sugerir medidas concretas de acción, cuanto porque adopta una perspectiva general de análisis.

El estudio descansa, sin embargo, sobre bases teóricas que se juzgan suficientes, no obstante ser sencillas, sin pretensiones de especial sofisticación. También se han utilizado algunas hipótesis

inducidas de la experiencia colombiana. Unas y otras se incluyen en el marco teórico al cual se hará referencia más adelante.

La perspectiva general de análisis a la cual antes se aludió, es indispensable, pues las medidas que se sugieren resultan de la confluencia de numerosos factores que deben relacionarse entre sí y que forman un panorama de conjunto. En cuanto al tema principal que nos ocupa, aumento de los recursos de cambio exterior, una es la política a seguir si hay superávit fiscal como consecuencia de una reforma tributaria y del cambio de prioridades en los planes generales de desarrollo, y otra muy distinta si se prevé un déficit; igual cosa puede decirse si el proceso es de estabilización monetaria y aumento del ahorro estable o viceversa.

El fenómeno de crecimiento de los ingresos de divisas no será indefinido en el tiempo, por lo cual podría observarse que el trabajo es simplemente coyuntural. Sin embargo, debe tenerse en cuenta la índole eminentemente fluida de economías como la nuestra, que dificulta el análisis a muy largo plazo. Además, el carácter transitorio del fenómeno se tiene en cuenta y se advierte, para que las políticas se adecúen a su duración. Finalmente, se aspira a que la favorable coyuntura permita infundir dinámica al desarrollo a largo plazo del país, sin dejar pasar, como en otras ocasiones, una oportunidad excepcional para tal fin.

3. Limitaciones del estudio

Varias de las hipótesis incluidas en el marco teórico deben ser objeto de un análisis más detenido y de ejercicios econométricos más completos. Pese a que ello constituye una limitación del estudio, puede contribuir con temas para posteriores investigaciones. Naturalmente, ellos tropezarán con el mismo obstáculo encontrado al elaborar este ensayo; a saber, las conocidas deficiencias de las cuentas nacionales, particularmente en materia de ahorro personal (de unidades familiares) que se estima por doble residuo y que acumula, en consecuencia, los errores de los demás rubros, con el agravante de que estos parecen acentuarse en la medida en la cual hay variaciones apreciables en el saldo en cuenta corriente de la balanza de la nación, factor que se presentará en los próximos años, precisamente por el incremento sustancial de los ingresos de cambio exterior.

Empero, los problemas anotados pueden obviarse, en parte, con los datos de flujos de fondos que ha venido produciendo y perfeccionando el Banco de la República, así como con los análisis mensuales sobre el comportamiento del ahorro transferible, publicados por la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. También se advierten serias deficiencias en la gran mayoría de las estadísticas de Ecuador. Sin embargo, su permanencia a través de las series históricas, si bien distorsiona la magnitud de los fenómenos, no impide formarse una idea suficientemente clara de las tendencias, punto que es de más relevancia para efectos del presente estudio.

Se aspira a que las ideas expresadas en estos foros influyan en la política económica del país; acertadamente el Dr. Leonel Torres, en la síntesis sobre pasados simposios, recordó su impacto sobre algunas directrices financieras. A este respecto indicamos serias limitaciones políticas para la adopción de sugerencias contenidas en este trabajo que puedan parecer de interés. De una parte, el hecho de que los mayores ingresos de cambio exterior sólo en pequeña parte son gubernamentales, al contrario de lo que ocurre en Venezuela y Ecuador, a lo cual se suma la gran autonomía de la cual ha gozado en el pasado el Fondo Nacional del Café. De otra parte, el interés, perfectamente comprensible, de incrementar y concentrar los ingresos fiscales para hacer frente a las enormes necesidades sociales del país, lo cual coloca en plano menos destacado a los proyectos productivos y su financiación.

4. Importancia, pertinencia y novedades del tema

No obstante los grandes avances logrados en el proceso de diversificación de nuestras exportaciones, todavía el café representa parte sustancial de los mismos (1). Una variación en los precios y en los volúmenes de exportación del grano origina, por lo tanto, cambios profundos en el ingreso, el empleo, los salarios, la demanda agregada, su estructura, el nivel general de precios, el comercio exterior. En el campo financiero repercute hondamente en la balanza de pagos, el sistema general de cambios internacionales, los medios de pago y el ahorro interno. La magnitud de los efectos en materia financiera puede apreciarse, teniendo en cuenta que durante los próximos doce meses el aumento de las exportaciones de café puede elevar las reservas internacionales netas de US\$ 406 millones a US\$ 636 millones, es decir, en US\$ 230 millones, o sea 55%. **Ceteris paribus**, si tal incremento se monetiza en su totalidad podría elevar los medios de pago en cerca de 33% (2), suponiendo un multiplicador de 2.02 y una tasa de cambio promedio de \$ 34 por US\$ 1.

Cuadro N°. 5-1

COLOMBIA - OFERTA MONETARIA ^{a/} A FINES DE AÑO

	Total	Medios de pago		Cuasi-dineros ^{b/}	
		\$ millones	% total	\$ millones	% total
1970	29.347.5	21.627.2	73.7	7.720.3	26.3
1971	33.940.5	23.995.0	70.7	9.945.5	29.3
1972	42.773.2	29.841.8	69.8	12.931.4	30.2
1973	57.633.6	38.572.3	66.9	19.061.3	33.1
1974	74.034.5	46.112.8	62.3	27.921.7	37.7
1974 ^{c/}	69.049.1	40.015.3	57.9	29.033.8	42.1
1975 ^{c/}	89.398.0	48.244.0	54.0	41.154.0	46.0

FUENTE: Banco de la República, Algunos aspectos del ahorro en Colombia (Bogotá, septiembre 1975) y Dirección General de Crédito Público, Evolución del ahorro (Bogotá, marzo y julio de 1975).

a/ Ver anexo al cuadro.

b/ Incluye depósitos en UPAC, depósitos de ahorro y a término, CAT, cédulas hipotecarias, bonos de desarrollo económico y bonos de las Corporaciones Financieras.

c/ Hasta finales de junio.

Cabría observar que un análisis de esta naturaleza es fundamentalmente cambiario y monetario; no de ahorro y mercado de capitales. Empero, entre las dos áreas existe una unidad indisoluble, como se ha visto en simposios anteriores. Refiriéndonos al caso concreto materia de estudio, la mencionada unidad se advierte claramente considerando los puntos que son objeto de especial análisis en la ponencia: instrumentos financieros que pueden utilizarse para evitar la monetización de una cantidad excesiva del incremento de las reservas internacionales y encauzamiento de parte de él hacia proyectos productivos prioritarios; complemento de las mayores disponibilidades de cambio exterior con recursos financieros para los gastos en moneda nacional que dichos proyectos demandan;

1. 44% en 1974.

2. Infra, 5.1

sistemas para compensar la liquidez generada por el incremento de las reservas internacionales cuya monetización no pueda evitarse a través de los instrumentos mencionados; amplitud de la participación de papeles oficiales en el mercado de capitales en presencia de los factores antes referidos y de la situación fiscal y del Fondo Nacional del Café que se relacionan con ellos; estímulo a la capitalización de las sociedades anónimas abiertas y contribución al proceso de colombianización de instituciones extranjeras, utilizando para tal propósito parte de los recursos adicionales de cambio exterior; finalmente, efectos sobre el ahorro interno derivados de un crecimiento de los recursos de cambio exterior, tanto por el mayor o menor interés en la captación de aquel, como por las posibles consecuencias de una expansión inmoderada de los medios de pago sobre su crecimiento, la tasa de interés y la sustitución entre activos de distinto género.

En cierta forma, el tema enunciado y sus relaciones con la captación y encauzamiento del ahorro y con el mercado de capitales resulta novedoso: tradicionalmente Colombia había enfrentado el problema de insuficiencia de recursos externos y a él se habían ajustado sus políticas de ahorro, mercado de capitales, y financieras en general. Al mismo tiempo, había sufrido déficits crónicos del fisco y del Fondo Nacional del Café. Hoy el panorama es distinto, requiere la adaptación a él de instrumentos, sistemas y políticas financieras, y en particular del mercado de capitales. No estamos acostumbrados a administrar una situación de relativa abundancia de recursos externos, fiscales y cafeteros. Bien habría podido bautizarse este ensayo "El Mercado de Capitales en una Economía con Sector Externo en Expansión y Equilibrio Fiscal", pues tal es la actual situación económica colombiana.

5. Marco teórico

5.1. Reservas internacionales y medios de pago

El incremento de las reservas internacionales netas del Banco de la República constituye un factor primario de expansión monetaria (ΔB) porque el banco adquiere más divisas a cambio de pesos (B_1) de las que vende en moneda nacional para giros al exterior (B_2):

$$(1) \Delta B = B_1 - B_2$$

Dicha expansión equivale al aumento de las reservas internacionales netas (ΔR_n) multiplicado por la tasa de contabilización de las mismas (t_r):

$$(2) B_1 - B_2 = \Delta R_n \cdot t_r$$

Sustituyendo $B_1 - B_2$ en la ecuación (1) por su equivalente en la (2), se obtiene:

$$(3) \Delta B = \Delta R_n \cdot t_r$$

A su turno, el aumento de los billetes en circulación (ΔB) trae por consecuencia una expansión mayor de los medios de pago (M_1) por efecto del multiplicador (m) resultante de las operaciones bancarias:

$$(4) \Delta M_1 = \Delta B \cdot m$$

Combinando las ecuaciones (3) y (4), tenemos:

$$(5) \Delta M_1 = \Delta R_n \cdot t_r \cdot m$$

El multiplicador (m) se define comúnmente como:

$$(6) m = \frac{1 + e}{e + r}, \text{ donde:}$$

e es la relación de efectivo, vale decir, la relación entre el circulante en poder del público (C) y los depósitos a la vista del sistema bancario

$$(D): e = \frac{C}{D}, \text{ y}$$

r es la relación de encaje, o sea, la que media entre las reservas bancarias (R) y los depósitos a la vista

$$(D): r = \frac{R}{D}$$

Sustituyendo **m** en la ecuación (5) por su equivalente en (6) se obtiene:

$$(7) \Delta M_1 = \Delta Rn \cdot t_r \cdot \frac{1 + e}{e + r}$$

Si suponemos $\Delta Rn = \text{US\$ } 230$ millones; $t_r = \$ 34 \text{ US } \$ 1$; $e = 0.29$; $r = 0.35$, la expansión de los medios de pago resultante del aumento de las reservas netas sería de:

$$(8) \Delta M_1 = 230 \times 34 \left(\frac{1 + 0.29}{0.29 + 0.35} \right) = \$ 15.796 \text{ millones.}$$

Este incremento de los medios de pago sería equivalente al 32.7% del monto registrado en junio del presente año (\$ 48.244 millones).

Cuadro N°. 5-1 A

CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA, LOS MEDIOS DE PAGO Y EL CUASI-DINERO

	Oferta Monetaria	Medios de pago	Cuasi-dineros <u>a/</u>
1971	15.7	10.9	28.8
1972	26.0	24.4	30.0
1973	34.7	29.3	47.4
1974	28.5	19.5	46.5
Enero-Junio 1975	20.8	4.6	47.4
Enero-Agosto 1975	n.d	9.7	n.d

FUENTE: Cuadro N°. 2 y Banco de la República

a/ Ver nota b del Cuadro N°. 5-1

5.2. Medios de pago y precios

Aunque existe debate en torno al efecto del crecimiento de los medios de pago (M_1) sobre los precios, una aproximación general al problema podría basarse en la formulación más elemental de la teoría cuantitativa:

(9) $MV = Pt$, donde M serían los medios de pago; V la velocidad de circulación del dinero; P el nivel general de precios, y t el volumen de transacciones, que pueda equipararse al ingreso (y).

Así, el incremento del nivel general de precios resultante de un aumento de 32.7% en los medios de pago, por elevación de las reservas internacionales netas, supuesto un crecimiento de 7.0% en el ingreso real y un desfase en el tiempo de 6 meses entre el impulso monetario y la variación de precios, podría estimarse alrededor de 24.0%. El aumento sería mayor si operan otros factores de expansión (vgr. mayores redescuentos) y en todo caso supera considerablemente las metas gubernamentales del 20.0% para 1975 y de "un solo dígito" para 1976.

5.3. Oferta monetaria y precios

El análisis del efecto del aumento en la cantidad de dinero sobre el nivel general de precios se torna más complejo si se parte de la base de que no sólo inciden sobre los precios los medios de pago (circulante en poder del público y depósitos a la vista) sino la totalidad de la oferta monetaria, la cual incluye otros activos financieros que por su gran liquidez constituyen sustitutos próximos del dinero ($M_2, \dots M_4$); en el caso colombiano, principalmente depósitos de ahorro, a término, UPAC, cédulas hipotecarias y bonos de desarrollo económico, generalmente conocidos como cuasi-dinero.

Este problema no tenía implicaciones prácticas de interés para Colombia cuando el cuasi-dinero representaba parte pequeña de la oferta monetaria y su crecimiento guardaba estrecha relación con el de los medios de pago. Hoy en día tiene especial importancia, pues modificaciones institucionales, particularmente en materia de tasas de interés, han incrementado la demanda por cuasi-dinero (3) y el volumen de este, cuyo crecimiento ha venido perdiendo la relación estrecha que guardaba con el de los medios de pago.

Algunos ejercicios generales de quien habla, realizados en 1973 y a comienzos de 1974, mostraban una muy significativa correlación entre las variaciones de la oferta monetaria total (medios de pago y cuasi-dinero) de una parte, y los cambios en el nivel general de precios, de la otra. No ocurre lo mismo en 1975, cuando al paso que la oferta monetaria total creció 20.8% entre enero y junio, el índice de precios al consumidor aumentó solamente 13.5% para empleados y 11.8% para obreros; durante igual período el producto, en términos reales, pudo haber aumentado alrededor del 3%.

Este fenómeno coincide con una variación de importancia en la composición de la oferta monetaria: mientras que al finalizar 1974 el cuasi-dinero representaba 37.7% de la misma, en junio del presente año llegó al 46%.

Parece, pues, que la incidencia de los aumentos del cuasi-dinero sobre la variación de los precios sea menor que la de los medios de pago. El hecho de que en 1973 no ocurriera así, pudo obedecer a la gran liquidez que tenían los UPAC, circunstancia que los asimilaba casi a depósitos en cuenta corriente.

El menor efecto del aumento del cuasi-dinero sobre los precios podría explicarse, entonces, porque tiene una menor velocidad de circulación en comparación con los medios de pago, circunstancia que correspondería al uso del efectivo y de los depósitos en cuenta corriente principalmente para transacciones, frente al empleo del cuasi-dinero como depósito de valor. Matemáticamente, el fenómeno podría representarse así:

3. La base para esta afirmación se encuentra en la función de demanda de dinero:
 $D/P = f(y/p, r, P^*)$

$$(10) M_1 V_1 + (M_2 + \dots + M_n) V_2 = Pt, y$$

$$(11) V_1 > V_2$$

Si la anterior hipótesis es correcta, se justifica la política monetaria del último año encaminada a:

1. Controlar el crecimiento de los medios de pago (M_i);
2. Continuar propiciando una variación en la composición de la oferta monetaria, incrementando la participación en ella del cuasi-dinero, que constituye parte importante del ahorro estable; dicha variación podrá lograrse en buena parte a través de un adecuado manejo de las tasas de interés, continuando con la política de que ellas se acerquen a un nivel de equilibrio para acentuar el efecto de sustitución de efectivo por otros activos financieros, y
3. Procurando una creciente estabilidad del ahorro representado en activos financieros que se consideren como cuasi-dinero y otros análogos a fin de que no se utilicen como efectivo o como depósitos en cuenta corriente. A este respecto se debe continuar la orientación encaminada a disminuir la liquidez de algunos de tales activos, como se hizo al disponer que los intereses sobre cuentas de ahorro en UPAC se liquiden con base en saldos trimestrales; otra medida en el mismo sentido sería eliminar la liquidez primaria de cédulas hipotecarias y bonos de desarrollo económico.

5.4. El nivel de precios y el ahorro

Es común afirmar que la aceleración del proceso inflacionario debilita el crecimiento del ahorro. En cuanto hace relación a los estratos de bajos y medianos recursos ello es explicable por la disminución de su ingreso real; en un país con altas tasas de desempleo y sub-empleo, con organizaciones sindicales limitadas y relativamente débiles y con restricciones sobre ciertos ingresos (arrendamientos percibidos por la clase media, p.e.) existe un retraso en el aumento de salarios y otros ingresos bajos y medios respecto al crecimiento de los precios. Podría observarse que, por el contrario, las personas de altos recursos ven fortalecidos sus ingresos como resultado del proceso inflacionario, y que ellos tienen una mayor propensión marginal a ahorrar. Esto último es cierto, aunque no en las proporciones que generalmente se cree (4). De otra parte, la tasa real de interés ($r/\Delta P$) tiende a disminuir, haciendo más atractivos para este grupo, cuya satisfacción en materia de inversiones es mayor, otros usos alternativos de su ahorro, particularmente en el exterior. Se correría el peligro entonces de fuga de capitales estimulada por la previsible aceleración en el movimiento de la tasa de cambio. El fenómeno puede expresarse así:

$$(12) \left(\frac{r}{\Delta P t}\right) < \left(\frac{r}{\Delta P}\right) \text{ donde}$$

r es la tasa nominal de interés;
 ΔP la tasa de inflación, y
 t el factor tiempo

$$(13) \left(\frac{r}{\Delta P t}\right) < \left(\frac{r_1}{\Delta P_1}\right) \text{ donde}$$

r_1 representa la tasa nominal de interés en el exterior, y ΔP_1 la variación de precios en el exterior.

El mismo fenómeno podría mostrarse, en términos de tasas nominales de interés, así:

$$(14) \quad (1 + \Delta t_c) (1 + r_1) > r$$

Naturalmente, la fuga de capitales debilita el ahorro interno.

Otra posibilidad sería el desvío del ahorro hacia el mercado extrabancario, cuyas tasas de interés son más elásticas. Tal desvío no disminuiría el ahorro privado, pero sí los ingresos del gobierno, por posible evasión fiscal estimulada, además, por la inflación, debilitando el ahorro total si las conclusiones de algunos estudios sobre mayor propensión a ahorrar del sector público son válidas (5).

Por cuanto hace al ahorro de sociedades, si bien sus ingresos se verán fortalecidos por el alza de precios, en un segundo momento la elevación de costos, unida a la necesidad de reconocer mayores dividendos e intereses para mantenerlos en el nivel real anterior, las llevará, en muchos casos, a su descapitalización.

Finalmente, el ahorro público sufriría, no sólo por el auge del mercado extrabancario, sino también por baja en la elasticidad de los ingresos oficiales en períodos de inflación, no obstante los avances logrados en Colombia con la diversificación de impuestos, la retención en la fuente y los anticipos tributarios.

5.5. Aparente contradicción de metas

Se desea elevar las reservas internacionales netas y el ahorro interno, pero al mismo tiempo se advierte que el aumento de aquellas puede ocasionar una expansión inmoderada del circulante con efectos inconvenientes sobre el nivel general de precios, y por ende, sobre el ahorro interno.

Esta antinomia puede verse atemperada por un menor crecimiento de las reservas netas, producto de importaciones y giros al exterior, y por factores de contracción del circulante, tales como el superávit fiscal y la buena situación del Fondo Nacional del Café, temas que se analizarán más adelante. Empero, no siendo suficientes los anteriores elementos para neutralizar el efecto expansionista derivado del aumento de reservas, es menester utilizar paralelamente instrumentos propios del mercado de capitales, para satisfacer este objetivo, y procurar, al mismo tiempo, el crecimiento del ahorro y su encauzamiento hacia proyectos productivos de especial prioridad. Tal, constituye uno de los puntos centrales de análisis en esta ponencia.

5.6. Uso del mercado de capitales

Instrumento frecuentemente utilizado en otros países para compensar factores primarios de expansión son las operaciones de mercado abierto. Teóricamente no hay objeción para introducir en el mercado de capitales los pagarés de emergencia –PAS– siempre que se destinen a dichas operaciones, transitorias por naturaleza. El mecanismo es sencillo: frente a dificultades estacionales de tesorería, el gobierno amplía el uso de recursos de crédito en el Banco de la República y baja sus depósitos en dicha entidad; al hacerlo, expande los billetes en circulación por aumento del crédito interno neto del emisor:

5. Ver nota anterior.

- (15) $\Delta B = \Delta R_n + \Delta C_n$, donde
 ΔC_n es la variación del crédito interno neto del Banco de la República.
- (16) $\Delta C_n = \Delta C_g + \Delta U$, donde
 ΔC_g es la variación del crédito interno neto del gobierno en el emisor, y
 ΔU el cambio de otros componentes del crédito interno neto del Banco de la República.
- (17) $\Delta C_g = \Delta C'_g + \Delta D_o$, donde
 $\Delta C'_g$ es la variación del crédito bruto del gobierno en el emisor, y
 ΔD_o es la baja o el aumento de los depósitos oficiales en el Banco de la República.

Obviamente el aumento del crédito interno neto del Banco de la República al gobierno, sería innecesario o menor si este obtiene recursos del mercado de capitales.

Empero, no es previsible que en el futuro próximo el gobierno tenga que acudir, al menos en cuantías significativas, a operaciones de mercado abierto, dado el superávit fiscal que se espera para fines de 1975 y para 1976.

De otra parte, la colocación en el mercado de capitales de papeles del gobierno con miras a financiar programas y proyectos de infraestructura económica o social (bonos de desarrollo económico, p.e.), al disminuir los recursos de ahorro para proyectos productivos a corto y mediano plazo puede afectar el desarrollo equilibrado del país y desatar fuerzas inflacionarias, tanto por un mayor incremento de la demanda agregada frente a la oferta, como por las presiones que los sectores afectados pueden ejercer en procura de crédito del emisor. De allí que a lo largo de esta ponencia se insista en liberar al máximo posible los recursos del mercado de capitales, a fin de encauzarlos hacia proyectos productivos.

II. Características generales de la coyuntura financiera

La coyuntura financiera actual se caracteriza por el fortalecimiento del sector externo de la economía, el avance del proceso de estabilización y el crecimiento del ahorro estable.

1. Fortalecimiento del sector externo

Hasta hace algún tiempo se consideraba que la situación del sector externo de la economía no era del todo favorable, a pesar de que las reservas internacionales se encontraban en niveles de seguridad. Se temía que la brecha externa que había limitado el proceso de desarrollo en años anteriores a 1967 volviera a aparecer.

Sin embargo, el alza del café en los mercados internacionales, unida a la adecuada administración de las políticas cambiarias y de comercio exterior, consagradas en el Decreto 444 de 1967, y a las buenas perspectivas de crédito externo, ha disipado tales incertidumbres. Hoy el país puede esperar que contará con reservas internacionales suficientes para realizar las importaciones indispensables para la buena marcha de la economía, en especial del sector industrial, no siendo necesario, por tanto, contraer préstamos externos de corto plazo o limitar el proceso de liberación de importaciones en el cual se halla empeñado el gobierno. (Ver cuadro 5-2).

Debido a circunstancias bien conocidas, la cotización del grano colombiano llegó a un nivel nominal de un dólar aproximadamente. Desde luego, el precio real es inferior, como resultado de los descuentos, pudiendo estimarse alrededor de US\$ 0.83 por libra, con base en la cotización de los cafés centrales. Este precio, sin embargo, constituye un avance sustancial sobre los niveles anteriores del orden de US\$ 0.54. Simultáneamente, ha venido creciendo el volumen de exportaciones del grano, que puede llegar en el año cafetero comprendido entre octubre 1º de 1975 y septiembre 20 de 1976 a 7.6 millones de sacos de 60 kg.

Cuadro N^o. 5-2

**COLOMBIA - RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL
BANCO DE LA REPUBLICA A FINALES DE AÑO**

	US\$ millones	Variación	
		US\$ millones	%
1970	152.0	-	-
1971	170.4	18.4	12.1
1972	345.2	174.8	102.7
1973	515.9	170.7	49.4
1974	429.5	- 86.4	- 16.7
1974 a/	525.9	-	-
1975 a/	406.2	- 119.7	- 22.8

FUENTE: Revista del Banco de la República, mayo de 1975

a/ Saldo el 29 de agosto.

La acción combinada de estos dos factores permitiría en 1976, ingresos netos de divisas por exportaciones de café, del orden de US\$ 773 millones, (6) cifra superior en US\$ 230 millones a los reintegros de 1974 por el mismo concepto, que fueron de US\$ 543 millones.

2. Avance del proceso de estabilización y crecimiento del ahorro estable

A fines de agosto, los medios de pago ascendían a \$ 50.569 millones, con aumento aproximado del 23 % respecto a la misma fecha del año pasado. Aunque este porcentaje sobrepasa las metas gubernamentales del 15% al 18%, el promedio de los incrementos anuales, mes por mes, durante 1975 ha sido inferior al 20%.

Frente a la expansión relativamente moderada de los medios de pago, se destacó un considerable crecimiento del ahorro estable. Según cifras de la Dirección General de Crédito Público, al finalizar el mes de junio el total de los cuasi-dineros ascendía a \$ 41.154.0 millones, cifra superior en más del 47% a la registrada en 31 de diciembre de 1974. Es decir, en el primer semestre de 1975 el aumento de estos renglones del ahorro estable ha sido superior al registrado en todo el año de 1974 (46.5%).

$$6. \frac{60 E^*}{70} (K (P^* - d) - G^*, \text{ donde:}$$

E* = Exportaciones proyectadas en sacos de 60 Kg.

K = Factor de conversión en libras americanas de sacos de 70 Kg.

P* = Precio nominal estimado de la libra en los mercados externos.

d = Descuentos.

f = Flete sacos 70 Kg.

G* = Gastos estimados de la Federación de Cafeteros en el exterior.

$$\left(\frac{60 \times 7.6 \text{ millones}}{70} \right) (153.5 (0.99 - 16) - 6) - 20 \text{ millones} = \text{US\$ } 772.9 \text{ millones}$$

En qué medida el mayor aumento del ahorro estable obedezca a trasferencias de depósitos en cuenta corriente o de circulante en poder del público, es decir, de medios de pago, es asunto difícil de precisar. Empero, la magnitud del crecimiento ha sido tal que puede inferirse de todas formas un sustancial incremento de ahorro estable, meta que ha buscado deliberadamente la actual política económica.

Los factores descritos han contribuido a que el aumento del índice de precios para el consumidor en lo corrido del año se compare favorablemente con el de años anteriores. El mayor incremento de los últimos doce meses puede explicarse por la fuerte alza de fines del año pasado, que obedeció, ante todo, a la adopción de algunas medidas de política económica, particularmente al incremento en las tarifas del impuesto a las ventas, que afectó momentáneamente el nivel de precios pero no aceleró la dinámica inflacionaria.

Cuadro Nº. 5-3

COLOMBIA - CRECIMIENTO DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS

	Consumidor obrero	Consumidor empleado	Al por mayor
1971	14.7	12.6	11.5
1972	14.0	14.1	18.2
1973	25.0	22.1	28.0
1974	26.9	25.2	36.0
Enero-Agosto 1974	15.9	15.6	n.d
Enero-Junio 1975	13.5	11.8	
Enero-Agosto 1975	13.9	13.2	n.d
Agosto 1974 - Agosto 1975	24.6	22.6	n.d

FUENTE: Departamento Administrativo Nacional de Estadística -DANE- y Revista del Banco de la República, mayo de 1975.

n.d No disponible

Debe observarse que el crecimiento relativamente moderado de los medios de pago ha sido posible, gracias al adecuado manejo del presupuesto favorecido por la reforma tributaria y que se mantendrá en el futuro por esta razón y por el fortalecimiento del Fondo Nacional del Café.

2.1. Aumento de los ingresos fiscales

Los ingresos totales del gobierno nacional, sin incluir institutos descentralizados, se estiman en \$ 52.830 millones para 1976, según el proyecto de presupuesto, cifra superior en 33.6% a la del presupuesto actualmente en ejecución y a sus adiciones hasta junio.

Este aumento permitirá un crecimiento apreciable del gasto público, especialmente en infraestructura social, muy particularmente en salud, conforme a los programas gubernamentales, sin alterar el equilibrio presupuestal. En consecuencia, no se prevé que el gobierno nacional tenga que acudir al Banco de la República en procura de crédito, más allá del que pueda demandar esporádica y transitoriamente para solucionar necesidades estacionales de tesorería. Preocupa solamente que el crédito externo no fluya en las cuantías previstas, debido a que parece disminuida la generación de proyectos específicos de desarrollo desde hace algunos años, sobre todo recientemente.

2.2. Incremento de los recursos del Fondo Nacional del Café

El aumento de la producción, las exportaciones y los precios internacionales del café, permiten prever un incremento sustancial de los ingresos del Fondo Nacional del Café. Aunque el Fondo

subsidia la diferencia entre los precios nominales y los reales del grano y contra él hay que cargar gastos de consideración en moneda extranjera y nacional, queda un remanente apreciable que le ha permitido hasta ahora repagar \$ 800 millones de su deuda con el Banco de la República y que lo habilitará para hacer cancelaciones adicionales en lo que resta del año.

2.3. Estímulo al desarrollo

En estas circunstancias, es posible esperar que se acelere el proceso de desarrollo del país. El aumento del ahorro facilitará la realización de proyectos productivos de alta prioridad y el fortalecimiento de los recursos del presupuesto (tanto los derivados de la reforma fiscal como las transferencias de ahorro externo) permitirá llevar a cabo importantes obras de infraestructura económica y social.

Además, la aceleración del gasto público y el aumento en el próximo futuro de los ingresos de los caficultores puede significar considerable impulso del sector industrial, el cual en los últimos tiempos ha visto incrementar sus existencias y disminuir su ritmo productivo. En los actuales momentos, las empresas, frente a un aumento de la demanda, parecen no estar inclinadas a subir los precios, en razón del costo de financiar inventarios, supuesto un nivel de equilibrio para las tasas de interés.

3. Factores que deben vigilarse

Sin embargo, la situación actual exige un manejo cuidadoso para evitar problemas al normal avance de la economía, haciendo posible la realización de los objetivos antes mencionados. Es pues, de la mayor conveniencia vigilar diversos factores cambiarios y de comercio exterior, atender la consolidación del proceso de estabilización e impulsar políticas adecuadas de desarrollo económico.

3.1. En materia cambiaria y de comercio exterior

Teniendo en cuenta que la situación del café en el mercado internacional bien puede tener un carácter más o menos transitorio, es necesario un adecuado manejo y control de los recursos adicionales de cambio exterior.

Igualmente, debe evitarse una indiscriminada política de liberación de importaciones que puede debilitar la estructura productiva industrial, ya que las operaciones de **dumping** y las grandes fluctuaciones en los mercados internacionales de materias primas pueden anular la competitividad de los productos nacionales. Así, una disminución excesiva de la protección arancelaria con miras a aumentar la eficiencia industrial, debe estudiarse cuidadosamente a la luz de los factores antes indicados.

En este orden de ideas, debe buscarse también encauzar los nuevos recursos de cambio a la financiación de proyectos productivos que garanticen un normal suministro de materias primas en el mercado interno, tales como las de origen siderúrgico y petroquímico. Sólo de esta manera será posible consolidar realmente el sector industrial colombiano.

3.2. En el campo de la estabilización

Si las divisas obtenidas por la bonanza cafetera se congelan en parte y en otra se destinan a la importación de bienes de capital necesarios para la realización de proyectos productivos prioritarios en el desarrollo nacional, se evitará la inmoderada expansión de los medios de pago resultante del aumento de las reservas internacionales.

Pero, existen otros factores que ponen en peligro la consolidación del proceso de estabilización que hasta el momento ha operado exitosamente. De una parte, debe evitarse que la cotización del café

en el mercado interno se haga con base en el precio nominal de los mercados internacionales, sin tener en cuenta el mecanismo de descuentos utilizado para facilitar la venta del grano en el exterior. De otra, debe seguirse vigilando que el ahorro financiero sea realmente estable y no simple sustituto de cuentas corrientes, como ocurría anteriormente con los depósitos en unidades de poder adquisitivo constante -UPAC-; se evitarán así presiones inflacionarias como las que afectaron la economía en años pasados.

3.3. En el área del mercado de capitales

Finalmente, deben asignarse los nuevos recursos de ahorro estable a proyectos productivos realmente prioritarios para el desarrollo nacional.

Lo anterior podría lograrse dejando actuar libremente el mercado de capitales en el encauzamiento de recursos hacia la industria básica, evitando así que aquel se vea copado por papeles gubernamentales, tales como los bonos de desarrollo económico del 24% anual (7). A este respecto conviene anotar con preocupación que en proyecto presentado al Congreso se prevé la emisión de \$ 1.500 millones de dicho papel, con tres años de plazo de vencimiento, los cuales podrían incorporarse al presupuesto para la vigencia de 1976. La adopción de tal medida muy posiblemente complicará el encauzamiento de los nuevos recursos de ahorro financiero hacia proyectos productivos. Si no se deja actuar libremente el mercado de capitales, por lo menos debe evitarse que los recursos captados por medio de bonos gubernamentales se destinen a gastos corrientes del presupuesto o a obras de infraestructura. De todas formas, esta última alternativa no parece tampoco aconsejable frente al aumento de presupuesto favorecido por la reforma fiscal y el significativo volumen de recursos de crédito externo que ingresarán al país en los próximos años. En consecuencia, la colocación de papeles gubernamentales parece innecesaria y, además, afecta el cuidadoso equilibrio que debe existir en la distribución de los recursos del mercado de capitales entre los sectores público y privado.

III. La situación económica colombiana a la luz de la experiencia de otros países del Grupo Andino

La situación económica que determinará la bonanza cafetera en el país es comparable por muchos aspectos, a pesar de obvias diferencias, a la que han vivido recientemente Venezuela y Ecuador, como resultado del notable incremento en los mercados internacionales del precio del petróleo. Dichas naciones experimentaron un súbito fortalecimiento de su posición de reservas que, al crear expectativas de significativo mejoramiento de las posibilidades de desarrollo, determinó acciones de políticas económicas con diversos efectos en las dos naciones.

1. El caso de Venezuela (8)

1.1. Aumento de las reservas internacionales y sus inmediatas consecuencias (9)

Las reservas internacionales venezolanas experimentaron un aumento del 169.8% entre el 31 de diciembre de 1973 y la misma fecha de 1974, al pasar de US\$ 2.420 a US\$ 6.529 millones.

Este fenómeno, dada la importante participación estatal en las exportaciones de petróleo, incidió especialmente sobre la situación de las finanzas públicas del país. En efecto, los ingresos corrientes

7. Como más adelante se verá, la colocación moderada de PAS en el mercado se justifica para introducir en este instrumento potencialmente útil para operaciones de mercado abierto.

8. Cárdenas Manuel José y Francisco Piedrahita: *Informe sobre la Economía Venezolana*. (Asociación Nacional de Industriales, 1975).

9. Véase cuadro 5-4

del presupuesto llegaron casi a triplicarse entre 1973 y 1974, pasando de US\$ 3.818 a US\$ 10.709 millones. Frente a esta situación el gobierno venezolano buscó evitar, aunque con éxito dudoso, las inmoderadas presiones sobre el nivel interno de precios (10) que resultarían de la monetización de los nuevos ingresos fiscales. Así, se colocaron apreciables recursos en los mercados de capitales europeos y norteamericanos, y se destinaron partidas para fortalecer los organismos internacionales de financiación, en particular los del área latinoamericana, tales como el Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento y el Banco de Desarrollo del Caribe. De otra parte, el empleo de divisas para importaciones destinadas a proyectos productivos de alta prioridad ha contribuido al mismo resultado.

Sin embargo, las presiones regionales llevaron al gobierno a aumentar en forma notoria los gastos corrientes, que pasaron de US\$ 1.783 a cerca de US\$ 2.500 millones entre 1972 y 1974. Debido a la notoria ampliación del circulante, (11) fue necesario mantener la política de subsidios, aun cuando a niveles inferiores a los que regían anteriormente.

1.2. Política de desarrollo

Con todo, como los gastos corrientes se incrementaron a una tasa bastante inferior a la de los ingresos corrientes, el ahorro del sector público aumentó en forma apreciable. Sobre esta base, la política económica comenzó a preocuparse prioritariamente de proyectos productivos y de infraestructura, así como de estimular activamente el sector privado de la economía.

En este orden de ideas se comenzó la evaluación y planeación de proyectos de industrias básicas, dentro de los cuales se destacan los siderúrgicos y los petroquímicos, y se prestó especial atención a obras de infraestructura económica, en especial planes hidroeléctricos y termoeléctricos.

Para complementar las políticas anteriores, se crearon fondos especiales para el fomento de los sectores agrícola e industrial, los cuales otorgan crédito barato al sector privado, garantizado por el estado en proporción considerable. Asimismo, se dieron importantes estímulos tributarios a las empresas que se localicen en las regiones más atrasadas del país o que exporten bienes con alto contenido de insumos nacionales. Los últimos buscan aumentar la competitividad de los productos venezolanos, amenazada en el interior por el creciente flujo de importaciones favorecido por la estabilidad de la tasa de cambio y el aumento de las reservas internacionales, y en los mercados externos por los precios más bajos de los productos latinoamericanos beneficiados por un menor costo de la mano de obra.

De otra parte, como llevar a cabo los proyectos estatales e impulsar el desarrollo del sector privado encontraban una serie limitante en la escasez de recursos humanos suficientemente calificados, se puso en marcha un ambicioso programa de estudios en el exterior, financiado en su totalidad con recursos estatales.

2. El caso del Ecuador

Al igual que Venezuela, este país vio notablemente incrementados sus recursos de cambio exterior, como consecuencia del aumento de los precios internacionales del petróleo. En 1972 las reservas internacionales netas aumentaron US\$ 103.1 millones y en 1974 US\$ 113.4 millones (12). Todo parecía indicar que podría adelantar una política análoga a la venezolana. Ella se proyectó principalmente en planes y proyectos, tanto de infraestructura como productivos.

10. Véase cuadro 5-6

11. Véase cuadro 5-5.

12. Véase cuadro 5-7.

A fin de evitar una expansión monetaria excesiva, resultante del fortalecimiento de las reservas, se constituyó el Fondo Nacional de Desarrollo –FONADE– principalmente para financiar el componente importado de proyectos productivos. En 1974 FONADE tuvo ingresos en sucres equivalentes US\$ 133.7 millones y en 1975 ellos pueden llegar a US\$ 139.0 millones (13).

Empero, medidas tributarias y dificultades en la administración y recaudo de los impuestos, redujeron sensiblemente la elasticidad de los ingresos del gobierno.

Al mismo tiempo, este emprendió proyectos muy cuantiosos, en gran medida de infraestructura, cuya recuperación no parece viable o al menos será difícil y parcial. Lo cual hizo necesario emplear recursos de FONADE para gastos en moneda local, inclusive corrientes del ejecutivo.

Tal situación, unida a un notable aumento de los gastos de funcionamiento del gobierno, contribuyó a un inmoderado crecimiento de los medios de pago (42.8 %) en 1974 (14). Dicho aumento tenía que repercutir en el nivel interno de precios que se elevó 23.3%, el año pasado (15). Como al mismo tiempo se ampliaron las importaciones y se decidió mantener estable la tasa de cambio, las reservas internacionales comenzaron a descender, experimentando una reducción de US\$ 183.6 millones entre junio de 1974 y el mismo mes de 1975.

Para corregirla se establecieron algunos controles cuantitativos a las importaciones y se inició la revisión del arancel. Empero, el desajuste financiero es de tal magnitud que puede llevar a una variación en la cotización del sucre.

3. Comparación con el caso colombiano

La nación es consciente de los peligros de una monetización excesiva del aumento de las reservas internacionales, derivado del incremento de los precios del café en los mercados externos. Para ello se ha sugerido la posibilidad de colocar parte de los recursos adicionales en los mercados externos. Teniendo en cuenta que estos son inferiores a los de Venezuela y que sólo en pequeña parte corresponden al estado, parecería aconsejable que ingresen a las reservas internacionales netas del Banco de la República y que este haga las inversiones del caso en el exterior, todo a través de un mecanismo que evite un aumento excesivo de los medios de pago, al cual se hará referencia más adelante.

A diferencia del caso ecuatoriano, la elevación en el nivel de las reservas colombianas se encuadra dentro de una política de carácter fiscal fruto de la reforma tributaria del año pasado. Más aún, el proceso de estabilización tiende a consolidarse, según ya se indicó, como resultado del dicho equilibrio fiscal, del fortalecimiento del Fondo Nacional del Café, del manejo general de la política monetaria y del cambio en la composición de la oferta de dinero, lograda a través del estímulo al ahorro estable, particularmente con un manejo realista de tasas de interés.

El normal avance de la economía colombiana ha merecido la confianza de los organismos internacionales de crédito y de gobiernos extranjeros, los cuales aprobaron recientemente, en el grupo de consulta de París, un volumen muy apreciable de crédito para financiar proyectos de desarrollo económico y social. Dentro de ellos cabe destacar los de la industria petroquímica y las líneas de crédito para las corporaciones financieras. Sin embargo, el país enfrenta el desafío de financiar otros proyectos de industrias básicas, tales como los siderúrgicos, necesarios para evitar que el desarrollo del sector productivo de la economía quede al vaivén de los mercados internacionales.

13. Véase cuadro 5-10.

14. Véase cuadro 5-8.

15. Véase cuadro 5-9.

les de materias primas estratégicas y de bienes de capital. Para lograrlo se requiere un mercado de capitales amplio y dinámico, pues a diferencia de Venezuela y Ecuador, los ingresos adicionales provenientes del café no entran a engrosar los recursos fiscales sino en porción muy limitada.

Esa circunstancia, unida a la necesidad de compensar los posibles efectos expansionistas de un aumento apreciable en el flujo de recursos externos, hace de la mayor importancia la adecuada captación y encauzamiento del ahorro interno, a través del mercado de capitales.

IV. Instrumentos aplicables a la situación actual

1. Aprovechamiento del mayor ingreso de divisas

1.1. Finalidades

En materia de cambios internacionales, las políticas y medidas que se adopten deben dirigirse, desde luego, a buscar el óptimo aprovechamiento de los mayores ingresos de divisas. Concretamente, ha de procurarse fortalecer las reservas internacionales del país, ejercer un control suficiente sobre ellas, utilizarlas en forma adecuada y evitar que su crecimiento eleve inmoderadamente los medios de pago.

En la actualidad, las reservas netas del Banco de la República (16) son suficientes para atender más de cuatro meses de giros de dicho banco al exterior por importaciones, lapso superior al de tres meses, que se juzga como margen mínimo de seguridad. Empero, si se toma el total de las importaciones que debe pagar el país (17) el monto de las reservas del emisor alcanzaría solamente para los pagos de tres meses, aproximadamente. Esta relación constituye un punto de referencia más sólido, dado el alto endeudamiento de bancos y particulares en el exterior y el crecimiento del mismo en 1974, pese a las medidas adoptadas por el gobierno para reducirlo, lo cual se explica por la expansión del comercio exterior de Colombia, que continuará en los próximos años.

Las consideraciones anteriores, unidas a la mayor autonomía nacional que confiere una posición sólida de reservas, particularmente frente a las agencias nacionales y extranjeras, justifica el fortalecimiento adicional de aquellas. Esta conclusión se refuerza teniendo en cuenta que la bonanza cafetera no se prolongará indefinidamente, aunque se espera que su duración será mayor que en otras épocas. La transitoriedad anotada diferencia la situación colombiana de la de Venezuela y Ecuador, aconsejando políticas más cautas que las de estos países en materia de cambios internacionales.

A continuación, se formulan sugerencias concretas respecto a la mejor forma de adelantar las políticas enunciadas.

1.2. Manejo de las divisas del Fondo Nacional del Café

El fortalecimiento de los recursos del fondo permite pensar en un manejo más adecuado de los mismos, que incremente las reservas internacionales, sin producir efectos expansionistas, asegurando, al mismo tiempo, el oportuno recaudo del impuesto cafetero. Para ello, parece lo más conveniente emitir títulos de futuros denominados en moneda extranjera, que el fondo suscribiría con sus excedentes de liquidez y que devengarían un interés comparable al de los mercados externos deducida la comisión del Banco de la República.

Dichos títulos están autorizados en el Art. 13 del Decreto 444 de 1967 y han sido parcialmente utilizados en el pasado por la Federación Nacional de Cafeteros.

16. US\$ 406.2 millones

17. Rembolsables y con cargo a empréstitos externos.

Asimismo es necesario reglamentar adecuadamente el reintegro de divisas por parte de esta entidad, dando estricta aplicación a los artículos 54 y 64 del citado decreto.

Un mecanismo como el de los títulos de futuros no implicará pérdidas para la cuenta especial de cambios ni expansión monetaria, según se explica a continuación:

La garantía cambiaria a favor del Fondo Nacional del Café y los intereses pagados sobre los títulos de futuros serían aproximadamente equivalentes a las ganancias de la cuenta especial de cambios, originadas, por una parte, en la valorización en moneda nacional de las reservas internacionales, y por otra, en los rendimientos que se obtendrían al colocar el Banco de la República las divisas cafeteras en los mercados externos de capital. En esta forma, no se debilitarían los ingresos corrientes del gobierno nacional derivados de la cuenta especial de cambios.

El aumento de las reservas internacionales netas no produciría expansión monetaria por cuanto se contrarrestaría por la constitución de un pasivo interno del emisor, representado por los títulos de futuros.

1.3. Reducción del endeudamiento a mediano y corto plazo del país

En la actualidad el sector privado colombiano mantiene un considerable endeudamiento a corto y mediano plazo con el exterior, originado en la financiación de importaciones y en la prefinanciación de algunos de los renglones de exportación. Esta situación compromete la solidez futura de las reservas internacionales, sobre todo si se tiene en cuenta que el volumen del comercio exterior colombiano está creciendo aceleradamente, tendencia que se acentuará también como resultado de la bonanza cafetera.

Por tal razón, adoptar providencias que complementen los esfuerzos que las autoridades monetarias han hecho hasta el momento para limitar el endeudamiento de particulares en el exterior resulta de la mayor urgencia.

Una medida que daría solución al problema sería la conversión de los préstamos vigentes en moneda extranjera por créditos en moneda nacional descontables en el Banco de la República. Tal sistema tendría un efecto monetario neutro, pues la expansión originada en el descuento de los préstamos internos se vería compensada por una disminución equivalente de las reservas internacionales del Banco de la República. No cabría argumentar que tal disminución conduciría a un debilitamiento del sector externo que no se compadece con las consideraciones hechas en torno a las reservas del emisor, pues las reservas totales del país están afectadas actualmente por los pasivos del sistema bancario comercial en el exterior, originados en el endeudamiento de los particulares para realizar sus operaciones de comercio internacional. Las operaciones descritas no afectarían por lo tanto las reservas totales del país. De otra parte, debe tenerse en cuenta que el mecanismo propuesto reduciría la carga de intereses que hoy pesa sobre la balanza de pagos por concepto de deudas de particulares con el exterior. Naturalmente los descuentos deben hacerse a tasas de interés de equilibrio para que el Banco de la República no obtenga menores utilidades que las que lograría con la inversión de reservas en el exterior.

1.4. Ampliación de las importaciones

El mejoramiento a corto plazo de la posición del sector externo permitirá un flujo mayor de importaciones para que la economía del país avance normalmente, sobre todo en cuanto hace referencia a las industrias de transformación. Igualmente, hace posible la disminución de restricciones cuantitativas a las importaciones, estimulando la eficiencia de las industrias, y por consiguiente, una mayor competitividad de los productos nacionales en los mercados externos. Esto último es urgente, si se tiene en cuenta el compromiso de la desgravación automática dentro del Grupo Andino.

Sin embargo, aparte de una razonable protección arancelaria, no deben olvidarse algunas condiciones para llevar a cabo satisfactoriamente dicho proceso de liberación. En primer lugar no puede ser indiscriminado, pues pondría en serio peligro las industrias que en la actualidad se encuentran en las primeras etapas de desarrollo. En segundo, no es conveniente prescindir de los instrumentos de prohibida importación y licencia previa, por cuanto estos pueden servir ocasionalmente para evitar discriminaciones de otros países en contra de exportaciones colombianas u operaciones de **dumping**, que hagan insuficiente la protección garantizada por el arancel.

1.5. Fondos para financiar componente importado

Finalmente, cabe preguntarse acerca de la conveniencia de aprovechar el ingreso adicional de divisas determinado por el notorio incremento de los precios internacionales del café, creando un fondo especial para financiar parte del componente importado de proyectos productivos de especial prioridad, teniendo en cuenta sistemas utilizados en el Grupo Andino, particularmente en Venezuela y Ecuador.

Para ello podría utilizarse el mayor producto de la parte del impuesto cafetero que va al gobierno nacional, calculado en cerca de US\$ 30 millones, aproximadamente.

Aunque este es significativamente inferior al logrado por Venezuela y Ecuador con las divisas petroleras y representa solamente una reducida proporción de los recursos indispensables para adelantar los referidos proyectos, podría pensarse en utilizarlo para préstamos blandos destinados al pago de cuotas iniciales de importaciones de bienes de capital para proyectos de especial prioridad y envergadura, cuyos plazos de maduración sean relativamente prolongados, liberando así recursos para gastos locales que los mismos demanden. Además, podría diseñarse un sistema de **matching fund** con los organismos internacionales de crédito, que permita multiplicar las posibilidades de financiación, al otorgar dichos organismos un monto adicional en proporción a los ahorros logrados por medio de la creación del mecanismo en referencia.

De otra parte, para evitar la multiplicidad de fondos administrados por el Banco de la República, las operaciones propuestas podrían integrarse con las del Fondo de Inversiones Privadas -FIP-.

Una política de esta naturaleza no tendría efectos monetarios expansionistas y permitiría la creación o ampliación de industrias básicas, garantizando un adecuado flujo de materias primas para las de transformación secundaria, con lo cual se evitarían que estas sigan el vaivén de bruscas fluctuaciones de los mercados internacionales, problema al cual se ha hecho referencia en varias ocasiones a lo largo de este documento. Se incrementaría, al mismo tiempo, su capacidad de competencia en el Grupo Andino, contrarrestando los subsidios indirectos que algunos países miembros otorgan a empresas de transformación secundaria, a través de precios reducidos de materias primas que producen.

2. El ahorro interno y la coyuntura actual

La consolidación de las reservas y la posibilidad de utilizar parte de los ingresos adicionales del estado en moneda extranjera para propiciar la realización de proyectos productivos de especial prioridad, deben ir necesariamente acompañados de un fortalecimiento del mercado de capitales que, al incrementar los recursos de ahorro estable del país, permita la ejecución de dichos proyectos, especialmente facilitando financiación para gastos en moneda nacional.

2.1. Fortalecimiento del ahorro estable

Las políticas adelantadas en los últimos tiempos han permitido un aumento considerable de los recursos de ahorro financiero del país. Además, el efecto de la bonanza cafetera en la reactivación de la economía contribuirá indudablemente a acentuar dicha tendencia.

Las posibilidades de incremento de la inversión garantizadas por ese fortalecimiento del ahorro definen perspectivas satisfactorias para un crecimiento más acelerado.

Sin embargo, debe insistirse en la necesidad de continuar el proceso de consolidación de los mecanismos de captación, para evitar que los recursos respectivos se conviertan en simples sustitutos de los medios de pago, creando presiones inflacionarias como en el pasado. Para ello, resulta de la mayor importancia la eliminación definitiva de la liquidez primaria de algunos papeles, tales como los bonos de desarrollo económico y las cédulas del Banco Central Hipotecario, sustituyéndola por una adecuada liquidez secundaria en las bolsas de valores.

Pero, el fortalecimiento del ahorro estable debe complementarse con otras medidas fiscales y financieras. Sólo de esta manera será posible garantizar la continuidad del proceso de desarrollo nacional, ya que los proyectos productivos necesarios son de tal magnitud que posiblemente el crecimiento del ahorro estable no sería suficiente por sí solo para realizarlo. Además, debe tenerse en cuenta que dichos proyectos se caracterizan por una baja rentabilidad inicial, por lo cual su financiación exige condiciones especiales, que bien podrían ser propiciadas por el estado, tal como sucede en el caso venezolano.

La situación actual, caracterizada por equilibrio presupuestal y estabilidad del sector cafetero, posibilita la adopción de las medidas fiscales y monetarias antes sugeridas. A continuación se formulan sugerencias más específicas sobre el particular.

2.2. Medidas fiscales

El notable incremento de los recursos presupuestales, originado en la reforma fiscal realizada a fines de 1974, ha permitido la presentación de un nuevo proyecto de ley que propone ventajas tributarias especiales para las sociedades anónimas de capital abierto, el cual es materia de estudio en la actualidad por el Congreso. Se espera que su análisis detenido lleve a mejorar la posición relativa de las acciones en el mercado de capitales. Aparentemente, tal resultado podría lograrse de manera cabal a través de estímulos a los accionistas actuales o potenciales, antes que a las propias sociedades.

2.3. Medidas financieras

Por otro lado, es menester adoptar medidas que, a más de fortalecer el ahorro interno del país, encaucen las disponibilidades de crédito con que se cuenta en la actualidad como resultado del equilibrio presupuestal y la bonanza cafetera, hacia proyectos de especial prioridad.

Las medidas encaminadas a tal fin deben enmarcarse dentro de tres criterios generales: eliminar las inversiones forzosas, evitar la saturación del mercado de capitales con papeles estatales y utilizar recursos hasta el momento fragmentados para la creación de un fondo de ahorro que multiplique las posibilidades de crecimiento.

- a) En simposios anteriores se han reiterado los argumentos contra las inversiones forzosas: ellas distorsionan en el mercado de capitales, favorecen tasas muy inferiores al nivel de equilibrio, gravan en ocasiones a personas de menores recursos en favor de otras que los tienen mayores, crean subsidios indirectos no susceptibles de cuantificación, y en fin, dificultan la captación de ahorro.
- b) En cuanto se refiere al manejo de la deuda pública interna es necesario hacer una precisión. Fue conveniente introducir en el mercado los pagarés semestrales de emergencia -PAS- ya que, si

bien el estado cuenta actualmente con recursos suficientes para su normal funcionamiento y la realización de obras de infraestructura económica y social, dichos títulos-valores constituyen instrumento útil para operaciones del mercado abierto, y pueden contribuir en el futuro a la política de estabilización seguida hasta el momento, evitando la monetización de déficit estacionales en las operaciones efectivas del gobierno.

Este planteamiento lleva a dos conclusiones principales: en la actualidad no son necesarias emisiones cuantiosas de PAS; en el futuro estas deberán ser de corto plazo, para solucionar situaciones transitorias, y en ningún caso recursos permanentes del fisco para inversiones ni mucho menos para gastos de funcionamiento.

- c) Por cuanto hace relación a bonos de desarrollo económico, no parecen aconsejables nuevas emisiones, frente al fortalecimiento de los ingresos corrientes del presupuesto nacional. El ahorro del mercado de capitales debe ir prioritariamente a proyectos que se traduzcan en un aumento a corto o mediano plazo de la producción, lo cual contribuye a evitar presiones inflacionarias. Las obras de infraestructura económica y social deben atenderse con recursos ordinarios del presupuesto, porque no tienen efectos inmediatos sobre la producción, máxime teniendo en cuenta las limitadas posibilidades de un mercado de valores como el colombiano.
- d) De otra parte, resulta de la mayor importancia utilizar las reservas para cesantías en proyectos de especial prioridad para el desarrollo nacional. En este orden de ideas, debe establecerse la destinación del 85 % de las mismas, ya que el proyecto de ley actualmente sometido a consideración del Congreso prevé solamente que un 15% se utilizará en distintos programas del Banco Central Hipotecario. Se reitera a este respecto la iniciativa en el sentido de que esa parte de las reservas vaya al Banco de la República para que este financie, a través de inversiones y descuentos, proyectos de especial prioridad y envergadura, especialmente del sector manufacturero. Naturalmente, el traslado ha de ser gradual para evitar descapitalización de las empresas.
- e) Además de las anteriores medidas, las cuales liberarán recursos en favor de proyectos productivos e incrementarán notoriamente el ahorro nacional, es necesario asignar cuidadosamente los recursos de crédito disponibles en la actualidad. Teniendo en cuenta que, a diferencia de períodos anteriores, el gobierno nacional y el sector cafetero actuarán como factores de contracción monetaria, podrá contarse hoy con un volumen relativamente amplio de crédito para los distintos sectores productivos, sin que el crecimiento de los medios de pago supere las metas gubernamentales de la política de estabilización.

Parte sustancial de estos recursos podrían destinarse a la compra de acciones de sociedades anónimas abiertas para capitalizarlas, y a la colombianización de empresas extranjeras que están sujetas a tal proceso o quieran acogerse a él, en desarrollo del Acuerdo de Cartagena y de las políticas gubernamentales que lo impulsan. Las operaciones en cuestión se harían por entidades especializadas (corporaciones financieras, por ejemplo) las cuales obtendrían para tal fin recursos del Banco de la República que deberán cancelar dentro de un plazo razonable, a medida que coloquen las acciones respectivas en el mercado de capitales.

V. Conclusiones

En síntesis, se proponen las siguientes medidas para una adecuada captación, incremento y encauzamiento del ahorro interno y externo en la actual coyuntura económica:

1. Mayor control sobre las divisas cafeteras, reglamentando con precisión su reintegro y el pago del impuesto respectivo.
2. Congelación de los recursos excedentes del Fondo Nacional del Café en el Banco de la

República, a cambio de títulos de futuros representativos de certificados de cambio, cuya rentabilidad sea adecuada.

3. Transformación de deudas privadas en moneda extranjera a créditos en moneda nacional descontables en el Banco de la República a una tasa de interés de equilibrio.
4. Prudente liberación de importaciones para infundir mayor dinámica a la economía, propiciar un más alto grado de eficiencia y mejores perspectivas en los mercados externos, particularmente en presencia del proceso de desgravación automática y de programación del Grupo Andino.

A fin de que tal política tenga éxito se requiere:

- a) Razonable protección arancelaria que tenga en cuenta el carácter naciente de algunas industrias;
 - b) Mantenimiento de los instrumentos de prohibida importación y licencia previa, y uso de los mismos cuando fuere necesario para obtener condiciones equitativas para Colombia en negociaciones con otros países, prevenir operaciones de **dumping**, y hacer frente a fluctuaciones excesivas en los mercados internacionales de ciertos productos, especialmente materias primas estratégicas; y,
 - c) Desarrollo paralelo de industrias básicas productoras de materias primas estratégicas y de bienes de capital.
5. Uso de los recursos adicionales del gobierno provenientes del mayor rendimiento del impuesto cafetero para la constitución de un fondo en moneda extranjera, administrado por el Banco de la República a través del FIP, para financiar en términos blandos las cuotas iniciales de componentes importados con destino a proyectos productivos de especial prioridad y estudio de una posible contribución al mismo por parte de los organismos internacionales de crédito.
 6. Traslado gradual al Banco de la República de la parte de las reservas para cesantías que no vayan al Banco Central Hipotecario (85%) para destinarla a la financiación (inversiones y descuentos en condiciones adecuadas) de proyectos productivos de especial prioridad y envergadura, particularmente en cuanto se refiere al componente local de los mismos.
 7. Estímulo del mercado financiero y de la capitalización de las sociedades anónimas, a través de recursos transitorios que otorgaría el Banco de la República a intermediarios financieros especializados (por ejemplo, corporaciones financieras) para la compra y ulterior negociación en el mercado de capitales de acciones de sociedades anónimas abiertas o de las correspondientes a instituciones extranjeras en proceso de colombianización.
 8. Fortalecimiento del ahorro estable, continuando la política de evitar que ciertos activos financieros se conviertan en sustitutos inmediatos del dinero, para lo cual resultaría particularmente útil eliminar la liquidez primaria que hoy tienen algunos papeles como las cédulas hipotecarias y los bonos de desarrollo económico.
 9. Eliminación de inversiones forzosas en documentos gubernamentales y utilización moderada del mercado de capitales por parte del estado. Dado el incremento de los ingresos corrientes del gobierno debido a la reforma tributaria, no se justifican nuevas colocaciones de títulos-valores emitidos por él, distintas de las necesarias para introducir en el mercado financiero documentos de corto plazo que pueden utilizarse, cuando fuere menester, para operaciones de mercado abierto que permitan regular el circulante, frente a fenómenos transitorios o estacionales.
 10. Medidas fiscales que, sin desvirtuar los avances logrados por la reforma tributaria, favorezcan la

capitalización de las sociedades anónimas abiertas, especialmente a través de estímulos a los accionistas.

Estas iniciativas tienen en cuenta la situación actual y las perspectivas a mediano plazo de la economía, cuyas características son el fortalecimiento del sector externo, del fisco y el Fondo Nacional del Café; la consolidación del proceso de estabilización, y el crecimiento del ahorro estable. Buscan consolidar estos factores positivos y utilizarlos para el robustecimiento del mercado de capitales, sin perder de vista la experiencia de otros países del Grupo Andino, con miras a hacer posible la realización de proyectos productivos prioritarios de considerable envergadura, la capitalización de las sociedades anónimas abiertas y la colombianización de las empresas e instituciones que en desarrollo del Acuerdo de Cartagena y de las políticas gubernamentales, están sujetas a dicho proceso o desean acogerse a él.

Cuadro N°. 5-4
VENEZUELA - RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
A FINES DE AÑO

	US\$ millones	Variación	
		US\$ millones	%
1970	1.021	-	-
1971	1.522	501	49.1
1972	1.732	210	13.8
1973	2.420	688	39.7
1974	6.529	4.109	169.8
1974 a/	2.809	-	-
1975 a/	7.521	4.712	167.7

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, septiembre 1975, Vol. XXVIII, N°. 9.

a/ Saldo a finales de marzo.

Cuadro N°. 5-5
VENEZUELA - MEDIOS DE PAGO A FINES DE AÑO

	Millones de Bs	Variación	
		Millones Bs	%
1970	6.955	-	-
1971	8.116	1.161	16.7
1972	9.731	1.615	19.9
1973	11.597	1.866	19.2
1974	15.975	4.378	37.8
1974 a/	12.465	-	-
1975 a/	17.217	4.752	38.1

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, septiembre 1975,

a/ Saldo a finales de marzo.

Cuadro N°. 5-6
VENEZUELA - PRECIOS AL CONSUMIDOR
A FINES DE AÑO

	Indice	Incremento
1970	100.0	-
1971	103.2	3.2
1972	106.2	2.9
1973	110.6	4.1
1974	120.0	8.5
1974 a/	114.7	-
1975 a/	131.8	14.9

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, septiembre 1975, Vol. XXVIII, N°. 9.

a/ Situación a finales de marzo.

Cuadro N°. 5-7
ECUADOR - RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
A FINES DE AÑO

	US\$ millones	US\$ millones	Variación %
1970	55.2	-	-
1971	24.9	- 30.3	- 54.9
1972	128.0	103.1	414.1
1973	226.0	98.0	76.6
1974	339.4	113.4	50.2
1974 a/	395.8	-	-
1975 a/	212.2	- 183.6	- 54.1

FUENTE: Banco Central del Ecuador, Información Estadística, junio 27 de 1975.

a/ Saldo el 13 de junio.

CUADRO n°. 5-8
ECUADOR - MEDIOS DE PAGO A FINES DE AÑO

	Millones de sucres	Millones de sucres	Variación %
1970	5.465.1	—	—
1971	6.118.0	652.9	11.9
1972	7.423.3	1.305.3	21.3
1973	9.369.8	1.946.5	26.2
1974	13.381.3	4.011.5	42.8
1974 a/	10.161.7	—	—
1975 a/	12.642.2	2.480.5	24.4

FUENTE: Banco Central del Ecuador. Información estadística, junio 27 de 1975

a/ Saldo el 23 de mayo.

Cuadro N°. 5-9
**ECUADOR - PRECIOS AL CONSUMIDOR
A FINES DEL AÑO**

	Indice	Incremento %
1970	100.0	—
1971	108.4	8.4
1972	117.0	7.9
1973	132.2	13.0
1974	163.0	23.3
1974 a/	149.0	—
1975 a/	186.1	24.9

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, septiem-
bre 1975, Vol. XXVIII, N°. 9

a/ Situación a finales de marzo.

Cuadro N°. 5-10
FONADE INGRESOS Y EGRESOS
(Resultados de 1974 y previsiones para 1975)

	1974 (US\$ 000)	1975 (US\$ 000)		Incremento porcentual	
		Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
Ingresos petróleo	133.7	197.8	139.0 ^{a/}	47.9	4.0
Reembolsos	—	5.2	5.2	n.a.	n.a.
Egresos sobre compromisos adquiridos	- 02.5	-244.2	-185.4	164.0	100.4
Neto	41.2	0	0	n.a.	n.a.
Compromisos pendientes ^{b/}	—	99.5	158.3	n.a.	n.a.

^{a/} Exportación promedio mensual igual a enero y febrero (115-154 bls. día).

^{b/} Como los desembolsos previstos implicarían, en el caso de un incremento significativo de los ingresos, un déficit acumulado de US\$ 99.5 millones, los desembolsos no podrían pasar de US\$ 244.2 millones. Asimismo, de conservarse el ritmo de la producción petrolera de los dos primeros meses del año, el déficit llegaría a US\$ 158.3 millones y los desembolsos no podrían pasar de US\$ 185.4 millones.

FUENTE Ministerio de Finanzas, Señor Renán Cisneros.

Capítulo 6.

LA POLITICA ECONOMICA, LOS ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO Y LA CAPTACION DE AHORRO

Pablo Salazar de Heredia

I. La función financiera de los establecimientos de crédito

El término “establecimiento de crédito” implica una función financiera, pero esta puede tomar formas muy diversas. Sin embargo, en todos los casos el establecimiento de crédito cumple con una actividad básica: ser un intermediario entre quienes requieren dinero y quienes lo poseen en exceso.

En Colombia, de manera organizada y hasta finales de la década de los cincuenta, como establecimiento de crédito solo existían los bancos comerciales. Durante los últimos quince años han surgido nuevas instituciones, como las corporaciones financieras, los fondos de inversión y las corporaciones de ahorro y vivienda. En los tres simposios anteriores, las actividades y problemas de estas tres entidades han sido ampliamente discutidos y analizados, razón por la cual este trabajo se concentrará primordialmente sobre la labor que como intermediaria financiera ha desarrollado la banca colombiana.

Los bancos comerciales se diferencian de otras instituciones financieras por las características de su principal renglón del pasivo. En efecto, sólo los bancos mantienen depósitos a la vista, los que, a su turno, constituyen parte importante de los medios de pago del país. Como el público puede obtener liquidez de los bancos al convertir dinero bancario en dinero de bolsillo, se puede concluir que la primera función importante desarrollada por la banca es cooperar en la administración de los medios de pago.

Una segunda tarea cumplida por los bancos, derivada del servicio que como dinero prestan los depósitos a la vista, es la de creación o destrucción de medios de pago. Cuando un banco adquiere un activo productivo aumentan los depósitos a la vista de quienes han efectuado la transacción con el banco y, viceversa, disminuyen cuando el banco pierde posesión del activo productivo. Las variaciones en los activos productivos de los bancos constituyen la principal fuente de cambio en los medios de pago y otorgan al sector bancario la facultad no sólo de ser administradores de dinero sino también productores del mismo.

Una tercera labor de la banca es la de actuar como prestamista, al servir de intermediaria entre quienes ahorran dinero y quienes lo requieren, y al prestar medios de pago creados por ella misma.

El término “banca comercial” nació hace muchos años cuando los bancos eran esencialmente entidades que financiaban a corto plazo mercancías en tránsito e inventarios de comerciantes. Se

consideraba entonces como deseable una expansión del crédito bancario por pensarse que esta vendría acompañada de un aumento en el volumen de bienes producidos y vendidos. Se creía que este incremento en la producción y el comercio generaría nuevas facturas, letras y pagarés comerciales que, al ser descontados por los bancos, crearían depósitos a la vista adicionales y traerían como consecuencia un crecimiento de los medios de pago, acorde con el nuevo ritmo de producción nacional. Igualmente, una reducción de la producción causaría como resultado final una necesaria disminución del dinero en circulación. Entonces, la banca comercial era considerada como un elemento pasivo que reflejaba y facilitaba variaciones en la producción, pero que no las generaba, y que, al destinar sus activos productivos a préstamos también productivos de corto plazo, aseguraba que la economía contara con una cantidad de dinero apropiada a sus necesidades.

El correr de los años comprobó la falsedad de este argumento. En primer término, si se acepta que los medios de pago deben variar de acuerdo con los cambios en la producción nacional, hay que admitir que esta toma diversas formas y que no todas ellas llegan a traducirse en operaciones bancarias. Por otro lado, una modificación de la velocidad de circulación del dinero puede alterar el volumen de gastos productivos asociados con una determinada cantidad de medios de pago en circulación.

Igualmente, al ligar la oferta monetaria con el valor monetario de las operaciones que deben ser financiadas por los bancos, se debe reconocer que este valor en sí mismo depende en parte del tamaño de la oferta monetaria, lo que dentro de un análisis dinámico implica que en épocas de depresión los medios de pago tendrán una tendencia a disminuir indefinidamente, y en períodos de inflación a no cesar de crecer, agravando de esta manera las características del ciclo. Además, en la medida en que el sector gubernamental ha ganado importancia dentro del contexto de la economía nacional y en que se han incrementado las operaciones económicas de carácter internacional, la política fiscal y de gasto público y la situación de reservas internacionales han venido a incidir sobre la oferta monetaria y a entregar o a restar recursos a la banca, sin que estos estén necesariamente vinculados a aumentos en la producción nacional.

Por último, los requerimientos de desarrollo nacional han obligado a dedicar parte de los recursos bancarios a la financiación de proyectos agropecuarios e industriales de lenta maduración, lo que a su turno ha convertido a la banca en entidad prestamista a mediano y largo plazo.

Todos estos motivos produjeron una marcada intervención estatal en la actividad bancaria y una reglamentación tan estricta que sólo encuentra paralelo en la época dorada del mercantilismo nacionalista. Y es dentro de cánones exhaustivos como la banca comercial se desenvuelve en Colombia y como su funcionamiento debe ser analizado.

II. Cumplimiento de la función financiera por parte de los establecimientos de crédito

Como se ha visto, los bancos, como intermediarios financieros, tienen una función de captación de recursos y otra de colocación de los mismos.

Colombia como país en vía de desarrollo, con una estructura relativamente dual, ha sufrido de un agudo desequilibrio en su mercado de factores, desequilibrio que se ha caracterizado por una abundancia de oferta de mano de obra y de demanda de capital. De tal manera, la banca nacional ha debido enfrentarse a un mercado de colocación de fondos muy demandado, lo cual le ha permitido prestar sus recursos sin correr riesgos, escogiendo al deudor de acuerdo con las seguridades y garantías que este ofrezca para respaldar su crédito y con la rentabilidad que puedan producirle posibles negocios adicionales del mismo cliente.

Después de la misión Kemmerer y por operar dentro de un mercado de demanda, los bancos

comerciales limitaron sus financiaciones principalmente a las operaciones a corto plazo asociadas con la definición de "banca comercial". Sin embargo, desde un principio se reconoció que si se permitía que la tasa de interés fuera fijada por las fuerzas del mercado, esta podría adquirir características de usura, razón por la cual el artículo 88 de la Ley 45 de 1923 estipuló un encaje del 50% para los depósitos a la vista y del 25% para los depósitos a término, pero en seguida admitió que "los bancos accionistas que para operaciones a plazos no mayores de noventa días fijen un interés o descuento que no exceda en más de dos puntos la tasa cobrada por el Banco de la República, quedan autorizados para reducir sus encajes en la siguiente proporción: el 15% sobre sus exigibilidades a treinta días o menos, y el 5% sobre sus depósitos a término". De esta manera, a partir de la reorganización financiera del año 23 se deja sentado el principio de que el costo del dinero bancario se decreta por las autoridades gubernamentales y que debe ser inferior al originado en las fuerzas del mercado. Esta política, sana en sus principios, da lugar al surgimiento de mercados paralelos al organizado legalmente y produce heterogéneas tasas de interés.

Al ser insuficiente el ahorro nacional para financiar el proceso de desarrollo del país y en la medida en que se requerían más y más recursos para este fin, las autoridades gubernamentales fueron paulatinamente asumiendo la política de inducir a los bancos comerciales a intervenir en préstamos de mediano y largo plazo que fueran a fomentar la producción nacional. Esta política nació con un criterio diferente, cual fue el de crear entidades especializadas en crédito de fomento. Se comenzó en 1924 con el Banco Agrícola Hipotecario y luego con el establecimiento en 1931, de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, y en 1932 del Banco Central Hipotecario.

Hasta 1948 la banca comercial no tuvo ninguna actuación ni ningún efecto importante sobre el crédito de fomento, pero en ese año, y como resultado de la necesidad de dotar de recursos a la Caja Agraria, se obliga a los bancos comerciales a suscribir el 5% de sus depósitos a la vista en los bonos de la Caja, y de esa manera, indirectamente, la banca nacional llegó a la financiación de operaciones de fomento. El mismo procedimiento se empleó en 1949 cuando las secciones de ahorro de los bancos fueron forzadas a invertir el 30% de sus depósitos en cédulas del Banco Central Hipotecario. Es este el comienzo del régimen de inversiones obligatorias con el propósito de utilizar recursos bancarios para financiar, a través de otras instituciones, operaciones de mediano y largo plazo. La política futura en este sentido siguió otorgando preponderancia al sector agropecuario por la sección comercial y al sector de vivienda por la sección de ahorros.

Con el Decreto 384 de 1950 surge la operación directa de la banca comercial en el crédito de fomento a mediano y largo plazo. Este decreto concede la posibilidad de que los bancos comerciales redescuenten determinadas operaciones en el Banco de la República a una tasa de interés inferior a la cobrada al cliente. Desde todo punto de vista esta transacción equivale al otorgamiento de un aval al cliente, por parte del banco comercial, para garantizar un crédito del banco central, y a un encargo fiduciario por parte de este para el cobro de la obligación. Es decir, a la postre quien entrega los recursos es el Banco de la República, lo cual significa poner más medios de pago en circulación.

El ejemplo del Decreto 384 toma vigencia y es seguido por otras disposiciones similares, como el Decreto 756 de 1951 y el Decreto 2482 de 1952, que llevó al campo el espíritu del Decreto 384. En 1955 el Decreto 1564 apoyó aún más las colocaciones industriales, pero otorgó al Banco de la República la facultad de decidir si el proyecto era merecedor de crédito. Se manifiesta entonces una intervención activa por parte del banco central en la dirección del crédito, lo cual se hace más evidente con el Decreto 198 de 1957 que ordenó a los bancos a prestar no menos del 14% de sus depósitos al sector agrario, y luego con la Ley 26 de 1959, que buscó mejorar dicho decreto y actualizar todas las disposiciones de fomento agropecuario.

Cronológicamente, siguieron en su orden: el establecimiento del redescuento para los bonos de prenda, conocidos como "Bonos Resolución 18"; el Fondo de Inversiones Privadas, con recursos conseguidos en el exterior para financiar proyectos industriales; el Fondo Financiero Agrario, destinado a estimular la producción agrícola de corto plazo; el Fondo Financiero Industrial, que sirve

a los pequeños y medianos industriales; el Fondo de Desarrollo Urbano, para obras municipales; y la Resolución 59 aplicada a la financiación de exportaciones. Además, surgieron otros fondos de menor importancia, con destino muy específico, como el de Contratistas de Obras Públicas o la Resolución 11 para pago anticipado de impuestos.

En 1973 se promulga la Ley 5ª que instituye el Fondo Financiero Agropecuario, el cual genera sus propios recursos al obligar a la banca comercial a adquirir bonos con ese fin en un porcentaje de sus colocaciones.

Como bien lo señala Antonio Urdinola en la ponencia que sobre "El Crédito de Fomento y la Banca Comercial" presentó en la Decimasegunda Convención Bancaria, es conveniente que, para evitar efectos inflacionarios, un país financie sus proyectos de inversión a mediano y largo plazo con recursos de ahorro. Pero, como hemos visto, los bancos comerciales no han sido muy eficientes en la captación de ahorro, debido a que hasta hace muy poco se había fijado una tasa de interés máxima para los préstamos bancarios, lo cual equivalía también a limitar la que los bancos podían pagar por la captación de recursos del público. Y en la medida en que a este último se le brindara una mayor rentabilidad al colocar su dinero en actividades ajenas a la banca, esta no podía competir por esos recursos y, por lo tanto, le era imposible desarrollar una verdadera función financiera como elemento captador del ahorro nacional. La solución se encontró en el crédito de fomento dirigido y en el redescuento en el banco emisor de este tipo de crédito. Desafortunadamente, el redescuento ha producido en la mayor parte de los casos medios de pago adicionales y, por ende, efectos inflacionarios nocivos.

Para contrarrestar la expansión de la oferta monetaria originada en el crédito de fomento, las autoridades monetarias han aumentado considerablemente el encaje bancario sobre depósitos a la vista, que en junio de 1957 era del 18%. Hoy este encaje es del 34%, porcentaje al cual debe sumársele un 10% de inversión forzosa en bonos agrarios de la Ley 90 y en bonos de deuda pública de la Ley 21, además de un 17% de las colocaciones (que equivale a un 13% de las exigibilidades a la vista), en suscripción de títulos de fomento agropecuario, por lo cual se concluye que el encaje efectivo equivale al 57% de los depósitos a la vista.

Sin embargo, parte de los recursos congelados por este encaje es devuelta a los bancos al utilizar el redescuento o hacer uso de las financiaciones especiales en el Banco de la República. Un ejemplo, tomado del balance de julio de 1975 de un banco comercial, comprueba este fenómeno:

Depósitos en cuenta corriente:	\$ 5.915	millones
Encaje requerido:	2.011	millones
Bonos de Ley 21 y Ley 90:	569	millones
Títulos Ley 5ª.:	787	millones
Total congelado:	3.367	millones (57% de los dep. a la vista)
Redescuentos y financiaciones especiales:	1.167	millones
Neto congelado:	2.200	millones (37% de los dep. a la vista)

Este cuadro nos demuestra que el redescuento como tal es una simple ilusión que a la postre no ha generado nuevos recursos sino que ha utilizado los existentes, al someterlos a una instancia adicional en el banco central y al cobrar una tasa diferencial por ese proceso. Su verdadera importancia ha radicado en haber servido como instrumento orientador del crédito hacia los sectores considerados

como prioritarios por el estado. Los bancos comerciales han hecho pleno uso de los fondos de fomento y del redescuento, por dos razones: primera, porque el redescuento es el único sistema que permite reducir la tasa efectiva de encaje, al recuperar parte del numerario congelado por este concepto. Y, segunda, porque la rentabilidad de los recursos propios empleados en el crédito de fomento, es atractiva, ya que oscila entre el 18.5% anual, para algunas de las operaciones del Fondo Financiero Agropecuario y el 33.5% anual para determinados créditos del Fondo de Inversiones Privadas.

De todo este análisis se puede concluir que la banca nacional ha cumplido con su función de colocación de fondos. El procedimiento inicial de especializarse en crédito de corto plazo se complementó luego con las operaciones de fomento a mediano y largo plazo, más inflacionarias en un principio, por estar generalmente basadas en recursos de emisión, que hoy, cuando de hecho están financiadas con la recirculación de parte del encaje bancario. Además, la tasa de interés tradicionalmente ha sido fijada por las autoridades por debajo de la del mercado, aunque en el crédito de fomento hubiese podido ser menor si no existieran dos intermediarios financieros sino uno solo; pero entonces hubiera sido necesario emplear un mecanismo diferente para dirigir el crédito.

III. Análisis de la función de captación

Con el correr de los años, los bancos comerciales en el mundo se han convertido en grandes almacenes financieros donde el cliente puede obtener una gama de créditos, con diferentes modalidades de plazo y condiciones de pago, y donde tiene diversas alternativas para depositar su dinero. En Colombia, la misma Ley 45 de 1923 otorga facultades a los bancos para captar recursos por medio de variados instrumentos, cada uno de ellos ligado al origen del dinero que el banco se propone manejar. En efecto, el artículo 85 de dicha ley, en su numeral segundo, autoriza a los bancos para recibir depósitos, y en su artículo 112 les concede el derecho de "abrir y mantener secciones de ahorros para recoger las pequeñas economías de la colectividad e invertirlas en obligaciones con interés". Es decir que, desde entonces, se reconocía a los bancos dos funciones de captación de recursos, la de manejar los medios de pago puestos en circulación por el gobierno y la de atraer el ahorro del público.

Estas dos funciones han tenido un desarrollo desigual. Hasta hace poco, los bancos se disputaban el manejo de los medios de pago por el procedimiento del depósito a la vista y por ofrecer como contraprestación a sus clientes créditos y otros servicios bancarios, y asumían una actitud pasiva hacia el recurso financiero pagado.

De esta manera, la principal fuente de recursos de la banca ha sido la otorgada por el estado, lo cual ha significado que sea la política monetaria la que determine la mayor o menor existencia de fondos bancarios. Cabe entonces preguntar por qué los bancos comerciales no han sido agresivos en la captación de recursos pagados. Son varias las razones para que esto haya sido así:

1. Los bancos son conservadores por naturaleza. No siempre sus administradores han buscado como uno de sus objetivos principales el crecimiento de sus instituciones y han considerado que sí están obteniendo utilidades satisfactorias sin competir en los mercados financieros por el ahorro nacional, no tiene objeto alguno hacerlo. Además, han estimado que es peligroso acostumbrar a la clientela a cobrar por sus depósitos.
2. El estado tradicionalmente había fijado topes a las tasas de interés cobradas por concepto de créditos y a las pagadas por depósitos de ahorro.
3. Durante muchos años las instituciones de crédito fueron renuentes a iniciativas de mercadeo y a tener actividad publicitaria.

4. Los gobiernos rodearon los depósitos de ahorro de inversiones obligatorias que no siempre ofrecían una rentabilidad atractiva y que, además, no permitían utilizar los recursos captados para atender a la propia clientela.
5. La aparición en el mercado de papeles estatales de renta fija, cuyo rendimiento era exento de impuestos, en un país donde la tasa de interés no es muy flexible, descorazonó aún más a los dirigentes bancarios para operar dentro del mismo mercado. Sin embargo, en los últimos tres años esta situación ha variado, como se observa a continuación:

Fecha	Depósito a la vista	Depósitos de ahorro	Depósitos de ahorro
	(Millones de \$)	(Millones de \$)	Depósitos a la vista
Nov. 1928	62.9	7.5	0.12
Nov. 1937	66.5	11.9	0.18
Nov. 1947	398.7	13.5	0.03
Nov. 1958	1.944	149.1	0.08
Nov. 1967	8.279	633	0.08
Nov. 1972	19.086	3.001	0.16
Nov. 1973	25.502	4.032	0.16
Nov. 1974	30.423	5.075	0.17
Ago. 1975	36.522	6.601	0.18

Además, en el último año han tenido un notable crecimiento los depósitos a término, que en agosto pasado ascendían a \$ 5.282 millones. Como este tipo de depósitos sólo surgió con fuerza a mediados del año anterior, si se suman a los depósitos de ahorro, la proporción de depósitos pagados a depósitos a la vista, sube de 0.18 a 0.33.

Hay varias causas que explican la nueva política bancaria al entrar a competir activamente en los mercados financieros:

1. Un fallo del Consejo de Estado fortaleció las ventajas tributarias de la principal inversión forzosa de ahorros, que la constituían los bonos de vivienda y ahorro del Instituto de Crédito Territorial. De esta manera, los depósitos de ahorro pasaron a ser muy rentables.
2. Las inversiones obligatorias se fueron eliminando y se liberaron parte de los recursos de ahorro para que los bancos atendieran a su propia clientela.
3. La Superintendencia Bancaria permitió efectuar sorteos de objetos diversos entre los depositantes de la Sección de Ahorros y promocionar dichos sorteos.
4. Se dio libertad para cobrar una tasa de interés del 24% anual por los créditos concedidos con recursos de ahorro, cifra esta atractiva frente a los costos de captación.
5. Los bancos fueron facultados para pagar por los depósitos a término hasta el 24% anual, tasa competitiva con la ofrecida por otros instrumentos de captación, y a cobrar por los créditos concedidos con estos recursos una sobretasa que dejaba una rentabilidad adecuada.
6. La suscripción forzosa de títulos de la Ley 5ª y la descongelación del requisito de un 10% de los depósitos a la vista, obligaron a los bancos a dedicar parte importante de sus recursos para estos fines y les produjeron graves problemas de encaje. En efecto, la inversión en bonos de la Ley 21 y de la Ley 90 estuvo congelada entre el 30 de abril de 1972 y el 30 de abril de 1973 y la mayor

suscripción requerida por el aumento de las exigibilidades se tuvo que efectuar por novenas partes entre los meses de mayo de 1973 y enero de 1974. Es decir, que para todos los efectos prácticos, durante esos meses la inversión obligatoria alcanzó a más del doble de lo normal.

Por otro lado, para el primer ajuste de títulos del Fondo Financiero Agropecuario se fijó como fecha límite el 31 de octubre de 1973. En diciembre de ese año los títulos adquiridos por los bancos sumaban \$ 1.024 millones; en marzo de 1974 llegaban a \$ 1.700 millones; en septiembre de ese mismo año a \$ 2.439 millones; en diciembre a \$ 2.875 millones, y en agosto de 1975 alcanzaron \$ 4.200 millones.

Es obvio que una erogación de esta magnitud significaba para la banca comercial una importante reducción de su cartera o la consecución de recursos adicionales, y al optar por esta última alternativa vino el auge en la captación del ahorro nacional.

En consecuencia de lo anterior, se puede afirmar que la banca comercial no ha ejecutado a cabalidad su función financiera en la consecución de recursos. Su principal proveedor de fondos ha sido el estado a través de los medios de pago que permite circular, razón por la cual la política monetaria se ha constituido en el principal determinante de la mayor o menor abundancia de recursos bancarios. Sólo recientemente se ha comenzado a trabajar en los mercados financieros y para esto fue necesario un cambio de actitudes y de políticas tanto por el sector empresarial bancario como por las autoridades gubernamentales.

IV. Aspectos teóricos de la política monetaria y su efecto sobre los establecimientos de crédito

Se ha dicho que la principal fuente de recursos de la banca colombiana la han constituido los depósitos a la vista de sus clientes, cuya disponibilidad está estrechamente ligada a la política monetaria gubernamental ¿Qué busca, entonces, una política monetaria y cuál es su efecto sobre la banca comercial?

Durante mucho tiempo el principal objetivo de la política económica fue mantener la estabilidad de precios y el instrumento para asegurarla tenía que alcanzarse a través de una política monetaria. Sin embargo, la revolución Keynesiana introdujo una nueva herramienta, la política fiscal, y una segunda meta, el pleno empleo, que podría ser antagónica de la estabilidad de los precios. En los últimos veinte años otros dos designios igualmente importantes han aparecido: el sostenimiento de una adecuada tasa de crecimiento económico y el equilibrio de la balanza de pagos.

La existencia de todos estos objetivos ha suscitado, por una parte, la posibilidad de conflicto entre los resultados deseados y, por la otra, la necesidad de una solución de compromiso. Además, la disponibilidad de diferentes instrumentos de política económica no ha redundado en una efectiva utilización de los mismos, debido a que a menudo se ha considerado que la política monetaria tiene que ser la encargada de solucionar los problemas de estabilización de corto plazo ya que frecuentemente esos problemas han sido causados por los efectos monetarios originados en la persecución de otros objetivos.

De tal manera, la oferta monetaria es variada por dos circunstancias, la primera, la utilización de otros instrumentos de política económica, que repercuten sobre los medios de pago, y la segunda, la política monetaria en sí misma, a la cual se acude por considerarse que es más flexible y más fácil de manejar que la política fiscal. Pero cada vez que se afecta la oferta monetaria se alteran las disponibilidades crediticias de los bancos comerciales, lo cual se refleja en los sectores productivos de la economía. Es entonces indispensable que cuando las autoridades monetarias actúen, lo hagan en el momento apropiado y con la medida adecuada. Desafortunadamente esto no siempre ocurre, no sólo por posibles fallas humanas, sino, más importante aún, porque la política monetaria puede

actuar con un retardo demasiado grande sobre el campo económico, como lo han demostrado los estudios de Thomas Mayer y de W.H. White.

Es así como se observan dos escuelas en relación con el uso de la política monetaria. La primera de ellas, sigue considerándola como un instrumento de estabilización que debe ser utilizado tantas veces como las circunstancias lo requieran. La segunda, cree que los efectos estabilizadores actúan muy lentamente y a menudo, por este mismo motivo, en sentido contrario del deseado, por lo que recomienda que la política monetaria esté constituida por una regla única consistente en asegurar un crecimiento de los medios de pago estable y acorde con el ritmo de incremento de la producción nacional.

V. La política monetaria de los últimos años y su incidencia sobre los establecimientos de crédito

Si se fuera a definir la política monetaria colombiana de los últimos quince o veinte años, se podría afirmar que ha tenido como objetivos principales facilitar una cantidad de crédito suficiente para la plena utilización de la capacidad productiva instalada, evitar que el aumento de crédito presione indebidamente las importaciones o cause una baja en las reservas internacionales y propugnar que el aumento en la oferta monetaria no supere el incremento en la producción de bienes y servicios. Desgraciadamente, los problemas fiscales del estado, la situación de balanza de pagos y el desempleo crónico existente en el país no siempre han permitido el cumplimiento de los objetivos deseados. Así lo reconoció el doctor Hernando Agudelo Villa en un discurso que como Ministro de Hacienda pronunció en la Sociedad Económica de Amigos del País el 4 de abril de 1960. Decía entonces el doctor Agudelo Villa: "Hay otro argumento de más fondo sobre la conveniencia de que la cotización del certificado de cambio tenga bases reales: la expansión de medios de pago y de crédito que es necesario hacer para impulsar el programa de desarrollo trazado en la plataforma económica. No es temerario hablar de una expansión de un 6% durante el presente año, sin alterar los niveles generales de precios, y con el fin de irrigar las zonas económicas que necesitan de mayor amplitud de crédito para el desarrollo de la producción como los sectores agrícolas y principalmente el industrial. Si esta expansión se hace, manteniendo una baja y artificial cotización del certificado, indudablemente se agravan los problemas de la balanza de cambios, pues toda mayor liquidez en el mercado interno repercute indefectiblemente, en las presentes condiciones, sobre el volumen de los registros de importaciones. Al contrario, un reajuste en el tipo de cambio permitirá hacer la expansión interna, amortiguando su impacto en la balanza, con menor peligro de incrementar la propensión a importar bajo el halago de un dólar barato y más crecidas utilidades provenientes de la venta de mercancías extranjeras a más altos precios".

Otro ejemplo de la dificultad para desarrollar una determinada política monetaria debido a factores ajenos a ella, lo constituye la declaración de julio de 1960 del Consejo Nacional de Política Económica: "Las autoridades monetarias habían previsto al principio del año una expansión aproximada de los medios de pago de un 3% para el período comprendido entre febrero 29 y el primero de agosto. Sin embargo, esta expansión no se está cumpliendo debido, principalmente, a una disminución considerable en el ingreso de divisas por concepto de la exportación de café"... "El haber tratado de remplazar por métodos inmediatos esa pérdida en términos de pesos, hubiera producido una presión insostenible sobre la balanza de pagos".

El doctor Carlos Sanz de Santamaría, Ministro de Hacienda en la Administración Valencia, también reconoce que los problemas presupuestales impiden el desarrollo de una sana política monetaria, cuando en su memoria afirma que: "A partir de 1961 comenzó a registrarse un aumento muy considerable de los medios de pago, que alcanzó proporciones críticas como resultado de las emisiones autorizadas por las Leyes 53 y 71, necesarias para equilibrar los déficit fiscales de 1961 y 1962..." y que "Las referidas emisiones obedecieron a la necesidad imperiosa e impostergable de poner al día, al menos hasta un límite razonable, los pagos retrasados de la nación".

Después de cinco años de terminada su gestión, es unánime en el país el concepto de que el doctor Abdón Espinosa Valderrama fue uno de nuestros más destacados ministros de Hacienda. Y no cabe duda de que él entendió que, si bien algunos de los objetivos económicos podrían ser antagónicos entre sí, era necesario desarrollar una política armónica que gravitara sobre el equilibrio de todos sus objetivos. En su Memoria de Hacienda el doctor Espinosa explica el alcance de su política de la siguiente manera: "El gobierno se hallaba resuelto a asentar la empresa del desarrollo sobre firmes bases de estabilización monetaria y saneamiento financiero. No le seducía la fácil y explosiva carta de la inflación, cuya capacidad de estrago afecta, tanto las instituciones económicas y sociales como las instituciones políticas. Menos podía seducirle cuando habría de intensificar la propensión a importar y de anarquizar los precios de consumo, precisamente en momentos en que los asomos de crisis cambiaría acentuaban el desequilibrio estructural de nuestra balanza de pagos". Y agregaba el doctor Espinosa: "La limitación de nuestros recursos de cambio exterior nos imponía una disciplina de la cual vanamente habríamos de apartarnos, sin conferirle a esa limitación los rasgos de dramática e insoluble escasez. Lo primero, dados los antecedentes, debía ser velar por el saneamiento del Fondo Nacional del Café y el equilibrio del presupuesto público, en cuyo seno se había originado más de un desbordamiento monetario. Simultáneamente evitar excesos del crédito y, en lo laboral, impedir que, con el más generoso de los espíritus, la imprudencia de alzas nominales resultara en un deterioro de la capacidad adquisitiva de sueldos y salarios, como ocurrió en 1963".

Un estudio de las estadísticas cambiarias, monetarias, fiscales y de precios indica que en los últimos quince años, no siempre se ha mantenido o no se ha podido mantener una política global disciplinada, como la descrita por el doctor Espinosa en su Memoria.

La tasa de crecimiento de los medios de pago muestra fluctuaciones que por lo regular se traducen, con ciertos retardos, en variaciones de la tasa anual de inflación. Con frecuencia, las oscilaciones han tenido su origen, bien en la programación de gastos del gobierno por encima de su capacidad de generar ingresos o a causa de dificultades de balanza de pagos debidas a una mala situación de mercadeo de nuestro café en el exterior. En ambos casos, se ha acudido a financiar el problema por emisiones del Banco de la República o por la consecución de créditos externos o internos de carácter expansionista. De todas maneras, al ingresar los nuevos recursos al sistema bancario produjeron aumentos de los medios de pago, los cuales, a su turno, generaron incrementos adicionales en la demanda de bienes y servicios. Para contrarrestar estos efectos, generalmente se acudió a cambios súbitos de tipo contraccionista en la política monetaria, cambios que buscaban congelar el nuevo numerario. Lógicamente estas medidas obligaban a la banca comercial a tener cierres repentinos de cartera, seguidos de períodos de relativa abundancia de la misma y del desconcierto de la clientela.

Es decir, que la banca comercial, por estar apoyada principalmente en los depósitos a la vista como fuente de recursos crediticios, no siempre ha tenido reglas de juego estables, lo cual a su turno ha redundado en dificultades para su manejo, y también para su control por medio de una política monetaria definida. No se me escapa, desde luego, que a distintas circunstancias —pues en economía y en política no hay situaciones absolutamente iguales— deben corresponder tratamientos y medidas relacionadas con la urgencia de los fenómenos o dificultades que sea necesario enfrentar y superar.

VI. Los establecimientos de crédito y una política financiera hacia el futuro

A través de esta exposición hemos podido comprobar que la banca comercial colombiana está experimentando una etapa nueva y diferente, marcada por las incursiones que con éxito ha comenzado a realizar en los mercados financieros. En efecto, una dinámica labor de captación de dinero por mecanismos diferentes a los tradicionales depósitos a la vista, ha proporcionado la posibilidad de aumentar considerablemente el crédito otorgado. El siguiente modelo explica la razón para que esto ocurra así:

Modelo 1

EFFECTOS DE TRASFERENCIAS DE \$ 1 SOBRE LOS FONDOS DISPONIBLES PARA PRESTAMOS

- Bases: $d =$ encaje sobre depósitos a la vista = 0.35
 $a =$ encaje sobre depósitos de ahorro = 0.20
 $t =$ encaje sobre depósitos a término = 0.10
 $c =$ demanda marginal de efectivo del público sobre \$ 1
 de aumento en los medios de pago = 0.22

Naturaleza de la transferencia		Coeficiente		Resultado
De	A			
Efectivo	Depósito a la vista	$\frac{(1 - d)(1 + c)}{d + c}$	$= \frac{(1 - .35)(1 + .22)}{.35 + .22}$	= \$ 1.39
Efectivo	Depósito de ahorro	$\frac{(1 - a)(1 + c)}{d + c}$	$= \frac{(1 - .20)(1 + .22)}{.35 + .22}$	= \$ 1.71
Efectivo	Depósito a término	$\frac{(1 - t)(1 + c)}{d + c}$	$= \frac{(1 - .1)(1 + .22)}{.35 + .22}$	= \$ 1.93
Deposito a la vista	Depósito de ahorro	$\frac{(d - a)(1 + c)}{d + c}$	$= \frac{(.35 - .20)(1 + .22)}{.35 + .22}$	= \$ 0.32
Depósito a la vista	Depósito a término	$\frac{(d - t)(1 + c)}{d + c}$	$= \frac{(.35 - .1)(1 + .22)}{.35 + .22}$	= \$ 0.54
Depósito de ahorro	Depósito a término	$\frac{(a - t)(1 + c)}{d + c}$	$= \frac{(.20 - .1)(1 + .22)}{.35 + .22}$	= \$ 0.21

De esta manera se observa que la transferencia a depósitos pagados, como lo son los depósitos de ahorro y los depósitos a término, tienen un mayor efecto positivo sobre la disponibilidad de fondos para préstamos, efecto que sería más agudo si para los depósitos a la vista se hubiera tenido en cuenta, no sólo el encaje sino también las inversiones forzosas correspondientes.

Como consecuencia, los bancos comerciales saben que la menor rentabilidad de los depósitos pagados puede ser compensada por el mayor volumen de créditos, lo cual es un incentivo para el crecimiento de las instituciones bancarias. No obstante, el ingreso de los bancos al verdadero mercado financiero no es sencillo ni las sumas captadas significan todas ellas generación de ahorro

nuevo. Al respecto, cabe destacar un estudio de mercado elaborado recientemente por el Banco de Bogotá, el cual concluye que el 71.3% de los usufructuarios de una cuenta de ahorros en la ciudad de Bogotá, gana menos de \$ 5.000 mensuales, y que la mayor parte de dicho 71.3% no tiene vinculación alguna adicional con la banca comercial, de donde se colige que un segmento muy importante de las cuentas de ahorro, es en realidad el manejo de cuentas corrientes por parte de individuos a quienes los bancos no les abren una cuenta con chequera.

Por otra parte, para que la infiltración en el mercado financiero pueda perdurar, se requiere que las tasas de interés sean flexibles hacia arriba y hacia abajo por iniciativa del mercado y sin interferencias de procedimiento. Además, es indispensable, como lo ha venido haciendo el actual gobierno, formular y mantener una política monetaria estable que permita pactar la compra de recursos sin temor a que nuevas instrucciones oficiales puedan despojar de su atractivo el recurso adquirido.

Por último, es igualmente necesario que los bancos comerciales adopten un nuevo sistema de colocación de sus fondos. El mecanismo actual que ofrece para un mismo concepto fondos al 16, al 18, al 24 y al 27% anual, es absurdo y está arrastrando a los bancos a la alarmante situación de que sus mejores clientes sean a quienes cobran la más alta tasa, por pensarse que son quienes más disposición tienen para resistirla. Hay que reconocer que todos los recursos captados entran a un fondo común de donde salen con abstracción del mecanismo que los llevó allí. Por tanto, se debe trabajar con una tasa de interés única que sea el reflejo del costo promedio de todos los fondos adquiridos.

Espero que este modesto aporte al simposio de mercado de capitales que tuvo la amabilidad de invitarme a participar en sus deliberaciones, constituya por lo menos un punto de referencia para el análisis de los complejos problemas que inciden en la política económica, en los establecimientos de crédito y en la captación de ahorro, cuyo es el objeto de los estudios que aquí se han querido adelantar.

Capítulo 7.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO La Experiencia Brasileña

Joao Ary de Lima Barros*

Es casi imposible hablar de las operaciones de mercado abierto sin hacer previamente, así sea de paso, algunas reflexiones sobre la deuda pública, dado el vínculo existente entre las dos.

I. La deuda pública interna federal

La programación y la administración de la deuda pública interna del gobierno brasileño en títulos públicos son llevadas a cabo por el Banco Central del Brasil, en la forma establecida por la legislación vigente, con el fin primordial de:

- Financiar el "déficit" del Tesoro Nacional, cuando sea necesario;
- Captar recursos para inversiones consideradas prioritarias por el Gobierno Federal;
- Manejar la propia deuda pública;
- Sostener un amplio mercado de títulos federales capaz de apoyar el desarrollo económico correspondiente a la evolución de una economía de mercado;
- Efectuar operaciones de mercado abierto para efectos de política monetaria.

Para el cumplimiento de las atribuciones descritas, el Banco Central planea sistemáticamente las operaciones de suscripción y de pago del capital y accesorios de los Títulos del Tesoro Nacional en los respectivos vencimientos, registrando contablemente todos los actos administrativos relacionados con los títulos públicos federales en la cuenta propia del gobierno.

El Banco Central del Brasil mantiene también una estrecha relación con los órganos de hacienda competentes, informándolos oportunamente de la responsabilidad del Tesoro por los Títulos en circulación, y presentando, cuando sea necesario, trabajos complementarios con miras a perfeccionar las normas reglamentarias frente a la dinámica de los servicios, a las situaciones coyunturales y a los objetivos fijados para el desempeño de esas funciones.

* Banco Central del Brasil

1. Breve visión retrospectiva

En los años anteriores a 1964, la importancia y la confianza en la deuda pública interna brasileña eran prácticamente inexistentes, pues en períodos de inflación prolongada y creciente los títulos públicos se colocaban con plazos largos y sin corrección monetaria, desestimulando el ahorro en los mismos. Por consiguiente, el poder público conseguía captar recursos adicionales mediante suscripciones obligatorias. Prácticamente, no existía un mercado.

El país no podía continuar limitado exclusivamente a la captación de ahorro mediante mecanismos obligatorios. Se hacía imperiosa la captación voluntaria por medio de emisión de títulos gubernamentales, y principalmente por su aspecto no inflacionario, y con mayor razón para financiar los déficit fiscales.

Además, una vez saneado el crédito público, el gobierno podría orientar, a su criterio, los recursos obtenidos mediante la colocación de títulos para inversiones en áreas prioritarias. Por el contrario, como todos sabemos, la emisión desordenada de dinero para atender gastos gubernamentales, representa una inyección abusiva de recursos a la economía y no una reasignación eficaz de fondos, como sucede cuando esos gastos se originan en recursos aportados por la colocación de títulos públicos. Por intermedio de la deuda pública, el gobierno recibe recursos provenientes de los diversos sectores, a través de la suscripción de papeles federales, reorientándolos hacia aquellos sectores que se juzgan prioritarios.

El no utilizar deuda pública mediante la colocación de títulos para financiar inversiones indispensables al desarrollo, equivalía también a gravar solamente la presente generación, sobrecargándola por obras que iban a beneficiar a varias generaciones. Más justo, por consiguiente, era financiarlas mediante la deuda pública, distribuyendo sus cargas en los años futuros.

Otro punto a considerar en lo referente a la captación de ahorro mediante el lanzamiento de títulos públicos, es el hecho de no descapitalizar al sector privado, cuidando de que su patrimonio no se reduzca y su renta no se merme como de hecho ocurre si se aumenta la carga tributaria como único camino para obtener los fondos adicionales requeridos en la realización de las obras del gobierno.

Teniendo en cuenta todos esos aspectos, el gobierno resolvió lanzar en 1964 un título legalmente amparado que diera al crédito público su verdadero papel, devolviéndole el prestigio de que carecía para cumplir con sus funciones.

Por lo tanto, con la promulgación de la Ley N° 4.357 de 16.07.64, se crearon las Obligaciones del Tesoro Nacional - Tipo Reajutable, cuya principal característica era la corrección monetaria. Así pasó el gobierno a tener un título que garantizaba, a lo largo del tiempo, la conservación del poder adquisitivo de los recursos en él depositados por sus tenedores, a más de proporcionarles intereses reales.

Quedaba entonces por restablecer entre los inversionistas la confianza en la deuda pública. Ello se logró en forma gradual, inicialmente por medio de publicidad y de la promulgación de certificados legales que en algunos casos revestían el carácter de suscripciones obligatorias de las ORTN o bien podían ser utilizadas para pago de impuestos, con el fin no solamente de acostumar al público a negociar en ellos, sino también de obtener recursos no inflacionarios para cubrir los déficit del gobierno.

A medida que el gobierno, mediante administración eficiente, efectuaba puntualmente el pago de intereses y redenciones, las ORTN fueron ganando la aceptación voluntaria del público para así constituirse en un hecho sobresaliente en la historia de la deuda mobiliaria interna brasileña.

Lanzadas en septiembre de 1964, su colocación alcanzaba ya en el mismo año cerca de Cr \$ 41

millones, creciendo rápidamente a partir de esa fecha para llegar a un monto anual de colocación de Cr \$ 5.012 millones en 1969 y Cr \$ 9.444 millones en 1974.

El éxito alcanzado por las ORTN entre los inversionistas, también se debe a las diversas formas de incentivos creados por el Gobierno Federal para incrementar la suscripción de esos títulos, tales como:

- Eficaz campaña de divulgación de las nuevas características del título público;
- Concesión de ventajas adicionales mediante la facultad de reaplicación;
- Tasas de interés más atractivas y períodos de pago de intereses más cortos, mediante la creación de las ORTN de 2 y 5 años de plazo, a tasas del 8% y del 10% anuales respectivamente, con pago semestral de intereses.

Por otra parte, el gobierno permitió que las Obligaciones del Tesoro Nacional fueran utilizadas para caución, fianza o depósito para apelación por los valores vigentes en la época de su redención.

En cuanto a incentivos fiscales, cabe mencionar que mediante la Ley Nº. 4.728 de 14.07.65, se permitió al suscriptor de ORTN deducir de su renta bruta hasta el 30% del valor efectivamente invertido en aquellos títulos (legislación posteriormente modificada por el Decreto-Ley Nº. 1.338 de 23.07.74, que permite la deducción del 3% del mismo valor directamente del impuesto por pagar, siempre y cuando los mismos fueran conservados por 2 años).

También la cláusula de corrección cambiaria que se constituyó en garantía adicional a los inversionistas, se puede considerar como otra forma de incentivo al mercado de títulos de deuda pública, ya que mediante ella se pretendió atraer al inversionista, acostumbrado a adquirir dólares con el fin de preservar el poder adquisitivo de la moneda.

De esa manera, a la fecha de redención se aseguraba que los tenedores de ORTN recibieran en cruzeiros la cuantía necesaria para adquirir al cambio del día la misma cantidad de dólares que le era posible adquirir en la fecha que prefirió invertir en Obligaciones del Tesoro (Decreto-Ley Nº. 1 de 13.11.66). Este dispositivo viene prorrogándose sucesivamente por el Ministerio de Hacienda, siempre con el carácter de garantía adicional, en vista de que la corrección cambiaria ha sido sistemáticamente inferior a la monetaria desde mediados de 1969, según se observa en el cuadro y gráfico 7-1.

Cabe mencionarse una garantía adicional otorgada por el gobierno que también puede ser considerada como incentivo a la suscripción de los mismos, por cuanto que 30 días después del respectivo vencimiento, los títulos pueden ser utilizados para pagar impuestos.

El conjunto de esas medidas, que contemplaba garantizar la renovación de la deuda y la colocación en el público de nuevos recursos, hizo posible que el volumen de fondos reunidos mediante el sistema de títulos públicos federales fuese, a partir de 1969, superior a los respectivos "déficit" de caja del Tesoro Nacional (cuadro 7-2).

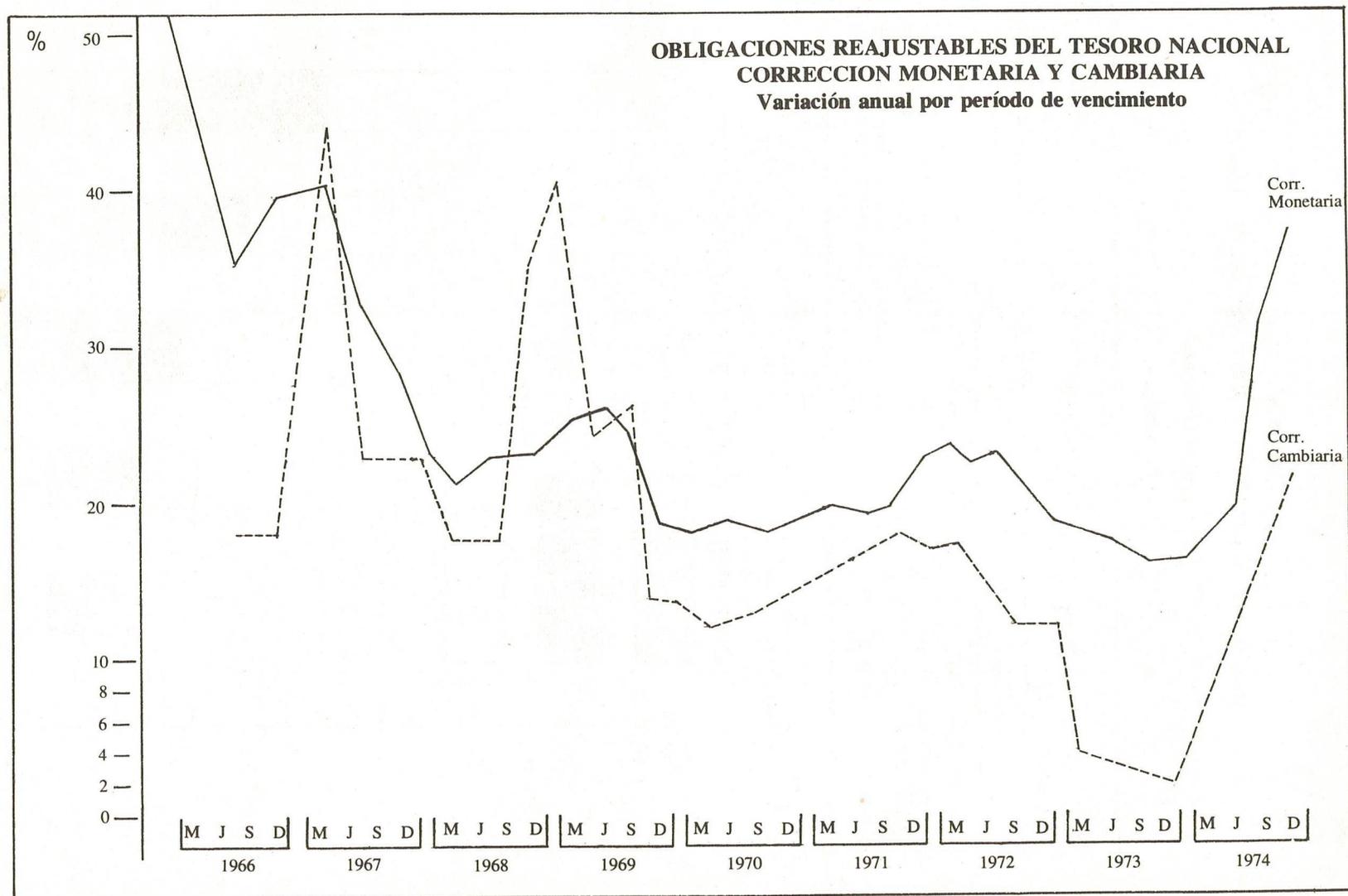
Sin embargo, es oportuno recordar que la captación de recursos en volúmenes muy superiores a los "déficit" (período 1970/73), además de depender de los efectos del conjunto de las providencias antes descritas, se debió principalmente al establecimiento de las operaciones de mercado abierto, (1) objeto de este trabajo,

1. Las ORTN, que desde su creación en 1964 hasta agosto de 1974 se suscribían directamente en las agencias del Banco del Brasil S.A., a través de emisiones continuas, son actualmente colocadas en el mercado mediante ofertas públicas en cuantías previamente establecidas en función de los objetivos de la administración de la deuda pública, de las metas de la política monetaria y de las condiciones vigentes del mercado, de acuerdo con el programa de mejoramiento de la deuda interna del gobierno federal. En esa forma, el Banco del Brasil S.A. quedó entonces encargado tan solo de los servicios de emisión, el pago de intereses y redención de los certificados representativos de Obligaciones del Tesoro Nacional, cuyas cuantías de emisión son determinadas previamente por el Banco Central del Brasil.

Cuadro N°. 7-1
OBLIGACIONES REAJUSTABLES DEL TESORO NACIONAL
corrección monetaria y cambiaria
variación anual por período de vencimiento

MES DE VENCIMIENTO	VALOR DE SUSCRIPCION	VALOR DE VENCIMIENTO		VARIACION%	
		Corrección Monetaria	Corrección Cambiaria	Corrección Monetaria	Corrección Cambiaria
(1)	(A)	(B)	(2) (C)	(B/A)	(C/A)
1966					
Marzo	11.30	17.30	--	53.10	--
Junio	13.40	19.09	--	42.46	--
Septiembre	15.70	21.01	18.65	33.82	18.79
Diciembre	16.30	22.69	19.37	39.20	18.83
1967					
Marzo	17.30	24.28	25.25	40.35	45.95
Junio	19.09	25.46	23.44	33.37	22.77
Septiembre	21.01	27.25	25.81	29.70	22.85
Diciembre	22.69	27.96	27.87	23.22	22.83
1968					
Marzo	24.28	29.40	28.79	21.09	18.57
Junio	25.46	31.20	30.19	22.55	18.53
Septiembre	27.25	33.41	36.74	22.61	34.83
Diciembre	27.96	34.95	39.30	25.00	40.56
1969					
Marzo	29.40	36.91	36.15	25.54	22.96
Junio	31.20	38.48	39.24	23.33	25.77
Septiembre	33.41	39.56	37.87	18.40	13.35
Diciembre	34.95	41.42	39.50	18.15	13.02
1970					
Marzo	36.91	44.17	41.19	19.67	11.56
Junio	38.48	45.50	43.32	18.24	12.58
Septiembre	39.56	47.05	44.61	18.93	12.77
Diciembre	41.42	49.54	46.96	19.60	13.38
1971					
Marzo	44.17	52.12	50.55	18.00	14.44
Junio	45.50	54.01	52.43	18.70	15.23
Septiembre	47.05	57.36	54.94	21.91	16.77
Diciembre	49.54	60.77	57.08	22.67	15.22
1972					
Marzo	52.12	63.09	60.22	21.05	15.54
Junio	54.01	65.75	60.78	21.74	12.53
Septiembre	57.36	68.46	63.23	19.35	10.23
Diciembre	60.77	70.07	67.02	15.30	10.28
1973					
Marzo	63.09	72.32	65.43	14.63	3.71
Junio	65.75	74.97	67.80	14.02	3.12
Septiembre	68.46	77.12	70.05	12.65	2.32
Diciembre	70.07	79.07	70.39	12.84	0.46
1974					
Marzo	72.32	82.69	77.41	14.34	7.04
Junio	74.97	86.91	83.75	15.93	11.71
Septiembre	77.12	98.22	89.53	27.36	16.09
Diciembre	79.07	105.41	94.92	33.31	20.04

Gráfico N°. 7-1



Cuadro N°. 7-2
DISPONIBILIDADES DE LOS BANCOS COMERCIALES

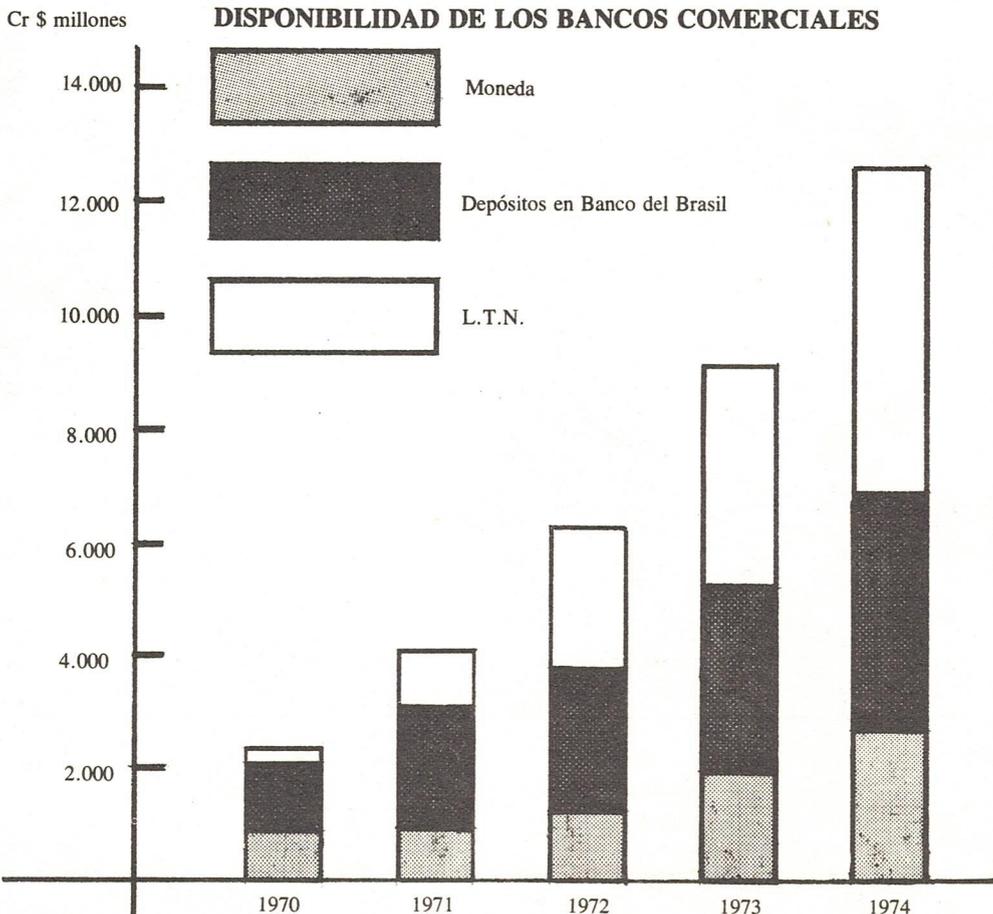
-Posición Consolidada-

(Cr \$ millones)

AÑOS	Moneda		Depósitos en BB		L.T.N.		TOTAL	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
1970	919	38.5	1.385	58.0	84	3.5	2.388	100.0
1971	943	24.0	2.154	54.9	830	21.1	3.927	100.0
1972	1.171	18.6	2.325	36.8	2.813	44.6	6.309	100.0
1973	1.957	21.8	3.200	35.7	3.814	42.5	8.971	100.0
1974(*)	2.401	18.9	4.307	33.9	5.987	47.2	12.695	100.0

(*) Datos provisionales

FUENTE: Banco Central del Brasil



2. Las operaciones de deuda pública y las operaciones de mercado abierto

Es costumbre clasificar las operaciones de la deuda pública dentro del conjunto de medidas que componen la política fiscal. En efecto, estas operaciones de crédito desempeñan un papel fundamental en la ejecución de los presupuestos del gobierno, en virtud de proporcionar recursos financieros para la posible realización de gastos en volumen superior al monto de los recaudos tributarios.

Las operaciones de mercado abierto se enmarcan habitualmente dentro del contexto de la política monetaria en razón de sus objetivos inmediatos principales, que son: controlar el volumen de reservas bancarias e influir sobre la tasa de interés vigente en el mercado. Dichas operaciones se realizan típicamente a través de las transacciones efectuadas, por el Banco Central del Brasil en el mercado secundario, con títulos federales de su propia cartera.

Las interrelaciones entre las operaciones de la deuda pública y las de mercado abierto, son bastante acentuadas. El hecho de ser ambas efectuadas por la misma Gerencia del Banco Central del Brasil, permite gran unidad de acción y flexibilidad en la ejecución de la política económico-financiera del gobierno en particular.

Cuando el Banco Central del Brasil adquiere Letras del Tesoro para su cartera, se capacita para realizar operaciones de mercado abierto en un futuro, y entrega recursos propios al Tesoro, los cuales pueden ser utilizados inclusive en el financiamiento de sus posibles déficit. Por otra parte, la adquisición de dichos títulos, cuando se hace directamente en el mercado por parte del Banco Central del Brasil, no representa un suministro de fondos para el Tesoro sino un aumento de las disponibilidades monetarias de la economía por la inyección de recursos que resultan de la compra.

Por su parte, cuando el sector privado adquiere Obligaciones Reajustables o Letras del Tesoro Nacional en ofertas públicas se logran los dos efectos simultáneamente: el suministro de fondos para el Tesoro y la contracción de los medios de pago. De otra parte, cuando el Banco Central del Brasil vende títulos de su cartera, sólo se obtiene el segundo efecto.

El hecho más notable para el satisfactorio funcionamiento de las operaciones de la deuda pública, fue sin duda alguna la creación y el fortalecimiento de un mercado de títulos federales, que surgió en función de la necesidad de realizar operaciones de mercado abierto. Este mercado se encuentra en pleno desarrollo, y por consiguiente, en constante evolución.

La liquidez proporcionada a los papeles federales de corto plazo, en vista de que las operaciones de mercado abierto se realizan básicamente en el mercado de LTN, resulta en la liquidez para los de más largo plazo, lo que viene a constituir un papel primordial en el aumento de recursos para el gobierno, propiciados por las operaciones de la deuda pública.

El mercado, y su consiguiente liquidez, encuentran en las operaciones de cartera del Banco del Brasil un factor decisivo de constante y creciente fortalecimiento.

Es por tal razón que destacamos la interdependencia de las operaciones de mercado abierto y las de la deuda pública, hasta tal punto que la inexistencia de unas hace imposible la supervivencia de las otras, en niveles compatibles con las dimensiones del mercado financiero brasileño.

Las operaciones de la deuda pública, como ya se ha dicho, además de suministrar recursos al gobierno que, puede redistribuirlos de la manera más conveniente de acuerdo con los intereses nacionales, amplía el mercado de activos financieros de aceptación general, creando más alternativas para la diversificación de la cartera del sector privado. Simultáneamente, las operaciones de mercado abierto, por no poder prescindir de los títulos de deuda pública como su instrumento de actuación más propio, promueven las condiciones necesarias de liquidez para el mercado, capaces de inducir una

amplia aceptación del título público. También como consecuencia de esas operaciones, se desarrolla indirectamente el mercado de los demás títulos que llegan al centro financiero nacional.

II. Las operaciones de mercado abierto en el Brasil

1. Establecimiento

La necesidad de establecer operaciones de mercado abierto en el Brasil se venía sintiendo desde hace muchos años. La Ley Nº. 4.595 de 31.12.64 asignó al Banco Central del Brasil la tarea de realizar, como instrumento de política monetaria, operaciones de compra y venta de títulos públicos federales.

La citada ley se fundó en el supuesto de que los instrumentos clásicos de política monetaria—depósitos obligatorios (encaje legal) y asistencia financiera (redescuento)— no garantizarían por sí solos la flexibilidad y eficiencia necesarias para acompañar la sorprendente dinámica de una moderna economía de mercado, con participación activa de instituciones bancarias y no bancarias.

Para proceder al establecimiento de las referidas operaciones, no sólo fueron invitados técnicos norteamericanos que estuvieron en el Brasil por poco tiempo, sino que posteriormente algunos funcionarios del Banco Central viajaron a los Estados Unidos para observar y estudiar el sistema de operaciones desarrollado por el Sistema de la Reserva Federal y, en particular, los efectos de la actuación del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que dirige las operaciones de mercado abierto en nombre de los doce bancos adscritos a ese sistema en la ciudad de Nueva York, centro financiero de ese país.

A partir de 1968, y en vista de la notable disminución de los niveles de inflación en el Brasil, del amplio respaldo que ofrecía la deuda pública, de la mejor ordenación del mercado financiero y en virtud del éxito alcanzado hasta entonces por las Obligaciones del Tesoro Nacional en el mercado, el Banco Central pudo dar comienzo a las primeras operaciones de mercado abierto, principalmente con el propósito de estudiar y apreciar las dimensiones del naciente mercado brasileño.

Básicamente, esto se hacía utilizando las mencionadas Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional a un año de plazo (intereses del 4% anual) contado a partir de la fecha de emisión, con el objetivo de adaptar el título a las condiciones de funcionamiento necesarias en los mercados de corto y muy corto plazo, a tiempo que la comunidad financiera se familiarizaba con la negociación diaria de títulos federales y se estimulaba la formación de una institución que se especializara en este tipo de negociaciones.

Con tal propósito, el Banco Central del Brasil efectuaba en el mercado operaciones de compra y venta de ORTN de corto plazo, despertando con ello la idea de utilizar los fondos ociosos con el objeto de minimizar costos mediante una utilización óptima del dinero y activando el mercado de aquellos papeles federales que pasaron a ocupar sitio destacado como títulos de primera calidad. El Banco Central respaldó la liquidez en esa fase de implantación con sentido educativo y buscando conquistar la confianza de los inversionistas.

Como parte del programa del establecimiento de las operaciones de mercado abierto, la gerencia de la deuda pública suministraba a las instituciones financieras, por vía telefónica las cotizaciones diarias de las ORTN para sus distintos plazos, propiciando de esta manera una mejor orientación al mercado que entonces se presentaba incipiente, poco ordenado y con diferenciales entre los precios de compra y venta, incompatibles con la calidad de las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional.

Respondiendo a ese conjunto acertado de medidas, el inversionista ya comenzaba a asociar los plazos con las tasas de rentabilidad.

Al mismo tiempo, el Banco Central cumplía una ardua tarea, persistente y de gran responsabilidad, orientando las diversas instituciones financieras hacia la negociación de títulos federales, proporcionándoles colaboración técnica en el sentido de facilitar el montaje gradual de sus estructuras operacionales y despertando en ellas una nueva mentalidad, encaminada fundamentalmente hacia dos importantes aspectos:

- La concepción, necesaria y fundamental, de que la existencia de un mercado ordenado, ético y eficiente debe prevalecer sobre los intereses particulares que buscan ganancias excepcionales, y que pueden afectar la confianza en este mercado, si bien debe existir el ánimo de lucro. Esa mentalidad, por lo demás, es garantía imprescindible de la solidez del mercado y, por tanto constituye una de las razones que explican el éxito alcanzado por las operaciones de mercado abierto en el Brasil;
- La plena confianza en el Banco Central como órgano gubernamental responsable del mantenimiento diario de la liquidez del sistema económico.

Así pues, las operaciones de mercado abierto se desarrollaron inicialmente de acuerdo con las peculiaridades institucionales del mercado del país, habiendo sido necesario un período de adaptación para que estas entraran a operar plenamente en el mercado monetario. Al mismo tiempo, se procuraba entrenar personal especializado en la gerencia de la deuda pública, con miras a operar, analizar y coordinar el mercado de títulos federales.

Cabe destacar aquí, por las lecciones que se pueden obtener de su fracaso, una tentativa que precedió a la fase inicial del establecimiento de las operaciones de mercado abierto, y que estuvo en vigor por breve tiempo. Aunque se propusiera encontrar soluciones prácticas a los problemas del mercado brasileño, debido a que utilizaba solamente los bancos comerciales, dicha tentativa presentaba las siguientes peculiaridades:

- Las operaciones se efectuaban en un circuito cerrado **“Banco Central, Bancos Comerciales, Clientes, Bancos Comerciales, Banco Central”**, sin participación de las otras instituciones financieras del mercado;
- Garantía de recompra de los títulos: la garantía de recompra a los bancos, representaba en la práctica un rescate anticipado de los títulos, ya que los bancos no estaban obligados a recomprarlos, una vez superada la dificultad de tesorería;
- Los recursos procedentes de la venta de los títulos al Banco Central volvían en esa forma, definitivamente al sector privado, y el proceso de ajuste de la liquidez del sistema terminaba en la primera operación;
- La iniciativa de compra o venta de los títulos provenía del sector privado, en vez de originarse en la autoridad monetaria, la cual no tenía medios de anticiparse, para tratar de anular las presiones potenciales en los dos sentidos;
- Las operaciones se basaban en una “tabla de recompra” que no tomaba en consideración las condiciones de liquidez vigentes en la economía en cada momento, sino solamente las condiciones de liquidez de cada banco.

Además de las deficiencias anotadas, dicho sistema creó una cierta idea, hoy ya superada, de que el sistema de mercado abierto era privativo de los bancos comerciales. Por otra parte, como las Obligaciones Reajustables se cotizaban o registraban desde un principio en las Bolsas de Valores, los corredores suponían que el mercado era privativo de su área de actividad. La duda, por lo demás, estaba justificada, pues por aquel entonces las instituciones financieras de nuestro país aún no se habían dado cuenta de lo que representa un centro financiero y de la necesidad de integrar las diversas

instituciones participantes en el mismo, buscando un interés común a todos. Hoy se dan cuenta de que un mercado dividido, con sectores completamente estancados, produce muy poco para el país y hace imposible que el Banco Central tenga un desempeño satisfactorio en el cumplimiento de la política monetaria.

Si bien perfectamente consciente de aquellas imperfecciones iniciales, el Banco Central adoptaba los siguientes procedimientos:

- a) Compraba y vendía títulos con los vencimientos más desordenados, tratando, no obstante, de situarse dentro de un plazo hasta de 120 días, dada la facilidad de proyectar anticipadamente el valor nominal de las ORTN, hasta cuatro meses. Así el título era vendido por el valor correspondiente a una cierta rentabilidad, todo ello en función del plazo de vencimiento;

¿Y por qué se hacía así?

Por la necesidad de acostumbrar al mercado a las compras y ventas diarias, permitiendo el montaje natural de estructuras operacionales en las diversas instituciones interesadas en el mercado y, más que todo, habituándolas a confiar en el Banco Central como órgano del gobierno responsable del diario mantenimiento de la liquidez de la economía. Además, a medida que pasaba el tiempo, las imperfecciones eran menores, en el sentido de que se pasó a comprar y vender títulos que se vencían solamente los miércoles. Se buscaba con ello preparar el mercado para la futura rutina de los LTN (2) 91 y 182 días que vencen los miércoles, y lograr el perfecto entendimiento de lo que son las "reservas bancarias". Claro está que al poco tiempo todos comenzaron a darse cuenta, que, de alguna manera, los miércoles había "más dinero en el mercado" que en los demás días de la semana.

- b) El Banco Central desempeñaba en la práctica funciones de "dealer" único, ya que solamente la gerencia de la deuda pública mantenía cotizaciones diarias de compra y venta, y, compraba y vendía sustanciales volúmenes de títulos en circulación;

¿Por qué procedía así?

Se procedía así con el fin de estimular a las instituciones para que mantuvieran cotizaciones diarias del papel federal y a que corrieran ciertos riesgos al presentar las cotizaciones. Además, esta era la imperfección más difícil de corregir. En primer lugar, por razón del recelo de una institución por llevar el "sello" de otra institución o aún del Banco Central; en segundo término, porque las ORTN, como se ha dicho no eran adecuadas para las operaciones de mercado abierto, y no todos conseguían desarrollar las técnicas de proyección para tener una noción exacta de cuánto ganarían o dejarían de recibir si conservaban el papel hasta el día de su vencimiento; y en tercer lugar, porque lograr la financiación para mantener una cartera de tales títulos constituía en aquellas condiciones del mercado, una tarea bien difícil.

- c) La gerencia de la deuda pública operaba con cualquier institución financiera, para lo cual bastaba con que estuviese registrada en el Banco Central.

¿Y por qué ocurría esa imperfección?

Como objetivo se buscaba formar el "dealer" de manera natural, tema sobre el cual hablaremos específicamente más adelante. Es claro que habría sido mucho más fácil escoger algunas instituciones por tal o cual virtud de la época. Se prefirió, sin embargo, que el tiempo se encargara de seleccionar naturalmente a los que pudiesen montar estructuras operacionales y estuviesen dispuestos a invertir en el negocio de títulos. Se llegó a operar, hasta 1969, con más de 50 instituciones del

mercado. Hoy resulta fácil comprender cuán difícil era entrar en contacto con tantas instituciones, la mayoría de ellas con pequeñas operaciones. Esta circunstancia fragmentaba excesivamente la actuación del Banco Central y hacía casi imposible la sensibilización de las reservas bancarias, que eran nuestro principal objetivo, ya que lamentablemente, debido al gran número de instituciones participantes, algunas necesitaban vender en tanto que otras necesitaban comprar títulos. Gradualmente, sin embargo, a medida que exigíamos volúmenes más elevados para el mínimo de cada operación y que aceptábamos cada vez con mayor frecuencia ofertas de compra o venta de cualquier lote, las instituciones que estaban menos preparadas para esta tarea, aunque en algunos casos estuviesen muy bien preparadas para desempeñar otras funciones importantes, se fueron retirando del mercado. Por el contrario, las más eficientes iban montando sus sistemas financieros, trabajando la clientela, comenzando a obtener mejores posiciones y transformándose en lo que vamos a denominar "pre-dealers".

Como se ve, la labor fue ardua y paciente, pero tuvo su recompensa. Hoy poseemos en el Brasil, cosa inimaginable hace cinco años, instituciones que cotizan, compran y venden papeles al igual que mantienen papeles en volumen considerable y, hasta cierto punto se pueden equiparar con muchas instituciones de mercados tradicionales, como el de Nueva York, en lo que se refiere a la perfección operacional que han alcanzado. Tales instituciones, denominadas "dealers", serán el objeto posterior de este trabajo.

Por otra parte, la ejecución de las operaciones diarias en sí misma permitió que en 1969 se tuviese un superávit de Cr. \$ 797 millones en las operaciones de la deuda pública, suficientes para cubrir el déficit presupuestal de aquel año, aproximadamente de Cr. \$ 756 millones. Comenzaban a verse así los primeros resultados positivos del establecimiento programado de las operaciones de mercado abierto en el Brasil.

2. El comité de mercado abierto

Antes de referirnos específicamente al Comité de Mercado Abierto, convendría aclarar que el órgano superior, de carácter normativo, responsable de la definición de las directrices relativas a la política económico-financiera del gobierno brasileño es el Consejo Monetario Nacional al cual compete, entre otras atribuciones, aprobar cada año el presupuesto monetario elaborado por el Banco Central; está compuesto por los siguientes miembros:

- Ministro de Hacienda, Presidente
- Ministro Jefe de la Secretaría de Planeamiento de la Presidencia de la República, Vicepresidente
- Ministro de Industria y Comercio.
- Presidente del Banco Central del Brasil.
- Presidente del Banco del Brasil, S.A.
- Presidente del Banco Nacional de Desarrollo Económico.
- Presidente del Banco Nacional de la Vivienda
- Tres miembros representantes de entidades privadas nombrados por el Presidente de la República entre brasileños de reconocida reputación y de notoria capacidad en asuntos económico-financieros.

Los directores del Banco Central también participan en las reuniones del consejo, pero no tienen derecho a voto.

A su vez, el Ministro de Hacienda, que tiene también un voto de "calidad", puede invitar a otros ministros de estado o a representantes de entidades públicas y privadas, quienes tampoco tienen derecho a voto en el referido consejo.

Al Banco Central del Brasil, como órgano ejecutivo, le compete cumplir y hacer cumplir las disposiciones que le son asignadas por la legislación vigente y las normas expedidas por el Consejo Monetario Nacional.

Al Departamento Económico del Banco Central del Brasil compete elaborar el presupuesto monetario para cada ejercicio que comienza, en el cual constan todos los indicadores monetarios que las autoridades juzguen importantes, tanto en forma de parámetros esperados de comportamiento como en forma de variables que puedan ser manejadas en el curso del año por las autoridades monetarias, con el fin de ajustar la evolución real de los diversos indicadores a lo que se ha programado como meta por cumplir en el referido presupuesto monetario.

El Comité de Mercado Abierto es un órgano colegiado que actúa exclusivamente en el ámbito interno del Banco Central del Brasil, y su cubrimiento abarca, no solamente el área monetaria de la economía, sino también su coordinación con el área del mercado de capitales, el campo de la economía real (producción industrial, agrícola y pecuaria) y con la evolución de la balanza de pagos del país.

Las funciones del comité consisten fundamentalmente en examinar el comportamiento de los principales indicadores relacionados con los aspectos antes mencionados, y trazar las directrices que se han de poner en práctica mediante los instrumentos clásicos de política monetaria tales, como el encaje legal, el redescuento y, sobretodo, las operaciones de mercado abierto.

Recientemente, en el primer semestre de este año, las autoridades instituyeron un nuevo mecanismo de gran eficacia, el llamado "Refinanciamiento Compensatorio", que funcionó con pleno éxito en el Brasil y que se constituyó, por consiguiente, en un instrumento más a disposición de las autoridades monetarias.

En el Comité de Mercado Abierto que se reúne en la sede del Banco Central en Brasilia, por lo menos una vez al mes, convocado por el Presidente del Banco Central, quien lo preside, participan además los cinco directores del Banco, el Jefe del Gabinete del Presidente, el Gerente de la Deuda Pública, el Gerente de Operaciones Bancarias, el Gerente de Operaciones de Cambio, el Gerente de Mercado de Capitales, el Gerente del Crédito Rural, el Gerente de Crédito Industrial y Programas Especiales, el Jefe del Departamento Económico y el Jefe del Departamento de Administración Financiera del Banco Central. Cada uno de ellos presenta un breve informe sobre las actividades desarrolladas en sus respectivas áreas de trabajo desde la última reunión del Comité, y en las reuniones generalmente se hacen acompañar de uno o dos asesores.

En dichas reuniones se decide principalmente la política que va a poner en práctica la gerencia de la deuda pública hasta la próxima reunión del Comité.

Independientemente de esto, el gerente de la deuda pública, que actúa en el centro financiero en contacto directo con el mercado de la ciudad de Río de Janeiro, mantiene comunicación telefónica diaria con el Presidente del Banco Central, informándole acerca de las condiciones de liquidez y del comportamiento del mercado monetario, así como también del mercado de títulos federales en particular.

Así pues, con base en la política general trazada por el Comité de Mercado Abierto dirigido por el Presidente del Banco Central del Brasil, siguiendo las directrices señaladas por el Consejo Monetario Nacional y las metas indicativas del presupuesto monetario, la gerencia de la deuda pública efectúa con fines de política monetaria operaciones de compra y venta de títulos públicos federales en el mercado, influye sobre el comportamiento de los medios de pago, las condiciones de liquidez de la economía y las tasas vigentes en el mercado, mediante la negociación diaria de los referidos títulos con instituciones financieras especializadas en el mercado de títulos públicos federales.

3. Las Letras del Tesoro Nacional

3.1. Lanzamiento al mercado

Las Letras del Tesoro Nacional fueron creadas con el fin de dotar al mercado abierto de las condiciones necesarias de flexibilidad y rapidez que normalmente no podrían lograrse mediante las ORTN de que se habló antes, y en razón de sus características son títulos más apropiados para captar ahorros a mediano y largo plazo.

Al contrario de las ORTN, que poseen valor de rescate variable en función de la corrección monetaria y tienen un complejo sistema de cálculo de intereses que inciden mensualmente sobre sus valores corregidos, las Letras del Tesoro Nacional son títulos de características más bien simples, pues tienen valor fijo de rescate (valor nominal) y se colocan en los mercados con un descuento sobre dicho valor; además son exclusivamente "al portador", lo cual facilita bastante su negociabilidad. Al llegar su vencimiento, las Letras del Tesoro Nacional se redimen directamente en el Banco Central del Brasil o en la propia sede bancaria, a través del servicio de compensación de cheques, bastando para ello con presentarlas un día antes de su vencimiento.

Con el lanzamiento de las Letras del Tesoro Nacional también se pretendía hacer posible la formación de reservas de segunda línea (o reservas secundarias) por parte de la red bancaria, puesto que, debido a su rentabilidad, sencillez y alto grado de seguridad y liquidez, tales activos son de amplia negociación en el mercado, constituyéndose en la mejor forma de aplicación inmediata de las disponibilidades transitoriamente ociosas, permitiendo, en consecuencia, a las autoridades monetarias ejercer un control más directo sobre las reservas de los bancos comerciales.

Teniendo en cuenta las características del sistema financiero brasileño, en poco tiempo tales reservas secundarias permitirían que los bancos comerciales pasaran a ajustar sus pérdidas y ganancias diarias de liquidez mediante operaciones con Letras del Tesoro Nacional. Sin embargo, todo ese procedimiento condujo a que la asistencia financiera (3) prestada por el Banco Central se trasformase en línea de defensa de segundo orden para todo el sistema, convirtiéndose así en un mejor indicador de las condiciones de liquidez del sistema bancario (en principio un banco sólo acudiría al redescuento en caso de que no obtuviera reservas en el propio mercado, o no tuviera LTN para garantizar la operación de préstamo para cambio de reservas con otro banco).

Considerando las peculiaridades del mercado brasileño, se adoptaron algunas medidas de carácter transitorio que contribuyeron decisivamente a la evolución del mismo. Así fue como se facultó a las personas jurídicas en general para registrar en el "activo disponible" el valor de las LTN de su propiedad, cuyas repercusiones se pueden observar por la evolución de los indicadores que se anexan (Cuadro 7-3).

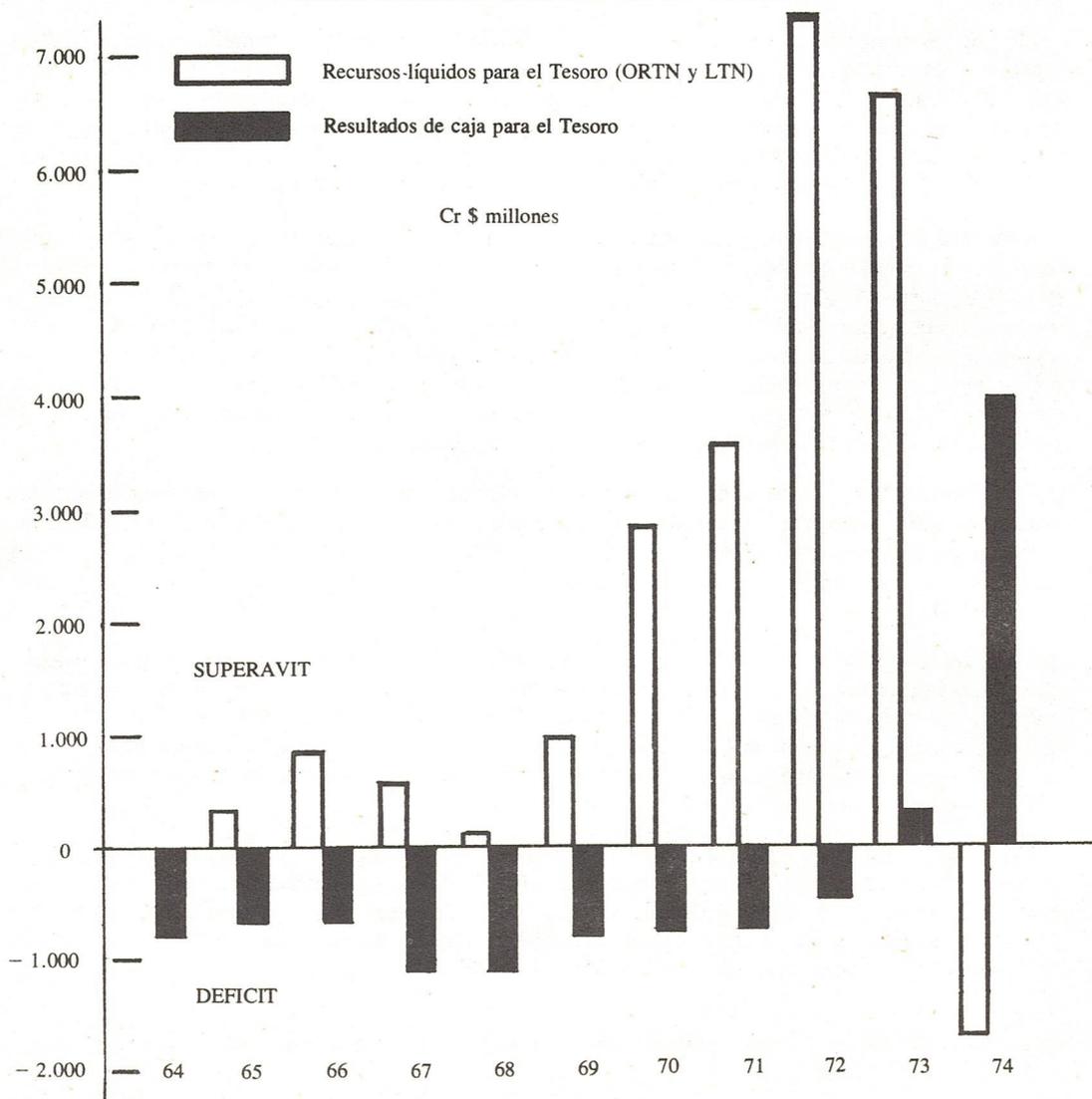
De acuerdo con el Decreto-Ley N°. 1.079 de 29.01.70, que autorizó al Banco Central del Brasil a emitir las Letras del Tesoro Nacional, la gerencia de la deuda pública inició su programa de colocaciones en agosto de ese año, emitiendo las primeras LTN con 42 días de plazo y a una tasa fija de descuento del 15.55% al año, de nuevo para tantear el mercado y, simultáneamente, proporcionar una experiencia a las instituciones financieras sobre la forma de efectuar las transacciones con el referido papel, en todos sus aspectos.

De acuerdo con el programa trazado, se procedió en diciembre de 1970 al lanzamiento de las Letras del Tesoro Nacional a 91 días de plazo a una tasa fija de descuento del 18% al año, esto es, a un precio fijo, retirándose del mercado las letras de 42 días de plazo tan pronto como las instituciones financieras se familiarizaran con el negocio de aquellos papeles mediante la orientación permanente de la Sala de Operaciones del Banco Central del Brasil.

(3) El sistema de descuento, para solucionar problemas de liquidez pasó a denominarse "Asistencia Financiera" después de la resolución N° 168 del 22 de febrero de 1971.

Cuadro N°. 7-3

Déficit de caja del Tesoro Nacional	Recursos canalizados para el Tesoro	Recursos líquidos para el Tesoro
1964	- 728	40
1965	- 593	337
1966	- 587	629
1967	- 1.225	448
1968	- 1.227	93
1969	- 756	797
1970	- 738	2.825
1971	- 672	3.500
1972	- 516	7.284
1973	+ 295	6.662
1974	+ 3.882	- 1.675



Dentro del programa de implantación y desarrollo de las operaciones de mercado abierto en el Brasil la adopción inicial de tasas de descuento administradas por el Banco Central para la colocación de Letras del Tesoro Nacional, tuvo como finalidad principal el desarrollar un proceso educativo de mercadeo para negociar con el nuevo papel, además de evitar las complicaciones relacionadas con el riesgo de eventuales perjuicios que pudieran ocasionar algunas dificultades a las instituciones en esa fase inicial.

Dentro de las mejoras que se hicieron al mercado, la Sala de Operaciones del Banco Central desplegó un gran esfuerzo en la orientación de las instituciones financieras para que tuvieran en cuenta los diversos vencimientos de las LTN en función de la tasa anual de descuento, lo cual en ese entonces se juzgaba extremadamente difícil porque las diversas instituciones que operaban en el mercado que se iniciaba estaban acostumbradas a pensar siempre en función de la tasa de rentabilidad mensual.

Paulatinamente, y gracias a la orientación del Banco Central, las instituciones fueron incorporando, no sólo las nuevas técnicas operacionales introducidas, sino también la sensibilidad necesaria para evaluar las condiciones predominantes o esperadas del mercado, relacionadas con la liquidez del sistema financiero.

De esa manera, contando ya con un volumen razonable de LTN en circulación y con las instituciones financieras habituadas a una evolución natural del sistema, el Banco Central lanzó en marzo de 1972 las LTN de 182 días de plazo mediante el sistema de ofertas públicas con tasas de descuento competitivas, las cuales empezaron a formarse a partir de entonces, según el propio mercado y en función del libre juego de oferta y demanda de esos títulos, así como también por el criterio que tenía cada institución sobre los niveles de liquidez vigentes. Este sistema, que más tarde se extendió a las LTN de 91 días de plazo, permitió la formación de una estructura de tasas más armónica para las LTN.

Por medio de comunicados publicados en la prensa, se informaba con regularidad de las condiciones de cada emisión y las características de las LTN que se iban a emitir, tales como el valor ofrecido, el plazo de los títulos y las fechas de emisión y de rescate.

A partir de febrero de 1973, de acuerdo con instrucciones del Ministro de Hacienda, se suspendieron las emisiones de Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional a un año, y en su remplazo se lanzaron las Letras del Tesoro de igual plazo, las cuales vinieron a complementar el esquema de plazos necesarios para el programa de lanzar las citadas letras. Las LTN a un año comenzaron a colocarse en el mercado a partir de enero de 1973 mediante ofertas públicas mensuales, adoptándose un sistema mixto, o sea de propuestas competitivas y no competitivas, siendo aceptadas estas últimas con prioridad, a una tasa media elegida en función de las propuestas competitivas presentadas. El nuevo sistema estaba ideado de forma tal que hiciera posible una mayor penetración en el mercado, ampliando así la base para la ejecución de las operaciones de mercado.

En resumen, la implantación programada del sistema de LTN obedeció al siguiente cronograma, que varió en función de la evolución del mercado y de las instituciones que en el operan:

- **agosto de 1970:** el Banco Central establece las Letras del Tesoro Nacional (LTN), iniciando el proceso con el lanzamiento de papeles a 42 días de plazo a una tasa de descuento prefijada del 15.55% anual.
- **diciembre de 1970:** se lanzan las LTN a 91 días de plazo, a una tasa de descuento prefijada del 18% anual;
- **febrero de 1971:** se retiran definitivamente del mercado las LTN a 43 días de plazo, quedando solamente en circulación las de 91 días;

- **marzo de 1972:** se lanzan las LTN a 182 días de plazo, con tasas competitivas de descuento anuales.
- **junio de 1972:** se lanzan, las letras a 91 días de plazo también con tasas anuales de descuento competitivas, coexistiendo en el mercado con las de 182 días de plazo;
- **enero de 1973:** se lanzan, en subastas mensuales, las LTN a un año de plazo, dentro de un sistema de tasas mixtas (competitivas y no competitivas).

En esta forma existen en el mercado las LTN a 91, 182 y 365 días.

3.2. Mercado primario

El Banco Central del Brasil, según se ha visto, desarrolla sus actividades con títulos federales no solo como agente del tesoro nacional (colocación primaria) sino también como autoridad monetaria (negociación de los referidos títulos con instituciones especializadas en el mercado secundario) por intermedio de su Sala de Operaciones localizada en el centro financiero del país, en la ciudad de Río de Janeiro y su ramificación natural en la ciudad de Sao Paulo.

Para la colocación primaria de las LTN de 91 y 182 días de plazo de vencimiento a tasas exclusivamente competitivas, el Banco Central publica semanalmente, a partir del jueves y en los principales diarios del país, un comunicado donde se explican las cuantías de las letras que van a ser emitidas para cada plazo y las respectivas fechas de emisión y de rescate, así como también las demás condiciones inherentes a la oferta.

Conocidos los términos del comunicado, las instituciones financieras disponen de plazo hasta las 11 horas 30 minutos del lunes siguiente, para partiendo de una evaluación técnica de las condiciones del mercado, formular sus propuestas en sobres cerrados que se entregan en las dependencias del Banco Central en Río de Janeiro y Sao Paulo.

En el mismo día, la oficina de coordinación de mercado de la gerencia de la deuda pública en Río de Janeiro mantiene contacto telefónico con las instituciones especializadas, recogiendo opiniones y tratando también de evaluar las condiciones de mercado y, en consecuencia, las tendencias de las tasas que deberán prevalecer en la respectiva oferta pública. Ya establecido un cierto consenso de opinión, se le informa al gerente de la deuda pública quien junto con otros aspectos tales como los de política monetaria, de liquidez general y de la gestión de cartera del Banco Central, y en vista de la dirección que han tomado las operaciones de mercado abierto, autoriza la formulación de la propuesta del Banco Central, la cual se estudia en igualdad de condiciones con las de las demás instituciones participantes, para la evaluación correspondiente. Se observa así que si el mercado falla en la trasmisión de su consenso sobre las tasas, probablemente inducirá al Banco Central a la formulación de una propuesta equivocada. Debe dejarse en claro que esto ocurre con muy poca frecuencia debido a la gran evolución que ha alcanzado el mercado en los últimos años.

Las propuestas entregadas en Sao Paulo se transmiten por teléfono a la Sala de Operaciones de la gerencia de la deuda pública (GEDIP) del Banco Central en Río de Janeiro, a donde se remiten por vía aérea.

Una vez recibidas todas las propuestas, los coordinadores de mercado de la gerencia de la deuda pública toman las decisiones, cuyo resultado se comunica el mismo día, después de las 17:00 horas, a las instituciones financieras que las entregaron, informando a cada una la aceptación (total o parcial) o el rechazo de la propuesta por parte del Banco Central, al tiempo que se toman las medidas necesarias para divulgar las tasas máxima, media y mínima admitidas. Estas son publicadas regularmente en los diarios de mayor circulación al día siguiente por la mañana. La liquidación de las propuestas aceptadas por el Banco Central se hace el miércoles, cuando las reservas bancarias se

encuentran normalmente a niveles elevados en razón del rescate de las letras efectuado ese día, mediante cheques compensables que afectan las reservas bancarias al día siguiente.

Es importante observar que el Banco Central formula su propuesta con miras a adquirir Letras del Tesoro para su propia cartera, a fin de capacitarse para efectuar operaciones de mercado abierto.

Las ofertas públicas de LTN de 365 días de plazo, cuyas propuestas de compra son entregadas en siete de las delegaciones regionales del Banco Central del Brasil (Río de Janeiro, Sao Paulo, Bello Horizonte, Curitiba, Porto Alegre, Recife y Salvador) se realizan sólo una vez por mes, a tasas competitivas y no competitivas, y no semanalmente como sucede con las letras de 91 y 182 días de plazo.

Las propuestas de las instituciones financieras se reciben a partir de un viernes y hasta el tercer día hábil subsiguiente. Las propuestas no competitivas vienen acompañadas de cheque por valor del 10% del volumen pedido, pagándose el resto en el momento de recibir los títulos.

En todas las ofertas públicas de LTN previamente anunciadas en la prensa, pueden participar las instituciones financieras interesadas en la adquisición de estos títulos, toda vez que al Banco Central le conviene mantener un amplio mercado de títulos federales para la ejecución de las operaciones de mercado abierto.

Tanto el volumen como las tasas propuestas por las instituciones financieras reflejan diversos aspectos del mercado, tales como la demanda de LTN que probablemente tendrán los clientes, la posibilidad de "financiar" la compra por parte de la institución, y las condiciones de liquidez predominantes en el mercado por vencimientos y las tasas efectivas para otros papeles.

La razón de que los remates de LTN se efectúen un día y que la entrega del título, contra pago se haga días después, se explica por el hecho de que en ese intervalo de tiempo las instituciones pueden trabajar con más calma en lo que se refiere a colocar, mediante ventas definitivas, o inclusive financiamientos, las letras adquiridas en remates y, de este modo, confirmar sus perspectivas que sirvieron de base para la fijación del volumen y tasas de sus propuestas.

El precio de negociación de las Letras del Tesoro Nacional en el mercado secundario o en el mercado primario (adquisición en las subastas) está formado por las tasas de descuento las cuales están determinadas en función de los respectivos plazos.

No hay pérdida de intereses puesto que esta denominación parece implicar necesariamente la hipótesis de un título dotado de lucro, situación que no corresponde a las Letras del Tesoro Nacional, puesto que su valor de rescate (valor nominal) ya está determinado por el emisor en el momento de la emisión (no hay cupones de intereses).

3.3. Mercado secundario.

El mercado secundario de LTN en el Brasil es extremadamente dinámico, y las diversas instituciones privadas negocian millones de cruzeiros diariamente entre sí mediante diversos tipos de operaciones entre las cuales se incluyen como principales las compras y ventas de carácter definitivo, las operaciones con convenio de recompra, los financiamientos de cartera de esos papeles y las negociaciones en el mercado de cheques "BB" con respaldo en LTN según se explica más adelante.

Es en el mercado secundario donde se desarrollan las operaciones de mercado abierto propiamente dichas, donde las operaciones se realizan por teléfono durante el período de funcionamiento normal del mercado, que va de las 8:30 hasta las 15:00 horas. Así pues, la expresión "mercado abierto" quiere definir un mercado sin fronteras, que no ocurre en ningún local determinado, como sucede,

por ejemplo, con el mercado de acciones, que opera en el recinto de las Bolsas de Valores. El mercado abierto está por consiguiente presente en cualquier centro financiero donde haya oferta y demanda de recursos, particularmente a corto y muy corto plazo, mediante una determinada tasa de rentabilidad.

El papel del Banco Central en este mercado secundario reside en el hecho de valerse de este activo mercado para efectuar prácticamente las mismas operaciones, que realizan las instituciones privadas mencionadas antes, sólo que con un objetivo diferente del de aquellas instituciones (que contemplan preferentemente la maximización del lucro) o sea que el Banco Central conduce sus operaciones de mercado abierto en el mercado secundario siempre en función de la política monetaria establecida por el Comité de Mercado Abierto, exclusivamente por intermedio de su Sala de Operaciones localizada en el centro financiero del país, en la ciudad de Río de Janeiro.

En este orden de ideas, vamos a limitarnos en este trabajo solamente a la actuación del Banco Central en el mercado secundario de LTN.

3.3.1. Actuación del Banco Central. Cabe destacar dos tipos básicos de operaciones efectuadas por el Banco Central, que son:

- Las que se proponen, fundamentalmente, mantener en equilibrio un determinado volumen de reservas bancarias en el sistema durante cierto período, con miras a proporcionar las condiciones de liquidez adecuadas para el funcionamiento regular de la economía. Mediante esas operaciones, se busca neutralizar los efectos adversos sobre aquellas reservas, efectos que puedan resultar principalmente de fenómenos estacionales, accidentales o del comportamiento inesperado de la comunidad financiera, y que pueden impedir que se cumplan las metas establecidas por la política monetaria del gobierno para un determinado período.
- Las encaminadas hacia el logro de objetivos más amplios de la política monetaria programados para un cierto período. Según sean esos objetivos, tales operaciones se ejecutan de forma tal que afecten las reservas bancarias, en el sentido de restringir o ampliar la oferta monetaria.

Por consiguiente, las operaciones del primer tipo buscan, en resumen, defender la economía contra alteraciones que puedan causar inestabilidad o inclusive crisis en las condiciones diarias de liquidez, en tanto que las otras se proponen mantener un determinado grado de presión en el mercado como un todo, con el fin de alcanzar una determinada meta de política más general.

No obstante, el éxito de esas operaciones, que en la práctica se confunden, está enteramente relacionado con el volumen de títulos (LTN) existente en cada momento en poder del sector privado.

Las mencionadas operaciones, para efectos analíticos, se pueden repartir en cuatro tipos básicos que son:

a) Ventas definitivas. Las ventas en firme de las Letras del Tesoro Nacional que realice el Banco Central en el mercado secundario pueden ocurrir no solamente en los días de liquidación de las subastas, sino en cualesquiera otros días hábiles. En el día de la liquidación (pago) de las subastas, en particular, las ventas se efectúan si el mercado ha subvalorado las condiciones de liquidez o la demanda de las LTN subastadas en la semana. De esta forma el Banco Central, podrá vender, a su exclusivo criterio, papeles del mismo o de distinto vencimiento, de acuerdo con las conveniencias de la política de administración de su cartera y con los estimativos de la tendencia del comportamiento de las reservas del sistema bancario. Las ventas en los intervalos entre subastas se realizan generalmente en función de las desviaciones en los niveles de las referidas reservas libres (que deben ajustarse a los niveles considerados satisfactorios para la consecución de la política trazada) debido a que se dan factores que alteran inesperadamente aquellas reservas y que, desequilibran por consiguiente, las condiciones vigentes en el mercado.

b) Compras definitivas. Las compras para la cartera del Banco Central en el mercado secundario, independientemente de las vinculadas a los objetivos de política monetaria, se pueden también hacer en los casos en que las propuestas de compra de las instituciones en la subasta, hayan sido sobrevaluadas en relación a las condiciones reales del mercado, prevalecientes el día de la liquidación de la subasta. Cabe recordar que la compra en subasta por parte de las instituciones financieras, a más de las condiciones reales de mercado vigentes en la fecha de la liquidación, ocasiona pérdida de reservas del sistema bancario, imposibilitando así la colocación de los títulos entre los clientes definitivos a las tasas de la subasta, con el consiguiente deterioro de las condiciones de liquidez en el mercado financiero de este día.

Es así como las compras en firme que se realizan en el mercado se incluyen dentro de los objetivos de regular la liquidez diaria de la economía a través del impacto provocado sobre el nivel de reservas del sistema bancario.

Por otra parte, dado que las negociaciones con LTN en un mercado libre tienen el carácter de voluntarias, la dirección de las operaciones de mercado abierto por el Banco Central alcanza sus objetivos de política monetaria dependiendo directamente de la estructura de tasas predominantes en el mercado, a diferencia de los otros instrumentos de control monetario, como los niveles de los depósitos obligatorios (encaje legal) y los límites y tasas de la asistencia financiera (redescuento) que son establecidos por las autoridades monetarias.

Si bien las operaciones de mercado abierto deberían actuar ejerciendo su influencia sobre las tasas de interés del sistema financiero como un todo, no ocurre exactamente así con el Brasil, toda vez que tales operaciones logran sus objetivos afectando directamente el volumen de reservas del sistema bancario, y en consecuencia, apenas afectan las tasas vigentes en el mercado monetario, o sea las que reflejan la oferta y demanda de recursos a corto y muy corto plazo.

c) Venta de LTN de cartera del Banco Central con plazo inferior al del vencimiento del respectivo título. Tal operación, denominada "convenio de recompra inverso" puede ocurrir cualquier día, pues una vez evaluadas las condiciones de liquidez del mercado y la existencia de exceso de reservas durante un período corto o cortísimo, el Banco Central puede vender títulos de su cartera con un plazo inferior al de la vida de los títulos, en caso de que sea necesario mantener al sistema bancario bajo constante presión durante un determinado período, evitando la expansión monetaria indeseable.

d) Compra de LTN para la cartera del Banco Central, con plazo inferior al vencimiento del título. Esta operación, denominada "convenio de recompra", también se puede verificar en cualquier día, y tiene como fin aliviar el mercado monetario durante un determinado período, en función del nivel de presión que se desee mantener sobre el mercado. Cabe observar, sin embargo, que es responsabilidad de los "dealers" colaborar en el mantenimiento del equilibrio de la liquidez general del sistema, proyectando de esta forma los efectos de aquellos negocios, toda vez que el Banco Central busca influir en el mercado como un todo y nunca procura la solución de casos individuales aislados. Reconociendo el objetivo que se busca, la gerencia de la deuda pública procura tener plena certeza de que tal operación no va a provocar desviaciones en los objetivos de control de la expansión de los medios de pago, pero sí la reducción de la presión sobre el sistema, evitando la arritmia en su comportamiento en el curso del tiempo, lo cual, fatalmente se refleja desfavorablemente en el desempeño de la economía.

3.3.2. Operaciones con "Convenio de Recompra". Para un mejor entendimiento de las operaciones de compra y venta de las Letras del Tesoro con un plazo inferior al del vencimiento del título, es importante aclarar que tales operaciones sólo son viables gracias al mecanismo denominado "convenio de recompra", sobre el cual parece oportuno hacer algunas consideraciones.

El "convenio de recompra" de LTN es simplemente una operación en que una institución

financiera vende el mencionado título a otra o a una persona natural o jurídica, comprometiéndose simultáneamente a comprarlo de nuevo más tarde por un precio estipulado o por el precio de mercado vigente el día de recompra. Tal fecha puede convenirse previamente entre las partes o bien permanecer "abierta", siendo los plazos más frecuentes los que van hasta quince días, particularmente cuando las condiciones de liquidez frecuentes son estrechas. Las operaciones de este tipo son fundamentales para las actividades del mercado abierto, tanto por parte de las instituciones financieras como por parte del Banco Central.

Esto es perfectamente comprensible si se considera el hecho de que el "convenio de recompra" ofrece a los interesados la opción de colocar sus recursos a los plazos que lo deseen, independientemente del vencimiento de las Letras del Tesoro Nacional (LTN).

Esa condición conciliatoria es de primordial importancia, toda vez que los recursos disponibles tienen sus plazos finales ya determinados por los flujos de caja de quienes han colocado recursos, y que no siempre coinciden con los de los títulos negociados.

Sin esa opción, la propensión a invertir en el mercado de títulos federales por parte de las empresas que colocan los fondos, se vería reducida ya que como estas operaciones no constituyen sus actividades principales, tenderían a mantener sus recursos ociosos a fin de no perjudicar la liquidez de sus cajas en el momento de hacer frente a los compromisos característicos de sus tipos de actividades, que siempre deben figurar en primer plano.

Además, la inexistencia del mecanismo de recompra llevaría a la mayor parte de las empresas interesadas a tener que elegir entre dos alternativas: comprar papeles con plazo superior, o con plazo inferior al de la colocación que se pretende realizar.

La primera alternativa (plazo superior) conduciría a que se presentaran los problemas de liquidez antes citados. Los riesgos de obtenerla en el mercado serían demasiado grandes para quienes invierten sus fondos. Esta circunstancia los obligaría, en la mayoría de los casos, a no aceptarlos, por lo menos en la fase de formación del mercado en que nos encontramos aún.

La segunda alternativa (plazo inferior) no tendría, claro está, el riesgo de la obtención de liquidez inherente a la primera, pero no podría cubrir el plazo de aplicación proyectado. En este caso, los obstáculos se situarían del lado del mercado, en vista de que la demanda tendería a ser siempre mayor que la oferta de títulos disponibles para determinados plazos.

Por los motivos expuestos, entre otros, es por lo que el convenio de recompra, desde su aparición y con base en una adaptación del "convenio de recompra" del mercado norteamericano, se convirtió en un órgano de efectivo valor para el desarrollo y consolidación del mercado de títulos federales, gracias a su capacidad de proveer condiciones de captación de los recursos temporalmente ociosos en la economía, y de permitir al Banco Central un ajuste más coherente de las reservas bancarias, llegado el caso. Es este uno de los principales objetivos de las LTN las cuales, por su seguridad, elevada negociabilidad y sobre todo por ser los instrumentos a través de las cuales el Banco Central desarrolla operaciones de mercado abierto, constituyen el activo financiero que más se presta a este tipo de aplicación.

Hay que tener en cuenta, además de lo concerniente a los intereses de la institución que vende con convenio de recompra, las ventajas que se derivan de la mecánica operacional en juego, que contribuyen de manera bastante favorable al movimiento y al financiamiento de su cartera, por permitirle operar eficazmente, con repercusiones directas en la optimización de los resultados operacionales tanto propios como de sus clientes.

También hay que hacer resaltar que la posibilidad de que se apliquen recursos ociosos por el muy corto plazo de un día —lo cual solamente es posible, en la gran mayoría de las veces, como se ha visto,

si se opera con convenio de recompra— contribuyó notablemente a propiciar el advenimiento y el mantenimiento del activo mercado de dinero de que hoy se dispone, base financiera indispensable para obtener la mayor productividad de la moneda en favor del mejor desempeño de la economía real. Además de ser una fuente de financiamiento altamente deseable, se reconoce también ese mercado como uno de los elementos que contribuyen de manera primordial y necesaria a la consolidación del centro financiero brasileño, a ejemplo de lo que ocurrió en la formación de otros centros financieros.

Es indispensable recordar, sin embargo, que las operaciones de compra y venta de títulos, con carácter definitivo, son de la más alta importancia, debiendo por consiguiente coexistir con las operaciones con convenio de recompra y en volumen suficiente para hacer posible la formación de tasas correlacionadas a los diversos plazos de vencimiento y que tenderían a ampliarse en la medida en que nuestra economía prosiga capitalizándose y los grandes inversionistas institucionales se vayan formando y perfeccionando. Todo esto resultará en un entendimiento todavía mayor de los problemas de mercado en nuestro país y en el perfeccionamiento de las interrelaciones entre los diversos sectores que componen dicho mercado.

3.3.3. Indicadores básicos. Para la consecución de sus objetivos, el Banco Central se basa en diversas informaciones provenientes de las instituciones del tipo “dealers”, con miras a dar una orientación para las operaciones del día, como por ejemplo:

- Volumen de recompra de LTN, en el día, por parte de cada “dealers”;
- Situación de caja de los bancos comerciales que poseen un departamento “dealer” y sus resultados en la Cámara de Compensación;
- Volumen de recursos que, en el día, serán devueltos a las cajas públicas por los bancos que poseen un departamento “dealer”.
- A su debido tiempo, los bancos que poseen un departamento “dealer” irán a recoger o recibir en devolución los depósitos obligatorios.
- Estimativos de retiros esperados de los bancos que poseen un departamento “dealer”.
- Comentarios cualitativos de los bancos que poseen un departamento “dealer” sobre la probable evolución de depósitos y empréstitos.
- Cotizaciones de apertura para las LTN y sus posiciones frente al mercado de cheques “BB”; (sobre este mercado hablaremos en el capítulo siguiente);
- Expectativas de compras de LTN por parte de los clientes, en el día;
- Evaluación de cada “dealer” sobre lo que en su criterio son las necesidades de reservas de todo el sistema, en el día.

Por otra parte, se tienen en consideración los diversos indicadores que reflejan las condiciones de liquidez del sistema financiero, que estén disponibles diariamente hasta las 10 de la mañana, entre los cuales se destacan:

- Exceso de reservas (depósitos voluntarios de los bancos comerciales en el Banco del Brasil S.A.).
- Nivel de endeudamiento del sistema bancario privado en el Banco Central.
- Impacto monetario líquido de las operaciones de cambio realizadas por el Banco Central y por el Banco del Brasil S. A.

- Posición de caja del Banco del Brasil S. A.
- Posición del volumen de papel moneda emitido.
- Ejecución presupuestaria del Gobierno Federal.
- Devolución de recursos por los bancos privados a las cajas públicas.
- Resultados de los respectivos saldos deudores de la Cámara de Compensación que deben ser cubiertos.
- Nivel de redescuento selectivo.

En relación con la forma de funcionamiento de la Sala de Operaciones de la gerencia de la deuda pública, aún cabe destacar:

- La preocupación constante por orientar sus operaciones en forma objetiva e impersonal.
- La conservación de determinados patrones de comportamiento en lo relacionado con las negociaciones en el mercado secundario, toda vez que tales operaciones en las que intervienen cifras y tasas fluctuantes, son efectuadas por teléfono y en las que la palabra de los operadores tiene valor de documento escrito, suficiente para desencadenar todo un proceso operacional.

3.4. Custodia en el Banco Central

3.4.1. Mercado de "cheques BB". Antes de hablar concretamente sobre el sistema de custodia de las Letras del Tesoro Nacional utilizado en la gerencia de la deuda pública del Banco Central, parece útil explicar brevemente lo que es el mercado de "cheques BB", al cual hicimos ya referencia, en vista de que existe una estrecha relación operacional entre el citado mercado y el sistema de custodia de Letras del Tesoro Nacional.

Teniendo en cuenta la peculiaridad del sistema financiero brasileño en el cual las cuentas de depósitos voluntarios de los bancos comerciales son mantenidas exclusivamente en el Banco del Brasil S. A., cuando el saldo de un banco no es suficiente para respaldar el débito resultante de la Cámara de Compensación, el referido banco quedará con saldo negativo en su cuenta ("descubiertos"), cuya cobertura se obliga a hacer el mismo día.

La exigencia de cheques emitidos sobre el Banco del Brasil S. A. (cheques "BB") para la regularización de esos débitos en cuenta corriente, se explica por el hecho de que tales cheques significan recursos en ese momento disponibles, ya que pueden ser debitados inmediatamente en la cuenta del emisor, sin tener que pasar por el proceso de compensación de cheques; por el contrario, los cheques contra otros bancos comerciales solo están disponibles 24 horas después de su emisión por tener que pasar por dicha compensación, administrada por el Banco del Brasil S. A., el cual registra el movimiento de cada día de las principales plazas del país al siguiente día hábil, motivo por el cual el "cheque BB" tiene mayor valor que un cheque común en el mercado.

Teniendo en cuenta que según la legislación brasileña vigente están prohibidos los préstamos interbancarios, dicho problema queda resuelto por el trueque de reservas con respaldo en Letras del Tesoro Nacional, lo que equivale a decir que el mercado de "cheques BB", es en realidad, el mercado de reservas bancarias.

Así pues, el trueque de reservas interbancarias se efectúa mediante la compra y venta simultánea de Letras del Tesoro Nacional realizadas con el trueque de un cheque inmediatamente disponible ("BB") por otro disponible solamente después de pasadas 24 horas (cheque ordinario o compensa-

ble). Por intermedio de esa operación, el banco beneficiado con la recepción del cheque "BB" se propone conseguir recursos inmediatamente disponibles a costos inferiores al del redescuento concedido por el Banco Central, en caso de que no disponga de otras fuentes de financiamiento en el día en que deba ser efectuada la cobertura del "descubierto" citado anteriormente.

Es así como los convenios de recompra por un día se utilizan ampliamente por parte de las diversas instituciones. Actualmente, el costo de las reservas inmediatamente disponibles está determinado por:

- La relación entre el volumen de reservas libres disponibles y las necesidades de cheques "BB" para cubrir "descubiertos" en el proceso de compensación;
- Las tasas de las LTN, y
- Las tasas del Banco Central para la asistencia financiera (redescuento).

Aunque otras instituciones distintas de bancos comerciales se enfrenten a problemas de cobertura en los establecimientos bancarios donde tienen cuentas, el mercado de cheques "BB" es prácticamente exclusivo de los bancos comerciales, no solo por estarles prohibido mantener cuenta en otro banco distinto del Banco del Brasil S. A., sino también por poner diariamente en movimiento recursos cuantiosos como participantes de la Cámara de Compensación.

Si bien la tasa de negociación de cheques "BB" en el análisis de día a día, es un indicador sensible de la liquidez del sistema, se deben tener en cuenta los siguientes puntos relacionados con las condiciones actuales del mercado brasileño:

- Se refiere a la oferta y demanda de recursos de un sólo día, lo cual tiende a distanciarla de la estructura de tasas de las LTN, las cuales procuran mantener relación con los plazos de los papeles;
- Tiende a ser un indicador más preciso en los períodos de buena liquidez, pues se vuelve menos elástica a partir de determinado límite, quedando, hasta cierto punto condicionada a no sobrepasar, como regla general, la tasa de asistencia financiera prestada por el Banco Central a los bancos privados (redescuento).
- Refleja condiciones de solo un segmento del mercado monetario, si bien considerable, que es el de los "dealers" del mercado de títulos federales y de los bancos comerciales tenedores de letras, a más de reflejar la preferencia de ciertos inversionistas que poseen cuenta de depósitos en el Banco del Brasil S. A.

Las anteriores limitaciones, entre otras, explican por qué en ocasiones las tasas de negociación de cheques "BB" no guardan relación directa con las condiciones de liquidez del mercado para las LTN.

Gracias al dinamismo propio y a la evolución del mercado monetario como resultado del empeño continuo del Banco Central en el mantenimiento de una constante negociabilidad de los papeles federales, el sistema bancario cuenta con una fuente adicional de ingresos y ha desempeñado un excelente papel de apoyo a las autoridades monetarias en cuanto a hacer posible la perfecta utilización, por parte de todas las instituciones, de las reservas disponibles en el sistema financiero.

En ese sentido, para mayor facilidad del sistema bancario y con la intención de hacer posible un control eficaz del trueque de reservas interbancarias por parte del Banco Central, la gerencia de la deuda pública mantiene un sistema de custodia para las Letras del Tesoro Nacional en nombre de las instituciones financieras y de las entidades de administración federal indirecta, efectuando los pagos debidos, los recibos, las transferencias y otros servicios inherentes a la custodia de dichos valores.

Las letras sirven, como se ha dicho ya, de respaldo a las referidas operaciones de trueque de reservas interbancarias, ya que al estar custodiadas en el Banco Central cerca del 98% de las letras en circulación, cuando una institución "A" necesita de un cheque "BB", vende LTN a una institución "B", autorizando al mismo tiempo a la gerencia de la deuda pública que le sean trasferidas de su cuenta de custodia a la cuenta de la institución "B", la que a su vez recibe de la institución "A" un cheque compensable (cheque común). Al día siguiente, después del resultado de la compensación de cheques, las referidas LTN revierten automáticamente a la cuenta de custodia de la institución "A", donde se ve la estrecha relación operacional entre el mercado de "cheques BB" y el sistema de custodia de LTN de que se habló anteriormente.

3.4.2. Sistema GEDIP de custodia. A partir de 1971, las operaciones de mercado abierto llevadas a cabo por el Banco Central por intermedio de la gerencia de la deuda pública, tuvieron un crecimiento significativo, no solo en cuanto al volumen de Letras del Tesoro Nacional en circulación, sino también en lo relacionado con el movimiento registrado en el mercado.

Las repercusiones de este crecimiento se hicieron sentir de inmediato en la custodia de la mencionada gerencia, ya que esta, como ya se ha dicho, se constituye en fiel depositaria de cerca del 98% de las LTN en circulación en el centro financiero de Río de Janeiro.

Hasta agosto de 1972, el procedimiento seguido para el movimiento y custodia de títulos implicaba:

- a) Archivo físico de las LTN por institución, según orden de vencimiento, valor nominal y numeración.
- b) Numeración de las LTN especificadas en todos y cada uno de los documentos relacionados con el movimiento de cuentas de custodia, vinculándolos de ese modo a las instituciones cedente y cesionaria respectivamente;
- c) Emisión y control manual del movimiento de custodia mediante anotaciones en tarjetas de cuenta corriente;
- d) Confrontación al momento de redención de los títulos custodiados, de la suma en las tarjetas de cuenta corriente con el total de LTN en custodia.

En septiembre de 1972 los trueques de títulos entre instituciones que se valen de la custodia, ya se traducían en un promedio diario de 300 solicitudes de trasferencias, como resultado del creciente volumen de LTN emitidas del proceso cada vez más rápido de las operaciones, lo cual exigía obviamente modificaciones en la estructura establecida, respecto al movimiento físico de los títulos y al proceso manual de las variaciones en las respectivas cuentas de custodia.

Procediendo así, la gerencia de la deuda pública fue paulatinamente, desarrollando e introduciendo nuevos impresos en el mercado para el movimiento de la custodia, y actualmente elabora un promedio de 3.000 documentos diarios.

Debido a la situación derivada de la necesidad de procesar un volumen creciente de registros diarios, y previendo la posibilidad de que se presente un crecimiento todavía mayor en años venideros, quedó de manifiesto la necesidad de desarrollar un mecanismo que se ajustara a las necesidades actuales y futuras.

Fue así como, atendiendo una invitación formulada por la Asociación Nacional de Dirigentes de Instituciones de Mercado Abierto -ANDIMA- que asistía al encuentro de las necesidades de la GEDIP, el Banco Central firmó un convenio con aquella Asociación constituyéndose en administrador, con derecho a intervenir, de un sistema de teleproceso en "real time" que marcaba una nueva

fase en la interrelación del sistema financiero brasileño. Por intermedio de una red de aparatos receptores (terminales) dicho sistema mantenía a las instituciones financieras informadas permanentemente sobre su situación de custodia en el Banco Central, el cual de esta manera perfeccionaba también sus funciones de control y de supervisión, trayendo consigo un gran beneficio para el mercado, por la mayor integración de las instituciones que operan en el centro financiero de Río de Janeiro.

En la fase final de su implantación, con previsión para su pleno funcionamiento hacia fines de 1975, tiene el citado sistema como principales objetivos permitir eficiencia y rapidez en el mercado de LTN, reducir el costo operacional de las instituciones y revestir de una mayor seguridad a las operaciones de mercado abierto.

La composición de la lista de las cuentas de custodia almacenadas en el sistema y disponibles para consulta inmediata o actualización por vía de los terminales, es la siguiente:

- Banco Central del Brasil
- Bancos comerciales
- Bancos de inversión
- Corredores y distribuidores.

Las casas corredoras, distribuidoras y bancos de inversión están inicialmente bajo custodia del Banco Central, hasta la opción por cualquiera de los bancos comerciales integrantes del sistema de disponer o decidir disponer del terminal.

Las actualizaciones en "real time" son las siguientes:

- Solicitud de custodia
- Retiro de custodia
- Resultado de las propuestas aceptadas en las ofertas públicas
- Tránsito de plaza
- Tránsito definitiva de una cuenta a otra
- Tránsito de una cuenta a otra con reversión automática

Las consultas permiten el acceso a informaciones sobre:

- Posición general de custodia
- Disponibilidad total (posición definitiva)
- Disponibilidad para operaciones con cheques "BB"
- Saldo de las operaciones definitivas
- Saldo de las operaciones con cheques "BB"
- Posición por vencimiento (custodia)
- Disponibilidad, por vencimiento (definitiva)
- Disponibilidad, por vencimiento (cheques "BB")
- Emisiones efectuadas

Es evidente que el acceso a esas informaciones, así como las actualizaciones resultantes de transacciones normales de mercado por intermedio de los terminales de las instituciones, sólo es facilitado por programación a la propia cuenta de la institución interesada; y en lo referente a actualizaciones, necesariamente implica prioridad de débitos de la misma, no siendo aceptada por el computador la orden de créditos.

4. La participación de las entidades de la administración federal indirecta

Una característica notable del sistema económico brasileño es la significativa participación del sector público en el proceso productivo y en la prestación de servicios, principalmente en actividades consideradas básicas para el desarrollo, las cuales generalmente no son atractivas para el sector privado por exigir cuantiosas inversiones de recursos financieros. Dicho papel lo desempeñan las entidades de la Administración Federal Indirecta, tales como autarquías, empresas públicas y sociedades de economía mixta.

Las mencionadas entidades presentan elevado volumen de disponibilidades financieras por unidad mientras que el sector privado de la economía se distingue por la amplia dilución de sus recursos a través de un número considerable de empresas e instituciones financieras, preponderantemente de pequeño y mediano tamaño.

Desde que se establecieron las operaciones de mercado abierto este segmento del mercado, al manifestar el deseo de adquirir títulos públicos, fue inducido a invertir fondos directamente en el Banco Central y no por intermedio de una institución financiera. Dicho procedimiento contempla proporcionar un manejo más eficaz de las operaciones con títulos federales, evitando fluctuaciones bruscas en las tasas de las LTN en el momento de la compra y venta de títulos por parte de esas entidades.

Con la finalidad de compatibilizar el perfeccionamiento en materia de administración financiera de las entidades de la Administración Federal Indirecta con las directrices establecidas para la ejecución de la política monetaria y la gestión de la deuda pública federal, el Decreto Ley N^o. 1.290 de 03.12.73 determinó que las disponibilidades financieras de esas entidades sólo se podían invertir en títulos del Tesoro Nacional.

Al expedirse el Decreto Ley N^o. 1.290 de 03.12.73 hubo un incremento sustancial en la colocación de fondos en títulos de deuda pública por parte de entidades públicas federales incrementándose el volumen de estos de Cr \$ 10.912 millones en 1973 a Cr \$ 19.561 millones en 1974 lo que corresponde al 28.5% y al 40.9%, respectivamente, del total de los títulos federales en circulación.

Actualmente se faculta a las entidades de la Administración Federal Indirecta, independientemente de lo que inviertan en títulos públicos federales, para que coloquen también sus disponibilidades en certificados de depósito a término, con o sin emisión de certificado, en las instituciones financieras (Resolución N^o. 299 de 29.08.74 del Banco Central).

III. Las instituciones "dealers"

1. Definición y funciones

La institución financiera "dealer" es, básicamente, la que compra y vende determinado título o tipos de títulos por cuenta propia, asumiendo todos los riesgos que se desprenden de tal carácter, en forma opuesta al corredor de bolsa, que no hace más que reunir a comprador y vendedor ejecutando apenas las órdenes de compra o venta de terceros y por consiguiente sin poner en riesgo su capital.

El "dealer" en títulos públicos federales es una institución financiera (o el departamento de una institución financiera que opera en varias áreas) que se especializa en esta clase de papeles, esto es que los conoce profundamente, ya sea en lo referente a sus aspectos legales o a los detalles de sus transacciones en el mercado financiero. En suma es la institución que "hace el mercado" para los títulos del gobierno, asegurando a través de su vasta red de contactos la colocación primaria y la negociabilidad de esos papeles en el mercado secundario.

Para ello, el "dealer" invierte recursos propios en la formación de una estructura operacional especializada y en el mantenimiento de una cartera propia de títulos federales, a niveles tales que le permitan efectuar compras y ventas por su cuenta y riesgo en el mercado, obteniendo beneficios u ocasionalmente sufriendo pérdidas, como resultado de la diferencia entre los precios de compra y venta (spread) que varían en función de las condiciones de oferta y demanda de recursos en el mercado monetario; asimismo puede obtener buenos resultados por la diferencia entre la rentabilidad de los títulos mantenidos en cartera y el costo del financiamiento de esa cartera. Su constante atención, como empresa, es obviamente buscar mantener las ganancias mayores que las pérdidas.

El movimiento de los negocios de las instituciones "dealers" se hace con recursos propios y de terceros, mediante compras y ventas en firme y operaciones con convenio de recompra realizadas con otras instituciones financieras o empresas, generalmente de tamaño mediano y grande.

Entre los "dealers", y en función del análisis de su desempeño en el curso de los años, el Banco Central seleccionó un conjunto con el cual opera directamente en el mercado secundario y el cual desempeña funciones imprescindibles de apoyo a la puesta en práctica de la política monetaria ya sea como difusor de esta política, o como amortiguador de las presiones resultantes del propio mercado en que operan.

Dicho conjunto operacional existe por la sencilla razón de que no sería posible administrar, y sería ineficaz desde el punto de vista técnico y administrativo, que las operaciones fuesen efectuadas con todas las instituciones que realizan negocios con títulos federales en el mercado. No sería administrable por la imposibilidad material de entrar en contacto con todas las instituciones financieras existentes en el país, aun cuando todas presentaran las características de un "dealer". Ineficaz, porque fatalmente, entre tantas instituciones financieras, algunas ciertamente siempre requerirían vender títulos, en tanto que otras siempre necesitarían comprarlos. Como el objetivo esencial de las operaciones de mercado abierto es el de afectar las reservas bancarias en una u otra dirección, necesitándose por lo tanto mover rápidamente volúmenes sustanciales, ello se haría imposible en operaciones aisladas de compras y ventas con todas las instituciones financieras.

A más de esto, el Banco Central actúa siempre con miras a influir en el mercado como un todo, y no en los casos individuales aislados, lo cual, como se ha dicho, exige transacciones voluminosas que no todas las instituciones del mercado están en capacidad de realizar. (En particular, el esquema es parecido al norteamericano, donde a pesar de existir un gran número de instituciones financieras bancarias y no bancarias, por la propia esencia del mecanismo, el Federal Reserve Bank de Nueva York, solo opera con poco más de 20, según se sabe).

Por otra parte, se espera del conjunto operacional el cumplimiento satisfactorio de una serie de obligaciones que caracterizan a los "dealers" con quienes se opera, y entre las cuales se destacan las siguientes:

1.1. De naturaleza general

1.1.1. Asistir, a través de propuestas de compra, a todas las ofertas públicas de Títulos del Tesoro Nacional. La responsabilidad principal que tiene el "dealer", es la de actuar como suscriptor de los Títulos del Tesoro Nacional. Su participación en las ofertas públicas pretende, ante todo, apoyar las emisiones con el objeto de permitir al Tesoro, siempre que sea necesario, obtener fondos en el mercado, y al Banco Central mantener una cantidad mínima de títulos federales en circulación, elemento este necesario para la ejecución de la política monetaria.

1.1.2. Comunicar diariamente al Banco Central las informaciones confidenciales especificadas por la Carta-Circular No. 61 de 04.05.72. Los informes diarios especificados en dicho documento, se efectúan voluntariamente por las instituciones financieras, pero se hacen obligatorios para las que integran o pretenden integrar el conjunto operacional del Banco Central del Brasil. Los

hacen también las instituciones que simplemente desean mantener bien informadas a las autoridades monetarias con la intención de que estas estén realmente al tanto de las condiciones de cada una, lo cual, en último término, les es útil por cuanto les facilita un mayor acercamiento al Banco Central, independientemente de la relación operacional directa con este. Cuanto más eficazmente actúa el Banco Central, mejor para todas las instituciones financieras.

Los mencionados informes registran, fundamentalmente, la situación en que se encuentra el negocio, los convenios de recompra "por hacerse" y el volumen de los diversos tipos de negocios, siendo de carácter confidencial, toda vez que permiten al Banco Central evaluar el "desempeño" de cada institución.

La interrupción de las informaciones sin justificación alguna implica la pérdida de una tradición, ya formalizada, para los fines anteriormente especificados.

1.1.3. Mantener un alto nivel de ética profesional, sin perjuicio del natural principio de competencia que debe existir en el mercado. Atañe al Banco Central del Brasil, con base en sus criterios de evaluación, escoger las instituciones financieras con las que va a operar. Estas no tienen, por consiguiente, el derecho de cuestionar esta condición, además porque no existe un contrato o algún documento, formalizando su relación operacional con el Banco Central; dicha relación se realiza siempre de manera informal, teniéndose en cuenta los intereses reales de la política monetaria y de los propios "dealers" que actúan en el mercado.

En vista de lo expuesto, esta relación sólo debe persistir mientras la institución tenga un buen desempeño, en los diversos aspectos que conciernen a la actividad. Dicha relación implica que no se divulgue cuándo una institución se desempeña como "dealer", ni cuándo pierde este carácter. Ello porque en el momento en que la institución no cumpla satisfactoriamente sus funciones, el Banco Central simplemente dejaría de negociar con la misma, en tanto que si hubiera cancelación de un documento oficial, el hecho seguramente sería interpretado por terceros como una sanción a la empresa, la cual inclusive puede ser excelente en otras actividades financieras. Es de recordar que en el curso de los años, algunas instituciones dejaron de operar con el Banco Central sin que por ello el sistema financiero experimentara efectos adversos (4).

1.1.4. Destinar recursos para inversiones propias en títulos federales. El departamento de una institución "dealer" responsable de las operaciones con títulos federales, debe mantener cierta proporción entre los recursos propios colocados, el monto de operaciones, su stock negociable y el volumen de títulos en circulación en el mercado. Tales recursos deben quedar invertidos con carácter permanente en dichos papeles, no siendo considerada buena práctica por el Banco Central la reducción de esas inversiones de compromiso.

1.1.5. Destinar recursos para inversión en personal especializado y en equipos. Por último, dentro de los factores considerados importantes en relación con el Banco Central, se espera que dichas instituciones mantengan un equipo humano especializado, de buena preparación técnica, responsable y de buena reputación, que cuente con la aceptación de todo el mercado; además, que tenga los equipos y medios de comunicación necesarios para el buen desempeño de las funciones que se propone cumplir.

1.2. De naturaleza específica, en relación con el mercado secundario

Si bien la rentabilidad de las LTN no siempre compensa su costo de financiamiento, dichas letras constituyen el mayor volumen de títulos a corto plazo que se mueve en el mercado, y son el vehículo

(4) Aunque el Banco Central no divulgue los mencionados aspectos relacionados con el desempeño de las instituciones financieras, el mercado acaba por formarse una idea aproximada de quienes son los "dealers" por los volúmenes de las operaciones, los principios éticos, la capacidad técnica, etc.

por medio del cual el Banco Central actúa sobre las reservas bancarias. Por tal motivo es de fundamental importancia para los "dealers":

- Mantener presencia activa en todas las zonas del mercado, o sea, negociar LTN de todos los vencimientos "en ser".
- Cotizar permanentemente las LTN de todos o de la mayoría de los vencimientos, tanto para la compra como para venta;
- Observar que se cumpla un buen nivel de negociaciones de LTN; esto es, realizar compras y ventas en volúmenes razonables, teniendo en cuenta los riesgos implícitos del mercado, particularmente de las oscilaciones de tasas;
- Orientar sus operaciones con el fin de mantener una situación satisfactoria de equilibrio en el mercado de LTN de acuerdo con las distintas coyunturas, conciliando este objetivo con sus propios intereses o los del grupo financiero a que pertenezcan.

2. Relaciones con el Banco Central

Como consecuencia natural del desempeño de sus funciones y principalmente debido a la relación que sostienen con el Banco Central, se asignan a las instituciones "dealers", sin perjuicio de las señaladas anteriormente, otras obligaciones de orden genérico relacionadas con aspectos del mercado, las cuales son:

- Mantener al Banco Central siempre informado de los acontecimientos que directa o indirectamente afecten el equilibrio y la liquidez del mercado;
- Suministrar diariamente, por vía telefónica, informaciones al Banco Central sobre sus actividades operacionales (que son de carácter confidencial) de tal manera que sea posible evaluar la institución de por sí junto con su participación relativa en el mercado;
- Dar tratamiento confidencial a todas las relaciones operacionales con el Banco Central, siendo prohibido informar a terceros sobre sus relaciones con este;
- Tener en cuenta que el Banco Central solo actúa en función de la liquidez general y no en función de casos individuales aislados, debiéndose por tanto resolver **en el mercado** los problemas de liquidez del departamento "dealer" o de la respectiva institución como un todo;
- Conceder atención prioritaria a las negociaciones de títulos con el Banco Central, así como a los contactos de rutina o especiales con este, por encima de cualquier otro interés de la empresa.

En vista de lo expuesto, se deduce que el "dealer" que opera con el Banco Central tiene diversas obligaciones, toda vez que no es un mero distribuidor de títulos públicos federales, sino que comparte la responsabilidad en su lanzamiento y colocación asumiendo además la responsabilidad de darle dinamismo al mercado secundario de esos papeles.

Dado su alto grado de representatividad, el conjunto "dealer" refleja invariablemente la situación del mercado monetario como un todo, así como las condiciones de crédito en general.

En virtud de su capacidad de acumular una considerable cartera de títulos federales, el conjunto "dealer" desempeña un papel clave de apoyo al Banco Central en el manejo de las operaciones de mercado abierto, pues negociando grandes volúmenes de títulos diariamente, mantienen el mercado, bajo condiciones normales, siempre activado y con constante liquidez, extendiendo la acción del

Banco Central al resto del sistema financiero y amortiguando las presiones de aquel sistema sobre las autoridades monetarias.

El número relativamente reducido de "dealers" estimula la competencia, con lo que se aumenta la eficacia. De este modo, su actuación operacional tiende a intensificarse, contribuyendo a atenuar en forma rápida las acentuadas o prolongadas variaciones en la cotización de las Letras del Tesoro Nacional.

Con el fin de evaluar mejor el desempeño de las diversas instituciones financieras que actúan en el mercado abierto, el Banco Central toma en cuenta no solo las informaciones regulares de los informes diarios que establece la Carta Circular No. 61, sino que también entra frecuentemente en contacto personal e informal con las referidas instituciones, orientando y observando su comportamiento en el contexto del mercado de títulos federales.

Vale la pena recordar que el conjunto "dealer" que opera con el Banco Central está conformado por instituciones financieras bancarias y no bancarias.

Para la mayoría de las personas no familiarizadas con las operaciones de mercado abierto y aún para algunos analistas, parecería suficiente y necesario que el Banco Central operase solamente con los bancos comerciales, ya que el objetivo principal es influir en sus reservas. Pero es exactamente por ese motivo, aparentemente paradójico, por lo que el Banco Central opera con las instituciones no bancarias. A más de ser esas instituciones, por sus peculiaridades estructurales, necesariamente mucho más ágiles en el mercado que los bancos, permiten al Banco Central ajustar, indirectamente, las reservas bancarias, independientemente del nivel deseado por el conjunto bancario, además de lograr un mercado financiero amplio, uniforme e integrado, en vez de un mercado compuesto por segmentos aislados.

Si solamente los bancos participaran en el sistema, las autoridades monetarias podrían quedar a merced de sus decisiones de comprar o no títulos, de acuerdo con sus conveniencias. En consecuencia, el Banco Central quedaría imposibilitado para modificar, según su criterio y el interés de la política monetaria, el volumen de reservas bancarias. Se presentaría entonces el caso ya antes citado, de que cuando se intentó establecer las operaciones de mercado abierto por medio de bancos comerciales, estos se preocuparon de mantener la liquidez de acuerdo solamente con sus intereses y no con los de la política monetaria deseada por el Banco Central de acuerdo con la coyuntura del momento.

Dicha situación, por consiguiente, se presta perfectamente a que participen las instituciones no bancarias, de tal suerte que siempre es posible intentar ajustar las reservas independientemente de las decisiones específicas del conjunto de bancos comerciales, a más de lograrse la deseada integración del mercado, por la actuación del Banco Central, en el universo del mercado y no sólo en uno de sus segmentos.

IV. Las reservas bancarias ;

1. Consideraciones generales

Como se sabe, cuando la economía se encuentra utilizando sus factores al máximo y los precios tienden hacia el alza, la concesión de crédito a los niveles deseados por los prestatarios tenderá a presionar los precios aún más hacia niveles superiores, sin que necesariamente aumente la oferta de empleo y, en consecuencia, el volumen de producción de la economía. Por tal motivo se procura evitar que el crédito bancario crezca muy rápidamente, esto es, más de lo necesario para hacer posible la expansión real de la economía. Pero esa política debe ser enfocada muy cuidadosamente en vista de que después de cierto límite, la restricción crediticia generalmente presiona hacia el

alza la tasa de interés, lo cual a su vez afecta el nivel real de la economía, haciéndose así más compleja la tarea permanente que ejercen las autoridades monetarias en el sentido de hacer compatible el control de la inflación con la tasa deseada de crecimiento del producto.

En el caso contrario, sea, si la economía disminuye su ritmo, sin que exista una situación de pleno empleo, y la solicitud de créditos no tiene la misma intensidad se busca ceder reservas a los bancos con el fin de inducirlos, dentro de los límites de la política monetaria, a incrementar la oferta de créditos y reactivar la economía. En esa fase debe dispensarse el mismo cuidado en vista de que un exceso de recursos solamente generaría una elevación adicional en el nivel de precios sin que se presente aumento en la producción.

El anterior constituye el eterno problema de los bancos centrales. Sin embargo, cabe advertir que mediante la política monetaria no se controla, en términos absolutos ni el crédito, ni la moneda, ni la tasa de interés, ni los gastos o los precios, pero se actúa indirectamente sobre dichas variables creando condiciones para que la economía pueda operar más armónicamente, haciendo que, en condiciones normales, se minimicen las posibles situaciones de escasez o de exceso de crédito y consecuentemente, se mantenga el volumen de oferta monetaria a los niveles necesarios para el mejor funcionamiento de la actividad económica.

También debe tenerse en cuenta que las políticas monetaria y fiscal deben complementarse para la obtención del buen funcionamiento deseado de la economía.

Si bien la atención del Banco Central en materia de política monetaria está centrada básicamente en la tasa de expansión de los medios de pago, la preocupación cotidiana de mayor importancia, particularmente en el caso brasileño donde la base monetaria constituye la variable estratégica del modelo de programación monetaria, es el manejo simultáneo del nivel de reservas del sistema bancario privado, puesto que como es bien sabido, dicho nivel constituye la base de multiplicación mediante la cual los bancos comerciales conceden los préstamos.

Dada la existencia de un centro financiero, puede afirmarse, como regla general, que los grandes bancos mantienen una posición mínima de "exceso de reservas" (aunque considerable en valores absolutos cuando se la compara con las de los bancos de menor tamaño) utilizando al máximo sus recursos dando origen a la intensa actividad del mercado de negociación de reservas.

Normalmente se coloca cierta proporción de las reservas en exceso en LTN, también útiles para las llamadas operaciones con cheques "BB" (negociación de reservas interbancarias respaldadas con LTN en las cuales un banco que posea un exceso de reservas las vende a otro que experimente un déficit por el plazo normal de un día, mediante la compra y venta simultánea de LTN). Difícilmente un banco de mayor tamaño recurre a préstamos en el Banco Central (redescuento) si puede adquirir las reservas en el mercado, inclusive a un costo posiblemente un poco mayor al de estos préstamos (lo cual no quiere decir que se considere como error o mala administración el recurrir al redescuento).

Anteriormente, cuando todavía no existía en el Brasil el centro financiero de que hoy disponemos, los bancos se limitaban prácticamente a captar depósitos y a conceder préstamos. Debido a la inexistencia de un amplio mercado, la única línea de defensa de los bancos en el caso de una coyuntura poco favorable, era apelar al redescuento, ya que a diferencia de la pronta liquidez que ofrece el tener una posición en títulos, los préstamos no son activos tan rápidamente realizables, a más de que dependen de la capacidad de pago del prestatario.

Por otra parte, los voluminosos recursos de que disponía el sistema bancario, en forma de caja en moneda corriente y depósitos voluntarios, se constituían en reservas estáticas, cuya rentabilidad era nula, y por lo tanto eran improductivas desde el punto de vista económico-financiero. Por consiguiente, el stock monetario no guardaba relación estrecha con el nivel de la actividad económica. En consecuencia, podían ocurrir innecesariamente emisiones primarias, con lo cual el stock monetario se aumentaba a pesar de ser suficiente, no obstante que sólo se requería su mejor distribución.

Ya que la frecuencia y la magnitud de las oscilaciones de caja, constituyen característica típica de la actividad bancaria en los períodos en que se configuraban grandes excesos de reservas, algunos bancos comerciales buscaban su rápida inversión en un activo de buena rentabilidad, aprovechando muchas veces un completo grado de seguridad y de fácil liquidez, características primordiales en el proceso de formación de las reservas secundarias.

Mediante la colocación óptima de sus disponibilidades ociosas en títulos de corto plazo que si bien proporcionan una rentabilidad inferior a la de otros papeles, están garantizados en cuanto a seguridad y pronta negociabilidad, el sistema bancario, además de la optimización de lucro operacional, tiene la alternativa de negociar libremente en el mercado sus títulos de corto plazo evitando en lo posible la utilización del redescuento en el Banco Central, lo cual, en efecto, implica un nivel de costos relativamente elevado frente a las alternativas disponibles para los casos de emergencia a que se enfrenta la red bancaria.

Al existir un amplio mercado de títulos en una moderna y dinámica economía de mercado, parte de las inversiones activas se hace en títulos, de tal manera que se pueda obtener un razonable equilibrio entre préstamos e inversiones.

Según sea la técnica de administración de cada banco, ocasionalmente puede presentarse una situación de exceso o deficiencia de empréstitos o de exceso o deficiencia de inversión. La situación ideal, en cada coyuntura, es aquella que va a caracterizar la buena administración financiera.

En última instancia, las operaciones de mercado abierto se proponen afectar las **reservas bancarias**, ya sea disminuyéndolas, o aumentándolas. Con todo, el camino recorrido para alcanzar sus objetivos difiere del correspondiente al encaje legal (depósitos obligatorios) y al redescuento (asistencia financiera) los cuales funcionan complementando esas operaciones, aunque ya no podrían operar por sí solas, dada la existencia de innumerables instituciones financieras, distintas de los bancos, y del amplio mercado que hizo posible su fortalecimiento y que constituye el vehículo por medio del cual controlamos las mencionadas reservas.

Si el Banco Central juzgara necesario activar la economía mediante el estímulo a los bancos comerciales para que ampliaran sus operaciones, simplemente compraría títulos federales en circulación en el sistema financiero. Así, además de propiciar recursos a los bancos que carecen de reservas, y de aumentar todavía más las de los que ya las poseen, tenderá a provocar una elevación en los precios de los títulos debido al aumento de la demanda, y como la tasa de descuento de las LTN varía en función inversa con respecto a su precio, su rentabilidad se reduciría, induciendo a un aumento del ritmo de concesión de préstamos y contribuyendo, en esa forma, a reactivar la economía.

En los períodos en que el sistema bancario posee exceso de reservas, hecho que representa un potencial inflacionario, el Banco Central adoptará la política contraria, esto es, la de vender títulos en el mercado, congelando el producto de las ventas. Como resultado neto se obtiene que, con niveles de reservas más bajos, los bancos comerciales tenderán a reducir sus préstamos y, en consecuencia, se reducirá el crecimiento de los medios de pago. Se observa así que la actuación del Banco Central a través de las operaciones de mercado abierto no es pasiva tal como ocurre en el redescuento; por el contrario, la iniciativa de actuación siempre proviene de él y no del mercado.

En el caso brasileño, las operaciones de mercado abierto alcanzan sus objetivos influyendo únicamente sobre el volumen de las reservas disponibles sin producir un efecto excesivo sobre la tasa de interés de los préstamos de aquel sistema. Esto se explica por el hecho de que dicha tasa —la cual generalmente incluye intereses y corrección monetaria— está sujeta a limitaciones institucionales que, unidas a la demanda por préstamos en el caso brasileño por lo general superior a la oferta, hacen que la tasa se establezca en el límite máximo, tornándose prácticamente inelásticas las variaciones en la cantidad de recursos en el sistema.

Finalmente, es importante destacar, que el control de las reservas presenta algunas dificultades, principalmente en virtud de la situación peculiar del Banco del Brasil S. A. en el contexto del sistema financiero brasileño, ya que dicha entidad actúa como banco comercial y ejerce asimismo funciones de banco central. De esta forma, el encaje de los bancos queda repartido en:

- Caja
- Depósitos a la vista en el Banco del Brasil S. A.
- Depósitos obligatorios (encaje legal) a la orden del Banco Central, de los cuales hasta el 55% pueden estar representados en ORTN o en LTN (5).
- Depósitos a la vista, del público en el Banco del Brasil S. A. (inclusive de autarquías y gobiernos estatales y municipales).

2. Factores que influyen en el nivel de reservas

Aparte de la actuación del Banco Central a través de las operaciones del mercado abierto y del movimiento normal de recursos que se realiza a diario en el mercado monetario, existen factores que influyen considerablemente en el nivel general de reservas bancarias y que, a su turno, se reflejan de inmediato en el mercado de títulos federales. En el Brasil, en vista de la existencia del sistema integrado por el Banco Central y el Banco del Brasil S. A., esos factores acrecientan la difícil tarea de llevar a cabo el control permanente del nivel general de reservas bancarias. Entre los mencionados factores se pueden citar como los más importantes los siguientes:

2.1. El papel moneda en poder del público

Dada su intensidad y estacionalidad, el proceso de retiro y consignación de recursos en la red bancaria es uno de los factores que provoca oscilaciones en el nivel de reservas en caja del sistema bancario, dependiendo de la mayor o menor preferencia por moneda física por parte del público.

Es corriente observar que en los días que preceden largos períodos festivos se presente mayor presión sobre las cajas de los bancos y, por consiguiente, sobre sus reservas, lo cual lógicamente, se refleja en el mercado monetario.

2.2. Los depósitos obligatorios (encaje legal)

Actualmente, en los días 8 y 23 de cada mes, los bancos comerciales tienen que ajustar el nivel de sus depósitos obligatorios en el Banco Central (retiro o consignación) de acuerdo con la medida del volumen de los depósitos sujetos a encaje, registrados en la primera y segunda quincenas del mes anterior, respectivamente.

-
5. Dada la peculiaridad del sistema financiero brasileño, la base monetaria tiene una composición más amplia con respecto a la que poseen la mayoría de los países, donde la creación de moneda a través de la expansión de depósitos la realizan solamente los bancos comerciales. En el Brasil, tal función la ejercen simultáneamente los bancos comerciales y el Banco del Brasil S.A., que, independientemente de sus actividades características de banco comercial, actúa también como autoridad monetaria.

Por consiguiente, en el Brasil, la base monetaria (pasivo monetario) está formada por:

- Billetes en circulación (billetes en poder del público y caja de los bancos comerciales);
- Depósitos voluntarios y obligatorios (en efectivo) de los bancos comerciales en el Banco del Brasil S.A.
- Depósitos a la vista, del público en el Banco del Brasil S.A. (inclusive de autarquías y gobiernos estatales y municipales).

La influencia del retiro y la consignación de depósitos obligatorios sobre las reservas bancarias se refleja con mayor intensidad durante aquellos períodos en que los depósitos bancarios a la vista sufren grandes variaciones. Por ejemplo, el 23 de enero, normalmente el sistema bancario enfrenta una presión debido al voluminoso depósito obligatorio, ocasionado por el aumento estacional en el volumen de depósitos que se produce en la última quincena de diciembre. Por el contrario, el 8 de febrero, hay liberación de recursos en vista de la baja en el volumen de los depósitos, la cual ocurre normalmente en la primera quincena de enero.

2.3. Ejecución presupuestal del gobierno federal

El resultado neto del flujo de recaudos y de gastos corrientes del Gobierno Federal, genera respectivamente una reducción o un aumento en el total de disponibilidades del sector privado en volúmenes considerables.

Desde el punto de vista de la política monetaria, la situación caracterizada por la existencia de un volumen de recaudos del gobierno que sea muy superior a los gastos, exige una mayor actividad de las operaciones de mercado abierto, en tal forma, que se logre mantener el equilibrio de las reservas bancarias, y por consiguiente, del crédito bancario privado, contribuyendo en lo posible a que esto no se convierta en un flujo intermitente.

2.4. Tránsito de recursos al sector público

El flujo normal de recursos del sector privado canalizados al sector público (impuestos federales, traslado de contribuciones a la seguridad social, retiros para fondos diversos, etc.) que para su pronta captación se aprovecha en la mayoría de los casos de la gran ramificación con que cuenta la red bancaria, afecta considerablemente el nivel de reservas bancarias, principalmente en lo relacionado con los trasposos al Banco del Brasil S. A.

Esas transferencias de recursos creaban "picos" excesivamente acentuados que exigían compensación mediante las operaciones de mercado abierto.

Actualmente se ha programado un esquema más perfeccionado de transferencias que permite mayor estabilidad a las reservas bancarias y, en consecuencia, un desempeño más armónico del sistema económico-financiero.

2.5. Operaciones cambiarias

Los movimientos de ingreso y egreso de divisas extranjeras que se cambian por cruzeiros entre las autoridades monetarias y el sector privado de la economía, constituyen un flujo dinámico de recursos en cuanto a los retiros o inyecciones al sistema económico. Las operaciones de mercado abierto tratan de contrarrestar este flujo con igual rapidez, en función de las metas de política monetaria.

2.6. Redescuento concedido por el Banco Central a los bancos comerciales

Constituye un factor de gran importancia, ya que representa la última posibilidad a la que acude el sistema bancario, cuando se presentan circunstancias graves de liquidez general, o también cuando uno o algunos bancos, individualmente, registran exceso de colocaciones de acuerdo con la coyuntura, motivo por el cual su influencia se hace manifiesta en esos períodos.

2.7. Refinanciamientos diversos del Banco Central

Los refinanciamientos destinados a determinados campos de actividad, tales como la producción de café, de cacao, de manufacturas exportables, la comercialización de bienes agrícolas, etc., generan flujos de ingreso y egreso de recursos en los bancos comerciales y normalmente presentan un comportamiento estacional bien definido que va en función de los períodos de preparación del suelo, siembra, recolección, comercialización de la cosecha, etc.

2.8. Asistencia financiera a las instituciones no bancarias

Concesión por parte del Banco Central de créditos especiales a bancos de inversión, compañías de financiamiento y sociedades corredoras de bolsa en períodos de acentuadas dificultades financieras. Tal asistencia ocasionalmente puede contribuir a que algunos activos financieros en poder del público se conviertan en instrumento de presión sobre las reservas, con la consiguiente posibilidad de generar un proceso multiplicador.

2.9. Perspectivas de modificación del tipo de cambio

Las expectativas con respecto a la modificación en el tipo de cambio con frecuencia provocan comportamientos especulativos que se reflejan en el nivel de actividades del mercado y en las reservas bancarias, a las cuales se procura anticipar y anular con las operaciones de mercado abierto.

2.10. Fenómenos de carácter estacional

Normalmente en la etapa final del año, por ejemplo, los bancos comerciales (en la práctica todo el sistema económico) se ven afectados por una mayor actividad comercial, no sólo con ocasión de las fiestas navideñas sino también debido a la necesidad de cerrar sus balances, mediante los cuales tratan de demostrar, particularmente ante sus clientes y accionistas, una situación favorable, tanto en materia de depósitos como de resultados financieros, motivo por el cual es común enfrentar una demanda acentuada sobre el nivel de reservas bancarias al final del año. Como se trata de un comportamiento general de carácter temporal, las operaciones de mercado abierto procuran suplir al sistema esa demanda adicional, sin perder de vista los excesos que puedan afectar la economía en el período siguiente.

V. Principales beneficios de las operaciones de mercado abierto

Sería difícil evaluar todos los beneficios, directos e indirectos que ha traído consigo el establecimiento de las operaciones de mercado abierto en el Brasil. No obstante, tales beneficios, pueden resumirse en algunos puntos principales que hacen referencia al Tesoro, al Banco Central, a las instituciones financieras y a las empresas en general.

1. Para el Tesoro

- Desarrollo de un amplio mercado para sus títulos, capaz de permitir en cualquier momento la utilización del crédito público como instrumento complementario de la política fiscal;
- Ordenación de su flujo de caja con el mínimo de perturbaciones en el mercado;
- Captación de recursos que pueden ser canalizados hacia grandes inversiones consideradas prioritarias, sin aumentar necesariamente la carga que de otra manera recaería solamente en la presente generación;

- Posibilidad de obtener recursos no inflacionarios a costos menores por el constante mejoramiento del mercado financiero y de la administración de la deuda pública.

2. Para el Banco Central

- Adecuación permanente del volumen de los medios de pago a las necesidades reales de la economía, conseguida a través de las operaciones de compra y venta de títulos en el mercado abierto.
- Posibilidad de afectar la tasa de interés del mercado monetario por medio de las referidas operaciones, para que dicha tasa se constituya en indicador de la mayor o menor disponibilidad de recursos en el sistema económico y, en cierta forma, pueda reflejar la tendencia de la política monetaria en curso.
- Posibilidad de otorgar a las autoridades la dirección efectiva del mercado monetario, dentro de los principios de una economía de mercado en la cual coexisten instituciones financieras bancarias y no bancarias.

3. Para las instituciones financieras

- Formación de reservas secundarias, representadas en títulos de corto plazo y buena negociabilidad, que garanticen una mayor flexibilidad de adaptación de dichas instituciones a las constantes fluctuaciones de una economía de mercado, de acuerdo con la coyuntura actual.
- Posibilidad de poner a producir recursos disponibles a corto y muy corto plazo, que de otra forma quedarían ociosos.
- Constitución de un respaldo para las operaciones de negociación de reservas en el mercado interbancario.

4. Para las empresas en general

- Incentivo a invertir los recursos ociosos de las personas jurídicas, con lo cual se facilita la reducción de los costos financieros en razón de la más eficiente utilización del dinero, y se hace posible su encauzamiento hacia el amplio mercado de títulos hoy existentes, en la medida en que tales fondos no sean utilizados en la principal actividad a la que se destinan, permitiendo así una programación de caja más eficiente que redunde en beneficio de las propias empresas y de la economía en general.
- Finalmente, se abre la posibilidad de un intercambio constante de activos por parte del sector privado ajustándose siempre, de acuerdo con las expectativas individuales de cada empresa y cada individuo, a las cambiantes situaciones de una economía de mercado.

Como resultado de la creación de un mercado más amplio, se desarrollan paralelamente las técnicas financieras, las cuales colocan al empresario financiero brasileño en pie de igualdad con los de países más desarrollados, poniendo a su alcance los instrumentos que se emplean en los mercados más avanzados. Expresiones que reflejan esos instrumentos, como por ejemplo, "over-night financing" e "immediately available funds", entre otras, que integran el universo de comunicación de la comunidad financiera internacional y que no eran comunes hace cinco años, ya no son expresiones que sólo se hallan en textos técnicos editados en centros más desarrollados, sino una realidad cotidiana, con la cual el empresario brasileño se enfrenta y se desenvuelve, obteniendo un mejor provecho para sí y para toda la economía.

Para terminar, habría que recordar que en la situación actual, ya tan distante de aquella concepción de "mercado perfecto" que casi no tenía en cuenta la participación del gobierno en la vida económica, basada en la teoría del siglo pasado, el sector privado no puede crecer sin que crezca y se perfeccionen los empresarios financieros.

Esta parece ser, por consiguiente, la mayor contribución de las operaciones de mercado abierto al fortalecimiento de la iniciativa privada brasileña, si se tiene en cuenta que, como consecuencia de esas operaciones, fue posible la formación de un amplio y dinámico mercado secundario, no sólo para los títulos públicos sino también para los papeles emitidos por el sector privado.

Parte III

CAPTACION Y COLOCACION DE RECURSOS FINANCIEROS

Capítulo 8. .

CAPITALIZACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS

Alvaro González González

Es mucho lo que se ha escrito y discutido sobre el tema de la capitalización de la Sociedad Anónima en Colombia. Para nadie es desconocida la compleja situación financiera que afronta en la actualidad. El decir, que ella registra un proceso de deterioro y descapitalización y que atraviesa una crisis que no le permite crecer y cumplir su función dinámica de motor básico en la actividad productiva para atender las necesidades de la comunidad colombiana, suena a verdad de perogrullo ante un grupo tan selecto como al que va dirigido esta publicación.

Por lo tanto, en virtud de la brevedad del tiempo disponible y de mis propias limitaciones, tan solo quiero concretarme a enunciar algunos aspectos que someto a la consideración del acertado juicio y conocimiento de los lectores en busca de un fructífero intercambio de ideas.

En primer lugar señalaré algunos guarismos que nos permitan refrescar las ideas para cuantificar la magnitud del problema. En segundo lugar haré unos breves planteamientos sobre los que a mi juicio son los principales factores de los muchos que se interrelacionan con este problema, así como algunas de sus posibles soluciones.

El problema, a mi modo de ver, se remonta al pasado, si bien sus efectos tan solo afloraron en años recientes. Las transacciones bursátiles que se iniciaron en el año 1928 con el establecimiento de la Bolsa de Bogotá y posteriormente se ampliaron a la ciudad de Medellín en 1961, con la fundación de otra entidad similar en esta ciudad, registran crecimientos nominales muy superiores a los verdaderos.

Es así como de un volumen de transacciones de acciones de \$ 3 millones en 1930, se llega en 1974 a \$ 1.215 millones, a precios corrientes, lo que daría una tasa de crecimiento promedio anual de 14.6 %. Si se deflactan las cifras por un índice de precios correspondiente a la variación en la tasa de cambio, se encuentra que para el último de los años mencionados el valor de las acciones negociadas en Bolsa ascendió a \$ 48 millones a precios de 1930, año inicial de la serie contemplada aquí, la cual se adjunta al final del presente trabajo. Esta cifra señalaría una tasa anual de crecimiento de apenas 6.5%, que corresponde a un valor bastante semejante al crecimiento del producto interno. Es decir que la importancia relativa del mercado de acciones no ha variado en los últimos 45 años (1).

1. En un estudio comparativo de varios índices en que se tomó como base el año 1967 y que contempla su evolución hasta 1973 y 1974, el correspondiente a la tasa de cambio va a la zaga de los demás precios al por mayor, precios al consumidor y precios implícitos. En series más largas parece que la tendencia de todos estos índices es bastante similar. Por efectos prácticos, de obviar las modificaciones en la base de los otros índices, se tomó el correspondiente al tipo de cambio del peso colombiano con respecto al dólar. Sin embargo, de haberse utilizado cualquier otro, sin duda los resultados hubiesen sido aún peores. La tasa de cambio pasó de \$ 1.04 por US\$ 1.- en 1930, igual a 100, a \$ 26.11 como promedio para el año pasado, esto es un índice de 2.511.

Con respecto a la participación de las acciones dentro del total del mercado bursátil se anota que entre 1940 y 1970, la importancia relativa de estas fue aproximadamente del 60% del volumen total. En la presente década esta tendencia tiende a disminuir, habiéndose registrado una participación inferior al 40% y una importancia relativa tan solo del 25% para el último año. Desde luego que esta pérdida de preponderancia se explica por la aparición de un número cada vez mayor de otra clase de títulos valores que como anotaremos más adelante, vienen registrando rentabilidades superiores a las acciones.

Es interesante igualmente anotar, adicionalmente al hecho de que las transacciones de acciones en la Bolsa no registran mayor crecimiento y de que su importancia relativa en el mercado de valores es decreciente, la poca significancia que con respecto al total de sociedades anónimas representan las que se encuentran inscritas en Bolsa. Es así como en 1940, de un total de 795 sociedades anónimas vigiladas por la superintendencia del ramo, con un capital pagado de \$ 357 millones, había 31 compañías inscritas en Bolsa. Ellas ostentaban un capital de \$ 99 millones, es decir el 4% y 28% respectivamente.

En 1972, las cifras correspondientes fueron de 2.525 sociedades anónimas su capital pagado ascendía a \$ 22.468 millones, y de ellas estaban inscritas en Bolsa 137 con capital de \$ 4.894 millones. Es decir que el porcentaje por el número de compañías subió al 5.4%, en tanto que por el valor del capital la proporción descendió al 22%.

Me he referido al mercado bursátil de acciones y a su poca significancia relativa, porque lo encuentro muy ligado al fenómeno de la falta de capital de las empresas, al menos desde el punto de vista de su facilidad de acceso al mercado de capitales para obtener los recursos que un crecimiento adecuado requeriría.

Un ejemplo palmario de la falta de capitalización de las empresas, puede apreciarse en el "Análisis Financiero de una Muestra de Sociedades Anónimas Industriales" presentado a la XXXI Asamblea General Ordinaria de la ANDI celebrada en Cartagena, los días 10 a 12 de septiembre de 1975. En este trabajo se aprecia cómo de una muestra de 120 compañías manufactureras que representan cerca del 40% de la producción industrial, el valor total de los activos entre 1970 y 1974 señala aumentos anuales del 29% a precios corrientes, pero a precios constantes disminuye anualmente en un promedio de 1.2%. El patrimonio neto de estas mismas empresas, reviste un crecimiento anual para el período anotado del 13.7% a precios corrientes y a precios constantes disminuye 8% al año.

Cabe ahora intentar puntualizar algunos elementos que están afectando la capitalización de la sociedad anónima.

I. Divulgación y vigilancia

Un factor que puede estar incidiendo en la caída del mercado bursátil de acciones, es la falta de información al público en general.

Hace unos años en todo el país y especialmente en esta ciudad de Medellín y en el Departamento de Antioquia, pioneros de la industria y de la asociación de capitales, era común y hasta objeto del humorismo por parte de extraños, el amplio conocimiento que se tenía del valor de los papeles bursátiles y de sus perspectivas así como de las empresas correspondientes, entre gentes como conductores de vehículos de servicio público, empleadas del servicio doméstico, etc. Hoy en día, por

desgracia, esa situación ya no subsiste y la imagen de las acciones y del accionista se ha distorsionado. Por lo tanto, se hace imprescindible emprender una campaña de amplia difusión con reportes periódicos sobre la situación financiera de las empresas y sus posibilidades de mercado.

La Bolsa de Bogotá ya ha iniciado una labor en este sentido en forma acertada, pero a mi entender esta es aún incipiente y su divulgación ha sido muy limitada.

Se requiere igualmente que la información suministrada sea completa, verdadera, en el sentido de que refleje la situación real sin distorsiones contables y que infunda confianza en ella por parte del público en general.

En cuanto a la información en sí misma, ya también la Bolsa de Bogotá en asocio con la ANDI y el Instituto de Contadores Públicos, ha elaborado un proyecto de cartilla o manual modelo para la elaboración de informes financieros. Se necesita llevarlo adelante y ponerlo por obra. En este aspecto debería incluirse desde luego la presentación de estados de cuentas que consideren los efectos de la inflación como pueden ser los que introducen el ajuste por corrección monetaria.

Los inversionistas actuales y potenciales tienen derecho a contar con una amplia información en la forma más exacta y continua posible sobre las empresas en las cuales han colocado sus ahorros o esperan hacerlo ya que son los protagonistas del mercado de capitales. Es necesario conocer las motivaciones que impulsan a los inversionistas a fin de adaptar los instrumentos y funcionamiento de los de títulos valores, para así poder promover y consolidar los aún incipientes mercados de capitales, y llegar a que sean abiertos, dinámicos y eficientes, capaces de estimular y movilizar ahorros para democratizar la propiedad de las empresas productivas.

Respecto a un organismo a cuyo cargo estuviese la vigilancia de las condiciones de seguridad y legalidad, desde luego, existen las Cámaras de Comercio y las Superintendencias de Sociedades y Bancaria que ejercen sus respectivas funciones, pero no es su propósito específico el mecanismo bursátil. Además, lo más conveniente es que sea un organismo de carácter autárquico que ejerza el poder de vigilancia en el mercado de títulos valores, que establezca las normas a adoptar y las obligaciones de las empresas para que las operaciones ofrezcan las más amplias condiciones de seguridad y legalidad. Asimismo debe tener facultad para autorizar, suspender y cancelar la cotización de títulos valores en la forma que dispongan sus propios reglamentos, controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades y fijar las normas necesarias para la presentación de informes. La entidad llamada a desempeñar dicha actividad sería la COMISION NACIONAL DE VALORES, tal como opera en otros países, por ejemplo Méjico y la República Argentina y en los Estados Unidos la Securities and Exchange Commission. Que se sepa, en Colombia ya se han hecho algunas propuestas en este sentido, en 1949 el Ministro de Hacienda Hernán Jaramillo Ocampo, en 1961 el ministro de la misma cartera Hernando Agudelo Villa y en 1973 en documento presentado por el autor a la Vigesimanovena Asamblea General de la ANDI. Su integración y funciones conforme a la última de las propuestas citadas podrían ser:

Composición:

- Los asesores de la Junta Monetaria
- El Superintendente de Sociedades
- El Superintendente Bancario
- El Tesorero de la Nación
- Dos representantes de las Bolsas de Valores y

- Dos representantes de las instituciones financieras (bancos, compañías de seguros, etc.).

Además contaría con un secretariado permanente.

Funciones

- Analizar el estado y perspectivas del mercado financiero a fin de formular recomendaciones a la Junta Monetaria.
- Determinar la clase de títulos susceptibles de negociación por parte de la banca central a través de las operaciones de mercado abierto.
- Fijar las condiciones y características de los valores a ser emitidos por las entidades públicas nacionales, departamentales y municipales y por las empresas descentralizadas.
- Aprobar las condiciones de los títulos de renta fija o variable a ser expedidos por las sociedades.
- Buscar la forma de equiparar en forma adecuada, las condiciones en que se opera en el mercado.
- Reglamentar las características de la propaganda de los valores que se ofrecen al público.

II. Promoción

Además de la necesidad de difundir la información pertinente a las sociedades anónimas y de conferir seguridad al inversionista mediante una entidad normativa y de vigilancia especializada, se debe adelantar una labor de promoción para impulsar el mercado de acciones.

Convendría contar con mecanismos administrativos que estimulen la suscripción de acciones facilitando el acceso del público, tales como oficinas de la bolsa, abiertas de manera que se dé allí la información que el ahorrador necesita y que le permita absolver sus consultas.

También puede considerarse la posibilidad de efectuar operaciones de compra y venta de acciones en forma directa, por el sistema de ventanilla, o cualquier otro, lo cual reviste especial importancia hoy en día, cuando otros activos financieros se negocian de esa manera. Por ejemplo, en Méjico la negociación de valores está muy difundida al punto de haber desbordado el marco de las instituciones financieras.

Las secciones fiduciarias de los bancos comerciales —que manejan una proporción del ahorro transferible del país— se han limitado en este campo a prestar al servicio de cobro de dividendos y custodia de valores, efectuándose rutinariamente el manejo de estos departamentos sin que se hayan presentado mejoras o innovaciones en los servicios ofrecidos. No se suministra al cliente información periódica sobre el estado del portafolio ni se le ofrecen nuevos papeles, etc. En resumen no se utiliza la confianza que ha depositado el cliente en la entidad, lo cual representa el desperdicio de un importante mecanismo de promoción.

Las sociedades administradoras de fondos de inversión, creadas en 1959 (Ley 130) tuvieron un auge importante durante la década de los años 60, mediante la emisión de sus unidades de inversión y con los recursos así captados adquirieron títulos de acciones y otros instrumentos en el mercado de valores. Pero luego por diversos factores perdieron su dinamismo.

En 1973 una misión del Banco Mundial, a solicitud del gobierno colombiano y con la participación activa de un grupo financiero privado, presentó un proyecto para la creación de instituciones

especializadas en el manejo y la transacción de valores, sin que ello haya podido llevarse a cabo hasta la fecha. Dicha iniciativa fue acogida por el suscrito y presentada en un documento a la Vigésimavo-vena Asamblea de ANDI, proponiendo la creación de compañías de financiación en títulos-valores, entre cuyas funciones estaría la de "actuar como agente promotor, fideicomisario o no, para colocar en el mercado, **emisión de acciones** u otros títulos de empresas industriales". Tampoco se tuvo éxito en esta presentación. Recientemente en Venezuela, ha empezado a operar una entidad de esta clase con los auspicios del grupo del Banco Mundial.

Las corporaciones financieras (nuestra banca de inversión y de fomento) hasta el momento tienen funciones de desarrollo distintas al trabajo de ofrecer acciones al público lo cual es primordialmente una función de venta que exige especializaciones diferentes. Por esta razón si bien cuentan con oficinas de fideicomiso, sería aconsejable establecer entidades filiales especializadas, como las propuestas compañías de financiación en títulos valores. Sin embargo, cabe esperar que en las etapas iniciales el volumen de ventas y los ingresos por corretaje sean relativamente mínimos, de modo que el esfuerzo por parte de organismos especializados podría no ser rentable. Así que estas funciones podrían adscribirse a dependencias de las corporaciones y de los bancos, que desempeñarían un papel importante en promover la ampliación en la propiedad de valores de las sociedades anónimas.

La garantía de emisiones, *underwriting*, es un medio eficaz que permite la ampliación del mercado de valores. En Méjico las sociedades financieras han sido las instituciones más dinámicas en apoyar la rápida expansión de muchas empresas industriales, a través de aportes, préstamos y colocación de emisiones garantizadas en el mercado de valores. La emisión de certificados de participación o certificados de copropiedad, puede ser un instrumento valioso en esta clase de desarrollos, tal como lo propone Oscar Gómez en su documento "Estructura de las Bolsas de Valores" que llevó al Primer Simposio sobre Mercado de Capitales. Las ventas de lotes de acciones (en cartera o portafolio) pueden ser un medio muy útil de estimular el interés del público por la adquisición de títulos y desempeñar así una función eficaz para sostener el mercado.

III. Capacidad de ahorro y tributación

Dígame lo que se quiera, el ahorro sigue siendo la base fundamental para la capitalización y el crecimiento de la economía.

En múltiples ocasiones la ANDI se ha pronunciado enfáticamente para recalcar el efecto negativo que ha tenido la combinación de la inflación y la imposición con tarifas tributarias progresivas en el deterioro del ingreso disponible y por ende de la capacidad de ahorro.

En 1950 y 1973, conforme a las cuentas nacionales que lleva el Banco de la República, la proporción que presenta la formación interna bruta de capital sobre el Producto Interno Bruto ha pasado del 22% en 1950, al 25% en 1954 y 1956, para descender luego hasta el 16% en 1965 y volver a niveles del 20% y 22% en los años 70. De manera que la capacidad total de ahorro de la economía colombiana no ha crecido en términos relativos durante los últimos 25 años. Es así como ante todo la lucha contra la inflación debe seguir siendo un primordial propósito nacional.

El ahorro personal es base fundamental en la capitalización de muy diversos países. Con relación al ahorro interno neto es más de la mitad en Bélgica, Canadá, Francia, Alemania y Estados Unidos, y representa más de la tercera parte en Suecia, Suiza, Argentina y Venezuela.

En Colombia la participación histórica del ahorro familiar dentro del ahorro nacional se ha comportado en forma errática, pero con una clara tendencia decreciente. Así mientras a principios de la década del 60 contribución era del orden del 15%, en los 70 ha decaído a niveles inferiores al 6%, presentándose aún años de desahorro neto. Esto último es síntoma significativo de una redistribución regresiva en el ingreso.

Entre las causas fundamentales de la pequeñez y mengua del ahorro personal en Colombia se cuenta el mencionado efecto combinado de inflación y la rápida progresividad de la presión de tarifas impositivas a las personas. Al producirse la desvalorización monetaria, las tarifas afectan con una imposición más alta las rentas que apenas han conservado su poder adquisitivo, o aún han sufrido pérdida. El aumento aparente del ingreso individual en moneda corriente conlleva la aplicación de tarifas más elevadas que obligan a pagar una mayor proporción y por lo tanto dejan disponible un porcentaje cada vez menor. Este último, reducido a precios constantes, se convierte en un ingreso decreciente.

Según la penúltima escala tarifaria, solamente por concepto de renta, en promedio por cada 1% que pierde en poder de compra el peso, el impuesto real a precios constantes se aumenta casi 3%.

La tarifa establecida por la administración Olaya Herrera al crear el impuesto sobre la renta en 1931 ascendía hasta el 8%. En 1935 la primera administración López Pumarejo elevó la tasa hasta el 17% y estableció el impuesto complementario sobre patrimonio. En 1953 durante el gobierno del General Rojas Pinilla, su Ministro de Hacienda, doctor Carlos Villaveces, modificó nuevamente la tarifa subiéndola hasta el 31.75% y se gravaron las sociedades con una tasa del 5%. En 1960 el Presidente Lleras Camargo, con su Ministro doctor Hernando Agudelo Villa, cambian las tasas hasta el 52% y también modifican las tarifas a las sociedades, quedando tres niveles del 12%, 24% y 36%, además de algunos recargos. En 1967 el doctor Carlos Lleras Restrepo estableció la retención del impuesto en la fuente y un sistema de anticipos para los contribuyentes no sujetos a la primera modalidad. La reforma del doctor López Michelsen el año pasado fijó las tasas entre el 10% y el 56%, estableció la renta presuntiva y gravó las ganancias ocasionales en bienes mobiliarios, imponiendo a las sociedades una tarifa única del 40%. Es así como a vuelo de pájaro se aprecia la manera como en Colombia se ha disminuido cada vez más a las personas y familias su capacidad de ahorro la cual en el pasado permitió financiar el desarrollo de la actividad empresarial productiva. En esta forma el régimen tributario menoscaba la capacidad de ahorro de las personas, imposibilitando su formación y aún con dificultad para satisfacer las cargas fiscales, sin que haya medidas de estímulo. Por lo tanto, debe reexaminarse el sistema impositivo y se deben introducir correctivos monetarios a la progresividad de las tasas. Recientemente el gobierno ha presentado al Congreso una iniciativa que contempla este aspecto. También se hace preciso mejorar la administración de impuestos que actualmente constituye otro obstáculo grave a la eficiencia fiscal.

Por su parte, el ahorro del gobierno ha venido creciendo notoriamente al pasar de menos del 10% del total nacional en los años 50, a cerca del 30% en la actualidad.

A fin de apreciar si existe una verdadera justificación de impuestos, al formular una política tributaria armónica nacional deben compararse los sacrificios inherentes a la tributación de las personas y sociedades, frente al beneficio que se considera pueda derivarse del uso de esos fondos por parte del gobierno. El hecho de que en Colombia no se cuenta en forma apreciable con recursos naturales no renovables en explotación que constituyen fuente principal de ingresos fiscales en la mayor parte de los países latinoamericanos, como lo son el petróleo, el cobre y el estaño, constituye un factor adicional de consideración.

En el estudio realizado por Daniel Schlesinger y Alvaro Ruiz "Algunos Aspectos Específicos del Mercado de Capitales Colombiano" que publica la Revista del Banco de la República en su entrega de mayo de 1975, en el análisis de las fuentes y usos de los recursos financieros de la economía, se aprecia cómo en Colombia la oferta neta de recursos para inversión proviene en su mayor parte del sector familias, pero el ahorro de estas que en 1962 representaba el 77.2% del total del ahorro financiero pasó en 1973 a 56.5%.

Además del ahorro de las personas, la formación interna bruta de capital, se financia con el ahorro del gobierno, con el proveniente del extranjero, con las asignaciones para depreciación que hacen las sociedades de capital y los ahorros de estas. La contribución de las sociedades anónimas a la

economía puede medirse a través de su participación en el Producto Interno Bruto, superior al 15%, y también por su participación en la formación de capital. Según el trabajo presentado por Alvaro Velásquez Cook y Luis Alberto Zuleta al Primer Simposio sobre Mercado de Capitales, esta participación ha sido del orden del 24% entre 1957 y 1966.

Se observa así cómo la participación de las sociedades anónimas en la capitalización nacional tiene una significación apreciable. Sin embargo, la legislación tributaria discrimina de varias maneras en contra de las sociedades anónimas. Es este un hecho reconocido por distintas misiones técnicas.

En primer lugar la doble tributación sobre las utilidades repartidas por las compañías es perjudicial para la economía pues constituye un desestímulo a la inversión en empresas organizadas. Estas pagan impuesto a la renta sobre sus utilidades brutas y luego los dividendos que reciben los accionistas están sujetos al mismo gravamen.

La situación actual constituye un estímulo para que las sociedades se financien con endeudamiento y o con retención de utilidades. Ambas situaciones pueden apreciarse en el ya citado Análisis Financiero de una Muestra de Sociedades Anónimas Industriales, presentado recientemente a la XXXI Asamblea de la ANDI. En efecto, según tal trabajo, al analizar la procedencia y aplicación de fondos, se desprende que entre 1970 y 1974 el 71% de los recursos de las sociedades se originó internamente y el 29% provenía de fuentes externas. A su vez los recursos internos se obtuvieron en un 54% a través de capitalización de ganancias, en un 25% del aumento de reservas para provisión de pasivos y en un 21% de incremento en las reservas para depreciación.

Los fondos provenientes de otras fuentes se obtuvieron en un 79% mediante el aumento de pasivo y en un 21% de la emisión de acciones. Esto equivale a decir que del total de fondos que obtuvieron las empresas entre 1970 y 1974, tan sólo un 6% provino de emisión de acciones. Como puede verse también, más de la mitad de los fondos generados internamente se originaron reteniendo ganancias.

Además, como el volumen total en cifras absolutas es reducido, se ha hecho necesario recurrir en forma creciente a la contratación de empréstitos. En esta forma el grado de endeudamiento de las empresas, representado por la relación entre el total de obligaciones a terceros y el patrimonio bruto, aumentó de 43% en 1970 a 56% en 1974. Aún con el ajuste por corrección monetaria, el endeudamiento se incrementa a 46% en 1974. Hay indicios de que estas cifras actualmente son aún más altas. Por consiguiente, el coeficiente de propiedades que es el inverso del grado de endeudamiento viene en disminución.

Una alternativa para corregir esta anómala situación es eliminar el gravamen a las utilidades repartidas, las cuales de hecho constituyen un costo financiero análogo a los intereses pagados.

Otra alternativa para matizar los efectos nocivos de la doble tributación puede lograrse al reconocer a los accionistas un descuento tributario por los impuestos pagados por la sociedad, considerando que esta en realidad ha cubierto anticipadamente los gravámenes que les correspondería pagar. Finalmente podría pensarse en una combinación de sistemas, tal como lo contempla una fórmula planteada recientemente en los Estados Unidos por el propio gobierno de ese país.

La cascada tributaria sobre las utilidades repartidas a otras sociedades es igualmente un factor negativo de desestímulo a la capitalización.

En segundo lugar, la fijación de límites para algunas deducciones por gastos en el impuesto sobre la renta, ocasiona que la tributación recaiga no sólo sobre la renta, sino sobre el patrimonio real de las empresas erodándolo.

En tercer lugar, el gravamen a la ganancia ocasional, resultante de la enajenación de acciones, multiplica la tributación sobre esta clase de inversiones, acaba con el incentivo que ofrece su valorización y desestimula el mercado bursátil.

Hay diferencias esenciales entre el ahorro en acciones y el representado en otro tipo de bienes, ya que él es por definición ahorro activo, que representa una fracción de la propiedad en empresas creadoras de riqueza y empleo. Debe, por lo tanto, eximirse de este impuesto a las ganancias ocasionales obtenidas en acciones.

En cuarto lugar la renta presunta acarrea desaliento en inversiones importantes que requieren capital elevado y son de rentabilidad diferida. Dicho sistema debe reservarse a aquellas actividades de difícil control estatal respecto a la percepción de ingresos y posesión de patrimonios. Por lo tanto, este gravamen no tiene justificación para la inversión en acciones y puede conducir a cascada de efectos perjudiciales, si se le liquida sobre las sociedades y luego sobre los accionistas.

Finalmente, en quinto lugar y de gran importancia, se anota que el régimen tributario está diseñado para una economía sin inflación, e impide hacer la provisión suficiente para poner al día los activos productivos de las empresas, ocasionando así utilidades aparentes y por ende pagando en impuestos y dividendos, recursos que deberían destinarse a la reposición de equipos.

La reforma tributaria de 1974 introdujo algunas mejoras en esta materia, al eliminar el valor de salvamento y precisar el sistema de depreciación acelerada. Ello, sin embargo, resulta aún insuficiente ya que la depreciación acelerada no protege contra la inflación. Lo que se requiere es adoptar un sistema que permita la revaluación de activos, según el sistema de ajuste por corrección monetaria y calcular la depreciación sobre los valores correspondientes. Esta es la solución más adecuada, que ha sido adoptada por varios países. En los últimos días en Inglaterra el comité encabezado por el señor Sandilandez propuso un mecanismo que permite en épocas de inflación, involucrar en la contabilidad de las empresas, el registro de costos y de valores de reposición.

En el tan citado análisis financiero se introdujo un cálculo de ajuste por corrección monetaria con base en el índice de precios al por mayor, con el ánimo de mostrar tentativamente un modelo que señalara cómo se modificaría la presentación de balances, así como la de los resultados de las cuentas de pérdidas y ganancias, particularmente en lo referente al cálculo de reservas para depreciación. En los balances de las sociedades incluidas en la muestra, con un valor total en los activos para 1974 de \$ 54.999 millones, se elevaría a \$ 65.159 millones, es decir, un incremento del 18%. Los cargos por depreciación se elevarían de \$ 1.201 (en el ejemplo estudiado) a \$ 2.756 millones, con la consiguiente modificación en el resultado de pérdidas y ganancias que de una utilidad de \$ 4.329 millones descendería a \$ 2.774, ello sin tomar en cuenta la pérdida por inflación atribuible a los ajustes en las cuentas del balance. Se aprecia así cómo una forma de capitalización de la sociedad anónima se logra mediante la aplicación de un adecuado sistema de ajuste financiero.

El proyecto de ley en materia tributaria recientemente presentado este año por el gobierno al Congreso, representa una mejora con respecto a lo existente, pero no parece ser suficiente para modificar significativamente la actual situación.

Referente al tema cabe anotar, que una reunión de representantes de Bolsas y Mercados de Valores efectuada en Río de Janeiro en 1968, recomendó a los gobiernos de América Latina establecer normas tributarias para estimular la inversión en valores, eliminando las leyes y disposiciones que entrañen doble imposición sobre los rendimientos de las acciones de las sociedades anónimas.

Lo que hay que hacer es adoptar tratamientos de estímulo fiscal para lograr canalizar el ahorro hacia las inversiones mobiliarias.

Antes de terminar con el tema tributario, merece la pena mencionar un aspecto de no menos importancia, cual es la necesidad de que el estado no compita ventajosamente en el mercado de capitales interno. Es reconocido el derecho de los estados a captar los recursos que necesitan, pero adecuándose también a las necesidades de financiamiento de las empresas, en forma tal que si las condiciones del mercado no permiten cubrir simultánea y satisfactoriamente necesidades públicas y

privadas, se recomienda que el estado se limite a concurrir equitativamente y si es necesario, que apele al mercado externo.

IV. Rentabilidad

Es cierto que se necesita divulgar la información pertinente sobre la actividad de las empresas, así como dar seguridad al inversionista sobre lo adecuado de tales informaciones y manejo. También se requiere promover la compra y venta de acciones mediante la operación de intermediarios financieros especializados. Igualmente debe revisarse la carga impositiva sobre las personas, a fin de permitirles ahorrar y modificar diversas modalidades de la tributación que están afectando desfavorablemente la capacidad de capitalización de la sociedad anónima. Pero todo ello puede resultar inútil, si las compañías no tienen una rentabilidad adecuada que les permita generar ingresos suficientes para crecer por sí mismas y a la vez atraer al inversionista.

A mi modo de ver, es aquí, en la falta de rentabilidad, en donde reside el principal origen del problema de capitalización que afrontan las sociedades anónimas.

Desafortunadamente en el citado Análisis Financiero de la Muestra de Sociedades, las principales conclusiones que se deducen, son precisamente esas.

En efecto, los ingresos de las sociedades incluidas en el estudio crecieron a un ritmo aparente del 37% anual entre 1970 y 1974, pero a precios constantes tal crecimiento se reduce al 2%, es decir una tasa inferior a la del crecimiento del Producto Interno Bruto.

Las utilidades crecieron en términos reales a una tasa anual del 0.7% y se estima que los dividendos descendieron 0.25% al año. Durante el mismo período la remuneración del trabajo se incrementó anualmente en términos reales en 0.3%. En cambio, la provisión para impuestos de renta y complementarios —también a precios constantes— se elevó a una tasa del 5.5% anual. Vale decir, que mientras las utilidades y los salarios escasamente aumentaron y los dividendos recibidos por los accionistas disminuyeron, los impuestos registraron aumento.

Sin embargo, la proporción de los impuestos con respecto al total de los ingresos de las empresas, representa un margen relativamente bajo, 7%, precisamente porque las utilidades —principal fuente de impuestos—, son también bajas y vienen en descenso. Durante el último quinquenio pasaron del 9% del total de los ingresos en 1970 al 8% en 1974. Consecuentemente, los gastos se han elevado y representan más del 90% de lo percibido por las empresas.

También en el trabajo que se comenta, se aprecia cómo la rentabilidad bruta (utilidades con respecto a activo total) es apenas del orden del 7%. La rentabilidad neta (utilidades a patrimonio neto), 17% en promedio para los años estudiados. Si se toma en cuenta el ajuste por corrección monetaria, que señala una situación más real, la rentabilidad bruta se reduciría a 5% y la neta al 11%, ambas con tendencia a declinar. Mas aún, si se tienen en cuenta las pérdidas por inflación, para 1974 se registra ya no utilidad sino pérdida, tanto en la rentabilidad bruta como en la neta.

La primera consecuencia de lo anterior, y que también se aprecia en el análisis que vengo citando, es que el valor de las acciones en Bolsa viene en descenso y su precio en la misma es inferior al valor en libros. De un portafolio de 31 compañías inscritas e incluidas en la muestra estudiada, el precio promedio en Bolsa descendió de \$ 24,32 en 1970 a \$ 20,94 en 1974, es decir una baja del 24% a precios corrientes. En términos constantes para 1974 valdrían \$ 9.12 es decir una pérdida del 77% con respecto a 1970. El valor en libros del citado portafolio era en promedio en 1970 de \$ 37.33 lo que significa que el valor en Bolsa en dicho año era del 65% del mismo. En 1974 la relación bajó al 57%. Ajustado el valor en libros el precio en Bolsa sería el 25% de este.

Tomando en cuenta el índice de cotización de acciones que elabora la Bolsa, con base 100 en

1968, este alcanzó 128.4 en 1970, descendió en 1972 a 93.1 para situarse en 1974 en 99.6. Si este índice se deflacta, el valor real de la inversión en acciones pasaría de 100 en 1968 a 38 en 1974.

La perspectivas de la venta de acciones pueden ser muy oscuras si se tiene en cuenta que su rendimiento no resulta razonablemente atractivo frente a otras formas de inversión. La situación competitiva de las acciones en el mercado de valores es desfavorable, debido en buena parte al tratamiento tributario preferencial que reciben diversos papeles de renta fija.

En el también ya citado trabajo de los doctores Schlesinger Ricaurte y Ruiz Hernández, en cuadro elaborado por ellos sobre las tasas comparables de interés para diez clases diferentes de instrumentos para la captación de recursos a través del mercado de ahorro financiero, se aprecia cómo el rendimiento de las acciones que en 1964 era el más elevado, en 1974 es el más bajo: menos de 6%, frente a instrumentos tales como depósitos de ahorro, 12.6%; depósitos a término, 19.1%; certificados de depósito, 26.1%; cédulas del Banco Central Hipotecario, 23.3%; bonos de desarrollo económico, 25.4%; bonos de las corporaciones financieras y de empresas industriales, 18 a 26%; y desde luego CAT, 20.9 a 22.6%; UPAC más del 35%; y mercado extrabancario, desde 28% y hasta el 40%.

El ofrecimiento desordenado y sucesivo de ventajas a unos valores sobre otros, conduce a un verdadero caos en la asignación de recursos, favoreciendo transitoriamente a uno u otro sector, en perjuicio de los demás, demostrando de paso que el principal efecto de mayores rendimientos comparativos, no es en mucho la generación de ahorro sino su transferencia de un mecanismo financiero de captación a otro. Siguiendo con el estudio de Schlesinger y Ruiz esto también puede apreciarse en otro cuadro que muestra el flujo anual de recursos captados a través de los mismos activos financieros ya enumerados, de \$ 2.101 millones en 1963 a \$ 6.383 millones en 1971 y a \$15.501 millones en 1974, es decir un crecimiento promedio anual de 18.1% a precios corrientes. Pero a precios constantes, la cifra de 1971 se reduce a \$ 2.271 millones y la de 1974 a \$ 3.106 millones quedando la tasa de crecimiento real en 5.7%.

Es así como la baja rentabilidad de las acciones se debe a distorsiones en el mecanismo de precios. También las distorsiones de precios operan desventajosamente en forma distorsionante sobre los bienes y servicios que producen las mismas empresas y sobre sus insumos, afectando total y o parcialmente al menos a unos y otros, ya que los sistemas de control introducen serios trastornos que en última instancia inciden sobre la productividad y rentabilidad empresarial.

Se hace indispensable, así sea gradualmente, volver a dejar que opere el mecanismo de precios que en una economía social de mercado como la nuestra, es el que en última instancia regula la eficiente asignación de recursos.

La limitación en los niveles de precios afecta la producción y tarde o temprano se desbordan, generalmente con consecuencias más funestas de las que quisieron evitarse. La constitución de situaciones monopolísticas y de alzas inflacionarias en los precios, debe combatirse por otros medios que estimulen positivamente la producción.

Para concluir resumimos:

- I. Hay un aspecto relacionado con la baja magnitud del mercado bursátil de acciones, el cual es a la vez causa y efecto de su reducida importancia como fuente de recursos de las empresas. El país necesita extender la sociedad anónima.
- II. Se requiere difundir información relativa a la sociedad anónima y dar seguridad al público. Para ello debe propugnarse por el frecuente suministro de informes y la creación de una Comisión Nacional de Valores.

- III. Se hace indispensable adelantar una intensa campaña de promoción, particularmente mediante organismos adecuados como podrían ser las compañías de financiación en títulos valores y o secciones especializadas de los bancos y corporaciones financieras.
- IV. La menguada capacidad de ahorro de las personas y el bajo nivel de capitalización de las empresas, necesita subsanarse mediante modificaciones al sistema tributario que lo hagan compatible con la formación de capital, sin que sea afectado por la inflación de una manera tan gravosa como lo es actualmente.
- V. La pérdida en la rentabilidad de la sociedad anónima, la sitúa en posición muy desventajosa frente a otras alternativas de inversión y no le permite tampoco generar los propios recursos que necesita para su desarrollo. Por lo tanto, la economía colombiana debe volver a los cauces que le señala la economía social de mercado con una política de precios que no esté distorsionada por medidas de control artificial.

Cuadro N°. 8-1

VOLUMEN DE TRANSACCIONES

(Millones de \$)

Años	Acciones	Tasa de cambio	Indice de la tasa de cambio	Volumen de transacciones acciones a precios constantes
1930	3	1.04	100	3
1935	7	178	já.71	4
1940	12	1.75	168	7
1945	42	1.75	168	25
1950	102	1.96	183	54
1955	136	2.51	241	56
1960	175	6.65	659	27
1965	492	9.00	865	57
1970	1.199	18.48	1.777	67
1971	787	19.98	1.921	41
1972	693	21.91	2.107	33
1973	1.107	23.68	2.277	49
1974	1.215	26.11	2.511	48

Fuente: Bolsa de Bogotá
Bolsa de Medellín

Cuadro N°. 8-2

VOLUMEN DE TRANSACCIONES

(millones de \$)

Años	Acciones	Total	%del volúmen de acciones con relación al total
1940	12	24	50
1945	42	61	69
1950	102	175	58
1955	136	177	77
1960	175	326	54
1965	492	729	67
1970	1.199	1.973	61
1971	787	1.526	51
1972	693	2.172	32
1973	1.017	2.237	49
1974	1.215	4.877	25

Fuente: Bolsa de Bogotá
Bolsa de Medellín

Cuadro N°. 8-3

Años	N°. de Cías. vigiladas por la Super de Socied.	N°. de Cías. ins. en Bolsa	%	Capital pagado Cías vigiladas por Supersocied.	Capital pagado Cías inscritas en Bolsa	%
1940	795	31	4.0	357	99	28.0
1945	1.072	80	7.5	664	202	30.4
1950	1.352	95	7.0	1.526	481	31.5
1955	1.069	118	11.0	2.325	939	40.4
1960	1.285	150	11.7	4.744	1.860	39.2
1965	1.691	130	7.7	10.346	2.190	21.2
1970	1.762	133	7.5	17.036	4.456	26.2
1972	2.525	137	5.4	22.468	4.894	28.0

Fuente: Superintendencia de Sociedades y Bolsas de Valores

COMENTARIOS

Al trabajo "Capitalización de las Sociedades Anónimas"

Guillermo Perry Rubio

I. Consideraciones generales

La capitalización de las sociedades anónimas es una materia que debe ser abordada desde el punto de vista de su contribución al ahorro y la inversión globales, variables estas que inciden en forma definitiva en el crecimiento económico del país y constituyen los objetivos de política económica que son afectados en forma más directa por dicha capitalización.

El trabajo comentado se concentra en uno de estos aspectos, la captación de ahorro personal por parte de las sociedades anónimas, abordando tangencialmente el problema del ahorro bruto de las sociedades. El problema de la inversión, que a más de los aspectos considerados en el documento requeriría contemplar lo referente al crédito, no es objeto de discusión en el trabajo.

El comentario que sigue a continuación se concentra, en consecuencia, en los efectos de la tributación sobre el ahorro y su captación por parte de las sociedades anónimas. Asimismo, presenta algunas consideraciones sobre un tema que no se trata en el trabajo y que en mi opinión tiene una directa relación con la captación de ahorro por parte de las sociedades anónimas, cual es el de la concentración de la propiedad y el control de dichas sociedades.

II. Tributación

El efecto de la tributación sobre el ahorro debe considerar no solamente su incidencia sobre el ahorro personal y el ahorro de las empresas, sino sobre el ahorro público. En un trabajo presentado ante el Primer Simposio de Mercado de Capitales se demostraba cómo una reforma tributaria, como la efectuada en 1974, podía tener un efecto neto positivo sobre el ahorro global (1).

1. Tributación y ahorro personal

La escogencia, dentro de un plan de estabilización, de un balance adecuado del uso de instrumentos fiscales y monetarios, permite disminuir la demanda agregada con un efecto aceptable sobre la mezcla de consumo e inversión. En efecto, en ausencia de medidas fiscales, depender en forma exclusiva de la política monetaria para frenar un proceso inflacionario de demanda, conduciría a una

1. Véase Perry y Martínez: **Ahorro Público y Capitalización Social**, Primer Simposio de Mercado de Capitales.

disminución drástica del ritmo de inversión, a través de los efectos restrictivos en el crédito y sobre el costo efectivo de este. Por el contrario, el uso de medidas fiscales, especialmente de impuestos sobre el consumo (como el impuesto sobre las ventas, rubro que sufrió el mayor incremento con la reforma tributaria de 1974), ha permitido operar efectivamente sobre el proceso inflacionario sin reducir la disponibilidad de crédito, e inclusive, gracias a la acción conjunta con las reformas introducidas en el sistema financiero y en las tasas de interés del mercado institucional de capitales, con un aumento considerable de este.

Por otra parte, para evitar las altas tasas marginales reales del impuesto de renta sobre las personas naturales, y su efecto nocivo sobre el ahorro personal, como lo discute el trabajo en referencia, el gobierno presentó a consideración del Congreso el proyecto de ley N°. 24 de 1975.

Por último, como se discute en la ponencia de los doctores Hernando Gómez y Fernando Pardo, existen argumentos teóricos que parecen corroborados por la experiencia de varios países, en cuanto a que la inflación tiene un efecto negativo sobre el nivel de ahorro personal, e incluso del de las empresas. En consecuencia el impacto estabilizador de la reforma tributaria produce indirectamente efectos positivos sobre el nivel de ahorro personal.

2. Tributación y captación de ahorro personal por parte de las sociedades anónimas

2.1. Tratamiento comparativo con otras inversiones en activos financieros

En el último año se ha efectuado una nivelación de las tasas de rendimiento después de impuestos de los distintos activos financieros. En particular, el aumento en los beneficios tributarios otorgados a los dividendos recibidos por inversionistas pequeños y medianos, el gravamen a los papeles del gobierno, el gravamen parcial a los UPAC y la retención establecida a los títulos al portador, columna vertebral del llamado mercado extrabancario, sitúan la inversión en acciones en una posición más competitiva de la que tenía anteriormente (2).

2.2. El gravamen a las ganancias de capital y la renta presuntiva

Por otra parte, debe discutirse el efecto del impuesto de ganancias ocasionales sobre las ganancias de capital efectuadas en acciones. Debe señalarse que así como se gravan estas ganancias, se admiten las pérdidas respectivas en procesos de deterioro del precio de las acciones como el que ha ocurrido durante los últimos años. Asimismo, debe tenerse en cuenta que eliminar el gravamen a las ganancias de capital sobre las acciones, como lo propone el documento comentado, abriría de nuevo uno de los mayores canales de evasión legal que existían en el sistema tributario, a saber, la posibilidad de convertir ingresos gravables en ganancias de capital exentas a través de sociedades anónimas no productivas.

Finalmente, el gravamen a las ganancias de capital, en conjunto con la renta presuntiva mínima sobre el patrimonio, tienen un efecto fundamental sobre el control de evasión y la productividad de la tierra y el capital, en sectores diferentes al de sociedades anónimas, donde existe una mayor dificultad de control administrativo y una menor eficiencia. Es decir, esos dos impuestos, que tienen un efecto mínimo sobre las sociedades anónimas, deben analizarse en el contexto general del sistema tributario y de sus efectos en la economía nacional y no en una forma restrictiva como lo hace el trabajo citado. En cuanto a la renta presuntiva, se ha calculado que afecta a las sociedades anónimas como máximo en 1% de su tributación global, y que la mayor parte de este efecto recae sobre las sociedades anónimas no productivas.

2. Algunos sectores han solicitado un tratamiento para las acciones igual al del UPAC. Pues bien, el tratamiento para las acciones es mejor que para las UPAC. Por una parte, en ambos casos la valorización (corrección monetaria del UPAC), es gravada como ganancia ocasional en cuanto exceda del 8% anual. Los intereses y dividendos son gravados en forma idéntica para contribuyentes de niveles altos de patrimonio, pero los dividendos tienen una ventaja tributaria con respecto a contribuyentes de patrimonios medianos y bajos.

El accionista pequeño y mediano quedaría protegido de una doble aplicación de la renta presuntiva, de aprobarse el proyecto de Ley N°. 24 de 1975. Igualmente, la renta presuntiva mínima sobre las sociedades anónimas resulta indispensable para evitar que las sociedades anónimas cerradas se utilicen como medio para evadir el efecto de la renta presuntiva sobre las personas naturales, a través de una subvaloración comercial del valor del patrimonio invertido en ellas.

En resumen, el efecto de la renta presuntiva mínima y las ganancias ocasionales sobre la tributación de las sociedades anónimas y sus socios no afecta en forma importante a estas actividades. Se requiere mantenerlas o de lo contrario se desbarataría la estructura fundamental del nuevo sistema fiscal, ya que estas dos medidas constituyen sus pilares básicos siempre y cuando se apliquen en forma generalizada.

2.3. Impuestos de timbre

Existen sí, en el sistema tributario vigente, impuestos discriminatorios contra la captación de ahorro, en particular por parte de las sociedades anónimas, como es el caso de los impuestos de timbre sobre emisión de acciones y bonos por parte de estas sociedades, que el gobierno ha propuesto eliminar a través del proyecto de Ley N°. 28 de 1975.

3. Tributación sobre las sociedades anónimas

En primer lugar, conviene señalar que la reforma liberalizó los límites que afectaban varias deducciones, como en el caso de deducciones por salarios pagados, por incrementos en la reserva de depreciación, y por pérdidas en cambio y que permitió diferir pérdidas hasta por 5 años, con lo cual se procura que la tributación recaiga en forma exclusiva sobre la utilidad de las empresas y no sobre su acervo patrimonial, como preocupa al autor del trabajo en referencia.

3.1. Revaluación de activos para depreciación

Conviene discutir la propuesta de reajustar el valor de los activos, según el índice de costo de la vida, para propósitos de la deducción por depreciación. Conceptualmente es correcto procurar que el costo en el cual se base la reserva de depreciación sea el costo de reposición. No obstante, en general este costo no es igual al costo histórico ajustado por cualquier índice de precios internos. Se trataría de establecer el costo de reponer la misma capacidad productiva. Su valor estaría afectado, en consecuencia, en el caso de bienes de capital importados, por la tasa de devaluación y el precio internacional de los bienes de capital, el cual a su vez depende del progreso tecnológico en su proceso de producción. En esta forma habría que calcular ajustes diferentes para cada clase de equipo. Resultaría que para algunos la reserva por depreciación así calculada sería inferior a la reserva efectuada sobre la base del costo histórico. Los argumentos anteriores bastan para ilustrar el hecho de que si bien este debe ser un tema de investigación posterior, no se puede plantear en la forma simplista en que lo hace el documento.

En efecto, una revaluación según índices de precios internos, llevaría a una sobre-estimación de la reserva por depreciación, con consecuencias nocivas sobre el tipo de tecnología empleada, por cuanto se convertiría en un subsidio al uso de procesos muy intensivos en bienes de capital y a los sectores que utilizan dichos procesos.

3.2. La doble tributación

Otro tema que requiere investigación adicional es el de la llamada doble tributación. En primer lugar se plantea el problema de si debe o no haber doble tributación. Muchos autores consideran que debe haberla, no porque el gravamen a las utilidades de las empresas tenga que ver con la distribución

del ingreso, sino como un sistema de asignación de los costos de provisión de los servicios públicos. En efecto, se arguye que en buena parte los servicios del estado benefician directamente a las empresas.

En segundo lugar estaría la pregunta de si en efecto hay o no doble tributación. Por una parte, habría que determinar hasta qué punto el impuesto sobre la renta de las empresas se trasfiere a los consumidores de sus productos, puesto que en la medida en que esto sea así no hay doble tributación de ninguna clase. Por otra parte, el descuento por dividendos en la práctica elimina cualquier posible doble tributación para los inversionistas pequeños y medianos de la sociedad anónima.

Por último habría que considerar cuál es la forma correcta de obviar la doble tributación, si es que esto llegare a concluirse como deseable y se comprobara que efectivamente existe. Teóricamente deberían acumularse las utilidades no repartidas en cabeza de cada accionista a prorrata de sus acciones, para gravarlas como cualquiera otra renta, posiblemente manteniendo una retención elevada a nivel de la sociedad para asegurar el recaudo oportuno de los impuestos respectivos. Además de los problemas administrativos que el sistema representaría, debe tenerse en cuenta que este llevaría a un mayor gravamen total sobre los socios de ingresos altos y a uno menor sobre los socios de ingresos bajos, lo cual si bien estaría de acuerdo con los objetivos redistributivos del sistema tributario, dada la concentración existente en la tenencia de las acciones de sociedades anónimas colombianas, podría conducir a una tasa promedio más alta de gravamen que la actual con todo y "doble tributación".

No hay duda, sin embargo, que el actual sistema tiene efectos inconvenientes; por ejemplo, sobre la estructura de financiamiento de las sociedades.

Estos dos temas, el de costo de reposición para propósitos de la depreciación y el de la eliminación de la doble tributación, constituyen hoy objeto de debate internacional en el campo académico y pocos países se han aventurado a tomar decisiones definitivas al respecto, precisamente por su complejidad.

3.3. El nivel de la tributación

A lo anterior debe sumarse una consideración macroeconómica fundamental. Aproximadamente el 20% de los ingresos corrientes de la nación provienen de los impuestos sobre las sociedades anónimas. En consecuencia, si no se quiere una operación altamente deficitaria del presupuesto nacional, con sus secuelas inflacionarias, o una reducción importante en la inversión pública, con su incidencia sobre el desempleo y la prestación de servicios básicos, habría necesidad de buscar una fuente alternativa de recursos. Este aspecto también tendría que ser materia de una investigación completa respecto de los niveles de tributación de la sociedad anónima. Podrían estudiarse alternativas como las de un mayor gravamen a los sectores que tienen ventajas comparativas en el comercio internacional. Muchos países han adoptado este tipo de solución para elevar el nivel de recaudos fiscales.

4. Comparación con otras sociedades

Finalmente, conviene anotar que la reforma tributaria, en conjunto con el proyecto de ley N°. 24 de 1975, equilibran por primera vez los gravámenes de las rentas obtenidas a través de sociedades anónimas con las obtenidas a través de otro tipo de sociedades, como se ilustra en el cuadro adjunto.

III. Concentración, control y captación de ahorro personal por parte de las sociedades anónimas

Propongo que este tema se constituya en un campo de investigación intensiva. En efecto, cuando una sociedad anónima es controlada a través de otras, o por unas pocas personas, nada garantiza que el interés de quienes la controlan coincida con el de los accionistas pequeños y medianos, lo cual dificultaría el proceso de captación de ahorro por parte de dicha sociedad. Bien podría suceder que las personas o grupos que controlan la sociedad, prefieran mantener un capital bajo en ella y utilizar su poder de control para efectuar utilidades en las sociedades o negocios que comercian con ella. El problema adquiere una faceta nueva de comprobarse la hipótesis habitual de que el control procede de grupos financieros. ¿Qué interés tendrían estos grupos en modificar la relación capital-endeudamiento, si controlando un capital pequeño pueden orientarse las utilidades hacia el sector financiero a través del endeudamiento? Desde el punto de vista de los inversionistas particulares, ¿con qué confianza se adquieren acciones en sociedades controladas por terceros a quienes en un momento dado puede convenir hacer bajar el precio de las acciones o practicar una política restrictiva de distribución de dividendos? Estas son inquietudes que dejo para el estudio de futuras investigaciones en este campo.

IV. Conclusiones

En resumen, deseo subrayar la necesidad de enmarcar el estudio del problema de capitalización de las sociedades anónimas en cuanto a los objetivos generales del desarrollo económico. Existe cierto consenso en cuanto a que los instrumentos de política económica deben especializarse, para orientarlos al logro de aquellos objetivos particulares a los cuales puedan contribuir en forma más eficiente. No se debe discutir el manejo de un instrumento particular, como el de la política tributaria, enfocado con respecto a un problema específico como el de la capitalización de las sociedades anónimas.

Analizando el problema en la forma propuesta, no comparto las opiniones del documento en cuanto al gravamen de las ganancias de capital en la enajenación de acciones de sociedades anónimas ni en cuanto a la aplicación de la renta presuntiva mínima sobre el patrimonio. Estas deben mantenerse.

Por otra parte, temas como el de la llamada doble tributación y el de la revaluación de activos para reflejar su costo de reposición, deben ser materia de investigación más detallada, por la complejidad de los problemas envueltos. En cualquier caso, estos problemas deben analizarse a la luz de las alternativas de recursos fiscales disponibles.

Por último, creo que el documento pone un énfasis excesivo en la incidencia de los aspectos tributarios y no contempla otros temas de gran importancia para el problema en estudio, como es el de la estructura de la propiedad y el control en las sociedades anónimas.

TRIBUTACION CONJUNTA SOCIO-SOCIEDAD COMO PORCENTAJE DE LA RENTA

Renta Gravable	Tasa de Reversión de Utilidades	TASA MARGINAL SOCIOS 20% ¹		TASA MARGINAL SOCIO 50%	
		Antes de la Reforma ²	Con el proyecto de Ley 24/75	Antes de la Reforma ²	Con el proyecto de Ley 24/75
SOCIEDAD ANONIMA NACIONAL	30 %	27.0 %	Abierta 35.2% Cerrada 36.8%	51.1 %	Abierta 58 % Cerrada 59 %
	70 %	27.0 %	Abierta 35.2% Cerrada 36.8%	36.0 %	Abierta 44.9 % Cerrada 46.3 %
	30 %	41.0 %	Abierta 35.2% Cerrada 36.8%	61.4 %	Abierta 57.88 % Cerrada 58.92 %
	70 %	41.0 %	Abierta 35.2% Cerrada 36.8%	49.5 %	Abierta 44.92 % Cerrada 46.28 %
SOCIEDAD LIMITADA	200.000	27.21 %	34.0 %	54.5 %	55.0 %
	10.000.000	39.2 %	34.0 %	62.0 %	55.0 %
SOCIEDAD COLECTIVA	200.000	26.46 %	34.0 %	54.04 %	55.0 %
	10.000.000	29.25 %	34.0 %	55.78 %	55.0 %

1. Se tiene en cuenta el efecto de la antigua exención a los dividendos recibidos, así como del descuento correspondiente, para personas con patrimonio inferior a \$ 2 millones

2. A esta tasa habría de añadirse el **Impuesto de exceso de utilidades** y otros recargos, cuando fuese del caso.

Capítulo 9.

FUNCION Y PROBLEMAS DEL AHORRO A TRAVES DE TITULOS DE CAPITALIZACION*

Aníbal Fernández de Soto
Germán Lozano Enciso

I. Características y función de las capitalizadoras

1. Origen y función del ahorro a través de las capitalizadoras

1.1. Antecedentes de la ley orgánica de las sociedades de capitalización

Con posterioridad a la culminación de la Segunda Guerra Mundial, las autoridades colombianas juzgaron de especial importancia ampliar los mecanismos de captación de recursos financieros del país, en orden a impulsar mediante su colocación en actividades prioritarias, el desarrollo de la economía.

Para tal efecto, se estimó de especial importancia la adopción de sistemas utilizados con éxito en otros países latinoamericanos y los estudios adelantados sobre el particular por financistas connotados, en especial, los antiguos ministros de hacienda doctores Carlos Lleras Restrepo y Alfonso Araujo.

El sistema orientado a estimular el ahorro mediante la formación de capitales determinados; a cambio de desembolsos únicos o periódicos y con posibilidad de sorteos y la creación de un nuevo tipo de sociedades que lo administrara, se estimó, con base en la experiencia de Argentina, México y Brasil, como el más apropiado para las finalidades señaladas.

La Superintendencia Bancaria, a instancia del Ministro de Hacienda preparó y presentó a la legislatura de 1946 un proyecto de ley, encaminado a estructurar dicho sistema, iniciativa que por motivos diversos no fue aprobada por el Congreso.

1.1.1. Exposición de motivos del proyecto convertido en la Ley 66 de 1947. El día 31 de julio de 1947, el señor Ministro de Hacienda y Crédito Público presentó al Senado de la República un proyecto de ley, orientado a regular el sistema de capitalización y los organismos a los cuales se confiaría su manejo.

* Ponencia elaborada con base en el estudio "Títulos de Capitalización", de los doctores Hernando Gómez Otálora, Franklin Jurado y otros.

Los principales apartes de la correspondiente exposición de motivos, que se transcriben a continuación, revelan claramente los fundamentos y objetivos del proyecto, así:

“En la economía moderna las sociedades de capitalización constituyen uno de los factores más importantes de progreso”.

“Estas empresas canalizan el ahorro social y lo aplican al fomento de grandes obras públicas y privadas, al establecimiento de nuevas industrias, a construcciones urbanas de verdadero aliento, superiores, por la magnitud de los recursos que requieren, al esfuerzo individual.

“En la Argentina, en el Brasil, en México, para no citar sino los países de América del Sur donde han tenido mayor desarrollo, las sociedades de capitalización han hecho posible la realización de empresas que sin ese concurso no habrían podido surgir.

“Estas sociedades reúnen algunas de las características de las cajas de ahorro y otras de las compañías de seguros.

“Se asemejan a las primeras en cuanto a que el suscriptor o tenedor de un título de capitalización coloca por vía de ahorros determinadas sumas en la sociedad. Guardan similitud con las compañías de seguros, por cuanto que el suscriptor, lo mismo que el asegurado, queda obligado al pago de primas o cuotas unitarias o periódicas de un valor igual. Pero no pueden considerarse como organizaciones exactamente iguales a las unas o a las otras de tales empresas, de las cuales se diferencian también por varios aspectos. De las cajas de ahorro divergen en que una vez que se haya suscrito un título el tenedor contrae la obligación de consignar en las fechas convenidas sumas determinadas, con la facultad de rescate en ciertas condiciones previstas en el contrato respectivo y con derecho a participar en sorteos ordinarios o extraordinarios. Tiene también la ventaja de que el depositante o tenedor del título puede obtener, con garantía de este, préstamos en condiciones excepcionales de interés y de plazo”.

“Del contrato de seguros se diferencian en que ninguna de las partes asume riesgo alguno, y por consiguiente los términos del contrato pueden ser mucho más liberales. El contrato de capitalización, a diferencia del seguro, no es aleatorio” (1).

Sometido el proyecto a los trámites constitucionales fue rápidamente evacuado habiendo sufrido algunas modificaciones adjetivas, que en verdad mejoraron su estructura, y se convirtió en ley al producirse su sanción el 23 de diciembre de 1947.

1.1.2. Finalidades de la Ley 66 de 1947. Como se desprende del texto de la ley y de la historia fidedigna de su establecimiento, los principales objetivos de la Ley 66 son los siguientes:

- a) La creación de un nuevo tipo de intermediario financiero denominado “Sociedades de Capitalización”, sometido en lo referente a su organización y funcionamiento a las previsiones establecidas para los establecimientos bancarios por la Ley 45 de 1923.
- b) El establecimiento de una modalidad específica de ahorro contractual, por virtud del cual se conviene entre el ahorrador y la sociedad, la constitución de un capital determinado.
- c) La perspectiva de estipular un sistema de reembolso anticipado, mediante sorteos, que permitan al suscriptor recibir como premio el valor del contrato y otras ventajas de carácter patrimonial.
- d) La extensión de los principios generales en materia de reservas técnicas y otros procedimientos propios de las compañías de seguros.

1. Leyes autógrafas 1947. Tomo III. Archivo del Congreso. Folios 272 a 274.

- e) La determinación exacta de las operaciones de crédito o inversión, susceptibles de efectuarse con base en los recursos captados por el sistema

Como puede observarse, se reglamenta con propiedad y precisión los aspectos fundamentales relacionados con las fuentes y usos de los recursos, con la finalidad principal, de dotar de seguridades a los inversionistas y de orientar hacia actividades benéficas para la economía los fondos percibidos.

1.2. Los títulos de capitalización, uno de los instrumentos más importantes de progreso en nuestra sociedad

Como se anota acertadamente en la exposición de motivos, las sociedades capitalizadoras cumplen la gran función de canalizar ahorro social, pero esas compañías no sólo cumplen la tarea de invertir capitales en grandes obras, públicas y privadas, y en el fortalecimiento del capital de la industria colombiana sino que las capitalizadoras cumplen con exclusividad la función de repartir ese ahorro tan difícilmente captado, en manos de sus asociados, permitiendo la formación de nuevos pequeños capitales, estimulando el espíritu de acumulación y forjando nuevos pequeños empresarios.

1.3. Las capitalizadoras, instrumentos dinámicos y agresivos en la búsqueda del ahorrador

Las capitalizadoras, también con exclusividad, son un elemento activo en búsqueda del ahorro. Mediante un ejército de vendedores previamente formados, las capitalizadoras buscan a la gente en la fábrica, en el hogar, en la oficina, para ilustrarlo sobre la importancia del ahorro, la necesidad de prevención económica para años futuros, las ventajas de una acumulación ordenada de las pequeñas sumas sustraídas a los gastos domésticos cotidianos. Hay que afirmar que las capitalizadoras son el instrumento que más vivamente actúa para despertar, inculcar y sustraer el ahorro de las gentes marginadas del mundo de las inversiones.

2. Características generales de las fuentes y usos del ahorro en las capitalizadoras

2.1. Quién ahorra en las capitalizadoras

En general, el ahorrador en las capitalizadoras se identifica como una persona de ingresos medios y de estratos socio-económico medio o medio-bajo. Su nivel de ingresos y sus características socio-económicas más comunes lo colocan claramente dentro de un grupo de individuos de alta propensión al consumo, a quien en general el hábito de ahorrar le es desconocido. El sistema de capitalización les ofrece a estos individuos un incentivo para guardar la disciplina que conlleva el ahorro, captando así recursos que, de otra manera muy probablemente serían consumidos o perdidos en juegos de azar. Así lo dice la experiencia de los promotores de la capitalización y lo corroboran estudios técnicos recientemente adelantados por el Banco de la República (2).

Del estudio en mención, extraemos los siguientes resultados:

- a) El ahorrador típico en títulos de capitalización... es un hombre de aproximadamente 35 años de edad, que vive en Bogotá o en una ciudad de más de 100.000 habitantes, que ha terminado bachillerato, casado, y en uno de cada tres casos soltero, con un promedio de 3 hijos y una persona adicional a su cargo, de estrato socio-económico medio y que vive en un barrio clasificado también como de estrato medio-bajo, cuya casa puede tener un avalúo de alrededor

2. Alfredo Ocampo, Lucía Villamizar, *El Ahorro y la Gente en Colombia*. Banco de la República. Bogotá 1974.

de \$ 200.000.00, con un ingreso promedio de \$ 5.000 mensuales, quien preferencialmente conoce los planes de ahorro de los bancos, de las cajas de ahorro y de las compañías de seguros; bien puede ser un profesional, un oficinista o estar dedicado al comercio, **a quien se le ha inculcado el hábito de ahorrar***, que preferencialmente ahorra cada vez que recibe su sueldo y lo hace principalmente para formar un capital (3).

- b) El 55% de los ahorradores en títulos se autclasifican como pertenecientes a un estrato medio, mientras que la clasificación por barrios de residencias es del 29.3% medio bajo y 26.0% medio (4).
- c) El 59.4% de los ahorradores devenga un ingreso mensual de \$ 6.000 o menos, y el 28.9%, más de la cuarta parte, percibe menos de \$ 2.500.00; sin embargo, dentro de la muestra seleccionada, estos ahorradores (el 59.4%) tiene solamente el 24.19% del ingreso total declarado por la muestra. Así pues, aunque la participación según número de ahorradores es mayor para ingresos inferiores a los \$ 6.000.00 mensuales, los 4 deciles superiores de la muestra tienen entradas que constituyen más del 75% del total de ingresos. Estos resultados vienen a ratificar no sólo la definición del ahorrador en títulos sino la función socioeconómica que hemos descrito para las capitalizadoras (5).

2.2. La formación de capital y las capitalizadoras

Como resultado de los aportes de los tenedores de títulos de capitalización, las compañías capitalizadoras generan ahorros cuyos beneficios son de amplia significación social. De una parte está el ahorro que se toma en cuenta para medir el ahorro institucional y que técnicamente corresponde a las reservas matemáticas. De otra, está el ahorro que periódicamente revierten las capitalizadoras a las personas o familias, que a diferencia de los reflujos o egresos de los depósitos de ahorro que tienden a convertirse en consumo, cobran la forma de pequeños capitales.

El aporte en forma de ahorro institucional o reservas matemáticas que muestran las capitalizadoras durante los últimos cuatro años, corresponde a los índices más bajos del crecimiento de las distintas formas de ahorro del mercado; el sistema registró un aumento anual promedio del 13.9%. Las reservas matemáticas de las compañías pasaron durante dicho período de \$ 1.256.2 millones a \$ 1.956.4 millones, crecimiento que, si bien bastante moderado, marcaba una pauta tenida del sistema de capitalización dentro del mercado de capitales (cuadro 9-1).

Cuadro N° 9-1

RESERVAS TECNICAS-CAPITALIZADORAS

Año	Millones de pesos
1970	1.114.9
1971	1.256.2
1972	1.371.8
1973	1.604.6
1974	1.956.4
1975 (junio)	1.975.3

FUENTE: Superbancaria

- * El subrayado es nuestro.
3. Id. página 482 a 485.
4. Id. página 482 a 485.
5. Id. página 482 a 485.

En cuanto al ahorro no institucional, entregado por las compañías a los participantes en el sistema durante los últimos cuatro años, alcanzó un monto de \$ 3.493.2 millones con un incremento anual promedio del 10.4% (cuadro 9-2).

Cuadro N°. 9-2
MONTO DE CAPITALES ENTREGADOS
POR LAS COMPAÑÍAS DE CAPITALIZACION

(1970 - 1974)

(millones de \$)

Valores reconocidos s/títulos	1970	1971	1972	1973	1974
Sorteados	72.7	84.0	98.8	117.6	131.3
Vencimientos	197.5	247.4	347.0	386.3	401.5
Rescisiones	184.4	289.3	327.6	314.1	369.3
Cupones	67.7	76.3	76.6	75.0	62.1
Bonificaciones	5.4	8.4	20.0	26.0	34.6
TOTAL	527.7	705.4	870.0	919.0	998.8

FUENTE: Superbancaria.

De este comportamiento se deduce que, no obstante la peculiar e importante función que cumple el sistema de capitalización en la formación interna de capital, no han existido estímulos que le permitan un desarrollo importante acorde con su función. Las condiciones y limitaciones dentro de las cuales opera el sistema de capitalización constituyen el tema de la segunda parte de esta ponencia.

2.2.1 Tendencias recientes en el mercado de capitales. Como ya lo anotamos, el crecimiento del ahorro en las capitalizadoras ha sido importante en significado económico pero débil en su magnitud.

Pero, particularmente preocupante se tornan los resultados que arroja este sistema de ahorro en el último semestre y puede decirse que alarmante si se compara con las tendencias que muestran otras importantes formas de ahorro del mercado.

En efecto, en el primer semestre de este año el ahorro, a través de las capitalizadoras, presenta el resultado más débil que jamás haya registrado. En el semestre, las reservas matemáticas de las capitalizadoras aumentaron en la irrisoria suma de \$ 18.5 millones equivalente a un incremento de 0.9% con relación a diciembre de 1974. Mientras que las cuentas de ahorro aumentaron en \$ 2.892 millones o sea 36.9% los certificados de depósito a término en los bancos \$ 2.007 millones, equivalente al 75.9%, y las cuentas en UPAC \$ 3.758 millones o sea 45.1% de aumento en el semestre (cuadro 9-3).

Como intentamos demostrar en la segunda parte de esta ponencia, la explicación más racional se encuentra en el régimen de inversiones forzosas a que están sometidas las capitalizadoras, lo cual produce como efecto una baja rentabilidad en las operaciones de las capitalizadoras y termina reflejándose en que, además de la limitación legal, las capitalizadoras no pueden ofrecer tasas atractivas de interés al ahorrador en títulos de capitalización.

Cuadro N°. 9-3

ALGUNOS RESULTADOS DEL AHORRO EN EL
PRIMER SEMESTRE DE 1975

(millones de \$)

	Diciembre 1974	Junio 1975	Variación %
Cuentas de ahorro	7.827	10.719	36.9
Certificados de depósitos a término	2.642	4.649	75.9
UPAC	8.325	12.083	45.1
Reservas matemáticas (Capitalizadoras)	1.956	1.975	0.9

FUENTE: Superbancaria

2.3. Estructura de las inversiones de las capitalizadoras

Los recursos captados por las capitalizadoras están orientados:

- a) hacia la financiación de créditos hipotecarios,
- b) préstamos, o más exactamente anticipos sobre los montos capitalizados,
- c) inversiones en valores mobiliarios, voluntarias y forzosas,
- d) inversiones en bienes raíces.

De estas operaciones se deben agrupar como voluntarias solamente las inversiones realizadas en valores mobiliarios del mercado libre y las efectuadas en bienes raíces.

En los préstamos hipotecarios y los anticipos sobre los títulos hay tendencia a clasificarlos como inversión voluntaria, pero la realidad es que estos créditos son de carácter forzoso para las capitalizadoras, pues están atadas al contrato celebrado entre la capitalizadora y el tenedor del título, siendo un importante atractivo que se le ofrece al capitalizador. Es decir, que si bien no son inversiones forzosas desde el ámbito legal, lo son de carácter contractual.

Esta clasificación es de suma importancia para interpretar objetivamente la estructura de las inversiones de las capitalizadoras en voluntarias y obligatorias. De otra manera si se tomaran los préstamos de las capitalizadoras como operaciones voluntarias de las compañías, parecería no tener sentido financiero, que las compañías comprometan sus recursos en operaciones de tan baja rentabilidad, pues como es sabido por todos, estos créditos son concedidos al ahorrador a una tasa del 12% cuando es anticipo sobre lo ahorrado y del 18% (6) si se trata de un préstamo hipotecario.

Así clasificadas las inversiones, encontramos que las compañías capitalizadoras comprometen más del 60% de sus recursos en operaciones de carácter forzoso y por lo tanto, en inversiones de baja rentabilidad.

El porcentaje que presenta la inversión obligatoria-legal dentro del total de las inversiones parecería no ser importante, pues dicho porcentaje era del 11% en 1971, pero el carácter gravoso de estas inversiones resalta si se tiene en cuenta, de una parte, su tendencia sostenida de aumento en los

últimos 4 años hasta alcanzar el 16.1% del total de las inversiones en 1974, y de otra parte que este porcentaje de inversión obligatoria (hoy concentrada en Bonos del Instituto de Crédito Territorial y con una remuneración efectiva del 6.6.% después de la reforma tributaria) viene a sumarse a un 46.1% de los recursos de las capitalizadoras que se encuentran forzosamente comprometidos en préstamos también a bajas tasas de interés por razones que explicábamos atrás ver cuadro 9-10 .

Cuadro N°. 9-10
ESTRUCTURA DE LAS INVERSIONES
(millones de \$)

	1971	%	1972	%	1973	%	1974	%
1. TOTAL INVERSIONES	1.469.2	100.0	1.566.7	100.0	1.861.0	100.0	2.149.9	100.0
a) Voluntarias	564.5	38.4	607.6	38.8	728.0	39.1	808.0	37.8
Subtotal forzosas	904.7	61.6	959.1	61.2	1.133.0	60.9	1.331.9	62.2
b) Inversiones forzosas (Decreto)	161.0	11.0	197.2	12.6	282.3	15.2	345.2	16.1
c) Inversiones forzosas (Contractual)	743.7	50.6	761.4	48.6	850.7	45.7	986.7	46.1
2. TOTAL INVERSIONES MOBILIARIAS*	547.4	37.3	600.2	38.3	773.4	41.6	88.9	41.5
a) Inversiones mobiliarias forzosas	161.0	11.0	197.2	12.6	282.3	15.2	345.2	16.1
b) Inversiones mobiliarias voluntarias	386.4	26.3	403.0	25.7	493.1	26.4	543.7	25.4
3. TOTAL PRESTAMOS (Obligatorios contractual)	743.7	50.6	761.9	48.6	850.7	45.7	986.7	46.1
a) Hipotecarios	327.7	22.3	347.4	22.2	361.5	19.4	373.9	17.5
b) Sobre títulos	416.0	28.3	414.5	26.4	489.2	26.3	612.8	28.6
4. BIENES RAICES	178.1	12.1	204.6	13.0	234.9	12.6	264.3	12.3

* Descontando protección para desvalorizaciones

FUENTE: Gómez Otálora. Franklyn Jurado y otros: **Títulos de capitalización.** Cálculos FASECOL.

II. Problemas de las capitalizadoras

1. La baja remuneración reconocida al ahorrador

1.1. La rentabilidad para el ahorrador en títulos

Practicada una evaluación de la rentabilidad que le reporta actualmente al ahorrador un título de capitalización, se llega a la conclusión de que su participación y su permanencia en este sistema de ahorro, se debe al gran esfuerzo que hacen las compañías para mantenerse en el mercado y a la motivación que se logra mediante el atractivo de los sorteos.

En efecto, no existe la menor posibilidad de competencia de los títulos de capitalización frente a los demás instrumentos de captación que se ofrecen en el mercado, pues como ya lo anotamos atrás, la tasa máxima que pueden ofrecer las capitalizadoras es del 8%, la cual es menos de la mitad de la

tasa efectiva que ofrece el sistema de ahorro más cercano (las cajas de ahorro), que es del 17% anual (7).

Es evidente que cuando se mide la rentabilidad de los títulos de capitalización bajo el supuesto de que si sale favorecido en sorteo, la rentabilidad que se obtiene es alta y tiende a ser mayor cuanto menor sea el número de cuotas pagadas. Una ilustración sobre este resultado nos la da el cuadro 9-6, en el que se obtienen rentabilidades nominales para 36 planes de capitalización. Pero la rentabilidad obtenida por quienes ganan los sorteos no puede tomarse como indicador de la rentabilidad de los títulos de capitalización, pues es sobreentendido que quienes obtienen ese rendimiento es apenas un 5 o 10% de los participantes en un plan.

De manera que, si bien el sorteo es el gran atractivo mediante el cual las capitalizadoras procuran la atracción y la permanencia de ahorradores en títulos, este no termina favoreciendo sino a un reducido número de participantes en el sistema. Esta circunstancia es bastante peligrosa para la sobrevivencia del sistema de la capitalización, pues si no se garantiza un margen de rentabilidad nominal y efectiva atractiva, distintos al sorteo, es de esperar una deserción paulatina de esta categoría de ahorradores, como ocurriera otrora con las Unidades de Inversión.

1.2. Rentabilidad real-corrector del factor inflacionario

Hemos comentado las rentabilidades nominal y efectiva que reciben los participantes en planes de capitalización, sin hacer alusión al efecto que sobre ellas tiene el factor inflacionario, el cual deteriora aún más la alternativa de los títulos como inversión.

Para el contexto nacional, la inflación ha tenido en los últimos 10 años una tasa promedio del 13% anual, que en los últimos años ha sido mucho más alta. Al descontar el efecto inflacionario ya sea del promedio del 13% hasta ahora registrado, o el 35% del año 1974, las rentabilidades reales tendrán un máximo del -9.52% o del -31.52% anual respectivamente. En ningún caso se registrará una tasa efectiva real positiva para aquellas personas que no se ganen un sorteo ver cuadro 9-4 .

El agravante inflacionario, sumado a la baja rentabilidad nominal de todos los planes, nos indica que no hay en el mercado un papel o instrumento que ofrezca rendimientos nominales tan bajos o rendimientos reales negativos de la magnitud común a los planes de capitalización.

En conclusión, el análisis de las rentabilidades efectivas y reales de los títulos de capitalización y su comparación con el obtenido de otras fuentes de ahorro confirma claramente que en las condiciones actuales el principal atractivo, en términos reales el único, que pueden ofrecer las capitalizadoras al ahorrador es la posibilidad de ganar un sorteo.

2. La legislación tributaria y sus efectos sobre la rentabilidad de los títulos de capitalización

Como lo anotábamos anteriormente, la rentabilidad real de todos los títulos de capitalización es negativa para aquellos no favorecidos en los sorteos. Solamente es favorable para el pequeño número de participantes que resultan favorecidos en el sorteo, de ahí que en el momento sea este el atractivo sobre el cual las compañías capitalizadoras hacen énfasis para promover la capitalización. Pero esta última ventaja que ofrecía el sistema también ha sido recientemente minada mediante el establecimiento de gravamen de ganancia ocasional (Decreto 2348/74) para los premios recibidos por los ganadores en sorteos y especialmente por la forma poco lógica como se reglamentó dicho gravamen (Decreto 187/75).

$$(7) = \left(\frac{1 + ti}{4} \right)^4 - 1$$

En efecto, el Decreto 2348/74 establece como base para el cálculo de la ganancia ocasional el premio recibido por los ganadores de los sorteos menos las cuotas pagadas.

$$\begin{aligned}
 & \text{siendo} \quad O = P - C \\
 & \quad \quad P = B + N \\
 & \quad \quad O = B + N - C \qquad (1) \\
 & \quad \quad P \text{ es el premio} \\
 & \quad \quad B \text{ las bonificaciones y} \\
 & \quad \quad N \text{ el valor nominal} \\
 & \quad \quad C \text{ cuotas pagadas}
 \end{aligned}$$

El decreto reglamentario 187 de 1975, artículo 112, elaboró el concepto del premio **P** para incluir en él no solamente el valor nominal y las bonificaciones recibidas sino también el valor de rescate de manera que la base para determinar la ganancia ocasional **O**, queda según este decreto así:

$$\begin{aligned}
 & \quad \quad \quad O = P - C \\
 & \text{pero} \quad P = B + N + R \\
 & \text{y por consiguiente} \quad O = B + N + R - C \qquad (2)
 \end{aligned}$$

La diferencia en la base para la determinación de la ganancia ocasional según el decreto legislativo 2348 de 1974 y el decreto reglamentario 187 de 1975 está dada por la diferencia entre las ecuaciones (1) y (2), es decir, **la inclusión del valor de rescate R como parte del premio**. Esta discrepancia es analizada detenidamente desde el aspecto económico en el numeral siguiente.

2.1. El valor nominal y el rescate como ganancia ocasional

Considerar el valor de rescate como parte del premio recibido por los ganadores de sorteos de títulos de capitalización, contradice claramente el concepto de lo que se considera comúnmente un premio obtenido mediante eventos fortuitos. Esto es así porque, al igual que los ahorradores en otras fuentes como cajas de ahorro, el valor de rescate corresponde a fondos ya aportados por el ahorrador que están a su disposición, en el momento en el cual lo desea.

Cuando un individuo sale favorecido en un sorteo recibe, en la mayoría de los casos, el valor nominal del título y el de rescate que le correspondería si se hubiera de retirar en ese momento.

Es claro, por consiguiente, que la cantidad recibida al ganarse el sorteo está compuesta de dos elementos: Uno que proviene de salir favorecido en un evento fortuito y que corresponde al valor nominal y a las bonificaciones, si las hay; otro, que es un derecho exigible en cualquier tiempo por el poseedor del título y que se representa por el valor de rescate. El primer elemento está claramente determinado por un evento aleatorio; el segundo no lo es ya que corresponde a fondos cuya disponibilidad depende sólo de la voluntad del ahorrador.

Considerar que la totalidad de la cantidad recibida al ganar un sorteo proviene, o está determinada, por un evento aleatorio es erróneo. El valor nominal y las bonificaciones si las hay, sí son determinadas por la rueda del sorteo; el de rescate no lo es en ningún caso.

Por consiguiente, el cálculo de la rentabilidad nominal para los ganadores de los sorteos debe hacerse con base en el premio recibido, definiéndose este como el valor nominal **N**, las bonificaciones **B** si las hay; de ninguna manera debe incluir el valor de rescate. Dicho cálculo aparece en el cuadro 9-5 y corresponde a la noción de premio establecido en el decreto legislativo 2348 de 1974.

2.2. El valor nominal como ganancia ocasional

El valor de rescate no debe ser incluido como parte del premio ni por lo tanto gravado como ganancia ocasional. Así pues, el premio corresponde en realidad únicamente al valor nominal del título ya que la disponibilidad de los fondos por él representados no depende de la voluntad del ahorrador sino hasta el momento en el cual este acabe de pagar todas sus cuotas, o sea cuando el valor de rescate es igual al valor nominal.

Al excluir el valor de rescate del premio obtenido por los favorecidos en los sorteos de títulos, se obtienen las rentabilidades que aparecen en el cuadro 9-5. Estas son generalmente altas para los primeros sorteos y para los intermedios. Pero para los finales, como se puede apreciar en el mismo cuadro, dicha rentabilidad es baja, ya que corresponde al mismo caso de no ganar el sorteo y obtener el valor nominal del título mediante el pago cumplido de las cuotas. Claro está que si se suma el valor de rescate recibido, la rentabilidad efectiva sube de nuevo (véase cuadro 9-6), pero aunque en la mayoría de los casos fluctúa entre el 15% y el 40% anual, registra en otros niveles tan bajos como el 1.13% anual.

Las anteriores observaciones llevan a la conclusión de que la ganancia percibida por el valor nominal en un sorteo de títulos de capitalización es claramente una función decreciente del tiempo transcurrido a partir del primer sorteo. La ganancia obtenida en los primeros sorteos es de una magnitud tal que tiene las características de ocasional. Pero a medida que se aproxima la madurez del título, la rentabilidad decrece rápidamente, de modo que los ganadores de los últimos sorteos devengan cantidades que guardan una relación comparable con los aportes realizados y con el tiempo transcurrido a partir de la primera cuota.

Como la rentabilidad para los ganadores decrece rápidamente la base para determinar la ganancia ocasional causada lo hace de una manera similar y por lo tanto el cálculo del gravamen debe tener en cuenta, para que sea justo, la magnitud cada vez menor de la misma a través del tiempo. Este análisis se realiza a continuación a la luz del decreto legislativo 2348 de 1974 y del decreto reglamentario 187 de 1975.

2.3. Bases para la determinación de la ganancia ocasional

Se han establecido claramente dos puntos básicos en el estudio de la rentabilidad para los ganadores de títulos de capitalización: a) que el valor de rescate R no puede ser incluido dentro del concepto de premio recibido y b) que la rentabilidad nominal obtenida por el ganador del sorteo decrece rápidamente a través del tiempo, a medida que aumentan sus aportes por cuotas pagadas. A continuación comparamos estos dos puntos con la legislación tributaria vigente, según el decreto legislativo 2348 de 1974 y el decreto reglamentario 187 de 1975.

En el gráfico 9-I vemos una representación geométrica de las dos bases para el gravamen de ganancia ocasional según se siga el decreto legislativo o el reglamentario.

En dicho gráfico la distancia $t_n B = t_n N$ representa el valor nominal en pesos que recibe el ganador de cualquier sorteo. La línea BN nos da dicho valor nominal a través del tiempo hasta la madurez del título t_n .

Por otra parte, las cuotas pagadas están representadas por la línea RD ; a medida que transcurre el tiempo el valor acumulado de dichas cuotas se aproxima al valor nominal N del título. La línea SN representa el valor de rescate o de cesión del título, que está siempre a la disposición del tenedor del mismo, crece a medida que se aportan más cuotas, hasta llegar a ser igual al valor nominal a la madurez del título t_n .

Según el decreto legislativo 2348 de 1974, la base para la determinación de la ganancia ocasional O está dada por el premio recibido menos las cuotas pagadas o sea:

$$C = B + N - C \tag{1}$$

donde el premio es igual al valor nominal N más las bonificaciones B si las hay.

En el gráfico 9-I se ha considerado un caso sin bonificaciones ya que su exclusión no resta validez alguna al presente análisis. Allí la base para la determinación de la ganancia ocasional según el decreto legislativo 2348 de 1974 viene dada por el área comprendida entre los puntos BRDN ya que corresponde a la diferencia entre el área $BT_1 Nt_n$ (el valor nominal a través del tiempo) y las cuotas pagadas $Rt_1 Dt_n$.

Por su parte, el decreto reglamentario 187 de 1975 amplía la base para la ganancia ocasional al incluir erróneamente en el premio el valor de rescate de modo que:

$$O = B + N + R - C \tag{2}$$

En el gráfico vemos el efecto de este decreto: la línea BF es paralela a la línea SN que representa el valor de rescate. La línea BF nos da por consiguiente el monto, a través del tiempo, del valor nominal N más el rescate R.

La base para la determinación de la ganancia ocasional según el decreto reglamentario y la ecuación (2) está dada por el área comprendida entre los puntos RBFD ya que corresponde a la diferencia entre el área $Bt_1 Ft_n$ (el valor nominal y el de rescate a través del tiempo) y las cuotas pagadas $RT_1 Dt_n$.

La base para la determinación de la ganancia ocasional según el decreto reglamentario excede a aquella determinada según el decreto legislativo por el área comprendida entre los puntos BNF, y como se puede observar es constante a través del tiempo.

Del anterior análisis se observa con claridad cómo el decreto reglamentario 187 de 1975 no toma en cuenta en absoluto el hecho de la rentabilidad nominal decreciente a través del tiempo obtenida por el ganador del sorteo. Según este decreto, da lo mismo, en términos de ganancia ocasional, ganar el primer sorteo que el último ya que la base en los casos BR y FN es exactamente la misma, apreciación que riñe por completo con la realidad como ya ha sido determinado.

El decreto legislativo 2348 de 1974 por su parte evita sabiamente la anterior inconsistencia y toma en cuenta, aunque de una manera aproximada, la decreciente rentabilidad nominal a través del tiempo para los ganadores del sorteo. En efecto, este decreto diferencia entre el ganador del primer sorteo y el de los subsecuentes, quienes obtienen cada vez una rentabilidad menor y una ganancia menor; así, la base para la ganancia ocasional del ganador del primer sorteo viene dada por la línea BR, mientras que para el ganador del último sorteo es únicamente ND, que es mucho menor que BR y que justamente toma en consideración la menor rentabilidad recibida por este último ganador.

En conclusión, el decreto reglamentario 187 de 1975 peca no solamente al incluir como parte del premio recibido el valor de rescate sino que al hacerlo ignora la realidad de la rentabilidad decreciente a través del tiempo de los sorteos de títulos, gravando así injustamente con la misma base a los primeros ganadores que a los últimos. El decreto legislativo por su parte no solamente excluye acertadamente el valor de rescate como parte del premio, sino que al hacerlo crea una base que decrece a través del tiempo para la determinación de la ganancia ocasional y que refleja, así sea aproximadamente, la realidad de la rentabilidad obtenida por los ganadores de los diversos sorteos.

2.4. La ganancia ocasional real para los favorecidos en un sorteo

Hasta el momento se ha calculado la rentabilidad nominal recibida por los ganadores de sorteos con una consideración cualitativa de los efectos que la inflación de los últimos años puede tener en dicha rentabilidad. Sin embargo, falta establecer qué parte del premio recibido constituye una ganancia ocasional y qué parte constituye un retorno normal a la inversión de las cuotas.

El ganador de un sorteo recibe una rentabilidad nominal que depende inversamente del número de cuotas que ha pagado, de manera que su utilidad disminuye rápidamente a medida que se aproxima la madurez del título. Esto es así a pesar de que en los cálculos de rentabilidad que aparecen en los cuadros 9-5 y 9-6 no se ha considerado la erosión inflacionaria como tampoco el costo de oportunidad de las cuotas invertidas en el título de capitalización.

Como costo de oportunidad de las cuotas invertidas, se entiende el interés que el tenedor del título hubiera devengado al encauzar las sumas correspondientes hacia otras fuentes de captación de ahorro. Así por ejemplo, el costo de oportunidad con respecto a las cuentas de ahorro para el tenedor de un título de \$ 1.000 de valor nominal, a 12 meses y con cuotas mensuales de \$ 83 será la diferencia entre la rentabilidad obtenida al recibir el valor nominal (ya sea por sorteo o por maduración) y la rentabilidad obtenida en los depósitos de ahorro al transcurrir el mismo período al invertir en ellas la misma cantidad.

El costo de oportunidad corresponde en este caso a la diferencia entre la tasa efectiva ofrecida por una cuenta de ahorros y la recibida por el tenedor del título ya sea a su madurez, o en el momento de ganarlo.

Si se combina el costo de oportunidad de las cuotas invertidas con el deterioro causado por la inflación sobre las cantidades recibidas por el tenedor de un título, tenemos un fundamento real para determinar qué proporción de lo recibido es una ganancia ocasional, o sea, una ganancia por encima de aquella que se esperaría obtener normalmente de un activo financiero.

Ello es así porque definir como ganancia ocasional la totalidad del valor nominal del premio recibido, excluiría injustamente la erosión de dicho premio causada por la inflación, así como la realidad del rendimiento que la inversión de dichas cuotas en otros activos hubiera traído con toda certeza al tenedor del título.

Existe un indicador respecto al interés de equilibrio de una inversión en el mercado de capitales colombiano, que tiene en cuenta, tanto el factor inflacionario como el rendimiento promedio del capital en Colombia. Este indicador fue estimado en el 23% anual (8), y se puede interpretar como el rendimiento nominal promedio que se puede esperar de una inversión, para compensar el deterioro inflacionario y obtener un rendimiento real igual al del promedio de los activos financieros del país.

Con base en este indicador se podría definir la ganancia ocasional obtenida por el favorecido en el sorteo de un título de capitalización como la diferencia entre la rentabilidad nominal obtenida por dicho ganador y la rentabilidad que hubiera obtenido al invertir sus cuotas a una tasa anual promedio del 23%. De esta manera, si la rentabilidad es mayor que el 23%; aquella parte por encima de esta cifra sería ganancia ocasional; si es igual o inferior, no habría entonces ganancia ocasional.

El cuadro 9-7 presenta el cálculo de la ganancia ocasional así definida por cada \$ 1.000 de premio obtenido por los ganadores de sorteo. El cálculo se ha hecho determinando la cantidad Q que recibiría

8 Véase Gómez O. Hernando, y Pardo V. Fernando. "Las tasas de interés en Colombia -Perspectiva General", en el Mercado de Capitales en Colombia- Banco de la República. 1973.

el tenedor del título al colocar sus cuotas R a un interés de oportunidad i_0 igual al 23 % menos el interés que recibe si no gana ningún sorteo (9).

Esta cantidad Q corresponde al rendimiento que se recibiría a una tasa real de equilibrio. Al hallar la diferencia entre el premio recibido (B + N) y Q, se obtiene la cantidad ganada O en exceso de un rendimiento normal O, cantidad que se puede asimilar al concepto de ganancia ocasional.

Observamos cómo la base para la determinación de la ganancia ocasional es ya bastante modesta para los ganadores del sorteo intermedio después de haber pagado $n/2$ cuotas. En efecto, la ganancia ocasional más alta por cada \$ 1.000 de valor nominal del título es de solamente \$ 542.40 mientras que la más baja es de \$ 293.13. Dicho en otras palabras, la ganancia ocasional recibida por los ganadores de un sorteo intermedio queda suspendida entre la mitad y la tercera parte del premio recibido al descontar el deterioro inflacionario y el costo de oportunidad de sus aportes a una tasa de interés de equilibrio.

Pese a que la utilidad de quienes resultan favorecidos en un sorteo intermedio es elevada, debe reiterarse que ellos son muy limitados en número, frente al total de los ahorradores. Además a partir del sorteo intermedio, la ganancia ocasional, así definida, decrece exponencialmente, hasta convertirse en negativa.

No existe ganancia ocasional para ninguno de los ganadores del último sorteo. En efecto, la inversión de los aportes en cuotas a la tasa de interés de oportunidad, i_0 , produce en todos los casos un rendimiento mayor que el que se puede recibir al ganar el último sorteo, y por lo tanto la diferencia entre el premio (B + N) y la cantidad que se recibiría Q, es siempre negativa y fluctúa entre -\$ 103.12 y -\$ 2.057.16 por cada \$ 1.000 de valor nominal del título.

Vale, por consiguiente concluir, que el rendimiento para los tenedores de los títulos y para los ganadores de sorteo no sólo disminuye exponencialmente a través del tiempo en términos nominales sino que el carácter de ganancia ocasional de los premios también merma hasta desaparecer por completo antes de la madurez del título.

Un gravamen equitativo sobre las ganancias ocasionales no puede ignorar esta importante conclusión.

2.5. Resumen

El concepto del premio recibido por el ganador de un sorteo no puede incluir tanto el valor nominal y las bonificaciones como el valor de rescate del título correspondiente. El valor de rescate representa fondos disponibles en cualquier momento para el ahorrador en títulos de capitalización que corresponden a sus aportes en cuotas y no dependen en ningún momento del resultado de un sorteo y por lo tanto no tienen cabida racional dentro del premio recibido.

La rentabilidad nominal para los ganadores de los sorteos disminuye rápidamente a través del tiempo a medida que los aportes en cuotas aumentan. Consecuentemente la base para la determinación de la ganancia ocasional disminuye de la misma manera.

El decreto legislativo 2348 de 1974 toma en cuenta de una manera aproximada la disminución en la rentabilidad y en la base para la determinación de la ganancia ocasional al excluir, acertadamente, el

9. Se hizo el cálculo con la fórmula.

$$Q = \frac{R (1 + i_0)^{n*} - 1}{i_0}$$

Donde Q = cantidad recibida al tiempo n*

R = valor de la cuota mensual

$i_0 = \frac{23}{12} - i_7$, el interés pagado a quienes no ganan el sorteo según el cuadro 9-4

valor de rescate del premio recibido. El decreto reglamentario 187 de 1975 equivocadamente incluye el valor de rescate en el premio, ignorando por completo la decreciente rentabilidad a través del tiempo y, por lo tanto, grava injustamente todos los sorteos con la misma base tributaria.

Adicionalmente, la rentabilidad real del premio recibido y el costo de oportunidad de los aportes en cuotas si se invirtieran estas a una tasa de interés de equilibrio, reducen la base para la determinación de la ganancia ocasional a una magnitud todavía menor que la determinada según la aplicación del decreto legislativo. Sin embargo, las consideraciones de eficiencia y claridad administrativa compensan la sobrestimación de la base tributaria causada con este decreto.

Queda por decir, además, que el tratamiento como ganancia ocasional del principal incentivo que se ofrece en estos momentos a los ahorradores en títulos de capitalización, a saber, la posibilidad de ganar un sorteo, asimilándolo así a las rifas y loterías, ignora la función social y económica que hemos descrito en la primera parte de este estudio.

3. Inversión de las capitalizadoras y su incidencia en la captación de ahorros

3.1. Consideraciones generales

Según lo analizado en las páginas precedentes, la mayoría de las personas de bajos y medios ingresos que vinculan un capital al sistema de capitalización se encuentran en condiciones desfavorables, ya que los no ganadores reciben rentabilidades reales negativas, sin ser afectadas por la inadecuada reglamentación del régimen impositivo. Esta situación en sí misma es un factor altamente desestimulante para el ahorrador, por lo cual es conveniente garantizar una rentabilidad mayor para los tenedores de títulos que no se ven favorecidos por el azar. Así, aún en el caso de que se modifique el régimen impositivo, subsistirían factores que desestiman la formación de ahorro que deben corregirse para evitar el deterioro del sistema de capitalización.

Por las razones mencionadas, resulta de interés estudiar el régimen de inversiones forzosas a que están sometidas las compañías de capitalización para determinar las posibilidades de ofrecer rendimientos más atractivos para sus ahorradores. En cuanto la inversión forzosa a parte de los recursos obtenidos por las compañías a papeles de rentabilidad inferior a la de otros instrumentos financieros, limita la posibilidad de distribuir intereses más atractivos a los ahorradores. Hay entonces necesidad de hallar mecanismos que permitan ofrecer un mejor rendimiento al ahorrador. El logro de este objetivo sería congruente con la actual política de reducir la dispersión de las tasas de interés en el mercado de capitales, como con una política de ingresos que favorezca al 50% más pobre de la población, ya que como se indicó, los poseedores de títulos de capitalización pertenecen en su mayoría a este sector de la población.

3.2. Las inversiones forzosas

En este aparte se estudian tanto la legislación sobre inversiones forzosas de las capitalizadoras como las implicaciones económicas de esta. De acuerdo con las consideraciones generales antes expresadas, el análisis hace especial énfasis en la incidencia de las inversiones forzosas en los siguientes fenómenos:

- a) Posibilidades de ofrecer mayores rentabilidades para los ahorradores en títulos de capitalización que no ganan los sorteos periódicos, con el fin de evitar el desestímulo de este sistema de ahorro.
- b) Estructura del conjunto de inversiones, teniendo en cuenta algunas implicaciones referentes a la coherencia de las prioridades de inversión con las metas generales de desarrollo económico y social del país.

En la actualidad las capitalizadoras tienen las siguientes inversiones forzosas:

- a) Las del decreto 1691 de 1960, correspondientes al 40 % de las reservas técnicas menos los préstamos con garantía de títulos en 31 de diciembre de 1971, que no hayan vencido con posterioridad al decreto 102 de 1975.
- b) Bonos de la Corporación Financiera Popular, correspondientes al 65 % de las inversiones forzosas realizadas en 1973, de acuerdo con el decreto 548 de dicho año.
- c) Bonos de Vivienda Popular del Instituto de Crédito Territorial, correspondientes al 35% de las inversiones forzosas de 1973 y a la totalidad de las realizadas posteriormente.

3.3. Liberación de inversiones forzosas y aumento del rendimiento de títulos de capitalización

Un análisis de la rentabilidad según inversiones de las capitalizadoras ilustra claramente cómo en las condiciones actuales no existe ninguna posibilidad de que las compañías aumenten los rendimientos a favor de los ahorradores y no existe la posibilidad porque, como se puede observar en el cuadro 9-8, sólo una tercera parte de las inversiones de las capitalizadoras alcanza un nivel de rentabilidad aceptable, el 15.7 % para las mobiliarias y el 26.3 % para las inversiones inmobiliarias.

Cuadro N°. 9-8

**INVERSIONES FORZOSAS Y VOLUNTARIAS
(Rentabilidad)***

	Porcentaje del total %	Costo de Adquisición c	Ingresos e Intereses r	Utilidad en venta u	$\frac{r}{c}$	$\frac{r + u}{c}$
1. Total de inversiones mobiliarias	41.55	889.203	119.688	6.519	13.46	14.19
a) Inversiones mobiliarias forzosas	16.13	345.191	81.392	2.530	11.10	11.83
b) Inversiones mobiliarias voluntarias	25.43	544.290	38.296	3.989	14.95	15.69
2. Total de préstamos	46.10	986.733	107.600		10.90	10.90
a) Préstamos hipotecarios	17.47	373.947	48.345		12.93	12.93
b) Otros	28.63	612.786	59.255		9.67	9.67
3. Bienes raíces	12.53	264.253	15.635	52.905	5.92	26.34

* Para el año 1974, sin tener en cuenta valorización o desvalorización.

FUENTE: Títulos de Capitalización. Gómez Otálora, Franklin Jurado y otros.

Las dos terceras partes restantes de las inversiones corresponden al grupo que hemos clasificado en el numeral 2.3. como forzosas de carácter legal o contractual y cuyas rentabilidades son del 11.8% para las legales (16% del total de inversiones) y 10.9% para las contractuales (46% del total de inversiones) respectivamente.

Los resultados anteriores se traducen en que hay una tercera parte de las inversiones de las capitalizadoras que está absorbiendo las pérdidas que arrojan el 62% de las inversiones forzosas de las compañías. Pues el rendimiento de este 62% de inversiones está por debajo del costo de capital para las compañías que es de aproximadamente 13.6% (10).

10. 1.8% de interés y 5.6% estimado de intermediación financiera.

Es bien entendido que en estas condiciones cualquier intento de las capitalizadoras para aumentar los rendimientos de los ahorradores sería a costa de un peligroso riesgo financiero.

Teniendo en cuenta la estructura de las inversiones de las compañías capitalizadoras, los niveles de rendimiento que de aquellas se obtienen, la urgencia de aumentar los rendimientos para el ahorrador a niveles comparables a los existentes en las otras formas de ahorro, —como solución básica para evitar la caída en la colocación de títulos, que comienza a registrarse en el primer semestre de 1975—, creemos que es necesario se desmonte el actual régimen de inversiones forzosas para las capitalizadoras.

El desmonte de las inversiones en bonos del Instituto de Crédito Territorial no sólo es necesario para garantizar la sobrevivencia del sistema de ahorro a través de los títulos de capitalización, sino que sería conveniente para la salud financiera del Instituto de Crédito Territorial en los próximos años.

3.4. La financiación del Instituto de Crédito Territorial y las capitalizadoras

Como lo anotamos atrás, las capitalizadoras deben invertir el 40 % de la diferencia entre las reservas técnicas y los préstamos con garantía de títulos, en bonos del Instituto de Crédito Territorial del 11 % anual y 10 años de plazo de vencimiento.

Tal como se aprecia en el cuadro 9-9 las inversiones forzosas que realizan las capitalizadoras en bonos del Instituto de Crédito Territorial podrían alcanzar un promedio anual de \$ 116.5 millones en el período 1975-1978, lo que sumado a los intereses del 11%, representaría un desembolso promedio anual para el Instituto de Crédito Territorial cercano a \$ 130 millones, a partir del momento en el cual los bonos lleguen al vencimiento, cantidad que vendría a sumarse al servicio (intereses y principal) de los bonos del Instituto que ya han sido suscritos por las capitalizadoras. Estas cifras nos indican que no es sano continuar recargando al Instituto de Crédito Territorial con el servicio de los bonos que tendrían que suscribir las capitalizadoras en años venideros y cuya cuantificación presentamos en las anteriores líneas.

Para las capitalizadoras, estas inversiones representan un doble peligro de iliquidez. De una parte la congelación de recursos a 10 años sin ninguna amortización gradual que sería lo aconsejable y de otra, la eventualidad de que el Instituto de Crédito Territorial, sin los recursos apropiados, pueda redimir estos bonos a su vencimiento. En tales circunstancias parece de la mayor urgencia fortalecer al Instituto de Crédito Territorial con los recursos obtenidos de la reforma tributaria y o la eventual aplicación de las recomendaciones del Dr. Hernando Gómez Otálora en el estudio sobre cédulas hipotecarias.

De otra manera el Instituto se verá abocado a paralizar o limitar sus planes o, lo que es igualmente grave, a no cumplir sus compromisos financieros con las capitalizadoras.

III. Conclusiones y recomendaciones

1. Se pueden resumir así las grandes funciones que cumplen las capitalizadoras:

- a) Las capitalizadoras captan recursos de ahorro que provienen de las gentes de más bajos ingresos. El 59.4% de los ahorradores devengan un ingreso mensual de \$ 6.000 o menos y el 28.9% percibe menos de \$ 2.500.
- b) El ahorro institucional captado, medido sobre las reservas matemáticas y cuyo monto se aproximó a \$ 2.000 millones en 1974 alimenta el mercado de capitales y una buena parte de los recursos, el 46.1%, se destina a financiar vivienda económica y necesidades crediticias de sus propios ahorradores.

Cuadro N°. 9-9
ESTIMACION INVERSIONES FORZOSAS BONOS ICT
1975 - 1978

(millones de \$)

	MINIMO 1/	MEDIO 2/	MAXIMO 3/	
1975	74.7	98.1	101.3	
1976	84.6	114.9	119.6	
1977	95.9	134.5	141.2	
1978	108.8	157.4	166.6	116.5*

FUENTE: Títulos de Capitalización, Gómez Otálora, F. Jurado y otros.

1./ Bajo el supuesto de que los ahorros crecen en una tasa inferior a la histórica en el período 1971 - 1974 (13%) y las compañías siguen incrementando los préstamos con garantía de títulos de la misma tasa histórica del citado período.

2./ Bajo el supuesto de que las reservas técnicas y los préstamos con garantía de títulos crecen a la tasa promedio ** de los años 1971 - 1974 (16% y 13%, respectivamente).

3./ Suponiendo un incremento del 19% en las reservas técnicas (lo que indicaría mayor dinamismo del ahorro) y los préstamos con garantía de títulos a la tasa de 1974, 21% (fenómeno congruente con mayores captaciones de ahorro).

* Promedio de promedios.

** Aquí se utiliza el promedio de las tasas de crecimiento en el período 1971- 1974. En el resto del estudio la tendencia se ajusta a una línea recta.

Además del ahorro institucional, las sociedades de capitalización entregaron a sus ahorradores en el solo año de 1974, la suma de \$ 998.8 millones bajo la peculiar forma de pequeños capitales que permiten la formación de nuevos pequeños empresarios.

- c) Por la forma como desarrollan su actividad, las capitalizadoras son en la actualidad el instrumento más dinámico y agresivo en la búsqueda del ahorrador. Mediante sus vendedores, las capitalizadoras buscan a la gente en la fábrica, en el hogar, en la oficina para ilustrarlo sobre la importancia del ahorro, las ventajas de una acumulación ordenada de pequeñas sumas de dinero sustraídas a los gastos domésticos cotidianos.

En resumen, las capitalizadoras están cumpliendo con aquel objetivo que señalara la exposición de motivos que les dio origen jurídico, cual es la de ser uno de los factores más importantes de progreso en la economía moderna, mediante la canalización de ahorro social hacia empresas cuya magnitud de recursos son superiores al débil esfuerzo individual. Máxime que ese ahorro es sustraído de las gentes marginadas del mundo de las inversiones.

2. Los grandes problemas de las capitalizadoras se pueden clasificar:

- a) El resultado en la captación de ahorro a través de los títulos de capitalización muestra un moderado crecimiento en los últimos 4 años. El promedio de crecimiento anual de las reservas matemáticas entre 1971 y 1974 fue 13.9%, que con excepción de las Unidades de Inversión de los Fondos, representa una de las tasas más bajas de aumento entre los distintos instrumentos de captación que operan en el mercado.

Los resultados del último semestre, junio de 1975, marcan un signo más que preocupante sobre el futuro del sistema de capitalización, pues las reservas matemáticas de las compañías registraron el aumento más bajo que jamás habían presentado. En lo corrido del semestre este ahorro se aumentó en \$ 18.5 millones, un 0.9%; mientras que las cuentas de ahorro aumentaron \$ 2.892 millones equivalentes a 36.9%; los certificados de depósito a término \$ 2.007 millones, un 75.9%, y los depósitos en UPAC \$ 3.758 millones equivalente a un incremento de 45.1% en este primer semestre. Estos índices muestran que el resultado del ahorro a través del sistema de capitalización no es un problema generalizado del mercado de capitales, sino que corresponde a una situación muy particular de este sistema de ahorro.

- b) La razón fundamental por la cual no sólo se ha frenado el ahorro a través de títulos de capitalización, sino que empieza a sentirse un síntoma de deserción, es la baja rentabilidad que se le ofrece al ahorrador en títulos. Pues, mientras que las capitalizadoras le ofrecen una tasa nominal del 8%, la cual se le reduce en razón de que el derecho a participar en sorteos absorbe parte de esa remuneración sobre los ahorros, en el mercado del ahorro la tasa nominal mínima que se está ofreciendo es de 16% en las cuentas de ahorro.
- c) La baja tasa de remuneración que se reconoce al ahorrador en títulos de capitalización vino a agravarla la Reforma Tributaria de 1974 la cual estableció el régimen de ganancia ocasional para los premios obtenidos por tenedores de títulos en los sorteos que periódicamente realizan las capitalizadoras. Con el establecimiento de la ganancia ocasional se eliminó uno de los atractivos casi únicos con que contaba el ahorrador en títulos de capitalización.
- d) Las capitalizadoras, según la actual estructura de sus inversiones, tienen un 62% del total cuya rentabilidad está por debajo del costo de capital para las compañías, costo que es de aproximadamente 13.6%, mientras que el 46% del total de inversiones forzosas contractuales rentaron en 1974 el 10.9% y el 16% de las forzosas legales el 11.8%.

Recomendaciones

Ante las anteriores conclusiones se consideran inminentes las siguientes recomendaciones, si se quiere garantizar que este sistema de ahorro a través de la capitalización sobreviva en el mercado, y evitarle así el camino que otrora tomaron las Unidades de Inversión de los Fondos y cuyo síntoma empieza a sentirse en el presente año.

- a) Modificar el régimen de ganancia ocasional para los sorteos de las capitalizadoras según los términos propuestos en el presente estudio, que en términos sencillos equivale a fijar una base decreciente para la liquidación de la ganancia ocasional según el momento de maduración a que haya llegado un título de capitalización ganador en sorteo. Y que la ganancia ocasional se considere según el costo de oportunidad del dinero ahorrado y la tasa de depreciación de la moneda.
- b) Autorizar para los planes de capitalización la liquidación de una tasa de interés nominal al ahorrador, comparable y por lo tanto competitiva con las que actualmente se ofrecen en el mercado del ahorro.
- c) Dado que las compañías capitalizadoras no podrían absorber en las condiciones actuales los mayores costos financieros que representa un aumento de la tasa de interés reconocida al ahorrador, pues como lo acabamos de anotar, el 62% de sus inversiones están rentando por debajo del costo de capital para las compañías, es imperativo liberar a las compañías de las actuales inversiones en bonos del Instituto de Crédito Territorial, que como se analiza en el estudio, representarán para las capitalizadoras, inversiones adicionales promedio de \$ 116.5 millones entre 1975 y 1978.

- d) Para el Instituto de Crédito Territorial es financieramente sano suspender desde ya los compromisos que le acarrearán la colocación de los actuales bonos, pues como se analiza en este estudio, a partir del momento en el cual los bonos vendidos a las capitalizadoras, lleguen al vencimiento, le representarán al Instituto de Crédito Territorial un servicio de deuda anual de \$ 130 millones, sin tomar en cuenta los compromisos ya adquiridos por inversiones de las capitalizadoras hasta 1974.
- e) Para garantizar entonces la continuidad de la gestión del Instituto de Crédito Territorial es de la mayor urgencia fortalecer al Instituto con los recursos obtenidos de la Reforma Tributaria y/o la eventual aplicación de la recomendación del Dr. Hernando Gómez Otálora en el estudio sobre cédulas hipotecarias. De otra manera, el Instituto se verá abocado a paralizar o limitar sus planes o, lo que es más grave, a no cumplir sus compromisos financieros con las capitalizadoras.

Cuadro N°. 9-7

**GANANCIA OCASIONAL POR CADA \$ 1.000 DE VALOR NOMINAL
RECIBIDA EN LOS SORTEOS n/2 y n.**

PLAN	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	
	G	B	N	R	n	T	B + N	i o*	Q n/2	O n/2	Q _n	Q _n	
					Real	Teórica							
1	500	-	1.000	83.00	12	0.87	1.000.00	23.13	521.18	478.47	1.103.12	(103.12)	
2	500	-	1.000	54.20	18	3.48	1.000.00	19.52	520.79	479.21	1.122.88	(122.88)	
3	5.000	(14.27)	1.000	39.84	24	3.16	985.73	19.84	524.11	461.62	1.161.95	(176.22)	
4	200	300.00	1.000	35.80	36	0.59	1.300.00	22.41	757.60	542.40	1.814.63	(514.63)	
5	800	-	1.000	26.70	36	2.70	1.000.00	20.30	556.36	443.64	1.308.75	(308.75)	
6	2.000	-	1.000	25.00	40	240	0.0	1.000.00	23.00	602.35	397.65	1.483.05	(483.05)
7	1.000	-	1.000	16.50	60	0.41	1.000.00	22.59	657.20	342.80	1.807.16	(807.16)	
8	200	300.00	1.000	14.35	90	0.18	1.300.00	22.82	1.006.87	293.13	3.357.16	(2.057.16)	
9	900	-	1.000	14.80	65	1.44	1.000.00	21.56	658.75	341.25	1.797.26	(797.26)	
10	-	-	1.000	27.65	36	180	0.32	1.000.00	22.68	586.36	413.64	1.407.66	(407.66)

- (1) Número de Títulos
- (2) Bonificación
- (3) Valor Nominal
- (4) Cuota Mensual
- (5) Duración del Título
- (6) Tasa Anual para No Ganadores
- (7) Premio Recibido
- (8) Intereses de Oportunidad $i_o = 23\% - r$
- (9) Recibido al I_o en el Tiempo n/2
- (10) Ganancia Ocasional $(Q_{n/2} - O_{n/2})$ en el Sorteo n/2
- (11) Recibido al i_o al Tiempo n
- (12) Ganancia Ocasional $(B + N - (Q_n))$

* Gómez O., Hernando y Pardo V., Fernando, "Las Tasas de Interés en Colombia" en *El Mercado de Capitales en Colombia, Ahorro y Crédito*, Banco de La República, 1973, Pág. 99.

ANEXO 1

Metodología para los cálculos de rentabilidad de las inversiones

El análisis tanto de la inversión forzosa como de la voluntaria se hizo a partir del balance consolidado y estado de pérdidas y ganancias para el conjunto de las capitalizadoras en el año de 1974, según la Superintendencia Bancaria. El primer paso fue la determinación de los renglones considerados como de inversión forzosa y aquella de voluntaria. En general esta división no presentó problemas excepto para el sub-renglón de préstamos. En efecto, los préstamos con garantía hipotecaria son algunas veces préstamos de inversión forzosa y en otros préstamos voluntarios, pero desafortunadamente no existe un desdoblamiento de los datos según estas dos líneas. Por consiguiente, aunque los préstamos en general cabrían dentro de la denominación genérica de inversiones voluntarias, ha sido necesario presentarlos y estudiar su rentabilidad por aparte. Igualmente se consideró como inversión voluntaria aquella realizada en bienes raíces.

Concepto de rentabilidad. En cuanto al rendimiento ofrecido por un papel o inversión se han distinguido tres conceptos:

Primero el rendimiento contable directo que se refiere a una simple relación entre los intereses devengados por un instrumento y la inversión realizada para su adquisición. Tomando el balance como determinante de la inversión el costo de adquisición C , y del estado de pérdidas y ganancias los intereses recibidos por estos valores durante el año R , obtenemos el rendimiento contable directo i_d , mediante la fórmula:

$$i_d = \frac{R}{C} \times 100$$

El rendimiento contable directo i_d ignora, sin embargo, la rentabilidad adicional proveniente de la utilidad (o pérdida) en la venta de dichos papeles a mayor precio que el de adquisición. Esta utilidad en la venta depende de las condiciones de mercado en cuanto a la oferta y demanda de los papeles en consideración y se realiza solamente en el momento de vender dicho papel. Por consiguiente, se ha definido el rendimiento obtenido no solo por los intereses devengados r , sino también por la utilidad neta u , para obtener el rendimiento efectivo.

$$i_e = \frac{r + u}{C} \times 100$$

Donde u = utilidad en la venta de valores mobiliarios menos pérdida en la venta de los mismos = utilidad neta.

El valor de u = (utilidad - pérdida) fue obtenido del estado de pérdida y ganancias. Sin embargo, el valor allí dado para la venta de valores mobiliarios es un valor agregado que incluye tanto la utilidad o pérdida realizada en inversiones forzosas mobiliarias como en inversiones voluntarias mobiliarias. Por consiguiente, para poder determinar i_e en cada caso, se hizo el supuesto de que la distribución de pérdidas y de ganancias en la venta de inversiones mobiliarias es la misma para las forzosas que para las voluntarias y, por lo tanto, se distribuyó a u en base a los porcentajes de inversión forzosa y de inversión voluntaria realizadas en 1974, así:

Inversión mobiliaria total = Inversión mobiliaria forzosa + Inversión mobiliaria voluntaria.

$$\left(\frac{1_f}{1_t} \times 100\right) \times u = u_f$$

$$\left(\frac{1_v}{1_t} \times 100\right) \times u$$

De modo que u_f es la utilidad neta realizada por la venta, u_v amortización de papeles de inversión forzosa, y u es la utilidad neta realizada por la venta o amortización de papeles de inversión voluntaria, según el supuesto formulado de uniformidad en la distribución de la utilidad total u entre las dos formas de inversión

Cuadro N°. 9-4
RENTABILIDAD NOMINAL EFECTIVA

(Para aquellos que no ganan el sorteo)

P L A N	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)		(8)	(9)
	Nº. de títulos en el sorteo	Rescate al ganar	Bonificación	Valor nominal del título	Pagado a la madurez Crédito	Cuota mensual título	Duración del Título	Tasa mensual	Tasa anual	
	G	L*	B	N	B + N	R	N	I		
							Real	Teórica		
1	800	si	(14.63)	1.000	985.37	82.80	12		(0.15136)	(1.82)
2	5.000	si	(14.27)	1.000	935.73	39.84	24		0.263748	3.16
3	1.000	si	(21.54)	1.000	1.078.46	17.50	60		0.09028	1.08
4	4.500	si	(27.44)	1.000	972.56	27.44	36	190	(0.08927)	(1.07)
5	3.000	si	(28.32)	1.000	971.68	16.64	60	239	(0.09234)	(1.11)
6	500	si	(6.79)	1.000	993.21	7.50	130		0.09860	0.34
7	400	si	200.00	1.000	1.200.00	49.30	24		0.12236	1.47
8	200	si	900.00	1.000	1.900.00	31.20	60		0.05021	0.60
9	500	si		1.000	1.000.00	03.00	12		0.7235	0.87
10	200	si	300.00	1.000	1.300.00	35.80	36		0.04939	0.59
11	1.000	si		1.000	1.000.00	16.50	60		0.03401	0.41
12	200	si	300.00	1.000	1.300.00	14.35	90		0.01473	0.18
13	750	si		1.000	1.000.00	27.65	36	180	0.02634	0.32
14	500	-		1.000	1.000.00	82.10	12		0.27067	3.25
15	500	si		1.000	1.000.00	16.50	60		0.03401	0.41
16	500	si		1.000	1.000.00	11.70	85		0.01313	0.16
17	400	si		1.000	1.000.00	83.90	12		0.07285	0.87
18	400	si		1.000	1.000.00	27.70	36		0.01602	0.19
19	400	si		1.000	1.000.00	16.60	60		0.01359	0.16
20	400	si	500.00	1.000	1.500.00	18.10	80		0.08882	1.07
21	400	si		1.000	1.000.00	11.90	84		0.00106	0.01
22	500	-		1.000	1.000.00	54.20	18		0.28971	3.48
23	800	si		1.000	1.000.00	55.20	18		0.07547	0.91
24	500	-		1.000	1.000.00	26.45	36		0.27789	3.33
25	800	si		1.000	1.000.00	26.70	36		0.22482	2.70
26	2.000	si		1.000	1.000.00	25.00	40	240	0.0	0.00
27	250	-		1.000	1.120.00	92.85	12		0.09436	1.13
28	250	-		1.000	1.240.00	102.60	12		0.12939	1.55
29	250	-		1.000	1.360.00	36.60	36		0.18015	2.16
30	250	-		1.000	2.200.00	33.60	60		0.29217	3.51
31	1.800	si		1.000	1.000.00	26.20	38	122	0.09384	0.29
32	5.500	si	6.60	1.000	1.006.50	25.00	40	121	0.03371	0.40
33	500	si		1.000	1.000.00	24.40	40		0.12413	1.49
34	900	si		1.000	1.000.00	14.80	65		0.12034	1.44
35	5.100	si		1.000	1.000.00	22.00	45	120	0.04562	0.55
36	1.700	si		1.000	1.000.00	22.22	45	107	0.00075	0.01

(*) Grupo de 750 a 3.600

FUENTE: Títulos de Capitalización, Gómez Otálora, Franklyn Jurado y otros.

Cuadro N°. 9-5

RENTABILIDAD NOMINAL EFECTIVA

(Para aquellos que ganan el sorteo sin incluir valor de rescate)

PLAN	Valor Nominal N	Cuota Mensual R	Duración del Título		Bonificación B	B + N	(1) Tasa Mensual i_o	(2) Tasa Mensual $i_{n/2}$	(3) Tasa Mensual i_n	(4) Tasa Mensual $i_{n/2}$	(5) Tasa Anual i_n
			Real	Teórica							
1	1.000	82.80	12		(14.63)	985.37	1.190.06	27.21594	(0.15136)	326.59	(1.82)
2	1.000	39.84	24		(14.27)	985.73	2.174.22	12.40946	0.26375	148.91	3.16
3	1.000	17.50	60		(21.54)	978.46	5.591.20	4.55955	0.09028	54.71	1.08
4	1.000	27.44	36	190	(27.44)	972.56	3.544.31	5.89118	(0.08927)	70.69	(1.07)
5	1.000	16.64	60	239	(28.32)	971.68	5.839.42	4.24071	(0.09234)	50.89	(1.11)
6	1.000	750	130		(6.79)	993.21	13.242.80	2.02595	0.02860	24.31	0.34
7	1.000	49.30	24		200.00	1.200.00	2.434.07	12.14033	0.12236	145.69	1.47
8	1.000	31.20	60		900.00	1.900.00	6.089.74	4.48933	0.05021	53.87	0.60
9	1.000	83.00	12			1.000.00	1.204.82	27.70947	0.07285	332.51	0.87
10	1.000	35.80	36		300.00	1.300.00	3.631.28	7.68238	0.04939	92.19	0.59
11	1.000	16.50	60			1.000.00	6.060.61	4.46105	0.03401	53.53	0.41
12	1.000	14.35	90		300.00	1.300.00	9.059.23	2.91074	0.01473	34.93	0.18
13	1.000	27.65	36	180		1.000.00	3.616.64	7.64066	0.02634	91.69	0.32
14	1.000	82.10	12			1.000.00	1.218.03	28.14631	0.27067	337.76	3.25
15	1.000	16.50	60			1.000.00	6.060.61	4.46105	0.03401	53.53	0.41
16	1.000	11.70	35			1.000.00	8.547.01	2.99934	0.01313	35.99	0.16
17	1.000	83.90	12			1.000.00	1.191.90	27.70947	0.07285	332.51	0.87
18	1.000	27.70	36			1.000.00	3.610.11	7.62201	0.01602	91.46	0.19
19	1.000	16.60	60			1.000.00	6.024.10	4.42533	0.01359	53.10	0.16
20	1.000	18.10	30		500.00	1.500.00	8.287.30	3.41324	0.08882	40.96	1.07
21	1.000	11.90	84			1.000.00	8.403.36	3.10061	0.00106	37.21	0.01
22	1.000	54.20	18			1.000.00	1.845.09	17.21023	0.28971	206.52	3.48
23	1.000	55.20	18			1.000.00	1.811.59	16.78354	0.07547	201.40	0.91
24	1.000	26.45	36			1.000.00	3.780.72	8.09743	0.27789	97.17	3.33
25	1.000	26.70	36			1.000.00	3.745.32	8.00080	0.22482	96.01	2.70
26	1.000	25.00	40	240		1.240.00	4.960.00	6.77448	0.00000	81.29	0.00
27	1.000	92.85	12			1.000.00	1.077.01	27.75690	0.09436	333.08	1.13
28	1.000	102.60	12			1.000.00	974.66	27.83421	0.12939	334.01	1.55
29	1.000	36.60	36			1.000.00	2.732.24	7.91957	0.18015	95.03	2.16
30	1.000	33.60	60			1.000.00	2.976.19	4.91491	0.29217	58.98	3.51
31	1.000	26.20	38	122		1.122.00	4.282.44	7.20333	0.02384	86.44	0.29
32	1.000	25.00	40	121		1.121.00	4.484.00	6.83491	0.03371	82.02	0.40
33	1.000	24.40	40			1.000.00	4.098.36	6.99734	0.12413	83.97	1.49
34	1.000	14.80	65			1.000.00	6.756.76	4.10832	0.12034	49.30	1.44
35	1.000	22.00	45	120		1.120.00	5.090.91	5.73732	0.04562	68.85	0.55
36	1.000	22.22	45	107		1.107.00	4.981.99	5.65869	0.00075	67.90	0.01

FUENTE: Títulos de Capitalización. Gómez Otálora, Franklyn Jurado y otros.

- (1) Tasa mensual para el ganador en el primer sorteo sin valor de rescate.
(2) Tasa mensual para el ganador en la mitad del sorteo sin valor de rescate.
(3) Tasa mensual para el ganador del título al término del sorteo.
(4) La tasa anual equivalente para el ganador en la mitad del sorteo.
(5) La tasa anual equivalente para el ganador al finalizar el sorteo.

Nota: No se incluye la rentabilidad anual por ser la tasa obtenida al ganar en el primer sorteo.

Cuadro N°. 9-6

RENTABILIDAD NOMINAL EFECTIVA

(Para aquellos que ganan el sorteo, incluyendo el valor de rescate)

PLAN	Valor de Rescate al ganar	Valor Nominal	Cuota Mensual (1)	Duración del Título		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	L*	N	R	Real	Teórica	L ₀ *	L _{1/2} n	L _n *	B	L ₀ + N + B	L _{1/2} + N + B	L _n + N + B	i ₀	i _{1/2}	i _n	Tasa Anual	Tasa mensual
1	si	1.000	82.80	12		27	473	1.000	(14.63)	1.012.37	1.458.37	1.985.37	1.222.7	43.12361	11.89384	517.48	142.73
2	si	1.000	39.84	24		8	467	1.000	(14.27)	993.73	1.452.73	1.985.73	2.494.3	18.68861	5.85553	224.24	70.27
3	si	1.000	17.50	60		-	456	1.000	78.46	1.078.46	1.534.46	2.078.46	6.162.6	6.58438	2.11664	79.01	25.40
4	si	1.000	27.44	36	190	-	384	1.000	(27.44)	972.56	1.356.56	1.972.56	3.544.3	10.80874	3.62946	129.70	43.55
5	si	1.000	16.64	60	239	-	313	1.000	(28.32)	971.68	1.284.68	1.971.68	5.839.4	5.86497	2.10990	70.38	25.32
6	si	1.000	7.50	130		-	415	1.000	(6.79)	993.21	1.408.21	1.993.21	26.576.1	2.91505	1.00581	34.98	12.07
7	si	1.000	49.30	24		-	556	1.000	200.00	1.200.00	1.756.00	2.400.00	2.434.1	18.31268	5.67883	219.75	68.15
8	si	1.000	31.20	60		-	441	1.000	900.00	1.900.00	2.341.00	2.900.00	6.089.7	5.70200	1.39622	68.42	16.75
9	si	1.000	83.00	12		50	482	1.000		1.050.00	1.482.00	2.000.00	1.265.1	43.68725	11.97493	524.25	143.70
10	si	1.000	35.80	36		-	461	1.000	300.00	1.300.00	1.761.00	2.300.00	3.631.3	10.75873	3.07583	129.10	36.91
11	si	1.000	16.50	60		-	427	1.000		1.000.00	1.427.00	2.000.00	6.060.6	6.50714	2.17489	78.09	26.10
12	si	1.000	14.35	90		-	417	1.000	300.00	1.300.00	1.717.00	2.300.00	9.059.2	3.95788	1.19752	47.49	14.37
13	si	1.000	27.65	36	180	-	421	1.000		1.000.00	1.421.00	2.000.00	3.616.6	11.19463	3.65965	134.34	43.92
14	-	1.000	82.10	12		-	0	0		1.000.00	1.000.00	1.000.00	1.218.0	28.14631	0.27067	337.76	3.24
15	si	1.000	16.50	60		-	455	1.000		1.000.00	1.455.00	2.000.00	6.060.6	6.61615	2.17489	79.39	26.10
16	si	1.000	11.70	85		-	446	1.000		1.000.00	1.446.00	2.000.00	8.547.0	4.44826	1.51496	53.38	18.18
17	si	1.000	83.90	12		36	474	1.000		1.036.00	1.474.00	2.000.00	1.248.2	43.46383	11.97493	521.57	143.70
18	si	1.000	27.70	36		-	460	1.000		1.000.00	1.460.00	2.000.00	3.610.1	11.44531	3.65084	137.34	43.81
19	si	1.000	16.60	60		-	446	1.000		1.000.00	1.446.00	2.000.00	6.024.1	6.54748	2.15763	78.57	25.89
20	si	1.000	18.10	80		-	583	1.000	500.00	1.500.00	2.083.00	2.500.00	8.287.3	4.80068	1.28208	57.61	15.38
21	si	1.000	11.90	84		-	427	1.000		1.000.00	1.427.00	2.000.00	8.403.4	4.53255	1.52297	54.39	18.28
22	-	1.000	54.20	18		-	0	0		1.000.00	1.000.00	1.000.00	1.845.0	17.21023	0.28971	206.52	3.48
23	si	1.000	55.20	18		13	302	1.000		1.013.00	1.302.00	2.000.00	1.835.1	22.91954	7.65935	275.03	91.91
24	-	1.000	26.45	36		0	0	0		1.003.00	1.463.00	2.000.00	3.792.1	11.92222	3.87502	143.07	46.50
25	si	1.000	26.70	36		3	472	1.000		1.003.00	1.472.00	2.000.00	3.756.6	11.88990	3.82949	142.68	45.95
26	si	1.000	25.00	40	240	-	332	1.000		1.000.00	1.332.00	2.000.00	4.000.0	9.36097	3.25974	112.33	39.12
27	-	1.000	92.85	12		-	0	0		1.120.00	1.120.00	1.120.00	1.206.3	27.75690	0.09436	333.08	1.13
28	-	1.000	102.60	12		-	0	0		1.240.00	1.240.00	1.240.00	1.208.6	27.83421	0.12939	334.01	1.55
29	-	1.000	36.60	36		-	0	0		1.360.00	1.360.00	1.360.00	3.715.9	7.91957	0.18015	95.03	2.16
30	-	1.000	33.60	60		-	0	0		2.200.00	2.200.00	2.200.00	6.547.6	4.91491	0.29217	58.98	3.51
31	si	1.000	26.20	38	122	-	409	1.000		1.000.00	1.409.00	2.000.00	3.816.8	10.46775	3.45843	125.61	41.50
33	si	1.000	24.40	40		-	456	1.000		1.000.00	1.456.00	2.006.60	4.098.4	10.36031	3.37984	124.32	40.56
34	si	1.000	14.80	65		-	463	1.000		1.000.00	1.463.00	2.000.00	6.756.8	6.07759	2.01897	72.93	24.95
35	si	1.000	22.00	45	120	-	446	1.000		1.000.00	1.446.00	2.000.00	4.545.5	8.57760	2.92419	102.93	35.09
36	si	1.000	22.22	45	107	-	445	1.000		1.000.00	1.445.00	2.000.00	4.500.5	8.49743	2.88584	101.97	34.63

- (1) Valor de rescate para la primera cuota.
- (2) Valor de rescate a la mitad del periodo.
- (3) Valor de rescate para la última cuota.
- (4) Bonificación si la hay.
- (5) (Valor de rescate en la primera cuota) + (valor nominal) + (bonificación).
- (6) (Valor de rescate a la mitad del periodo) + (valor nominal) + (bonificación).
- (7) (Valor de rescate para la última cuota) + (valor nominal) + (bonificación).
- (8) La rentabilidad mensual correspondiente al primer sorteo para el ganador del título incluyendo L₀*, N, B.
- (9) La rentabilidad mensual correspondiente a la mitad del sorteo para el ganador incluyendo N, L_n* 1/2, B.
- (10) La rentabilidad mensual para el ganador en la última cuota incluyendo N, L_n, B.
- (11) La rentabilidad anual equivalente correspondiente al ganador en la mitad del sorteo.
- (12) La rentabilidad anual equivalente correspondiente al ganador en el último sorteo.

Nota: No se incluye la rentabilidad equivalente anual para el ganador en la primera cuota.
FUENTE: Títulos de Capitalización, Gómez Otálora, Franklyn Jurado y otros.

Cuadro N°. 9-11

**DISTRIBUCION DEL INGRESO DE LOS RESPONDIENTES
CEDULAS DE CAPITALIZACION**

Intervalos del Ingreso	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
	N°. de personas que declaró ingreso	% de personas que declaró ingreso	Ingreso total declarado	% del ingreso en cada intervalo	% Acumulado de respondientes	% Acumulado de la muestra
			(1) × (2)			
			(Miles)			
Menos de \$ 500	14	3.7	3.5	0.14	3.7	0.14
\$ 501 a 1.000	14	3.7	10.5	0.42	7.4	0.56
1.001 a 1.500	31	8.2	38.8	1.56	15.6	2.12
1.501 a 2.000	25	6.6	43.8	1.76	22.3	3.88
2.001 a 2.500	25	6.6	56.3	2.26	23.9	6.14
2.501 a 3.000	30	8.0	82.5	3.31	36.9	9.45
3.001 a 4.000	40	10.6	140.0	5.61	47.5	15.06
4.001 a 5.000	20	5.3	90.0	3.61	52.8	18.67
5.001 a 6.000	25	6.6	137.5	5.52	59.4	24.19
6.001 a 7.000	24	6.4	156.0	6.26	65.3	30.45
7.001 a 8.000	47	12.5	364.3	14.61	78.2	45.06
10.001 a 15.000	44	11.7	550.0	22.06	89.9	67.12
15.001 a 20.000	18	4.8	315.0	12.63	94.7	79.75
20.001 a 25.000	9	2.4	202.5	8.12	97.1	87.87
Más de \$ 25.000	11	2.9	302.5	12.13	100.0	100.00

FUENTE: El Ahorro y la Gente en Colombia. Tomo III, Banco de la República. 1974.

Cuadro N°. 9-12
FUENTES Y USOS

(miles de \$)

	1971	1972	1972	1973	1973	1974
	Fuente	Uso	Fuente	Uso	Fuente	Uso
ACTIVO						
Valores mobiliarios		52.731		175.311		112.649
Préstamos		18.235		88.785		136.023
Bienes Raices		26.460		30.330		29.350
Efectivo		5.127		4.294		25.609
Activos corrientes		17.169		31.850		73.919
Activo diferido		6.672	2.274		1.261	
Otros activos		7.621	2.945			6.084
Valorizaciones netas	46.270			25.864		96.157
Perd. en Ej. anteriores		135		256	290	
Acciones por suscribir						254
PASIVO						
Reservas	115.674		232.778		351.796	
Capital	720		471		11.939	
Superávit de capital	16.207		11.337		5.675	
Pasivo corriente	948		69.928		6.052	
Pasivos estimados		54	1.333		1.217	
Primas, intereses y otros	4.751			4.233	750	
Déficit por valorizaciones		46.270	25.864		96.157	
Ut. netas del ejercicio		4.096	13.993		4.445	
Cuentas de evaluación					390	
Gan. por distribuir ant.					23	
TOTAL	184.570	184.570	360.923	360.923	480.045	480.045

FUENTE: Superintendencia Bancaria y cálculos de los autores

Cuadro N°. 9-13
COMPAÑÍAS CAPITALIZADORAS
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO AL 31 DE DICIEMBRE

(miles de \$)

ACTIVO	1971	1972	1973	1974	PASIVO	1971	1972	1973	1974
Valores mobiliarios					Reservas				
Upac	-	-	3.273	23.989	Reserva técnica	1.256.157	1.371.831	1.604.609	1.956.405
Bonos y pagarés (Nac., Dep., Mples., Est. Publ.)	60.875	74.977	132.634	185.801					
Bonos Industriales (B.C.H. y Corporaciones)	217	3.736	32.360	49.010		1.256.157	1.371.831	1.604.609	1.956.405
Otros bonos	6.146	5.764	4.366	2.963	Capital				
Cédulas hipotecarias B. C. H.	99.907	118.464	117.342	110.380	Suscrito	21.577	22.297	22.768	34.757
Acciones S. A.	382.445	399.380	487.657	517.338	Instalamentos por pagar (resta)	-	-	-	-
Menos: Provisión, protección de desvaloriz.	(1.078)	(1.078)	(1.078)	(278)	Pagado	21.577	22.297	22.768	34.757
	548.512	601.243	776.554	889.203		21.577	22.297	22.768	34.757
Préstamos					Superavit de capital				
Hipotecarios	327.661	347.384	361.487	373.947	Reservas para contingencias	20.204	25.989	30.386	29.851
Con garantía de títulos	402.257	406.744	457.123	563.951	Reserva legal	13.094	16.102	18.550	22.812
Prendarios	13.772	7.797	32.100	48.833	Reservas estatutarias	598	2.787	3.380	3.391
	743.690	761.925	850.710	986.733	Reserva extraordinaria protecc. v/s mobiliarios.	48.707	48.941	48.965	48.966
Bienes raíces					Reserva extraordinaria para protecc. de otros activos.	9.467	9.466	9.466	8.635
Para la venta y fijos	181.622	209.205	240.685	271.715	Reserva para fomento económico.	907	1.110	1.358	1.358
Menos: depreciación acumulada	(3.509)	(4.632)	(5.782)	(7.462)	Reserva para futuros repartos.	15.617	16.584	19.330	21.911
	178.113	204.573	234.903	264.253	Primas de colocación de acciones propias	92	99	3.925	3.926
Efectivo					Otras reservas	-	3.815	870	1.055
Bancos del país.	26.573	31.636	30.747	40.300		108.686	124.893	136.230	141.905
Bancos del exterior	535	89	591	1.042	Pasivo corriente				
Caja	5.687	6.197	10.878	26.484	Obligaciones por pagar	271.554	268.176	317.132	367.575
	32.795	37.922	42.216	67.825	Cesantías consolidadas	5.936	7.717	9.095	8.622
Activos corrientes					Otros acreedores	42.929	45.480	65.068	21.150
Otros	-	48.687	53.996	122.193		320.419	321.367	391.295	397.347
Compañías asociadas	55.015	86.892	51.321	156.928	Pasivos estimados				
Letras y documentos por cobrar	5.886	11.067	12.677	19.899	Otros	-	-	700	975
Otros deudores	180.346	111.399	171.818	63.798	Provisiones para impuestos de renta	1.204	1.139	1.664	2.673
Primas y deudas de difícil cobro	-	-	-	447	Prestaciones sociales	19	30	138	71
Menos: Provisión para protección de primas y deudas difíc.	(920)	(551)	(466)	-		1.223	1.169	2.502	3.719
	240.327	257.496	289.346	363.265	Pasivos diferido				
Activo diferido					Primas, intereses y otros	9.770	14.521	10.288	11.038
Gastos constitución e iniciación	-	-	-	-		9.770	14.521	10.288	11.038
Gastos pagados por anticipado	3.774	1.147	1.113	764	Superávit por valorizaciones	169.533	143.474	172.545	246.232
Otros diferidos	652	9.951	7.711	6.799	Déficit por desvalorizaciones (resta)	(38.161)	(58.372)	(61.579)	(39.109)
Menos: amortización	-	-	-	-	Utilidades el Ejercicio	45.983	41.974	55.714	60.159
	4.426	11.098	8.824	7.563	Pérdidas del ejercicio (resta)	(166)	(253)	(-)	(-)
Otros activos					Cuentas de Evaluación	-	-	-	390
Muebles, equipos y enseres	27.967	35.897	29.878	39.179	Ganancias por distribuir anteriores	-	-	-	23
Vehículos de transporte	1.198	2.199	2.302	3.145					
Otros	370	549	801	777	T O T A L	1.895.021	1.982.901	2.334.372	2.812.866
Menos: Depreciación acumulada.	(15.505)	(16.994)	(14.275)	(18.309)					
	14.030	21.651	18.706	24.790					
Valorizaciones	169.533	143.474	172.545	246.232					
Desvalorizaciones (resta)	(38.161)	(58.372)	(61.579)	(39.109)					
Pérdidas de ejercicios anteriores	1.756	1.891	2.147	1.857					
Acciones por suscribir.	-	-	-	254					
T O T A L	1.895.021	1.982.901	2.334.372	2.812.866	TOTAL	1.895.021	1.982.901	2.334.372	2.812.866

FUENTE: Títulos de Capitalización. Gómez Otálora, Franklin Jurado y otros.

GRAFICO 9-I
BASES PARA LA DETERMINACION DE LA GANANCIA OCASIONAL

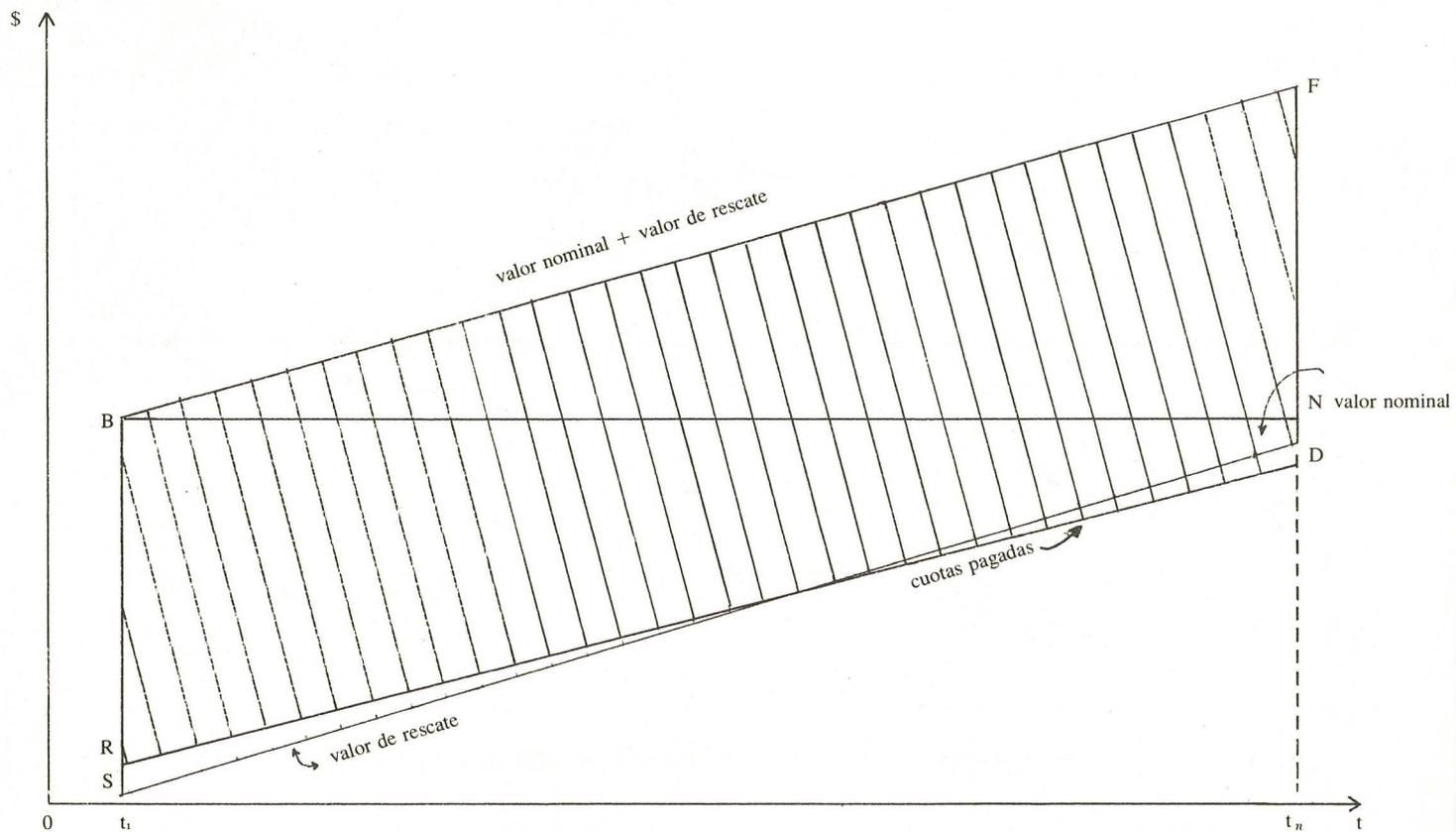
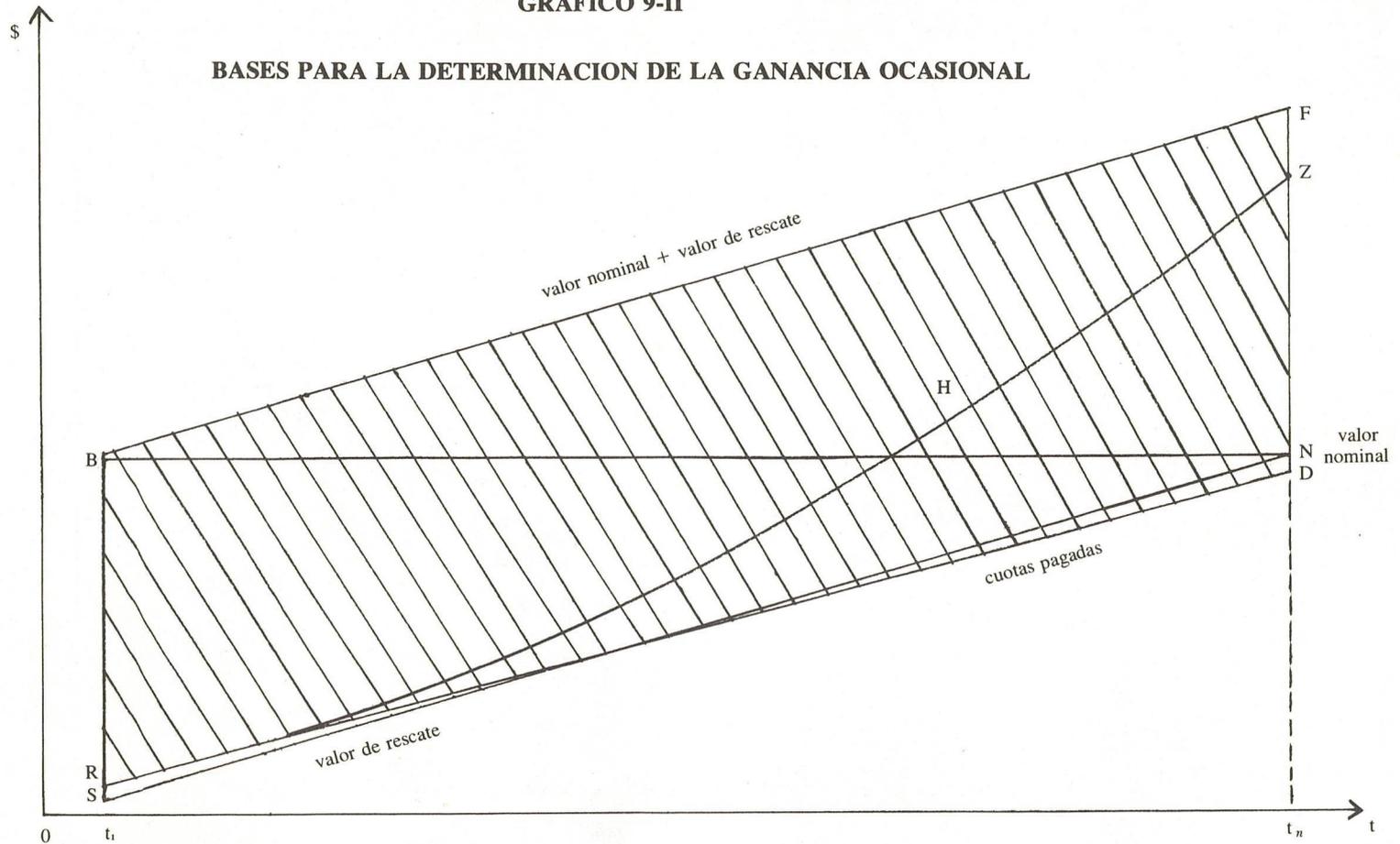


GRAFICO 9-II

BASES PARA LA DETERMINACION DE LA GANANCIA OCASIONAL



Capítulo 10.

FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO

**Asociación Nacional de
Instituciones Financieras**

Presentación

La definición de la economía como la ciencia que estudia el rendimiento óptimo de los bienes escasos, tiene una completa vigencia en todas las modalidades y escalas de su planteamiento. Cuando a la escasez de recursos se une su mala asignación, el efecto sobre el desarrollo es amplificadoramente negativo, configurando la infortunada imagen de un país pobre que despilfarrá o al menos distribuye, inequitativamente, entre unos pocos lo que a muchos correspondería.

El dilema que entonces se presenta al planificador es el de escoger los instrumentos más adecuados para maximizar la eficiencia social y económica en la aplicación de unas disponibilidades hacia el financiamiento de unas metas de desarrollo.

Existiendo la viabilidad legal —esa gran conquista intervencionista de nuestra historia moderna—, se precisa reorganizar el financiamiento del desarrollo cuya orientación, variada sucesiva y alternativamente, como los propios planes que han tratado de institucionalizar nuestro proceso histórico de cambio, no ha conseguido sus propósitos.

La tarea de encontrar el marco del financiamiento del desarrollo nos plantea determinar las características de una política de crédito de fomento; buscando las correspondencias existentes entre los planes de desarrollo y las políticas crediticias de fomento, como un importante nivel de análisis entre planificación y ejecución, y buscando la armonía entre la política financiera, como instrumento de desarrollo, y las políticas fiscal y monetaria, como mecanismos complementarios.

Indagar por las correspondencias existentes entre los planes de desarrollo y las políticas de fomento nos indica de una parte en qué medida ha sido coherente la planificación con la ejecución y de otra si tanto los planes como las realizaciones han estado acordes con las necesidades nacionales.

En ese análisis nos hemos comprometido juzgando la labor de los fondos financieros desde el punto de vista de una concepción dinámica del crédito de fomento.

Hemos reconstruido entonces la historia de los fondos, la hemos comparado con las prioridades de los planes de desarrollo para proponer sobre lo que creemos que es una radiografía veraz del crédito de fomento en Colombia, las mejores alternativas para el adecuado cumplimiento de estos fines.

I. El crédito de fomento

La noción de crédito para el desarrollo en Colombia es casi coetánea en su apareamiento, a la del desarrollo planificado. Hasta 1958 lo que podríamos considerar operaciones de crédito de fomento, no eran más que asignaciones ocasionales de recursos en condiciones financieras subsidiadas, a sectores deprimidos considerados importantes. La existencia de ciertas agencias oficiales de crédito sectorial, como la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario, el Instituto de Crédito Territorial y el Banco Popular, aseguraba el financiamiento de algunas actividades y servicios, rurales y urbanos, sin que tal objetivo obedeciera a unos criterios uniformes ni a unos propósitos de cambio definidos. Cada institución de financiamiento oficial se consideraba como una conquista del sector, lo cual le daba una razón de supervivencia, más política que económica.

La Caja Agraria (1931) se ha dedicado a préstamos de desarrollo rural, servicios de extensión agrícola y venta de insumos agrícolas; proyectos de irrigación y desarrollo infraestructural. El Banco Central Hipotecario (1932) se ha encargado del financiamiento de vivienda para clase media. El Instituto de Crédito Territorial (1939) a la construcción de vivienda popular, primero rural luego urbana. El Banco Ganadero (1956) aplica sus recursos a la cría y engorde y a la financiación de industrias agropecuarias pequeñas. El Banco Popular (1950) se creó para apoyar y promover pequeñas industrias.

En la década de los sesenta comienza el apareamiento de los fondos financieros, aplicados también a financiamientos sectoriales a través de agencias privadas y oficiales, mediante el mecanismo del redescuento. Así surgieron el Fondo de Inversiones Privadas (1965), el Fondo Financiero Industrial (1968), el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (1968), el Fondo Financiero Agrario (1968), más tarde convertido en el Fondo Financiero Agropecuario (1973) y el Fondo de Promoción de Exportaciones, PROEXPO (1967). En esta misma época (1963) se reorganiza como fondo de fomento el Instituto de Fomento Industrial (IFI), que había sido creado en 1940.

Los bancos y las corporaciones financieras, como agencias privadas de fomento, completarían este cuadro a través del cual se concreta institucionalmente el crédito para el desarrollo.

No es nuestra pretensión analizar aquí, minuciosamente, todos estos instrumentos. No solamente porque resultaría dispendioso hacerlo, sino porque ya en otros simposios de mercado de capitales se han realizado importantes presentaciones sobre el tema. Pretendemos fundamentar la mayor parte de nuestro trabajo en un análisis histórico de los fondos financieros, que nos servirá, preliminar y posteriormente, para sacar en limpio algunas ideas sobre la organización del llamado "crédito productivo" en nuestro país.

1. El concepto de crédito de fomento

Se supone normalmente que la asignación óptima de los recursos de inversión privada responde al deseo que los inversionistas persiguen de maximizar sus ganancias privadas, donde el concepto de optimalidad adquiere un significado muy preciso, o al menos, fácilmente determinable. En el caso del crédito de fomento, las razones de optimalidad deben ser diferentes, pues se corresponden más con decisiones resultantes de un proceso social que privado de evaluación de proyectos. La evaluación social de un proyecto puede diferir de su contraparte privada por la existencia de externalidades y otras fuentes de distorsiones de los precios de mercado con respecto a los llamados precios de cuenta. Pensamos que el crédito de fomento supone una serie de **condiciones** y otra serie de **criterios** a través de los cuales se cumplan tres propósitos:

- a) Mayores niveles de desarrollo;
- b) Con máxima eficiencia;
- c) Con la mayor efectividad posible.

2. Condiciones del crédito de fomento

Una operación de crédito de fomento supone una serie compleja de pasos que la diferencia de una operación ordinaria; no basta con el desembolso monetario de los recursos, considerado aisladamente. Además, se requiere que dicho desembolso se efectúe en determinadas circunstancias de plazo, interés y garantía y se complemente con adecuada asistencia técnica, supervisión de aplicación y un control posterior de evaluación.

Los **plazos** de los créditos de fomento han sido fijados, indiscriminadamente respecto a los proyectos financiados, supeditándolos más al origen de los recursos o a decisiones espontáneas de las autoridades monetarias, lo cual ha llevado a situaciones críticas de liquidez en los fondos; las distorsiones, en el tiempo, entre sus niveles de captación y colocación, o la propia incertidumbre a que se ven abocados sus financiamientos monetarios, condicionados a circunstancias externas a la decisión del crédito, como la estabilidad monetaria del país, impiden cualquier programación financiera.

Los **tipos de interés**, como costo para el usuario final, no han sido tan determinantes en la evolución del crédito de fomento, como los márgenes y tasas de redescuento ofrecidos a los intermediarios financieros para desarrollar este tipo de operaciones. Pensamos que con tasas cercanas al nivel de equilibrio que ahora pretenden encontrar las autoridades monetarias a través de una sana política de equilibrio y racionalización del mercado de capitales, el comportamiento del usuario del crédito está determinado, prioritariamente, por otros factores como localización geográfica del apoyo crediticio, tipo de industria que beneficia.

Las **garantías** han influido notablemente en las decisiones de fomento de los intermediarios financieros, precipitando la concentración del crédito y su aplicación deficiente en muchos casos; el 52% de la cartera bancaria está garantizada realmente, a través de un progresivo afianzamiento en el tiempo.

Una política de crédito de fomento debería empezar por revisar las condiciones financieras de su otorgamiento, a través de la graduación de plazos de acuerdo con la necesidad del proyecto y la situación del flujo de fondos del instrumento financiador, el establecimiento de tipos razonables de interés de acuerdo a la tasa promedio del mercado y la asunción de las garantías que, dentro de los actuales esquemas de concesión de créditos, distorsionan socialmente su beneficio.

Además de estas condiciones, se requieren otras que hacen relación a la operación misma del crédito de fomento. Lo que interesa de este último, además de la traslación de recursos monetarios desde unidades superavitarias hacia unidades deficitarias, referidas al contexto de nuestro desarrollo, es que la aplicación de los fondos se acompañe con una adecuada **asistencia técnica** que maximice beneficios; el financiamiento, dentro de una acepción lata, no solamente consiste en un desplazamiento de unidades monetarias, dentro de determinadas condiciones: también pueden transferirse recursos organizativos, técnicos, de mejoramiento de gestión empresarial. Dicha asistencia cumple, dentro de un país en desarrollo, importantes cometidos en el mejoramiento de la red de información estadística que sirve de infraestructura a las actividades planificadoras del estado. La introducción de nuevas técnicas de cultivo; la adopción oportuna de sistemas especializados de riego; el cambio de sistemas de plantas de producción o la innovación de contabilidades de costos y mercados en pequeñas industrias; la organización de ciclos de construcción de obras de infraestructura urbana, son factores que hubieran potencializado la eficiencia de los créditos de fomento hasta hoy atendidos con cargo a los recursos de los fondos financieros.

La **supervisión** de los créditos también cumple un papel importante, pues garantiza la seguridad en la aplicación de los fondos, a través de formas técnicas de auditaje, asunción de riesgos y seguros y revisiones periódicas de desembolsos por etapas.

Finalmente, la **evaluación** contribuye a la revisión final de las prioridades de asignación y al establecimiento de los efectos cualitativos y cuantitativos de la aplicación crediticia; de la misma manera como, a nivel de planificación central, se trabaja con coeficientes de ajuste que van compatibilizando las proyecciones ex-ante de los planes con sus resultados ex-post, también una programación financiera de fomento debe contar con unos indicadores reales de efecto que permitan, a través de la racionalización de los flujos financieros, alcanzar con mayor o menor eficiencia, con mayor o menor efectividad, las metas de desarrollo del estado.

3. Criterios del crédito de fomento

El crédito de fomento debe cumplir, como instrumento de desarrollo, una serie compleja de funciones económicas y sociales. Su concepción misma de "fomento" sugiere la necesidad de que desarrolle, simultáneamente, con una función de bienestar, una función de crecimiento.

Las restricciones que hoy contemplan los fondos financieros para el otorgamiento de sus créditos son de naturaleza económica:

- a) Descentralización geográfica;
- b) Aumento de exportaciones;
- c) Sustitución de importaciones;
- d) Desarrollo urbano;
- e) Crecimiento de la producción agropecuaria;
- f) Capitalización industrial.

En el Fondo Financiero Industrial existen las restricciones "tamaño de la empresa" y "generación de empleo", como variables no discriminadas. Definir una pequeña o mediana empresa por su nivel de activos constituye una impropiedad; sin que se trate de llegar a volátiles definiciones cualitativas, puede afirmarse que no necesariamente una industria con menos de \$ 35 millones de activos puede considerarse, para beneficiarla, como mediana o pequeña. Esta aproximación cuantitativa debe complementarse con criterios que lleguen más al establecimiento de la naturaleza propia de la empresa. En nuestro Servicio de Asesoría a la Pequeña y Mediana Industria hemos hablado de la "complejidad organizativa" como parámetro de medición cualitativa; la complejidad organizativa es un conjunto de elementos de ponderación de la madurez de una empresa, como la sofisticación de sus sistemas de contabilidad y costos; la distribución de su planta; la relación entre la empresa misma y sus dueños. Respecto a los índices de generación de empleo por unidad de inversión, presentan el problema de que no solamente no distinguen entre tipos de empleo generados, verticales (por niveles de escalafón) u horizontales (por actividades económicas), sino que la ausencia de sistemas de supervisión y control de aplicación, ha conllevado a prácticas ilícitas de aumentos artificiales de nóminas mientras se obtienen los apoyos crediticios.

Los criterios sociales de asignación de recursos de fomento vendrían a romper con las formas tradicionales de asignación sectorial del crédito de fomento, primero a través de las agencias oficiales y luego, a través de los fondos financieros, que no satisfacían la definición del desarrollo como el binomio de crecimiento con bienestar.

Se trataría de convertir ciertos criterios sociales de asignación, como la contribución **antinflacionaria**, la capacidad **distributiva del ingreso** y los efectos de **generación de empleo**, en variables paramétricas de la concesión del crédito de fomento, dando mayor o menor ponderación a cada una de ellas dentro de la evaluación total del crédito. Así, por ejemplo, tendría una alta prioridad el préstamo que se concediera a un usuario que presentara las siguientes características en su unidad empresarial:

- a) Altamente generadora de empleo;

- b) Producción de bienes alimenticios vinculados a la canasta de vida;
- c) En zona no concentrada geográficamente;
- d) Alto porcentaje de utilización de insumos y tecnología nacionales;
- e) De tamaño "pequeño" definido como complejidad organizativa.

El dilema entre inversión y consumo no puede ser resuelto a través del dilema entre inflación por emisión o desarrollo inflacionario; mucho menos, la programación financiera de fomento puede quedar supeditada, como instrumento estructural de desarrollo, a las oscilaciones de la oferta monetaria. Las previsiones de irrigación financiera, en su forma de captación-colocación, deben concordarse con las condiciones y criterios arriba relacionados, para estar ciertos del **costo** del crédito de fomento y asumirlo como tal o buscar otras formas de impulso. El planteamiento del crédito de fomento, hasta aquí, asegura un máximo de **eficacia**, pero el volumen de los recursos que se destinarán a este objetivo, su regularidad, su continuidad, determinarán la **efectividad** de la política de crédito de fomento. Bien insignificante es la labor que puede desarrollar un intermediario financiero, como los fondos financieros, si no tiene recursos operativos.

Hemos creído necesario insinuar, antes de entrar a analizar el desarrollo histórico del crédito de fomento, algunas consideraciones sobre lo que a nuestro juicio debe ser una verdadera política de crédito productivo, social y económicamente hablando. Será la base teórica que deberá tenerse presente cuanto, en todo momento, a lo largo de esta investigación, evaluemos o innovemos el crédito de fomento.

II. Evolución histórica de los fondos

1. Fondo de Inversiones Privadas

1.1. Creación

El Fondo de Inversiones Privadas nace por recomendaciones de las misiones evaluadoras del Plan General de Desarrollo Económico y Social (1960-1970) o Plan Decenal, conformadas por el Banco Interamericano de Desarrollo y por el comité ad-hoc de la Alianza para el Progreso. La estrategia del programa contemplada en el Plan consideraba que se debían dedicar esfuerzos para consolidar la Balanza de Pagos del país; asimismo, el comité ad-hoc de la Alianza para el Progreso sugería la organización de un instituto que financiara proyectos de factibilidad y brindara asistencia técnica a la pequeña y mediana industria. Es así como las misiones evaluadoras recomiendan la creación de un fondo que canalice el crédito externo hacia la industria privada. Estas recomendaciones son acogidas y mediante la Resolución 11 de 1963 del Banco de la República se crea el Fondo para Inversiones Privadas.

1.2. Objetivos

Se señala como objetivo del fondo contribuir al fortalecimiento de la Balanza de Pagos mediante el fomento de las exportaciones e intensificación del proceso de sustitución de importaciones a través de la financiación de las industrias que en la economía tuvieran como finalidad producir bienes para el sector externo.

En cuanto a la armonía del objetivo descrito con los diferentes planes de desarrollo se pueden hacer las siguientes observaciones:

- a) Los planes de desarrollo plantean en general dentro de su diagnóstico la necesidad de un equilibramiento de la Balanza de Pagos. Sin embargo, los correspondientes a la década del 60 enfatizan sobre este objetivo. Los anteriores consideraban que debido a que la estructura de consumo y producción era dependiente de las importaciones y la situación monoexportadora del país, el crecimiento del producto dependía en buena medida de la forma como se lograra suplir la escasez de divisas. La composición de las exportaciones colombianas se caracterizaba por productos primarios, tales como café y petróleo. Estos dos productos representaban antes de 1967 un 93 % de las exportaciones colombianas mientras que en años posteriores a 1967 representaron un 70 % de las exportaciones totales, descendiendo para 1975 a un 47 %.

A su vez, la política de sustitución de importaciones en la década del 60 tiene resultados exitosos sobre la estructura de consumo al incrementarse la producción de bienes finales. Esta evolución en la consecución del objetivo de consolidación de Balanza de Pagos y obviamente en la Balanza Comercial, incide directamente en el cambio de concepción acerca de la importancia relativa del objetivo en mención. Es así, como los Planes 1970 y Guías 1971 colocan en un segundo lugar el cuello de botella representado por la escasez de divisas para colocar en un primer plano el de la escasez de ahorro.

El objetivo descrito vuelve a tomar importancia prioritaria dentro del modelo de desarrollo del Presidente López pero ya debido a factores diferentes. En primer lugar, la situación monoexportadora ha sido superada ya que las exportaciones menores representan más de un 50% de las totales; en segundo lugar, su política no pretende alentar al sector externo cuanto fortalecerlo y consolidarlo.

De todas maneras es interesante hacer notar cómo el objetivo de financiación de industrias del sector externo es consecuente en los diferentes planes de desarrollo al ocupar un primero o segundo lugar en las estrategias a desarrollar.

- b) Un punto en donde difieren los objetivos de los diferentes planes, radica en los mecanismos alternativos de financiación para dar solución a los problemas de la Balanza de Pagos. El Plan Decenal, Operación Colombia y aún los Planes del 69, prefieren el mecanismo de sustitución de importaciones al de fomento de las exportaciones; sin embargo, las comprobaciones empíricas de los años posteriores demostraron que una política industrial encaminada al fomento de las exportaciones, daba resultados mucho más exitosos para solucionar el cuello de botella de la escasez de divisas ya que la política de sustitución de importaciones disminuyó la dependencia de la estructura de consumo del sector externo pero la aumentó en la estructura de la producción.

Es así, como la estrategia de los planes aparecidos después de los ya mencionados recalcan como política de comercio exterior promover e incentivar las exportaciones no tradicionales. Es decir, de un esquema de crecimiento hacia adentro, con estructuras básicamente proteccionistas, se pasa a un esquema de libertad parcial de comercio con crecimientos hacia afuera. Este cambio de mecanismos para la financiación del sector de comercio exterior se ve reflejado en la composición de los créditos aprobados por justificación económica (Cuadro N°. 10-1) del mencionado fondo. Con el objeto de observar con más claridad la situación descrita se ha dividido el cuadro en dos períodos, aquel comprendido entre 1963 y 1967 y aquel entre 1968 y 1974. Aunque las exportaciones absorben para los períodos analizados el mayor porcentaje en cuanto al número y valor de los créditos aprobados, se puede apreciar el desplazamiento que sufren a través del tiempo tanto la financiación para la sustitución de importaciones como la financiación de las industrias que significan un cuello de botella para la economía.

La financiación en pesos para la sustitución de importaciones pasa a representar en número de créditos aprobados, de un 34.5% a un 19.5% de total y en valor de un 34.8% a un 14.8%. Para la financiación en dólares también se puede hacer la misma observación, por cuanto el número de créditos aprobados pasa de 35.4% a un 8.8%, aunque la disminución no es tan drástica en cuanto a valor ya que de 27.1% pasa a un 20.3%. Se recalca el hecho de que en 1973 y 1974 la financiación en

Cuadro N°. 10-1
FONDO PARA INVERSIONES PRIVADAS
CREDITOS APROBADOS POR CRITERIOS ECONOMICOS

CRITERIO ECONOMICO	1963 - 1967 ¹⁾		1963 - 1967 ²⁾		1968 - 1974 ³⁾				1975*			
	Número	%	Valor (000)	%	Número	%	Valor (000)	%	Número	%	Valor (000)	%
1. Línea en Pesos (\$)												
Exportación	93	55.4	352.868	45.0	531	78.6	1.470.509	74.9	9	56.3	62.293	63.8
Sustitución de importac.	58	34.5	273.001	34.8	132	19.5	291.220	14.8	1	6.3	3.001	3.1
Sustitución y export.	4	2.4	23.422	3.0	11	11.6	99.546	5.1	3	18.8	20.120	20.6
Cuello de botella	13	7.7	134.433	17.2	2	0.3	102.396	5.2	3	18.6	12.166	12.5
TOTAL	168	100.0	783 924	100.0	676	100.0	1.963.671	100.0	16	100.0	97.580	100.0
2. Línea en Dólares (US\$)												
Exportación	45	54.9	10.517	58.6	69	86.3	20.945	74.3	1	100.0	9.000	100.00
Sustitución de importac.	29	35.4	4.854	27.1	7	8.8	5.715	20.3				
Sustitución y exportac.	3	3.7	997	5.5	3	3.8	1.064	3.8				
Cuello de botella	5	6.0	1.582	8.8	1	1.1	478	1.7				
TOTAL	82	100.0	17.948	100.0	80	100.0	28.202	100.0	1	100.0	9.000	100.00

FUENTE: Banco de la República y cálculos del autor.

¹⁾ Los datos para el período comprendido entre 1963 y 1967 fueron obtenidos por residuo de los datos acumulados a 1972.

²⁾ Los datos de 1974 comprenden el período entre enero 1° y 30 de septiembre.

* Primer Semestre de 1975.

dólares estuvo dedicada totalmente a la financiación de las exportaciones ya que no se aprobaron créditos para los otros tres rubros.

Para el primer semestre de 1975 se pueden hacer las mismas observaciones. Se destaca cómo para todo el semestre no se han aprobado sino 17 créditos por un valor de \$ 97.850.000, lo cual indica una disminución respecto del primer semestre de 1974 casi del 50 %.

El cuadro N°. 10-2 contiene las cifras del crédito aprobado por el FIP a junio 30 de 1964. La financiación para la sustitución de importaciones participa dentro del total con un número de créditos aprobados de 49.4 % y un valor de 45.0 % cifras superiores a la financiación de la industria exportadora, recordando el hecho de que el FIP empieza a funcionar con este criterio bajo el punto de vista del Plan Decenal.

Cuadro N°. 10-2

FONDO PARA INVERSIONES PRIVADAS CREDITOS APROBADOS POR JUSTIFICACION ECONOMICA HASTA EL 30 DE JUNIO DE 1964

(millones de \$)

CRITERIO ECONOMICO	NUMERO	%	VALOR	%
Exportaciones	28	35.4	134.3	37.0
Sustitución de importaciones	39	49.4	167.1	45.0
Sustitución y exportación	6	7.6	39.9	11.0
Cuello de botella ^{1/}	6	7.6	25.8	7.0
TOTAL	79	100.0	367.1	100.0

FUENTE: Informe preliminar presentado al CIAP por el personal técnico de la nómina de Los Nueve

^{1/}Incluye: Exportaciones y aumento de producción para consumo interno y aumento de producción para consumo externo.

1.3. Recursos

Los recursos del FIP en moneda nacional están constituidos por las contrapartidas de empréstitos externos, los reembolsos por créditos concedidos y las utilidades reinvertidas. Además, por los recursos en moneda extranjera que se derivan de empréstitos de organismos de crédito internacionales y de instituciones bancarias extranjeras.

Con el objeto de establecer en forma relativa la participación de los recursos externos dentro del total de recursos del fondo, se pueden observar las cifras contenidas en el cuadro N°. 10-3 .

Para 1973 el total de recursos del fondo ascendía a \$ 710 millones cifra que arroja un crecimiento de 466 % respecto de 1967; en los últimos siete años más de un 70 % en promedio corresponde a pasivos a favor del Banco de la República los cuales hasta 1969 estaban conformados enteramente por recursos externos. A partir de 1970 aparece dentro de los pasivos a favor del Banco de la República un 20 % en promedio de recursos provenientes de crédito interno del Banco de la República; el 30 % restante está formado por las utilidades capitalizables y por intereses de los préstamos.

Cuadro N°. 10-3

RECURSOS DEL FONDO PARA INVERSIONES PRIVADAS

(millones de \$)

1967-1973

	1967	%	1968	%	1969	%	1970	%	1971	%	1972	%	1973	%	1974	%
A. Pasivos a favor Bco. República	99.064	78.90	188.210	78.87	243.244	76.12	277.838	71.11	355.447	74.40	473.089	77.71	561.435	79.03	1.225.678	68.03
1. Por créditos moneda nacional	12.096	9.63	9.122	3.83	7.493	2.35	7.466	1.91	6.637	1.39	5.807	0.96	4.978	0.70	94.792	5.12
a) Línea de crédito BID	2.149	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
b) Línea de crédito Holanda	9.947	—	9.122	—	7.493	—	7.466	—	6.637	—	5.807	—	4.978	—	94.792	—
c) Línea de crédito BIRF	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2. Por crédito moneda extranjera	86.968	69.27	179.088	75.04	235.751	73.77	250.962	64.23	281.794	58.98	342.890	56.32	417.823	58.81	1.064.085	6.30
a) Línea de crédito AID	70.595	—	116.557	—	133.839	—	149.844	—	189.543	—	230.522	—	263.175	—	667.362	—
b) Línea de crédito BID	8.274	—	28.996	—	28.572	—	23.852	—	21.467	—	14.311	—	9.541	—	4.770	—
c) Línea de crédito BID (otros)	490	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
d) Línea de crédito KFW	7.689	—	33.585	—	73.460	—	77.266	—	70.784	—	98.057	—	129.947	—	152.219	—
e) Línea de crédito Ceskoslovesca	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	10.015	—	8.473	—
f) Línea de crédito BIRF	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5.145	—	104.276	—
g) Herstelbank	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
3. Otros créditos (Crédito interno Banco de la República)	—	—	—	—	—	—	19.410	4.97	67.016	14.03	124.392	20.43	138.634	19.52	129.985	—
B. Otros pasivos moneda nacional	26.489	21.10	50.432	21.13	76.319	23.88	112.887	28.89	122.301	25.60	135.688	22.29	148.941	20.97	8.796	3.8
1. Utilidades capitalizadas	25.000	—	45.000	—	65.000	—	95.000	—	95.000	—	95.000	—	95.000	—	574.137	31.9
2. Intereses	1.489	—	5.432	—	11.319	—	17.887	—	26.301	—	40.688	—	53.941	—	520.070	—
TOTAL	125.553	100.00	238.642	100.00	319.563	100.00	390.725	100.00	477.748	100.00	608.777	100.00	710.376	100.00	54.067	—
Incremento %	100	—	190	—	254	—	311	—	380	—	484	—	566	—	1.801.812	100.00

FUENTE: Banco de la República y cálculos ANIF.

En 1974 el crédito interno del Banco de la República representa un escaso 3.8%, observándose cómo las utilidades capitalizadas y los intereses se triplican participando con un 32% del total de recursos. Esta situación enteramente sana en la política financiera del crédito de fomento es contrarrestada por el hecho de que en 1974 los recursos externos se elevan de tal manera que al adicionarlos al resto de recursos dan un total de \$ 1.800 millones; sin embargo, los préstamos concedidos en el mismo período no sobrepasan los \$ 500 millones.

El flujo de recursos externos requerido para el funcionamiento del fondo es consecuente con los diferentes planes de desarrollo; la totalidad de los planes pone de relieve la necesidad de financiamiento externo para llevar a cabo sus objetivos. Es así, como el Plan Decenal fue preparado con el propósito de justificar la ayuda externa requerida por el país; asimismo, puede decirse que la totalidad de los planes posteriores exige un flujo de ayuda externa para lograr sus objetivos y aunque no se preparan para justificarla sí han sido utilizados después de elaborados para solicitar crédito externo.

La magnitud del flujo externo en cada uno de los planes depende de la importancia que le otorgan respectivamente a la brecha externa o interna. Por ejemplo, Plan Decenal, Operación Colombia y Planes de 1969 consideran la brecha externa, es decir, los requisitos de importaciones totales menos las proyecciones de exportaciones, como el elemento restrictivo del desarrollo. Paralelamente los planes subsiguientes consideran la brecha del ahorro, es decir, los requisitos de ahorro interno total, menos las proyecciones de inversión, como dominante, volviendo a tomar lugar relevante la brecha externa en el modelo de desarrollo del Presidente López. Aún considerando lo anterior se puede observar cómo modelos de desarrollo como el de las Cuatro Estrategias consideraban dominante la brecha interna y sin embargo se contrataron endeudamientos externos que sobresalían sobre los contratados en períodos anteriores.

También es interesante anotar cómo aun cuando los planes exigen flujos considerables de crédito externo, los presentados en la presente década recalcan la necesidad de un manejo discreto de este mecanismo: no se puede pretender el fomento de actividades que generen o ahorren divisas remediando situaciones en la Balanza de Pagos y por otro lado acrecentar el servicio de la deuda externa que empeore la situación. Se puede apreciar cómo la participación relativa del servicio de la deuda externa en el total de egresos de balanza pasó de un 6.83% a un 9.18% de 1968 a 1974. Asimismo, en el mismo período, la participación de los créditos externos con destino al FIP dentro del total de pasivos internacionales que posee el país, pasó de un 7.81% a un 21.02%. Existiendo una relación directa entre la contribución al pasivo internacional y contribución al servicio de la deuda, se puede afirmar que el fondo en mención no es consecuente con el prudente manejo de la deuda externa sugerido por los planes.

Dejando de lado la justificación del crédito externo para dotar de recursos al Fondo de Inversiones Privadas, es interesante anotar cómo la totalidad de los planes plantea como objetivo el crecimiento del producto, pero, siempre y cuando este crecimiento no conlleve a situaciones inflacionarias. Respecto a los recursos utilizados por el fondo y su estructura inflacionaria cabe hacer las siguientes observaciones:

- a) Como ya se mencionó el Fondo de Inversiones Privadas cuenta con el 20% de sus recursos provenientes de crédito interno del Banco de la República. Este crédito, que incide en forma peligrosamente inflacionaria sobre el crecimiento de la base monetaria, representaba para 1973 un saldo de \$148 millones; hecho que podría deberse al decrecimiento de los créditos de contrapartida que con una participación en 1967 del 9.63% pasan a representar un escaso 0.70% en 1973, como también por el decrecimiento de los créditos en moneda extranjera cuya participación disminuye en 10 puntos en el período analizado.
- b) Si se compara la canalización de recursos en moneda extranjera, que desde 1967 representa en promedio más de un 60% del total, con la colocación de créditos en moneda extranjera (cuadro

Nº. 10-4) que significa un 23% del total de créditos, se puede apreciar cómo en situaciones de superávit de Balanza de Pagos existe una fuerte presión inflacionaria por el aumento de depósitos en moneda extranjera en el Banco de la República. Para 1971 y 1973 aunque existen porcentajes altos de colocaciones en moneda extranjera –un 30.8 % y un 39.1 % de las colocaciones– los superávits en balanza comercial tuvieron dos efectos: en primer lugar, las altas participaciones se explican por la liberalidad de importaciones y en segundo la presencia del superávit al monetizar los excedentes en moneda extranjera incidía peligrosamente sobre el crecimiento de los medios de pago.

Cuadro Nº. 10-4

CREDITO DE FOMENTO DEL FIP A TRAVES DE LAS DIFERENTES LINEAS DE CREDITO

(millones de \$)

1969 - 1974

Año	Línea de \$	Δ%	%	Línea en US\$ convertidos a \$	Δ%	%	Total
1969	170.9	— —	84.6	31.1	— —	15.4	201.9
1970	456.4	167.0	88.5	59.4	91.0	11.5	515.8
1971	266.2	— 41.7	69.2	118.6	99.7	30.8	384.8
1972	229.5	— 13.8	73.6	82.4	— 30.5	26.4	311.9
1973	349.9	52.5	60.9	224.5	172.4	39.1	574.4
1974	443.0	26.6	83.2	89.7	— 60.0	16.8	532.7
1975	97.0	— 72.7	99.67	3	— 97.87	0.33	97.32

FUENTE: Banco de la República, Departamento de Crédito de Fomento y cálculos ANIF.

1 Datos a primer semestre de 1975.

Esta afirmación se ve corroborada por la circunstancia de que la financiación en dólares no representa sino un escaso 0.33% del total de financiación concedida por el FIP, registrándose un decrecimiento respecto a 1974 de casi un 100%.

El hecho de que el fondo tenga abundantes recursos en moneda extranjera pero estos no se colocan en proporciones similares permite sacar algunas de las conclusiones siguientes: o no hay gran demanda por este tipo de recursos, lo que es bastante improbable debido a la queja industrial por ausencia de financiación para su componente importado; o se está haciendo una mala asignación de recursos por dicho fondo.

1.4. Inversiones Financiadas

Las normas del FIP disponen la financiación de inversiones en el campo de la actividad primaria (agricultura, pesca y minería) y de la industria de transformación de acuerdo con el siguiente orden de prelación:

- a) Diversificación y fomento de las exportaciones. Bajo este criterio se financian aquellas inversiones que contribuyan a reforzar notoriamente la Balanza de Pagos del país mediante la generación adicional de divisas.

- b) Sustitución neta de importaciones. Comprende aquellas inversiones que igualmente contribuyen a reforzar la Balanza de Pagos por remplazar importaciones valiosas que esté realizando el país y siempre y cuando el efecto neto resultante sea favorable.
- c) Solución de estrecheces en la producción de bienes. Comprende aquellas inversiones destinadas a solucionar a nivel nacional estrecheces en la producción de bienes y servicios, necesarios para el cumplimiento del fomento de las exportaciones, o el normal desenvolvimiento de un proceso de industrialización.

Dentro de este criterio se pueden financiar proyectos que vayan a producir insumos o bienes intermedios necesarios tanto para industrias que fomenten y diversifiquen exportaciones como también para las que vayan a producir sustituciones netas de importaciones, excluyendo los cultivos de corto período vegetativo.

- d) Planes de integración fronteriza. Este criterio cubre las inversiones destinadas a crear o ampliar industrias de transformación, que contribuyen a planes de integración fronteriza.

Las cuatro actividades financiables por el Fondo de Inversiones Privadas son consecuentes con los documentos de planeación analizados, en donde se propone una política industrial encaminada a suplir la escasez de divisas. Respecto a la financiación de los proyectos de integración fronteriza, esta es adicionada a las otras tres por medio de la Resolución N°. 36 de 1968, siendo consecuente con objetivos planteados en planes de la fecha. Es así como Planes 1969 recalca la importante necesidad de impulsar aquellas industrias que integren los mercados colombianos con los de otros países; a su vez, Guías 1971 con su estrategia de promoción de exportaciones recalca la importancia del gran mercado latinoamericano contemplando, en términos generales los aspectos considerados por el modelo propuesto por el actual gobierno en donde ante la coyuntura que viven los mercados internacionales se plantea la urgente necesidad de estructurar los mercados latinoamericanos.

Para aliviar el cuello de botella representado por la escasez de divisas los documentos para el desarrollo consideran diferentes productos prioritarios. La comprobación empírica de la compatibilidad entre el encauzamiento del crédito del FIP y las industrias aconsejadas en los diferentes documentos solo se podrá hacer a partir de 1968 ya que los primeros datos disponibles corresponden a tal fecha. Aún así, se puede mencionar cómo el Plan Decenal considera como prioritarias las industrias productoras de bienes de capital y bienes intermedios principalmente las metálicas básicas, las metalúrgicas de transformación, las químicas y por último las industrias productoras de pulpa de papel. Los informes evaluadores del Plan sugieren que la sustitución de importaciones se oriente menos hacia los bienes de consumo final; por el contrario, Operación Colombia propone incentivar la producción interna de dichos bienes.

Los Planes de 1969 proponen incentivar la sustitución de importaciones a través de las siguientes industrias: papel, pulpa, industria química, cemento, acero, metalúrgica y mecánica; y las exportaciones a través de azúcar, madera, sustancias y productos químicos, cemento, acero y turismo.

Se observa cómo el plan es bastante ambicioso en el sentido de que en productos como el acero y el cemento no sólo se propone sustituir la importación sino llegar al suficiente grado de producción para crear excedentes exportables. Aún así, (cuadro N°. 10-5) dentro de las líneas de producción financiables por el FIP estos productos o no se encuentran o están agregados bajo otras líneas de producción. Sin embargo, se aprecia cómo el papel y los productos de papel absorben en promedio para los últimos años un 8.0% y un 7% de la línea en pesos y en dólares respectivamente de la financiación; asimismo, las sustancias y productos químicos presentan un 12.8% y un 15.6% del total financiado para las líneas mencionadas, participación que resulta alta si se compara con las otras líneas de producción. El turismo incluido como línea de financiación en 1970 canaliza un 10% de los recursos lo cual es compatible con los lineamientos esbozados por los Planes del 69.

Cuadro N°. 10-5

FONDO PARA INVERSIONES PRIVADAS
CONCENTRACION DEL CREDITO POR LINEA DE PRODUCCION

(Porcentajes)

LINEA DE PRODUCCION	1969		1970		1971		1972		1973		1974		1975 _{1/}		PROMEDIO	
	\$	US\$	\$	US\$	\$	US\$										
Agricultura y ganadería	19.3	—	19.1	—	20.9	—	27.2	—	25.8	—	—	—	16.0	—	18.3	—
Productos alimenticios	6.6	1.4	4.6	—	35.6	8.3	19.8	1.5	6.9	3.9	25.3	40.1	15.8	10.5	18.7	9.4
Tabaco	—	12.8	—	—	—	—	—	13.1	—	—	—	—	.1	1.8	—	3.9
Textiles	14.8	69.7	5.6	19.9	9.6	24.1	—	7.0	15.2	40.2	2.2	—	6.3	24.8	7.7	26.6
Papel y productos de pap.	4.1	—	12.1	—	7.5	28.4	2.7	7.5	—	—	21.4	—	7.9	13.8	8.0	7.1
Substancias y productos																
Químicos	7.9	—	30.3	37.7	4.8	18.8	4.7	4.9	15.8	3.5	10.9	30.4	16.3	13.6	12.8	15.6
Productos minerales no																
Metálicos	1.7	—	5.8	22.4	—	2.0	10.6	10.6	14.2	26.5	14.1	15.0	9.6	9.9	8.0	12.3
Productos metálicos excepto																
maquinaria	2.0	4.7	1.2	—	0.1	0.6	1.3	5.3	—	0.8	8.8	4.1	2.3	3.2	2.2	2.7
Trasporte	2.3	—	—	—	—	—	10.4	—	—	—	—	—	1.4	—	2.0	—
Hoteles para turismo																
internacional	29.2	—	4.4	—	9.9	—	6.9	—	2.6	—	6.9	—	6.4	1.2	9.6	.3
Sub-total	87.9	88.6	83.1	80.0	88.4	82.2	83.6	49.9	80.5	74.9	89.6	89.6	81.5	78.8	87.3	78.8
Otras	12.1	11.4	16.9	20.0	11.6	17.8	16.4	50.1	19.5	25.1	10.4	10.4	18.5	21.2	22.2	12.7
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FUENTE: Departamento de Crédito de Fomento - Banco de la República y cálculos ANIFF.

1/ Primer semestre de 1975

Respecto al resto de productos se pueden hacer las siguientes observaciones: el cemento como línea de financiación a través del FIP no se presenta debido a que Guías 1971 lo considera como un insumo básico para el sector considerado como prioritario para generar el desarrollo: la construcción, el acero, las industrias metalúrgicas y las mecánicas no se encuentran desagregadas dentro de las líneas de producción por lo que es entonces difícil sacar alguna conclusión.

Los Planes de 1970 y Guías 1971 ponen especial énfasis en la financiación de productos manufacturados, especialmente la industria de los textiles y las confecciones, situación que es compatible con la financiación del FIP hacia este renglón donde se observa una alta concentración del crédito, sobre todo en la línea en dólares donde obtiene en promedio un 26.6% del total de recursos, en los últimos años.

Se puede observar cómo los productos alimenticios así como la agricultura y la ganadería absorben un 37% de la financiación en pesos y un 9.4% de la línea en dólares. Este hecho recalca dos puntos importantes: en primer lugar el FIP se encargaba de financiar cultivos de tardía recuperación debido a la inexistencia de una línea de redescuento alternativa para dotar de recursos a este tipo de actividades; mecanismo que sólo aparece en 1973 con el Fondo Financiero Agropecuario, situación compatible con la tecnificación del campo planteada a través de los diferentes planes. Por otro lado, el desarrollo de la agricultura comercial en los últimos años puede ser el motivo de la gran colocación de créditos hacia estos renglones.

1.5. Gastos que son materia de financiación

Los préstamos del FIP se otorgan para la adquisición de activos fijos como maquinaria, equipo, construcción, montaje e instalaciones; además para el pago de estudios técnicos necesarios y para capital de trabajo hasta por un 20% del valor del financiamiento que se otorgue para cada proyecto de inversión.

La participación de la financiación en activos fijos fluctúa siempre entre un 75% y un 85% del total financiado, a excepción de 1973 en donde desciende a un 57.03%. Esta última participación está indicando un desfase de los reglamentos del fondo que podría explicarse en buena medida por la presencia del Fondo Financiero Agropecuario a donde se desplazó la financiación de activos fijos para cultivos de tardía recuperación; empero, esta situación fue corregida en 1974 donde los activos fijos participan con un 83.52% del total de la financiación.

1.6. Beneficiarios de los créditos

En cuanto al tamaño de las empresas se puede apreciar cómo los planes de la década del 60 recalcan el empuje que se le debe dar a las industrias prioritarias pero no señala en qué tipo de empresas se deben concentrar los esfuerzos. Sólo uno de los informes evaluadores del Plan Decenal propone la formación de una entidad que financiara proyectos de factibilidad y brindara asistencia técnica a la pequeña y mediana industria. Es inminente que el deseo generalizado de exportar productos manufacturados requiere de factores tales como una alta competitividad en el exterior, que sólo se logra con un máximo de eficiencia. Por lo general las industrias que cumplen con estas características son aquellas que poseen el mayor número de activos ya que ellas requieren y están en capacidad de absorber un máximo de tecnología que se traduce en una demanda creciente por activos fijos. Es así como se puede observar el hecho de que a pesar de que históricamente las empresas financiadas por el FIP, en línea de pesos con activos hasta de siete millones les correspondió hasta 1974 un porcentaje promedio del 38.76% de solicitudes aprobadas; la tendencia predominante es que el valor de préstamos se concentre en industrias con activos entre cien y setecientos millones; hasta 1974 esas empresas habían recibido un 47.17% del monto total de los préstamos. Esta situación refleja la alta concentración del crédito en las empresas grandes.

1.7. Condiciones de los créditos

La reforma financiera propuesta por el presente gobierno modifica a través de la Res. 77/74 las condiciones de los créditos otorgados por el fondo: los créditos industriales se encauzaban de acuerdo a los recursos utilizados en la colocación del crédito y los créditos agropecuarios según el tipo de producto a que se hiciera referencia.

En general, las políticas de fomento adoptadas en nuestro medio han propiciado una estructura desbalanceada de crecimiento a nivel regional y han tendido persistentemente a estimular aún más el inarmónico desarrollo interregional. Como resultado de factores de diverso orden enraizados secularmente en nuestra organización socio-política, han emergido tres departamentos, Antioquia, Cundinamarca y el Valle, como los máximos beneficiarios en la toma de decisiones en materia de inversión, construcción, infraestructura, asignación presupuestal, etc., lo cual viene limitando las posibilidades de vincular al desarrollo otras regiones que poseen recursos naturales y humanos insuficientemente explotados.

Así las cosas, existía una gran concentración regional de los créditos, donde Antioquia canalizaba más de un 30% en número y valor, el Valle absorbía más de un 17% del valor y así junto con Bogotá, Atlántico y Cundinamarca acumulaban más de un 75% del valor y del número de los créditos. Esta situación se ve reflejada en la nueva estructura en donde se establecen diferenciaciones en las condiciones de acuerdo a las ciudades con más y con menos de 900.000 habitantes, fijando condiciones más favorables para estas últimas.

Los efectos de esta medida se ven reflejados en el primer semestre de 1975 donde los departamentos que concentraban el mayor número y valor del crédito concedido sólo absorbieron un 55% en promedio del total de este.

Bajo la concepción de incentivar el crédito productivo se eleva el margen de redescuento para cualquier tipo de crédito al 100%. Esta situación llevará obviamente a una mayor demanda de recursos por parte del fondo pues aunque los créditos bancarios han bajado su participación respecto al total financiado de un 22.2% en 1969 a un 7.10% en 1975, en términos absolutos estas sumas deberán aportarse por el fondo. Si se considera que para 1974 los recursos aportados por los bancos ascendieron a \$ 452 millones y que para la misma fecha el crédito interno del Banco de la República ascendió a \$ 170 millones, esta suma casi tendrá que triplicarse inflacionariamente para mantener constante el ritmo de crecimiento de las colocaciones. Por otro lado, es interesante destacar cómo los recursos propios de los proyectos financiados representan aproximadamente un 40% del total de recursos para los últimos años. Esta situación podría en cierta medida ser un indicativo del grado de solvencia de las industrias que acuden al FIP.

De acuerdo a la política del gobierno de evitar tasas de interés subsidiadas, se reduce su rango, que fluctuaba entre un 8% y un 20.12% para los diferentes préstamos del fondo, para lograr un equilibrio. Se establecen tasas que fluctúan entre un 20% y un 26% de acuerdo al plazo y número de habitantes de la ciudad. Esta nueva situación en cierta medida elimina las distorsiones provocadas por el crédito subsidiado, aunque aún las tasas modificadas resultan favorables para el usuario del crédito ya que en operaciones normales los intermediarios financieros están cobrando entre un 24% y un 29%; también se ajustan los plazos que antes iban entre 5 y 15 años quedando entre 5 y 10, lo cual parece razonable ya que un crédito a 15 años para financiar activos fijos ocasiona la obsolescencia de dicho activo por avances tecnológicos, antes de haber terminado de pagar el crédito.

Es importante recalcar el hecho de que las corporaciones financieras han utilizado en promedio desde 1969 más de un 40.0% de la línea de pesos y más de un 60.0% de la línea en dólares de las colocaciones del FIP, situación compatible con su tipo de financiación a mediano y largo plazo y que posiblemente se verá aminorada por la colocación opcional que podrán hacer ahora a corto plazo.

2. Fondo Financiero Industrial

2.1. Creación

El Fondo Financiero Industrial fue creado mediante la Resolución N°. 54 de 1968, con el objeto de otorgar financiamiento para la pequeña y mediana industria. Es necesario hacer un breve esquema de lo que entiende el fondo por pequeña y mediana industria y de lo que en realidad significa en los planes de desarrollo.

La actividad industrial del país se ha venido desarrollando básicamente en dos sectores: el moderno y el tradicional. La distinción se establece debido a las diferencias en el sistema de producción de cada uno de ellos. En el primero, se encuentran procesos productivos a gran escala con alta tecnología y sistemas de producción donde la actualización del trabajo juega un papel decisivo. En el segundo, se encuentran procesos productivos artesanales, con una baja tecnología y producción a pequeña escala. En general, se puede decir que las diferencias radican en que en el primero la relación capital trabajo es más alta que en la segunda, y en que el componente importado del primero es superior al componente importado del segundo.

Por lo general las industrias pertenecientes a uno y otro sector poseen diferentes escalas de activos. Esta característica se ha constituido en la única pauta para distinguir entre grande, mediana y pequeña industria en el fondo, olvidando todas aquellas envueltas en el proceso productivo que podrían catalogar una industria como pequeña o como grande.

Es así, como el Fondo Financiero Industrial considera pequeña y mediana industria aquella cuyos activos totales no representan más de \$ 35 millones. A su vez los planes de desarrollo no distinguen la pequeña de la gran industria lo que genera distorsiones en cualquier política industrial que se quiera llevar a cabo, subestimando la ventaja comparativa con que cuenta la pequeña y mediana industria en el proceso de industrialización, con alta generación de mano de obra. Su impulso preciso desarrollaría el sector tradicional y generaría un mayor empleo.

Las necesidades industriales de solucionar prioritariamente los requerimientos de capital de trabajo de la pequeña y mediana industria, se traducen en la creación de un fondo que otorga financiación a tasas subsidiadas al empresario que por su escasez de garantías no puede adelantar sus labores industriales. De otro lado, los planes de desarrollo consideran que el sector industrial moderno trabaja eficientemente con relación al sector tradicional. Este hecho recalca la importancia de impulsar a través del financiamiento al sector productivo tradicional.

2.2. Objetivos

El Fondo Financiero Industrial pretende encauzar su crédito básicamente con cuatro objetivos:

- a) Financiar el capital de trabajo de la pequeña y mediana industria con el objeto de aumentar la producción de este tipo de empresas.
- b) Descentralizar el crédito de las empresas radicadas en ciudades grandes hacia aquellas consideradas pequeñas mediante un sistema de redescuento preferencial. Así es como para empresas radicadas en ciudades de menos de 900.000 habitantes el redescuento es del 80% mientras que para ciudades con más de 900.000 habitantes el redescuento es del 65%. Esta medida constituye un incentivo para que los intermediarios financieros coloquen el crédito orientados por la relación directa entre el margen de redescuento y la rentabilidad.
- c) El fondo pretende además, la capitalización de las empresas que financian a través de la obligación que tienen estas de reinvertir utilidades en la misma empresa mientras dure la financiación.

d) La generación de nuevos empleos es considerada como el cuarto y último objetivo.

Entre el primer objetivo perseguido por el Fondo Financiero Industrial y el objetivo perseguido por los planes posteriores a la fecha de la creación de la entidad financiera en mención se hace el siguiente análisis:

i) El fondo persigue solucionar prioritariamente las necesidades de capital de trabajo para la pequeña y mediana industria, a través de la financiación a tasas bajas al empresario que por escasez de garantías no puede desarrollar eficientemente sus labores industriales.

ii) Es objetivo de los planes capitalizar las empresas que por escasez de financiación subutilizan capacidad instalada. Esta subutilización se superaría a través de un financiamiento del capital de trabajo de este tipo de industrias.

Es claro, como los planes no consideran en su análisis por sectores cuáles son las industrias que poseen subutilización en la capacidad instalada.

La existencia de una subutilización en la capacidad instalada implica que el proceso productivo opera con una alta tecnificación pero a mediana escala, cuando se debería estar produciendo a gran escala. Este hecho se traduce en unos costos marginales de producción crecientes. Sólo se puede llegar a producir a gran escala, en estas industrias, en la medida en que se financien las necesidades de capital de trabajo con el objeto de hacer descender en forma relativa los costos de producción, con respecto al total de la producción.

De este hecho se puede concluir que las empresas que subutilizan capacidad instalada pertenecen al sector moderno de la economía donde el proceso productivo les permite desperdiciar su capacidad y donde no se trabaja a niveles óptimos de eficiencia por estrecheces en la demanda. Dichas estrecheces prioritariamente provienen de la pequeña y mediana industria, cuyo sistema de producción es altamente dependiente de los productos de la gran industria, y su valor agregado de producción es bajo.

Las empresas pequeñas y medianas requieren de financiación para ampliar y utilizar su capacidad instalada y no para colmarla como es el caso de la empresa radicada en el sector moderno de la economía. Para ello, no sólo requieren de la financiación para aumentar su capacidad instalada sino también del capital de trabajo y la asistencia técnica que les permita salir del sector tradicional de la economía y llegar a escalas de producción mucho más altas.

De esta manera se demuestra la inconsistencia planteada por Guías 1971, donde la premisa del aumento de la oferta se basaba en la subutilización de la capacidad instalada. Con un 90% de las industrias colombianas en el sector tradicional, la oferta no respondió ya que los procesos productivos no se lo permitieron, no por excesos en su capacidad sino por carencia de asistencia técnica para dotarlas de capital de trabajo y de capacidad instalada.

A la pequeña y mediana industria se ha otorgado el papel de demandante de materias primas y productos semiterminados de la gran industria; además se supone que el sector moderno de la economía no puede desarrollar un crecimiento auto-sostenido, mientras no se dote de capital de trabajo y asistencia técnica para la consolidación del sector tradicional dentro del sector industrial. Este punto de vista le otorga al sector industrial tradicional un papel pasivo que no es compatible con el deseo de los planes de desarrollo de acabar el dualismo industrial pero que sí lo es con la realidad de nuestro país.

Las cifras contenidas en el cuadro N°. 10-6 ilustran la aplicación de recursos en las empresas financiadas por el FFI. Desde 1971 hasta 1974 disminuyó lentamente la aplicación de recursos para capital de trabajo desplazándose hacia activos fijos.

Cuadro N^o. 10-6

**APLICACION DE LOS RECURSOS EN LAS EMPRESAS FINANCIADAS
POR EL FONDO FINANCIERO INDUSTRIAL**

Línea Ordinaria

(millones de \$)

1969 - 1974

Años	Activos Fijos	Participación %	Capital de Trabajo	Participación %	Total
1969	59.1	21.72	213.0	78.28	272.1
1970	50.9	15.99	267.4	84.01	318.3
1971	86.0	21.26	318.5	78.74	404.5
1972	174.7	33.04	354.1	66.96	528.8
1973	251.6	27.93	649.1	72.07	900.7
1974	310.9	26.50	862.2	73.50	1.173.1
1975	134.6	24.76	408.9	75.24	543.5

FUENTE: Banco de la República. Departamento Crédito de Fomento y cálculos ANIF.

* Primer semestre de 1975

Es así, como la participación de los activos fijos ha pasado de 1969 a 1974 de un 21.72% a un 26.50%, situación que es preocupante dado que el fondo financia prioritariamente las necesidades de capital de trabajo de las pequeñas y medianas industrias.

Sin embargo, en el primer semestre de 1975 se observa una rápida recuperación en la participación de este rubro en el total financiado.

- a) La descentralización del crédito obedece principalmente a que la mayoría de las empresas del sector moderno de la economía están concentradas en los principales centros urbanos del país. Si se observan las cifras del cuadro N^o. 10-7 se puede apreciar cómo Cundinamarca absorbe en promedio más de un 30% de las solicitudes aprobadas, desde 1969 y 42% del valor de los créditos aprobados. Valle y Antioquia reúnen en promedio un 30% del valor de los créditos, y el resto del país un 27.7%. Estas cifras son un claro indicativo de la ausencia de una desconcentración efectiva de los créditos del Fondo Financiero Industrial debido quizás a la poca importancia que se le otorga en los planes al diseño de políticas encaminadas a la desconcentración regional de la economía del país.
- b) La carencia de datos sobre la reinversión de utilidades por las empresas financiadas por el FFI, no permite hacer un análisis al respecto. Sin embargo, es interesante anotar cómo en la política industrial de los planes de desarrollo se recalca la ausencia de una capitalización del sector industrial.
- c) El objetivo del empleo se pone de manifiesto en los diferentes planes de desarrollo de acuerdo a un orden de prioridades, considerando la redistribución del ingreso y el crecimiento del producto como los objetivos alternativos para establecer dicho orden. A partir del Plan Decenal la solución al desempleo se constituye en un objetivo explícito para lograr el desarrollo.

Los Planes de 1969 consideraban que el crecimiento del producto se antepone a cualquier otro objetivo ya que la economía no tenía la capacidad productiva suficiente para atender las necesidades

Cuadro N°. 10-7

**FONDO FINANCIERO INDUSTRIAL
DISTRIBUCION REGIONAL DEL CRÉDITO
(Porcentajes)**

1969 - 1974

Región	1969		1970		1971		1972		1973		1974		1975**	
	Nº. de solici- tudes	Valor	Nº. de solici- tudes	Valor	Nº de solici- tudes	Valor								
Antioquia	10.98	11.78	10.92	7.92	13.39	17.29	12.73	18.80	13.57	12.62	13.55	11.44	12.81	12.10
Atlántico	7.71	13.43	6.72	8.46	5.86	6.63	6.92	7.52	5.33	6.34	4.67	5.66	7.94	11.52
Cundinamarca	32.24	38.63	32.77	49.48	24.73	41.01	27.90	38.00	31.10	38.47	34.38	47.20	26.35	34.49
Valle	17.52	14.86	19.32	16.81	16.52	15.31	15.78	14.65	14.69	14.34	11.76	13.66	11.55	23.51
SUB-TOTAL	68.45	78.70	69.73	82.67	60.50	80.24	63.33	78.97	64.69	71.77	64.36	77.96	58.65	81.62
Resto del País	31.55	21.30	30.27	17.33	39.50	19.76	36.67	21.03	35.31	28.23	35.64	22.04	41.35	18.38
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 ANIF.

*Incluye línea ordinaria y de bienes de capital.

** Primer semestre de 1975.

de empleo de la sociedad. Con este criterio se pretendía lograr un crecimiento auto-sostenido que garantizara el acercamiento al pleno empleo de los recursos humanos.

Los Planes de 1970 afirman los tres objetivos pero destacan cómo la solución al desempleo constituye el principal problema para lograr el desarrollo; esta afirmación es consecuente con los resultados arrojados por el informe de la OIT, donde las perspectivas futuras de desempleo agudizan el énfasis que se le debe dar a este objetivo.

La estrategia de Guías 1971 se basa en el objetivo del empleo ya que considera que antes que una redistribución del ingreso hay que hacer una redistribución al consumo a través de la mayor generación de empleo.

En general, se puede decir que los planes consideran el objetivo del empleo con un criterio más político que económico, y aunque explícitamente no se dice, el deseo de conservar las instituciones en los diferentes planes de desarrollo pone de manifiesto este hecho. Con el objeto de observar los logros alcanzados por el fondo en cuanto a empleo generado se cuestionará este objetivo con sus actividades financieras en un aparte posterior.

2.3. Recursos

Los recursos del FFI deberían provenir de la suscripción de títulos a favor del fondo, a 6 meses y con un 11% de redescuento anual. Su poca colocación —en diciembre de 1974 se habían colocado \$ 833 millones es decir, un 16.7% de su potencial de captación— hizo que se remplazara esta fuente de recursos por la contrapartida de créditos externos concedidos al gobierno nacional y además, por crédito interno del Banco de la República.

Las colocaciones del FFI según tipo de recursos en más de un 55% provenían hasta 1974 de créditos de contrapartida, que en su mayoría el gobierno monetizó, por la presencia del déficit fiscal, con las consecuencias inflacionarias que ello conlleva. Por otro lado, se destacan los recursos ordinarios donde se especifican los renglones que involucra (si incluyera los bonos estos no representarían ni el 1% del monto total). Aún si estos recursos provienen de crédito interno del Banco de la República, se podría cuestionar hasta qué punto es favorable para la economía incurrir en costos monetarios tan altos para llevar a cabo sus políticas financieras.

Como reflejo de un cambio de política del gobierno central, para el primer semestre de 1975 el fondo sólo ha recibido recursos provenientes de recuperación de cartera, por un monto de 326 millones. A pesar de la sanidad monetaria de esta situación, la consecuente escasez de recursos que ella produce impide el desarrollo adecuado de una política de fomento para la pequeña y mediana industria.

2.4. Inversiones financieras

La distribución de los préstamos del FFI demuestra cómo la concentración de crédito ha estado en cinco actividades que son básicamente las mismas que acapararon los recursos del FIP. O sea, productos alimenticios, calzado, confecciones de textiles, productos metálicos excepto maquinaria, sustancias y productos químicos y textiles. El análisis de la concordancia de las actividades financiadas y los planes de desarrollo, se explica a través de las soluciones planteadas a las situaciones de Balanza de Pagos; se hace entonces innecesario repetir el mismo análisis hecho por el FIP. Por lo tanto, se evaluará el objetivo del empleo contemplando las cinco actividades que concentran el crédito.

El cuadro N°. 10-8 ofrece la información correspondiente a tales aspectos. Mientras que en 1969, 1970 y 1971 el crédito del FFI afluyó hacia las actividades en mención con un 59.99%, un 54.16% y un 50.91% del crédito concedido, ellas aportaron 59.90%, 50.69% y 49.78%

Cuadro N°. 10-8

FONDO FINANCIERO INDUSTRIAL
DISTRIBUCION DEL CREDITO POR LINEAS DE PRODUCCION Y GENERACION DE EMPLEO
LINEA ORDINARIA

(PORCENTAJES)

Línea de Producción	1969			1970			1971			1972			1973			1974		
	% 1	% 2	Costo 3															
Productos alimenticios	18.83	15.10	64.75	8.25	6.57	94.22	7.89	8.22	41.18	9.50	9.68	49.90	11.60	9.60	115.14	14.20	9.90	180.50
Calzado y confecciones																		
Textiles	12.27	17.02	38.42	11.05	14.66	46.30	13.73	17.73	27.79	20.80	22.41	46.27	16.30	21.40	66.55	12.10	18.60	71.80
Productos metálicos																		
excepto maquinaria.....	14.64	13.78	52.19	13.20	11.69	85.50	12.51	10.48	44.82	11.30	11.06	56.67	13.00	12.70	72.51	14.20	11.90	122.30
Sustancias y productos																		
químicos	9.44	6.71	74.10	7.49	6.01	102.76	5.76	4.08	59.66	4.70	6.75	41.66	7.80	5.70	107.95	8.70	9.70	92.10
Téxtils	5.31	7.29	36.74	14.17	11.76	93.49	11.02	9.27	58.35	9.50	7.38	81.95	9.30	10.00	102.33	13.00	13.00	155.90
SUB-TOTAL	59.99	59.90	53.24	54.16	50.69	84.45	50.91	49.78	46.36	55.80	57.28	55.29	58.00	59.40	92.90	53.50	63.10	124.50
OTRAS	40.01	40.10	--	45.84	49.31		49.09	50.22		44.20	42.72		42.00	40.60		46.50	36.90	
TOTAL	100.00	100.00	51.41	100.00	100.00	75.69	100.00	100.00	39.41	100.00	100.00	52.58	100.00	100.00	82.18	100.00	100.00	114.98

FUENTE: Banco de la República y cálculos ANIF.

1 Porcentaje de concentración del crédito.

2 Porcentaje de concentración del empleo generado por sectores.

3 Costo de empleo generado (en miles de \$)

4 El costo de empleo generado se refiere al promedio.

respectivamente de los empleos generados en ese año. De 1972 en adelante su aporte a la generación de empleo fue un poco superior o igual a la participación en la asignación de recursos del FFI. Estas cifras indican que al parecer existe una relación proporcional directa entre la participación en el total de créditos y la participación en la creación de empleo además de un buen encauzamiento del crédito para conseguir el objetivo de generación de empleo. Sin embargo, es preocupante que mientras en 1972 el costo para generar un empleo ascendía a \$ 55.290 para las actividades en mención, en 1973 este costo se incrementa bruscamente a \$ 92.900, es decir, casi en un 100% y en 1974 casi en un 30%. Este hecho puede ser un efecto directo de la concentración del crédito en empresas grandes donde la relación k es más baja que en las pequeñas y donde es bastante costoso generar un empleo.

2.5. Beneficiarios de los créditos

En el cuadro N°. 10-9 se puede apreciar cómo anualmente las empresas con activos superiores a \$ 500.000 han captado más de las tres cuartas partes de los desembolsos efectuados por el FFI, y en algunos años casi la totalidad. Dentro de estas empresas las que pasan de tres millones en sus activos han absorbido la mitad o casi la mitad de los préstamos del FFI. Para junio de 1975 estas habían tomado la proporción más alta de recursos, un 69.63% en el período comprendido entre 1969 y 1975. De este porcentaje 31 puntos correspondieron a las empresas entre 15 y 35 millones de activos.

Estas cifras son un indicativo de cómo, bajo las pautas trazadas por el FFI para definir la pequeña y mediana industria, la situación es preocupante por cuanto se estaría demostrando que la fuente institucional de crédito más importante para la pequeña y mediana industria estaría contribuyendo a desalentar el crecimiento de empresas en gestación o que comienza su actividad productiva en condiciones deficientes y retardatarias. La conclusión obvia es que el FFI se está especializando en la financiación de la mediana industria y que ya toca los linderos de la gran industria si aceptamos que el límite máximo de los 35 millones excede la noción racional sobre el tamaño de la empresa mediana.

2.6. Condiciones de los créditos (1)

La alta concentración del crédito en empresas con activos superiores a \$ 5 millones se ha tratado de solucionar a través de la Res. 77 de 1974 donde se establecen condiciones de tasas de interés y margen de redescuento más favorables para aquellas empresas con activos inferiores a \$ 5 millones, diferenciación que anteriormente no estaba incluida en la estructura de préstamos del fondo. Por otro lado, la circular N°. 3686 del Banco de la República limita el crédito a las industrias radicadas en Bogotá, Medellín, Cali y sus áreas de influencia y cuyos activos no pasan de \$ 10 millones o que más de un 50% de su producción se dedique a la exportación. Esta medida resulta bastante favorable pero sus resultados en cuanto a desconcentración regional y por tamaño de activos sólo se podrían apreciar en el transcurso del año.

Las tasas de interés también sufren modificaciones en cuanto a su dispersión y en cuanto al subsidio al cual estaban sujetas. El rango en el cual ellas fluctúan está entre un 18% y un 24%, con márgenes de redescuento más amplios para ciudades de menos de 900.000 habitantes. Antes el rango fluctuaba entre un 14% y un 19%.

Las corporaciones financieras, por otro lado han utilizado en promedio para los últimos 5 años un 50% de los recursos de este fondo, seguidos con un 34.4% por los bancos nacionales privados.

1. Véase Cuadro N°. 10-18

Cuadro N°. 10-9
FONDO FINANCIERO INDUSTRIAL
CREDITO OTORGADO DE ACUERDO AL VALOR DE LOS ACTIVOS TOTALES
LINEA ORDINARIA
(PORCENTAJES)

Escala de activos en millones de pesos	1969		1970		1971		1972		1973		1974		1975*		Promedio	
	N°.	Valor	N°.	Valor												
Hasta 0.5	20.56	4.84	30.39	6.12	50.44	11.31	37.10	8.80	40.10	8.60	33.90	6.30	35.36	7.56	35.40	7.65
De 0.5 a 3	51.87	39.43	42.70	34.34	36.29	39.44	44.30	41.30	41.40	37.60	41.70	26.90	43.14	22.81	43.05	34.54
De 3 a 15 y más	27.57	55.73	26.91	59.54	13.27	49.25	18.60	49.90	18.50	53.80	24.40	66.80	21.30	61.63	21.34	57.81
TOTALES (%)	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	100.00	100.00
TOTALES EN VALORES ABSOLUTOS	428	161.380	576	205.663	1.017	260.033	980	328.642	1.162	579.554	707	552.123	554	326.620		

FUENTE: Banco de la República. Departamento de Crédito de Fomento y cálculos ANIF

* Datos primer semestre de 1975.

3. Fondo Financiero de Desarrollo Urbano

3.1. Creación

El Fondo Financiero de Desarrollo Urbano fue creado mediante la Resolución N°. 63 de 1968, con el objeto de financiar proyectos de inversión que incidieran sobre el desarrollo urbano principalmente de las denominadas ciudades intermedias. El problema planteado en los Planes de 1969 respecto a la alta migración de las gentes del campo a la ciudad, incidía sobre el desarrollo económico del país al no contar estas con la infraestructura física ni social necesaria para brindarle a los migrantes las oportunidades que buscaban. Como estos pasaban directamente del campo a la gran ciudad y no a la ciudad intermedia, se buscó el desarrollo de la infraestructura social de estas con el propósito de atraer al migrante cerca de su lugar de origen. Se pensó entonces que el problema de la ciudad intermedia no sólo radicaba en la centralización administrativa y en las posibilidades de brindar empleo sino también en su carencia de la infraestructura social. Es así como los Planes del 69, a través de inversiones en infraestructura social y en menor cantidad en infraestructura física, buscan el desarrollo urbano; por lo tanto, el fondo constituye un complemento al desarrollo regional planteado en los Planes del 69. Guías 1971 planteaba en su estrategia atraer a los migrantes hacia las grandes ciudades, generando en ellas infraestructura física necesaria. Además, se destacó cómo el financiamiento para el desarrollo urbano de las ciudades intermedias era necesario pero no prioritario ya que se colocaba en un segundo lugar. Este planteamiento se puede observar en el cuadro N°. 10-10 donde está contenida la evolución de la participación en el total del crédito de las ciudades intermedias. Es así como se observa una creciente participación de estas desde 1969 hasta 1972 de un 4.15% a un 76.55%; empero, se observa cómo empieza a descender esta participación en los años posteriores hasta colocarse en un 66.93% en 1974.

Cuadro N°. 10-10

FONDO FINANCIERO DE DESARROLLO URBANO DISTRIBUCION DEL CREDITO ENTRE CIUDADES GRANDES E INTERMEDIAS

(millones de \$)

Año	GRANDES		INTERMEDIAS		TOTAL		1/2 %
	Número de ciudades	Valor de los préstamos	Número de ciudades	Valor de los préstamos	Número de ciudades	Valor de los préstamos	
1969	3	330.0	3	14.3	6	344.3	4.15
1970	2	80.0	12	72.5	14	152.5	47.54
1971	1	50.0	6	96.8	7	46.8	65.94
1972	1	38.4	24	125.4	25	163.8	76.55
1973	2	67.3	19	145.6	21	212.9	63.38
1974	2	90.0	28	182.2	30	272.2	66.93

FUENTE: Departamento de Crédito de Fomento - Banco de la República.

3.2. Objetivos

El objetivo principal del fondo era ayudar en una forma fundamental al financiamiento urbano ya existente en el país. Además dotar de recursos a las ciudades intermedias para su infraestructura física con el aporte de los recursos para el desarrollo urbano efectuado por el FFDU. Se encuentra cómo en 1969 participa con un 66.90% del total de los recursos urbanos, descendiendo esta

participación en 1970 y 1971; en 1972 y 1973 se recupera al participar con un 35.16% y un 59.50% respectivamente. La baja en la participación en 1970 y 1971, corresponde a la baja en los recursos del FFDU debido a la casi ninguna colocación de los bonos que serían su principal fuente de financiación.

3.3. Recursos

Los créditos que se tramitan a través del FFDU se otorgan con base en las contrapartidas derivadas de préstamos de la AID 514 - L - 063 al gobierno nacional y del empréstito por igual valor al que se obtenga de las contrapartidas que reciba el FFDU del I.C.T. Complementan estas fuentes las sumas derivadas de la suscripción voluntaria de bonos y la recuperación de cartera.

Se puede decir que en este momento los únicos recursos con que cuenta el FFDU provienen de las contrapartidas de créditos de la AID al gobierno nacional, ya que los otros recursos no han sido causados. Se ha discutido mucho cómo los recursos de estos fondos pueden acarrear costos inflacionarios. Es así como al considerar que el gobierno nacional tiene déficit fiscales que financia a través de empréstitos externos, siendo esta una de las principales causas de expansión de los medios de pago en los últimos años, parece innegable que estos recursos con destino al FFDU son altamente inflacionarios ya que el crecimiento del PBI no es lo suficientemente alto para compensar el crecimiento de los medios de pago; aún si se considera que el financiamiento del déficit fiscal contribuye con más de un 50% a la expansión de los medios de pago; por lo tanto, el financiamiento no parece conveniente en cuanto a política monetaria se refiere. Aún así, se puede destacar cómo los Planes de 1969, 1970 y Guías 1971, exigen grandes recursos para inversión pública canalizados principalmente a través de créditos externos.

La precariedad en la canalización de recursos de este fondo dio lugar al traspaso de sus operaciones al Banco Central Hipotecario; aunque la reglamentación del funcionamiento del fondo en esta entidad aún no se conoce es innegable que el problema de este fondo como el de los otros, en los cuales nos hemos ocupado en esta carta, no radica únicamente en los costos inflacionarios que acarrear sus recursos, sino en la ausencia de una buena asignación de ellos, por la falta de control y asistencia técnica que una entidad del estado especializada, podría proporcionar. Por otro lado, surge la duda de si se va a concebir erróneamente el desarrollo urbano simplemente como dotación de habitantes y no de la infraestructura que todo un proceco de urbanización conlleva.

3.4. Actividades financieras

Las actividades financieras por el FFDU son las siguientes:

- a) Apertura de nuevas vías, ensanche de las existentes y pavimentación de las mismas.
- b) Adecuación de terrenos para parques y obras complementarias de los mismos tales como canchas deportivas y dotación de elementos para la recreación infantil.
- c) Obras de infraestructura sanitaria.

Los Planes de 1969 proponen canalizar la inversión pública en gastos de educación, salud, vivienda, seguridad y desarrollo regional, a través de una disminución de los gastos de transporte, energía y comunicaciones. A su vez, los Planes de 1970, requieren la canalización de la inversión pública en gastos de educación, saneamiento ambiental, organización y protección social a costa de la inversión en transporte. Guías 1971, propone organizar la inversión pública como complemento de un proceso de urbanización.

Como se puede apreciar Planes de 1969 y 1970 proponen el desarrollo de la infraestructura social y no la física que es la financiada por los fondos. Si comparamos el cuadro N°. 10-11 con el cuadro N°. 10-12 podemos sacar algunas conclusiones interesantes.

Cuadro N°. 10-11

DESTINO DEL CREDITO PROPORCIONADO

POR EL FFDU

DESTINO	1969 %	1970 %	1971 %	1972 %	1973 %	1974 %
Acueducto	--	--	6.9	--	16.9	0.46
Alcantarillado	0.1	--	--	15.1	--	3.67
Energía eléctrica	--	--	--	--	1.2	6.50
Obras varias	--	12.0	5.4	20.7	19.5	51.60
Parques deportivos	39.2	33.2	--	1.8	7.0	3.67
Plazas de mercado	--	--	--	0.6	16.2	1.80
Equipos mecánicos	--	--	--	--	--	1.80
Vías	60.7	54.8	87.7	61.8	39.2	30.50
TOTAL (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EN MILLONES DE PESOS	344.3	152.5	146.8	163.8	212.9	272.2

FUENTE: Departamento de Crédito de Fomento. Banco de la República.

Cuadro N°. 10-12

DISTRIBUCION REGIONAL DEL CREDITO

FFDU

(Porcentajes)

DEPARTAMENTO	1969 %	1970 %	1971 %	1972 %	1973 %	1974 %
Antioquia	26.1	--	--	--	15.2	11.0
Bolívar	--	14.8	--	0.6	14.1	--
Boyacá	--	--	--	--	5.9	9.4
Córdoba	--	--	6.8	--	1.2	3.7
Caldas	--	--	41.0	--	--	7.3
Cundinamarca	25.8	19.7	0.5	0.3	17.6	1.0
Nariño	1.5	2.0	--	--	1.9	6.6
Quindío	--	9.8	--	0.6	--	16.9
Risaralda	--	3.3	--	0.2	22.6	0.1
N. Santander	--	--	--	4.9	--	--
Santander	0.1	10.2	--	--	12.7	11.3
Sucre	--	--	6.8	3.7	--	--
Tolima	2.6	3.3	--	6.1	1.0	2.2
Atlántico	--	--	34.1	--	--	--
Valle	43.9	36.1	5.4	76.3	7.8	22.0
Huila	--	0.3	5.4	1.8	--	2.0
Magdalena	--	0.5	--	3.1	--	4.8
Cesar	--	--	--	1.8	--	--
Cauca	--	--	--	0.6	--	1.0
TOTAL	100	100	100	100	100	100
Total de millones de pesos	344.3	152.468	146.800	163.809	212.860	272.2

FUENTE: Departamento de Crédito de Fomento, Banco de la República.

En 1969 y 1970 se financiaron principalmente vías y parques deportivos con un 99.9% y un 88.0% de los recursos totales. Además, se encuentra en estos años cómo Valle y Cundinamarca, absorbieron un 69.7% y un 55.8% del valor de los créditos. A su vez en 1972, Valle absorbe un 76.2% de los créditos totales otorgados en ese año; a su vez, en 1971 el Departamento de Caldas participa con un 41% de los créditos y en ese mismo año un 87.7% se va al financiamiento de vías. En 1973, se destaca Caldas por la participación en el crédito, existiendo un alto porcentaje destinado a obras varias y vías. Todos estos datos coinciden con dos actos deportivos: los Juegos Panamericanos y los Juegos Nacionales.

Es evidente que el fondo no está cubriendo necesidades de infraestructura del país, sino más bien, atiende en forma esporádica eventos internacionales. Por otro lado, es interesante anotar cómo otras actividades financiables no tienen ninguna periodicidad en su participación, lo que lógicamente incide sobre el mal planteamiento de sus recursos debido a que no está financiando en forma importante la infraestructura física de la cual carecen las ciudades intermedias.

3.5. Beneficiarios de los créditos

Los créditos otorgados por número de habitantes de cada ciudad están indicando que existe una buena asignación del crédito entre ciudades grandes e intermedias; el promedio de crédito por habitante en ciudades grandes es de \$ 148.00 mientras que para ciudades intermedias es de \$ 153.00 por habitante. Destacándose Cali, Manizales, Pereira y Armenia con los mayores promedios.

Sin embargo, si se dedica la financiación a proyectos suntuarios no tiene sentido el funcionamiento del fondo ya que no son compatibles sus actividades con las propuestas en los planes ni con las necesidades de las ciudades intermedias. El desarrollo de estas ciudades no se puede generar a través de parques deportivos y grandes autopistas.

4. Fondos financieros agropecuarios

4.1. Los planes de desarrollo y el sector agropecuario

La evolución social del campo colombiano se inicia con la Reforma Constitucional de 1936, al establecerse la función social de la propiedad privada, haciendo posible la Ley 200 de 1936, en la cual esa función para la propiedad agrícola se determinaba por su explotación económica.

Como no era propiamente un estatuto agrario, la Ley 100 de 1944 vino a completar muchos de sus aspectos. Al parecer, una y otra fueron superadas por las crecientes necesidades del campo. El análisis de esta situación concluyó con la formulación de políticas de planeación que trataban de llevar algo de ordenamiento técnico a la producción agraria.

Las Bases de Desarrollo de 1950 recomiendan que los cultivos anuales bajen de las laderas a las planicies, modificando la estructura de estas por medio de sanciones a los propietarios ausentes, (actualizando sus catastros y gravando los predios de bajos rendimientos) ampliando el crédito a la asistencia técnica para adquirir y mejorar tierras y realizando proyectos de irrigación y drenaje.

Un segundo propósito de esta formulación consistía en el aumento de la productividad, estimulando la mecanización y distribuyendo concentrados a través del INA. Otras recomendaciones del informe eran aumentar el mercado y el almacenamiento agrícola, la coordinación entre las entidades oficiales del sector y el estímulo a la producción de algodón, leche y cacao.

En 1951, un nuevo informe hace énfasis en la explotación de los bosques y la pesca, rechazando el gravamen por subutilización de tierras.

Para rematar este ciclo de planteamientos ajenos al problema de la tenencia, el Informe Leuret de 1958 habla de la utilización de tierras incultas a través de la colonización, la expropiación con indemnización, la reducción de concesiones petrolíferas y los impuestos sobre subutilización. Propone la conservación de recursos naturales, crédito para la mecanización y estímulo a las compañías de maquinaria.

En 1961 el Plan Decenal propone una reforma agraria integral, basada en la extensión de la frontera agrícola, capacitación del campesino, provisión de capital, ayudas a la comercialización, asistencia social, fomento a la agricultura comercial y a la ganadería intensiva. Buscaba también una mejor distribución de los productos agrícolas, el incremento de las exportaciones, especialmente de ganado, de banano y algodón, la sustitución de importaciones de cacao y oleaginosas, el aumento de la producción de cereales, por recomendación del BIRF y el establecimiento del impuesto de renta presuntiva como requisito esencial de una reforma integral, por recomendación de la ONU.

La Operación Colombia, en el mismo año haciendo énfasis en el sector urbano, se limita a proponer la necesidad de estimular las exportaciones de ganado y una eliminación de la agricultura primitiva a través de mecanizaciones en el agro y estímulos a la migración campo-ciudad.

Como consecuencia del acuerdo político del frente nacional los partidos y las fuerzas representativas del país integraron el Comité Nacional Agrario que presentó al Congreso un proyecto que se convirtió en la Ley 135 de 1961, sobre Reforma Social Agraria, creando el Instituto Colombiano de la Reforma Agraria, para ejecutarla. Manteniendo la misma filosofía, que combinaba el carácter social de la propiedad privada con un criterio individualista de distribución de las tierras, dando a cada familia lo suficiente para obtener los ingresos necesarios a través de las llamadas Unidades Agrícolas Familiares, se introdujo una modificación que hacía énfasis en la productividad y en la explotación de tierras incultas e inadecuadamente explotadas, (Ley 1ª. de 1968).

Para 1969, ya en medio de una avalancha de críticas los planes comienzan a hacer de nuevo énfasis en la productividad a través de las cooperativas agrícolas y la utilización de insumos mejorados. Es el momento de la "revolución verde" que se presenta como el más formidable argumento contra la reforma agraria, para indicar que ha carecido de dinamismo.

La OIT propone luego soluciones cooperativas y colectivas, que maximicen el empleo agrícola en actividades como en el corte de caña y algodón, creando una estructura de asistencia técnica y comercialización.

Los Planes de 1970 enfatizan sobre la intensificación de los programas de parcelación anteponiéndolos a los de colonización; la coordinación de los organismos oficiales y el incremento de la productividad, (especialmente por el crédito selectivo y la renta presuntiva) y propiciar mecanismos de sustentación a través del mercado oficial de productos.

Algunas de estas sugerencias se elevaron a la práctica en medio de una polémica que copó la actualidad nacional por años.

Como consecuencia de ella, las políticas agrarias se enfocaron más hacia la productividad que hacia el reparto. En las "Guías de Desarrollo de 1971" aparece así. Tratando de reordenar el campo colombiano asolado igualmente por la legislación y la naturaleza, se dictó la Ley 4 de 1973, resultado de una serie de pactos transaccionales entre el gobierno y los productores agrícolas, con un énfasis muy notorio en la productividad, los estímulos tributarios (modificados esencialmente por la Reforma Tributaria de 1974, que estableció finalmente la renta presuntiva en el sector) y el carácter comunitario de las explotaciones.

Esto último pretendía dar un nuevo sentido a la reforma agraria, la cual buscó de este modo resarcirse de sus tendencias individualistas, que en buena medida respondían a sus orígenes privados cuando se empezó a hacer reforma a través del código civil.

El nuevo gobierno ha propuesto, como uno de los puntos importantes desde la campaña electoral, la separación de las funciones del INCORA para establecer de un lado los procesos de adecuación de tierras y de otro lado los de reparto. Pero sobre estructura agraria sólo se han tomado medidas respecto de la reglamentación del contrato de aparcería y establecimiento de los mínimos de productividad.

Puede decirse entonces, que en los años anteriores a las leyes 4ª y 5ª. de 1973, la polémica agraria en Colombia había girado en torno a la tenencia de la tierra. Sobre el consenso de su fracaso las corrientes políticas tradicionales se dividieron considerando de una parte la necesidad de aumentar la productividad olvidando la reforma y de otra la urgencia de hacerla, pero con mecanismos diferentes.

La primera posición ha ido abriéndose camino en el enfoque de las recientes normas agrarias y ante el fracaso de una verdadera reforma como modificadora de tenencias. La discusión acerca del papel del campesino propietario en la economía fue evolucionando desde las unidades agrícolas familiares, paternalistas, antitécnicas hasta las comunidades agrícolas, donde el concepto del campesino propietario se diluyó hasta convertirlo en una especie de socio cooperativo.

4.2. Los planes de desarrollo y el crédito agropecuario

Como puede deducirse de lo anterior, el común de los planes de desarrollo enfatiza el problema de la mala utilización de las tierras agrícolas y del subempleo rural pero no lo refiere a la ausencia de financiación sino más bien a los problemas de tenencia. Es así, como en los planes se anota cómo el minifundio y el latifundio son improductivos al referirse concretamente a los problemas del dualismo existente entre el campo y la ciudad. Se asegura que no se puede propender por una mayor financiación al sector agropecuario sin establecer como prerequisite los cambios en la distribución de las tierras que hagan realmente productiva la inversión. Los planes consideran de esta manera la financiación como parte integral de una política de reforma agraria y no como una estrategia en sí misma.

En la década del sesenta con la elevación de los encajes y la alternativa de mantenerlos improductivos en el Banco de la República o invertirlos a bajo interés, se alimentan nuevas políticas de fomento. En 1965 se promueve la planeación agrícola, creando líneas de crédito para productos especiales como el algodón, destinación que no consideraba la Ley 26, donde la finalidad del préstamo la determinaba el mismo banco.

Ampliando este criterio se crea en 1966 el Fondo Financiero Agrario, autorizando a los bancos a suscribir bonos de fomento agrario con interés del 8% anual exentos de impuestos por un monto hasta de dos puntos del encaje. Con esos recursos el Banco de la República redescuenta los préstamos a corto plazo con destinación específica. De tal modo, se estimuló la producción agrícola a corto plazo, desarrollando un programa que al mismo tiempo es ya positivamente planificador.

Respecto a la canalización del crédito Planes del 70 es el único que recomienda una especialización de los organismos que otorguen el crédito agropecuario de tal manera que el pequeño usuario —en términos de activo— reciba el crédito por medio de entidades oficiales y el grande por intermedio de instituciones financieras privadas.

Guías 1971 concuerda con el objetivo perseguido por el Fondo Financiero Agropecuario; exige un mayor volumen de crédito hacia el sector pero en menor escala al que exige para el sector de la construcción y el sector externo.

4.3. Fondo Financiero Agrario

La Resolución 23 de 1966 emanada de la Junta Monetaria, modificada por la N°. 17 de 1968, reglamentó las actividades del FFA para adelantar programas de crédito dirigido o supervisado, que

tuvieran por objeto regular o incrementar la producción agrícola de alimentos y materias primas para la elaboración de artículos de consumo masivo. Estos programas eran aprobados por la Junta Monetaria después de un cuidadoso estudio efectuado por representantes de los bancos (Agrocrédito), de la Caja Agraria, del Ministerio de Agricultura, etc. Se examinaban aspectos tales como el costo por unidad de terrenos, número de hectáreas a financiarse, parte que debe invertir el agricultor y parte que deben financiar los bancos y el FFA; coherencia de los planes y metas con los programas generales de desarrollo económico y social y con los específicos del sector agropecuario.

En síntesis el fondo buscaba incrementar la producción agrícola, por medio de la ampliación del área cultivada y del incremento de la productividad. Para ello y como complemento de la supervisión y garantía de la inversión correcta de los recursos, el FFA exigía del agricultor que los utilizaba, contar con la asesoría de un agrónomo y adaptarse en el proceso productivo a las etapas y sistemas determinados por la técnica, tales como adecuada fumigación y abono para obtener un mayor rendimiento. Los cultivos financiados semestralmente incluían ajonjolí, algodón, arroz, cebada, frijol, maíz, papa, sorgo, soya y trigo. Los plazos de la financiación que se otorgaba por conducto de los bancos comerciales y la Caja Agraria, se fijaban de acuerdo al período vegetativo del cultivo, sin que pudieran exceder de un año. El porcentaje máximo de redescuento era del 65% debiendo los bancos y la Caja Agraria aportar con sus propios recursos el 35% restante.

De la distribución de los créditos del Fondo Financiero Agrario, por tipo de producto desde 1967 (cuadro N° 10-13) se destaca cómo los cultivos financiados eran esencialmente mecanizados o semimecanizados; por otro lado, el algodón y el arroz han absorbido más de un 60% del crédito seguidos por el maíz con un 10%. La asignación de recursos del Fondo Financiero Agrario, sugiere que la concentración en productos específicos no permitía el éxito de ninguna política hacia el sector ya que 2 o 3 productos no pueden absorber todo el esfuerzo planificador de un instrumento de fomento.

La creación del FFA había resuelto parcialmente el problema de los cultivos transitorios; pero la ganadería y los productos agrícolas de larga gestación seguían dependiendo del Banco Ganadero y del FIP, ambos con insuficientes recursos de largo plazo. La Ley 26 por otra parte seguía dedicándose a cultivos de corto plazo sin mucho control sobre su destino final. Las Resoluciones 43 y 72 de 1969 tratarían de resolver estos problemas; pero la cuestión básica, o sea el destino de los créditos a cultivos específicos no se solucionó hasta la vigencia de la Ley 5ª. de 1974.

4.4. Fondo Financiero Agropecuario

La Ley 5ª/74 orgánica de la financiación agropecuaria en Colombia, tiene como objetivos:

1. Capitalizar el sector agropecuario, a fin de incrementar la producción agrícola y ganadera, fortalecer el sector externo de la economía y solucionar las deficiencias alimenticias del pueblo colombiano.
2. Orientar la política agropecuaria, para garantizar un adecuado aprovechamiento de la tierra, el aumento del producto interno y la equitativa distribución del ingreso.
3. Propender por la utilización racional del potencial humano del sector rural.

Este haber ideológico se concreta en la reglamentación del crédito agropecuario a corto, mediano y largo plazo, todo ello englobado bajo la noción del crédito de fomento.

Para financiarlo se autoriza al Banco de la República a emitir "títulos de fomento agropecuario", cuyo producto de colocación forzosa entre los bancos comerciales (clase A) y los institutos o empresas oficiales o de economía mixta (clase B), se destinó a la constitución del Fondo de Fomento Agropecuario.

Cuadro N°. 10-13

**FONDO FINANCIERO AGRARIO
PRESTAMOS REDESCONTADOS***

(millones de \$)

Cultivos	1967			1968			1969			1970			1971			1972			1973						
	Valor	(1)	(2)	Valor	(1)	(2)	Valor	(1)	(2)	Valor	(1)	(2)	Valor	(1)	(2)	Valor	(1)	(2)	Valor	(1)	(2)				
Ajonjolí	10.5	1.6	-	2.6	0.3	-	75.2	7.2	0.7	176.9	15.6	1.7	116.7	20.7	2.1	32.7	9.3	0.8	-	55.1	4.4	0.3	-	52.7	
Algodón	228.8	34.8	-	336.0	38.4	46.8	447.7	46.9	33.2	355.8	38.9	-	20.5	313.1	2.2	-	12.0	443.1	36.5	41.5	-575.9	34.8	30.0		
Arroz	222.0	33.7	-	322.2	36.8	45.1	301.0	31.6	-	6.6	288.2	31.5	-	4.2	372.5	38.4	29.2	459.3	37.9	23.3	587.5	35.5	27.9		
Caraota	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.3	0.3	-	6.9	0.4	60.5		
Cebada	-	-	-	12.0	1.4	18.3	14.2	1.5	18.3	14.5	1.5	2.1	15.7	1.6	8.3	12.5	1.0	-	20.4	10.1	0.6	-	19.2		
Frijol	5.8	0.9	-	12.3	1.4	112.1	3.4	0.3	-	72.4	5.6	0.6	64.7	8.4	0.9	50.0	9.1	0.7	8.3	1.5	0.1	-	83.5		
Maíz	103.2	15.7	-	82.1	9.4	-	20.4	61.2	6.4	-	25.5	85.8	9.4	40.2	98.4	10.1	14.7	98.0	8.1	-	0.4	97.2	5.9	-	0.8
Maní	-	-	-	0.3	0.1	-	0.4	0.1	0.1	33.3	0.3	0.1	-	25.0	0.5	0.1	66.7	0.7	0.1	40.0	0.3	0.1	-	57.1	
Papa	18.6	2.8	-	24.2	2.8	30.1	7.2	0.8	-	70.2	13.4	1.5	86.1	13.4	1.4	-	18.5	1.5	38.1	28.8	1.7	-	55.7		
Sorgo	24.8	3.8	-	22.9	2.6	-	7.7	32.2	3.4	40.6	61.3	6.7	-	90.4	71.8	7.4	17.1	88.3	7.3	23.0	231.4	14.0	162.1		
Soya	30.0	4.6	-	36.2	4.1	20.7	72.2	7.6	99.4	70.5	7.6	-	2.3	52.3	5.4	-	25.8	63.3	5.2	21.0	105.0	6.3	65.9		
Trigo	14.1	2.1	-	24.1	2.7	70.9	6.9	0.7	155.6	4.5	0.5	-	34.8	4.2	0.4	-	6.7	6.4	0.6	52.4	5.2	0.3	-	18.7	
Totales	657.8	100.0	-	875.1	100.0	33.0	953.6	100.0	9.0	915.5	100.0	-	4.0	971.0	100.0	6.1	1.212.8	100.0	24.9	1.654.2	100.0	36.4			

FUENTE: Banco de la República y cálculos ANIF.

* Tomados por el 100% de su valor, el margen de rescuento es del 65% del crédito desembolsado.

(1) Participación de los préstamos de cada producto en el total del sector agrario.

(2) Incrementos anuales en el período.

Dicho fondo tiene como finalidad descontar los préstamos de fomento agropecuario que se otorguen a corto, mediano y largo plazo, según destinaciones, tasas y márgenes de redescuento específicamente establecidos por la ley, diferentes para cada tipo de cultivos y ganado.

Los bancos comerciales deberán invertir no menos del 15% ni más del 25% de sus colocaciones en "títulos de fomento agropecuario". Es de anotar, que los créditos redescontados, de cualquier clase, siguen incluidos dentro de las colocaciones que sirven de base para liquidar el porcentaje establecido por la Junta Monetaria (hoy 17%). Ello hace que los bancos comerciales tengan la doble carga de aportar los recursos propios para completar el préstamo y suscribir títulos de fomento agropecuario sobre esos préstamos redescontados, lo cual baja la rentabilidad de la operación.

La Ley 5ª. absorbe el Fondo Financiero Agrario y los préstamos vigentes de la Ley 26, cuya conversión se prevé.

Esta ley estructura básicamente al Fondo Financiero Agropecuario, pero reglamenta otros organismos como el Fondo de Asistencia Técnica de los pequeños agricultores y ganaderos, los Fondos Ganaderos y el régimen fiscal del sector.

El Fondo de Asistencia Técnica de pequeños agricultores y ganaderos se crea para mejorar la productividad y el ingreso de los pequeños propietarios, nutrido por el 15% de utilidades del Fondo de Fomento Agropecuario, un 1% del interés que se cobre sobre los préstamos dedicados al sector agropecuario moderno y 2 puntos del CAT que se reconozca a las exportaciones del sector agropecuario.

El nuevo gobierno, de acuerdo a su política agropecuaria por medio de la Resolución 57 de septiembre de 1974 modificada por la Ley 6ª de 1975, da los primeros pasos dentro de la intención gubernamental de estimular la productividad agropecuaria, en el sentido de que simplifica grandemente la enorme variedad de plazos, intereses, tasas y márgenes de redescuento de la Ley 5ª., su decreto reglamentario (D. 1562/73) y demás disposiciones que la adicionan y complementan. Por la citada resolución las actividades financiadas dentro del FFAP se clasifican en créditos a corto plazo (hasta dos años para cubrir necesidades de capital de trabajo) a mediano plazo (entre 2 y 8 años, para financiar inversiones depreciables, siembra de cultivos de tardío rendimiento y adquisición de bienes de capital) y a largo plazo (entre 8 y 15 años, para financiar inversiones de tardía recuperación y ganado de cría).

La dirección del fondo determina el plazo máximo del crédito y el período improductivo de la inversión financiada, cambiando los plazos fijados que antes existían.

Para las tres clases de créditos se establece un interés del 15% anual, excepto la ceba de ganado bovino que tiene el 20% anual. Igualmente solo se establecen cuatro tasas de redescuento que van del 11.85% al 19.00% y cuatro márgenes de redescuento correspondientes que van del 65% al 85%, menores que los establecidos en 1973, otro argumento para la baja rentabilidad de estas inversiones.

Con el objeto de profundizar en el análisis del otorgamiento del crédito de los fondos financieros se ha elaborado el cuadro N°. 10-14. De este se puede destacar cómo de los 12 o 13 cultivos financiados semestralmente desde 1967 sólo cuatro absorbieron el promedio desde ese año el 88.3% del crédito y el 84.5% de las hectáreas cultivadas. Esos cultivos privilegiados han sido algodón, arroz, sorgo y maíz. La participación porcentual de estos cultivos en el total del crédito otorgado en cada año durante el período 1967-1974 siempre excedió la participación porcentual que a los mismos cultivos les correspondió en el total de hectáreas sembradas. Eso nos estaría indicando que la producción de esos cultivos no ha sido suficientemente elástica con relación al crédito concedido. Por el contrario es posible que haya sido enteramente inelástica en el sub-período 1968-1971, donde tanto el número de hectáreas financiadas como el porcentaje de estas correspondiente a los cuatro cultivos reseñados, fueron relativamente constantes frente a un crédito que si bien tampoco mostró cambios significativos exhibió menores signos de estancamiento.

Cuadro N°. 10-14
FONDOS FINANCIEROS AGRARIO Y AGROPECUARIO,
DISTRIBUCION DEL CREDITO, HECTAREAS FINANCIADAS Y CREDITO POR HECTAREA SEGUN LA CLASE DE CULTIVO*

(millones de \$)

CULTIVO	1967		1968		1969		1970		1971		1972		1973		1974 ^v									
	Créd. %	Hect. %	Créd. por hect. (\$.000)																					
Algodón	34.7	33.0	1.9	38.4	39.3	2.0	46.9	45.7	2.2	38.9	35.6	2.3	32.2	30.4	2.5	36.5	35.2	2.5	34.8	35.1	2.7	38.1	35.6	4.7
Arroz	33.7	19.9	5.1	36.8	24.4	5.0	31.5	20.2	5.2	31.4	20.1	5.2	38.3	26.4	5.3	37.8	26.9	5.4	35.5	24.7	6.6	39.2	31.27	5.5
Sorgo	3.7	7.1	1.0	2.6	5.1	1.1	3.3	5.6	1.3	6.7	11.5	1.3	7.4	12.8	1.3	7.3	12.4	1.5	14.0	22.1	1.8	6.5	11.2	2.6
Maíz	15.7	24.3	1.2	9.4	15.0	1.3	6.4	12.0	1.5	9.4	13.6	1.5	10.1	13.5	1.8	8.1	10.8	1.8	5.9	7.9	2.2	3.7	5.3	3.1
SUB-TOTAL	87.8	84.3	2.3	87.2	83.8	2.3	88.1	83.5	2.5	86.4	80.8	2.6	88.0	82.7	2.7	89.7	85.3	2.8	90.2	89.8	3.3	87.5	83.4	4.61
Otros	12.2	15.7		12.8	16.2		11.9	16.5		13.6	19.2		12.0	17.3		10.3	14.7		9.8	10.2		12.5	16.63	
Totales (%)	100.0	100.0		100.0	100.0		100.0	100.0		100.0	100.0		100.0	100.0		100.0	100.0		100.0	100.0		100.0	100.0	
Valor ab- soluto ^{2/}	657.8	354.1	2.0	875.1	427.1	2.0	953.6	442.0	1.83	915.5	428.1	2.0	971.0	420.3	2.11	1.212	8.495	622	1.654.2	566.1	2.6	3.376.9	754.8	4.4

FUENTE: Banco de la República, cálculo ANIF

*En cada año los totales en valores absolutos están dados así: para el crédito, en millones de pesos; para el número de hectáreas, en miles, y para la tercera columna es un promedio de miles de pesos.

^{1/}Primer semestre. ^{2/}en millones de pesos.

Otro resultado interesante que se advierte es el concerniente al crédito requerido para cultivar una hectárea. En efecto, hasta 1973 el crédito promedio por hectárea en cada año fue superior para el algodón, sorgo y maíz que para el total de cultivos financiados por el FFA. Ahora bien, si se tiene en cuenta la poca o nula elasticidad de la producción en la mayoría de años, combinada con el relativamente elevado crédito promedio por hectárea, es forzoso concluir que hasta cierto punto la asignación de recursos ha sido deficiente al darle prelación en la asignación al momento de cultivos como algodón, sorgo y maíz.

Por otro lado, en 1974 más de un 70 % de los créditos concedidos por el Fondo Financiero Agropecuario al fomento ganadero, tanto en número como en valor representaron más del 50% de los créditos concedidos (cuadro N°. 10-15). Este hecho denota de nuevo una mala asignación de recursos del fondo que por un lado favorece más de cuatro o cinco cultivos y por otro destina la mayoría de sus créditos al fomento ganadero.

Cuadro N°. 10-15

**FONDO FINANCIERO AGROPECUARIO
CREDITOS POR ACTIVIDAD ECONOMICA**

1974

ACTIVIDAD ECONOMICA	Nº.	%	Valor	%
Cultivos	355	18.71	102.856	12.05
Ganadería	966	51.08	596.233	69.86
Obras de adecuación	81	4.28	32.911	3.86
Inversiones complementarias	263	13.91	44.717	5.24
Maquinaria agrícola e implementos	225	11.90	76.335	8.94
Compra finca	1	0.5	360	0.04

FUENTE: Banco de la República y cálculos ANIF.

4.5. Conclusión

El crédito de fomento, para que pueda considerársele como tal, debe acompañarse, con el simple desembolso monetario, la asistencia técnica, el control y la evaluación de la aplicación del mismo. Hasta hoy, el sector agropecuario, ha venido obteniendo una asistencia crediticia casuística y desarticulada; no es fácil encontrar un índice de correlación entre las políticas generales de desarrollo del sector y la canalización específica de los recursos de fomento que lo atienden. A su turno, es probable que esta distorsión sea el reflejo, más o menos revelado, de una disgregada política agraria. Las Leyes 135 de 1961 y 1ª de 1968, básicas de la reforma social agraria, constituyen un valioso aporte para estimar, en abstracto, los contenidos de un cambio agrario integral.

En primer lugar, todo desarrollo agrario debe acompañarse con un mejoramiento de la estructura distributiva del ingreso agrario, lo cual nos abre dos posibilidades: que el reparto se haga a través de mecanismos directos, como la expropiación de las tierras, o que se haga en forma funcional, cambiando las formas de producción agropecuaria para hacer partícipes de sus beneficios a las escalas de bajos ingresos. Ambas alternativas de una misma meta deben tener en cuenta que una reforma agraria no consiste simplemente en repartir tierras o cambiar la composición relativa de los ingresos, sino que además implica un ritmo sostenido de productividad. El marco social de una política integral agropecuaria es la elevación del nivel de vida del campesino mediante el desarrollo de infraestructura social-rural como escuelas, centros de atención médica, energía.

El crédito, la comercialización y el almacenamiento son instrumentos principales para el logro de los cometidos de desarrollo agropecuario aquí planteados. Actúan como fórmulas de impulso o estabilización del sector y como tales apenas lo desarrollan, así que en el caso concreto del financiamiento agropecuario, mientras que las estructuras que este atiende no se organicen, funcional y orgánicamente hablando, su influencia benéfica será relativa y cuestionable.

5. Fondo de Promoción de Exportaciones

5.1. Creación

El mecanismo de sustitución de importaciones estaba arrojando para 1967 resultados no del todo satisfactorios. La posición monoexportadora del país no había sido aún superada; además, el mecanismo en mención había logrado modificar la estructura del consumo pero no lo había logrado con la de producción. Se puede recordar cómo el FIP concebido bajo este punto de vista, financiaba únicamente capital a largo plazo representado por maquinaria, equipo e instalaciones. Así las cosas y dependiendo las reservas internacionales del país de las fluctuaciones del precio internacional de un solo producto, se produce la crisis cambiaria de 1966. Este hecho recalca la necesidad de promover un mecanismo alternativo para solucionar los déficit crónicos en la Balanza de Pagos, determinado fundamentalmente por la insuficiencia permanente de la capacidad exportadora lo que conducía a la contratación de sumas cada vez más altas por endeudamiento externo retroalimentando así el proceso deficitario de la Balanza de Pagos. De ahí la señalada importancia que para un país abocado a este orden de problemas reviste el fortalecimiento de su sector externo mediante una continua ampliación y consolidación de su capacidad exportadora. Las políticas adoptadas en pos de la consecución de esa meta, han contemplado una serie de mecanismos dispuestos para estimular la colocación de productos en el exterior y para terminar con una fase monoexportadora basada en el café, procurando sustituir gradualmente este producto por otros no tradicionales que impliquen la diversificación de la oferta exportable y eliminen al máximo las nocivas consecuencias inherentes al riesgo de inestabilidad surgido de la dependencia del comportamiento de los precios internacionales de un solo producto cuando este ha significado históricamente una elevadísima proporción en la composición de las exportaciones. En este orden de ideas y teniendo como antecedente inmediato las crisis que en materia de precios afrontaron las exportaciones en el año de 1966, un año después el Decreto 444 (estatuto cambiario) dispuso por una parte, la creación de un estímulo directo a las exportaciones menores o sea aquellas distintas del petróleo y el café, consistente en la devolución con fines tributarios de un porcentaje del reintegro que debe efectuarse por el valor total exportado, y por la otra dispuso la creación del Fondo de Promoción de Exportaciones, PROEXPO, como un organismo cuya función estaría orientada a proporcionar asistencia financiera en procura de inducir la expansión de los ramos no tradicionales de la exportación, haciéndolos más competitivos en los mercados externos.

5.2. Objetivos

PROEXPO se constituyó como un organismo cuya función estaría orientada a proporcionar la asistencia financiera en procura de inducir la expansión de los ramos no tradicionales de la exportación, haciéndolos más competitivos en los mercados externos. Inicialmente PROEXPO asumió la acción sobre todos los productos que empezaban su penetración en los mercados y también los que reunían una buena posibilidad de demanda en el exterior y aún no eran exportados. No obstante, tal diversidad de fuentes excedía la capacidad operativa de las oficinas comerciales en el exterior y fue evidente la necesidad de estructurar una política selectiva. Surgió entonces el Plan Cuatrienal de Exportaciones que significó la acción sobre un número de renglones que representaban un 10% de la oferta nacional pero también el 60% de su valor.

5.3. Recursos

La resolución 59 de 1972 J. M. dispuso la creación de un cupo de crédito en el Banco de la República con cargo al cual PROEXPO concede financiación para capital de trabajo a través de bancos y corporaciones financieras, intermediarios que a partir de junio de 1974 asumieron el 30% del valor del préstamo de fomento a las exportaciones. Ese cupo se ha venido ampliando y su utilización se ha hecho más selectiva pues mientras la resolución antes citada excluía únicamente a empresas dedicadas a producir, almacenar o vender para la exportación café y petróleo y sus derivados, la Resolución 87 de 1974 J. M. excluyó también a las empresas dedicadas a producir, almacenar vender con el mismo destino algodón, azúcar, banano, carne y tabaco. Esto obedece probablemente a que este último tipo de empresas obtendrá préstamos en el exterior para financiar exclusivamente la comercialización de sus productos, y a la sólida posición que puedan haber alcanzado en el mercado internacional. PROEXPO financia el 80 % del valor de la mercancía, estando incluido dentro de ese porcentaje el aporte de los intermediarios. El costo de la financiación asciende al 18 % anual. Cuando se trata de exportación de bienes de capital o servicios, el monto individual de cada crédito podrá ser equivalente al 100 % del valor de la exportación. Con la reducción del Certificado de Abono Tributario CAT del 15% al 5%, el incentivo a los exportadores se ha focalizado en las facilidades de financiación. Se encuentra entonces que la nueva estrategia exportadora descansará en la satisfacción adecuada y oportuna de los requerimientos crediticios de las empresas ubicadas dentro del sector. Para ello se dispone de una serie de mecanismos generadores de recursos y cuya cuantificación se sintetiza así: cupo de crédito en el emisor para capital de trabajo por valor de \$ 2.340 millones. Los nuevos ingresos que se derivan de la elevación de la sobretasa de importaciones destinada a PROEXPO, que del 1.5% pasó a 3.5% hasta octubre de 1975 y al 5% de ahí en adelante, permitirá una destinación adicional de \$ 500 millones también para capital de trabajo. El ahorro de los exportadores por concepto de garantías sobre el Plan Vallejo habrá de liberar recursos cercanos a los 100 millones. El financiamiento para importadores extranjeros de productos nacionales puede estimarse en unos \$ 850 millones. La utilización de crédito del BID para la exportación de bienes de capital, no será inferior a \$ 500 millones y los recursos que hayan de provenir del exterior para financiar las necesidades de un grupo de exportaciones no tradicionales compuesto por algodón, banano, tabaco, carne y textiles ascenderá a unos \$ 3.000 millones, con lo cual se llega a una suma superior a los \$ 7.000 millones en total. Este monto es tres veces superior al total de crédito concedido por capital de trabajo en 1974.

5.4. Actividades financieras

Una visión de lo que fue la gestión financiera de PROEXPO durante los años de 1973 y 1974 se ofrece en el cuadro N°. 10-16 ; para los años anteriores no se dispone de información estadística.

Según la clase del producto financiado por motivos suficientemente conocidos la financiación otorgada por PROEXPO cubre más o menos 423 productos o posiciones arancelarias de origen vegetal, animal y mineral. Todos estos rubros corresponden desde luego a las llamadas exportaciones menores no tradicionales. De ese número, tan solo 10 acaparan un monto cercano al 50% del total prestado, si bien tomadas conjuntamente manifiestan una protuberante pérdida de dinamismo que se tradujo en una tasa negativa de variación del 8.28 % entre 1973 y 1974 y en una caída en la participación relativa al pasar del 57.3 % al 46.8%. Se observa cómo dentro de esos 10 renglones figuran la mayor parte de los productos excluidos para 1975 del cupo de crédito que PROEXPO tiene en el emisor. Esos productos a saber: carne, algodón, tabaco y adicionalmente azúcar, muestran la más alta participación en el total de crédito facilitado por PROEXPO, aun cuando para 1974 en el caso del azúcar y el tabaco se registra un ostensible descenso.

Las exportaciones no tradicionales más cuantiosas son precisamente algodón, azúcar, tabaco, carne, textiles y banano, razón por la cual dentro de la nueva etapa de la actividad exportadora han sido consideradas como exportaciones que ayer fueron menores pero que hoy debido al gran auge que

Cuadro N°. 10-16
FONDO DE PROMOCION DE EXPORTACIONES
PRODUCTOS FINANCIADOS

Clase de Producto	1973		1974	
	(.000)	%	(.000)	%
1. Animales vivos y productos del reino animal	24.6	6.29	133.1	5.97
2. Carnes del bovino fresco, refrigeros o congelados.....	120.9	6.10	170.8	7.67
3. Azúcar	332.4	16.78	159.6	7.17
4. Tabaco rubio y o aromático en rama o sin elaborar	295.8	14.93	130.2	5.84
5. Algodón sin cardar ni peinar de fibra larga.....	42.8	2.16	102.8	4.61
6. Otros tejidos de algodón crudos	115.1	5.81	83.3	3.74
7. Flores y capullos frescos.....	43.8	2.21	67.2	3.01
8. Papeles matamoscas	19.9	1.00	64.0	2.87
9. Ropa exterior para la protección del trabajador.....	35.0	1.77	49.1	2.20
10. Legumbres de vaina seca de sunda para la siembra	2.8	0.14	81.7	3.67
Sub-Total	1.135.8	57.3	1.041.8	46.8
Otros	884.8	42.7	1.185.3	53.2
Total	1.980.6	100.0	2.227.1	100.0

FUENTE: Departamento Financiero - Proexpo y cálculos del autor.

han alcanzado son consideradas mayores. En este camino, ahora se piensa modificar el orden de prioridades para impulsar otros productos que siguen siendo menores. Todo indica entonces que se está siguiendo una política de apoyo financiero a las exportaciones, basada en la exclusión de los productos que han llegado a ubicarse con alguna solidez en los mercados internacionales y en el estímulo efectivo de aquellos que han permanecido rezagados. Esto al menos en lo relacionado con los recursos internos de crédito.

Pasando ahora al análisis del destino del crédito según su aplicación, en el cuadro N°. 10-17 se presenta la información pertinente para los préstamos en pesos y en dólares durante el período 1970-1974. Tales préstamos han sido destinados a financiar apertura de mercados, capital de trabajo, crédito de exportaciones e inversiones. En lo atinente a la línea en pesos el renglón más sobresaliente es el de capital de trabajo que anualmente viene absorbiendo prácticamente la totalidad de los recursos nacionales. Se destaca el crecimiento espectacular de dicha financiación a partir de 1973 debido sin duda a la Resolución 59 de 1972 que como ya se anotó contemplaba la apertura de un cupo de crédito en el Banco de la República para financiar exclusivamente capital de trabajo.

Por su parte, las cifras sobre financiación en dólares señalan un predominio del rubro crédito de exportaciones hasta 1973, con excepción de 1972 cuando una suma considerable se dedicó a financiar capital de trabajo. Esta línea en dólares es utilizada primordialmente por las empresas exportadoras de bienes de capital o servicios. Pero se advierte cómo esta línea de créditos perdió durante los últimos dos años la participación adquirida hasta 1972.

como vimos captan recursos en el corto plazo y los colocan a mediano y largo plazo, lo que trae como consecuencia los efectos inflacionarios ya anotados y no garantiza un flujo continuo de recursos para el crédito de fomento.

La asignación de recursos en forma descoordinada se manifiesta también en el poco cuidado que se le ha puesto a la descentralización del crédito de fomento: Antioquia, Atlántico y Cundinamarca han absorbido en promedio más de un 70 % de los recursos, situación reflejo de la centralización industrial y comercial del país a todo lo largo de su historia, y que es reflejo de la concentración general de crédito donde Bogotá, Antioquia y Valle concentraron \$ 6.500 millones de los \$ 7.900 de cartera industrial vigente esto es 82 %.

La distribución del crédito de fomento por actividad económica de los diferentes fondos para 1974 fue así: 51 % para el sector agropecuario, 44 % para el sector manufacturero, 0.32 % para el sector minero y para otras actividades el 3.6 %. Esta situación es un reflejo de cómo el sector agropecuario a través de los diferentes fondos ha sido el mejor atendido y sin embargo, el que menos ha respondido a la prioridad que se le ha asignado.

Asimismo el sector manufacturero comparte buena proporción de los recursos de fomento destacándose la importancia de la gran industria en esta participación, con descuido de la pequeña y mediana que debería ser primordialmente atendida dentro del concepto de fomento aquí expuesto, ya que constituye el sector incipiente de nuestra economía industrial.

La atención precaria a los otros sectores es un reflejo más de la descoordinación de la política de crédito de fomento nacional. (Ver gráficas al final del capítulo).

III. La corporación nacional de fomento

- Existe una disparidad entre los planes de desarrollo y la asignación del crédito en el sentido de que las prioridades de ambos no son correspondientes.
- La circunstancia de estar adscritos los fondos de fomento al Banco de la República hace que sus dificultades de liquidez se solucionen directamente con emisión, e impide el saneamiento financiero de los fondos que podría lograrse con su independencia de la autoridad monetaria.
- Los fondos adolecen de una común insuficiencia de recursos. La intención de financiarlos con bonos estatales no ha sido exitosa.
- Los recursos de los fondos, que están constituidos principalmente por contrapartidas a préstamos externos y crédito interno del Banco de la República han sido generalmente inflacionarios.
- Los mecanismos establecidos para la asignación del crédito han convertido a las corporaciones financieras privadas en simples intermediarios entre la autoridad monetaria y el usuario del crédito a través de los mecanismos de redescuento, sin que estas hayan hecho un esfuerzo satisfactorio de fomento.
- La identidad administrativa de los mecanismos de fomento y los mecanismos monetarios de emisión han impedido el fortalecimiento financiero de los primeros. Se ha establecido una doble dependencia: la de los fondos financieros del Banco de la República. El crédito de fomento se ve afectado por todas las vicisitudes de la política monetaria.
- No ha sido posible establecer un flujo de fondos que garantice la liquidez de los mecanismos de fomento.

- De la misma manera que no existe una coordinación en la asignación del crédito, tampoco ha existido en su distribución sub-sectorial y geopolítica.
- Los mecanismos de control, seguimiento y evaluación del crédito a nivel microeconómico no son eficientes y tal falla se refleja en la falta de información a nivel general sobre los efectos reales que ha tenido el crédito en la vida económica.
- El crédito de fomento dada su mala asignación representa por sus tasas de interés subsidiadas un elemento de distorsión en el mercado de capitales.
- La racionalización de recursos debe ir precedida de la definición de las prioridades sociales y económicas de cambio que habrán de financiarse con aquellos; el elemento básico de las críticas anteriores es el desorden y deficiencia de los mecanismos existentes. Para evitarlos, parece necesario una reforma de carácter institucional cuyas principales características serían:
 - a) Unificación de los organismos que otorgan crédito de fomento bajo una misma autoridad administrativa, independiente, que permita establecer con criterio uniforme la coherencia que debe haber entre la implementación del plan y la asignación del crédito.
 - b) Dicho organismo tendrá como máxima autoridad la Junta Monetaria, la cual determinará el origen de sus recursos, los cupos de redescuento y las políticas de asignación. Será totalmente independiente del Banco de la República.
 - c) El objetivo de este organismo será ejecutar las políticas fijadas por la Junta Monetaria. El Fondo de Inversiones Privadas, el Fondo Financiero Industrial, el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, el Fondo Financiero Agropecuario, el Fondo de Promoción de Exportaciones y el Instituto de Fomento Industrial, quedarán integrados a este organismo el cual establecerá áreas de crédito sectorial industrial, agropecuario, de desarrollo urbano y de comercio exterior, donde se realizará el trabajo de análisis de las solicitudes, seguimiento y evaluación del crédito.
 - d) El organismo coordinador intervendrá con la emisión de valores en el mercado de capitales, para obtener su propia capitalización.
 - e) Las corporaciones financieras privadas y los bancos servirán de intermediarios entre el organismo y el usuario, pero se impulsará su labor de fomento a través de la consecución de sus propios recursos en el mercado de capitales.

Desde el punto de vista del derecho colombiano no existe ninguna dificultad para el desarrollo de tal iniciativa, que cabe perfectamente dentro del marco intervencionista de la Constitución Nacional y entra a ser el más eficaz instrumento para el cumplimiento del plan, inútilmente declarado obligatorio por la Constitución Nacional.

La oportunidad de que una organización de esta clase, colabore en la ejecución del plan, que es la versión económica de una actitud política ante el desarrollo, justifica plenamente su realización.

Su trabajo coherente podría hacer que en los próximos años las cifras que se presenten sobre crédito de fomento en Colombia sean sustancialmente diferentes a las que aquí se han traído con el único propósito de demostrar que es necesario organizarlo de otra manera. Colombia es un país que evoluciona rápidamente; precisamente su ritmo y grado de desarrollo imponen la adopción de formas más audaces de organización macroeconómica. En el área financiera, una de estas formas es la consolidación de una serie aislada de esfuerzos de financiamiento sectorial; sólo de esta forma se puede obtener un mecanismo capaz de realizar grandes proyectos de desarrollo social y económico que el país necesita, y con una aceptable celeridad.

El alejamiento de los fondos financieros del banco emisor, al cual se ligaron por años mediante los cordones umbilicales del redescuento y la emisión, apenas soluciona este problema, el de la tentación a monetizar coyunturas de iliquidez. Pero de ninguna manera satisface la cuestión medular de la inexistencia de una política de financiamiento para el desarrollo.

No quisiéramos proponer la creación de una "entidad más"; al iniciar este estudio estábamos convencidos de que bastaría con hablar de un instrumento financiero, en abstracto, con determinadas condiciones. Ahora, estamos firmemente convencidos de que el país requiere este instrumento, esta Corporación Nacional de Fomento, con una unidad de caja y planificación que asegure el éxito de su tarea. Y para ello hemos diseñado dos modelos que anexamos a este trabajo, los cuales, a nuestro juicio, resuelven los problemas básicos puestos de presente, en la actividad de los fondos, hasta hoy:

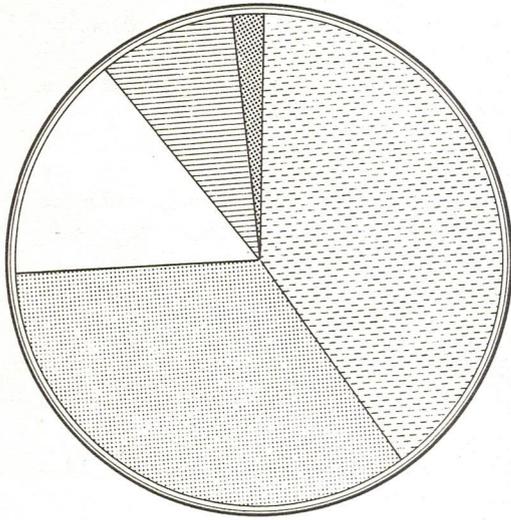
- a) Un modelo de asignación óptima de fondos, que organiza, alrededor de unos criterios prioritarios, la distribución de unos recursos, escasos;
- b) Un modelo de captación-colocación de disponibilidades, que trabajando sobre unos supuestos de flujo de recursos, plantea diversas alternativas de liquidez, en el tiempo.

Los planteamientos teóricos del Capítulo I nos aproximaron a una visión conceptual y filosófica del crédito de fomento; el Capítulo II sirvió de marco histórico a estos supuestos y corrobora la hipótesis, sucesivamente repetida a lo largo de la investigación, de que existe una discordancia entre la asignación del crédito de fomento y las metas de desarrollo contenidas en los planes; finalmente, en el Capítulo III y Anexos ofrecimos un marco organizado de soluciones.

Cuando el país crece a un ritmo de \$ 56.945.1 millones anuales en su Producto Bruto, a precios corrientes en términos monetarios, cuesta trabajo pensar que dicho crecimiento, apenas dispone para financiarse de \$ 12.500 millones de crédito de fomento. Este último, para ser completamente francos, se está acabando en Colombia.

Gráfica N°. 1

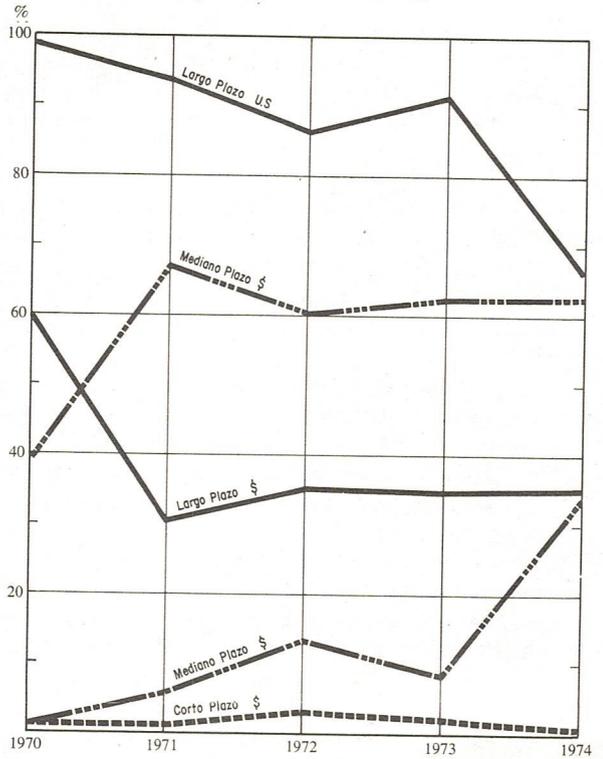
PARTICIPACION DE LOS FONDOS FINANCIEROS EN EL TOTAL DE RECURSOS



- PROEXPO = 40% %
- F.F.A.P. = 34% %
- F.I.P. = 15% %
- F.F.I. = 9% %
- F.F.D.U. = 2% %

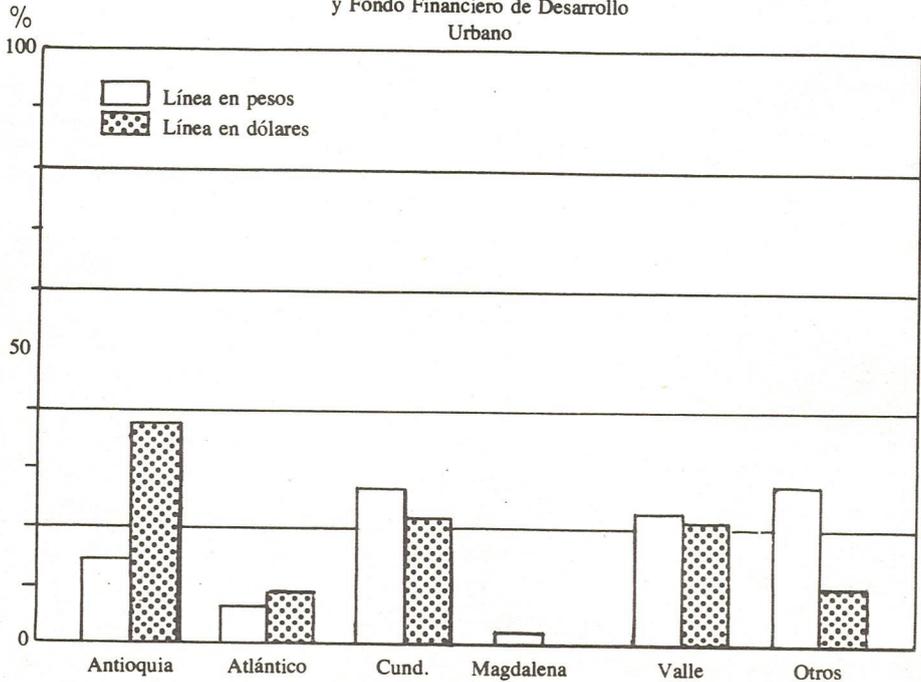
FUENTE: ANIF

Consolidado de la Asignación de Crédito de los
FONDOS FINANCIEROS POR PLAZOS
Fondo Financiero Industrial, Fondo Financiero de Desarrollo Urbano
y Fondo para Inversiones Privadas



CREDITO CONCEDIDO POR DESTINO GEOGRAFICO

Fondo Financiero Industrial, Fondo para Inversiones Privadas
y Fondo Financiero de Desarrollo Urbano



Anexo 1

Modelo de asignación óptima de fondos

Manuel Ramírez

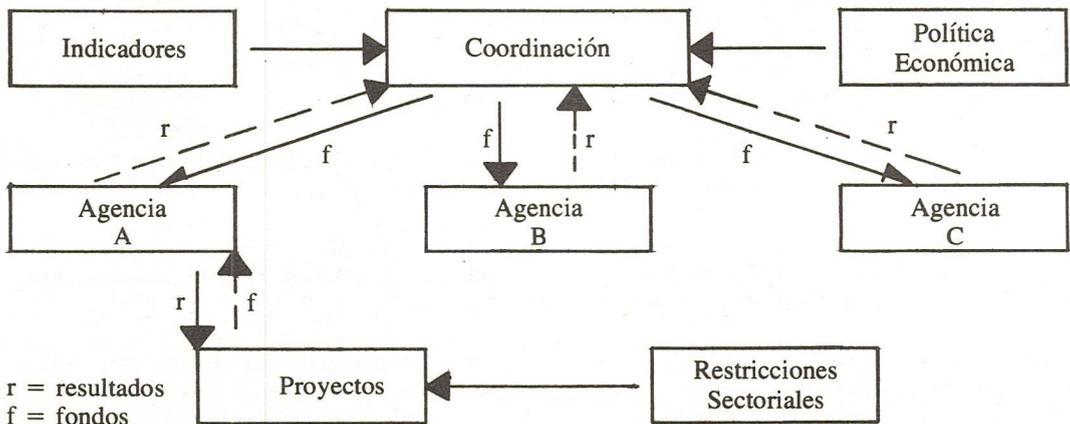
Consideramos la forma como un presupuesto dado para fomento se debería asignar, dada una función de bienestar seleccionada, que nos responde la pregunta de cómo extraer el máximo de dichos fondos, en términos de unas metas planteadas.

Para examinar este punto diseñamos un modelo que simula la actuación de un organismo coordinador, y que una vez resueltos los problemas de información, podría usarse para implementar, numéricamente, la asignación de recursos financieros.

El modelo trabaja a dos niveles: en el primero se determina la asignación de crédito oficial a los diferentes sectores de la economía, de modo que se colabore, en la mejor manera posible al logro de los objetivos de política; institucionalmente corresponde al organismo coordinador propuesto en esta ponencia.

En el segundo nivel se asignan los fondos de cada sector a proyectos específicos y se calculan sus efectos con respecto a las variables escogidas como indicadores. Institucionalmente corresponde a las diversas agencias especializadas de crédito.

El funcionamiento del modelo puede verse en el siguiente diagrama:



En un momento dado, la agencia coordinadora, teniendo en cuenta la política económica del gobierno, en la forma de un plan de desarrollo, dada la situación de la economía, incluyendo proyecciones de lo que sucedería en el futuro sin asignar crédito adicional, y dadas las contribuciones marginales de cada sector a las metas, decide la asignación de crédito de sectores y envía esta información a las agencias especializadas. Estas agencias, dado su conocimiento especial del sector correspondiente y los detalles de los proyectos específicos, asignan el crédito a los mejores proyectos, en términos de su función objetivo, y envían a la agencia coordinadora la información de cómo contribuyen estos proyectos a los objetivos tanto en el momento presente como en el futuro.

Se podría iterar este procedimiento hasta obtener una solución óptima; para esto sería necesario implementarlo numéricamente si esto es posible; en el futuro inmediato se puede dar una sola iteración (sería muy demorado hacer algo más que esto) y se tiene una solución que si bien puede no ser la óptima sí es consistente y es posiblemente mejor que la que se obtiene actualmente.

Para ver cuáles son las principales características y problemas del modelo vamos a desarrollar un ejemplo puramente ficticio que sirva de ilustración.

El primer problema consiste en decidir sobre la función objetivo del primer nivel.

Por la teoría de la política económica, sabemos que con un instrumento no podemos lograr todas las metas que queremos y que lo óptimo sería asignar un instrumento a una sola meta y ajustarlo de modo que se cumpla esta meta.

Se presenta un problema cuando se tienen más metas que instrumentos, ya sea porque estos no existen o que por algún motivo se ha renunciado a su uso. Por ejemplo se podría pensar en asignar el instrumento de crédito al fomento de la producción agrícola y dejar el fomento de producción industrial y de exportaciones para tratar con subsidios; o se puede renunciar al uso de subsidios y usar el crédito para los tres objetivos. En este caso no se puede esperar cumplir con exactitud todos los objetivos y es necesario especificar una función que les dé pesos relativos a los distintos objetivos. Entonces el primer paso consiste en decidir cuáles son las metas que se persiguen con una política de asignación de crédito.

Históricamente se han perseguido objetivos como los siguientes:

1. Fomento de la producción agrícola
2. Fomento de la producción industrial
3. Fomento de las exportaciones nuevas
4. Fomento de las construcciones
5. Fomento del empleo.

Supongamos que estos cinco son los objetivos de la política crediticia.

El segundo problema consiste en cuantificar los objetivos, teniendo en cuenta que no son objetivos aislados y que además están encuadrados dentro de una política general de desarrollo.

Supongamos que las metas fijadas por el plan, o implícitas en él son: \$ 100.000 millones, \$ 80.000 millones, \$ 10.000 millones, \$ 20.000 millones y 6.5 millones de personas respectivamente, para el primer año, y valores similares para los años siguientes.

Como comentamos antes, con un solo instrumento no pueden lograrse simultáneamente todos estos objetivos; debe pues, llegarse a un compromiso, expresado en términos de una función objetivo.

Como estamos hablando en términos de metas, que se consideran óptimas en términos de un plan general de desarrollo, debe penalizarse tanto el excederse como el quedarse corto de las metas; el excederse puede dar lugar a una escasez de recursos a nivel de toda la economía, que se puede manifestar en problemas de balanza de pagos y en una tasa de inflación mayor que la prevista con el plan.

También es claro que esta función debe tener en cuenta la contribución futura de estos recursos de crédito y a los objetivos del plan.

La función más sencilla que cumple con estas condiciones es una suma de funciones cuadráticas descontadas a valor presente a una cierta tasa de preferencia intertemporal, el objetivo será entonces:

$$\min \sum_{t=1}^T \left(\sum_{i=1}^5 \alpha_i (x_{it} - m_{it})^2 \right) (1 + \rho)^{-t}$$

En donde T es el horizonte del plan 4 años por ejemplo o 48 meses si se quiere un análisis mensual; α_i el peso relativo de cada objetivo: el gobierno puede considerar que un error en el objetivo de empleo es 10 veces más grave que uno en el objetivo de producción industrial; x_{it} el valor del objetivo i en el período t , m_{it} la meta correspondiente; ρ la tasa de preferencia intertemporal social. Naturalmente la función objetivo puede ser de otra forma matemática.

Los objetivos considerados no son independientes y sus valores dependen de otras variables además del crédito gubernamental. Esto da lugar a una serie de restricciones en la forma de un modelo macroeconómico, en el cual aparecen como variables la cantidad de crédito asignado a cada sector en cada período x_{it} y como coeficiente las contribuciones marginales de cada sector a los objetivos. Una de ellas es la de la cantidad total de crédito.

No vamos a intentar aquí el diseño del modelo macroeconómico que sirve como restricción al problema; solo anotamos que en lo posible debe ser lineal para simplificar la operación del sistema y permitir usar procedimientos conocidos y programas existentes de programación cuadrática.

Como resultado de la resolución de este problema se obtiene:

- a) Una asignación de recursos de crédito gubernamental a los distintos sectores y
- b) Una serie de precios "sombra" en términos de la función objetivo, que pueden usarse por las agencias especializadas para evaluar los proyectos específicos.

Las agencias especializadas resuelven a qué proyectos específicos van a asignar este crédito utilizando los métodos de evaluación social de proyectos, con la restricción de crédito y los precios "sombra" fijados por la agencia coordinadora. No vamos a entrar en el detalle de esta evaluación por tratarse de un procedimiento muy generalizado y conocido.

Las agencias también computan la contribución marginal a los objetivos inducida por el crédito y envían esta información a la agencia coordinadora.

El procedimiento que como señalamos arriba no necesita implementarse numéricamente en un computador tiene como ventajas las siguientes:

1. Proporciona un método consistente de asignación de recursos de crédito. Si se itera suficientemente se puede llegar tan cerca como se quiera de un óptimo;

Distingue claramente las funciones de un grupo de personas encargadas de la orientación de política general y preocupadas básicamente de variables macroeconómicas, de las funciones de otro grupo de personas cuya especialidad es el conocimiento detallado, a nivel microeconómico, de los problemas técnicos y económicos de un sector específico;

3. Hace completamente claros los criterios que se usan en la asignación del crédito;
4. Puede considerarse este modelo como un aspecto de otro más general, de nivel, o, en el cual se determinan las políticas monetaria, fiscal, de comercio exterior, etc., determinándose en particular la cantidad total de crédito y sus condiciones, plazos, tasas de interés, etc.

Anexo 2

Bases para un modelo captación - colocación (Forma continua)

Conceptos fundamentales

El análisis de la operación en una entidad que capta y coloca recursos entre el público, puede efectuarse mediante el estudio de las series discretas de datos sobre volúmenes de colocación, volúmenes de captación, costos de intermediación y otros costos financieros. Estos mismos fenómenos, llevados al caso continuo, permiten efectuar estudios globales que, sin pretender abarcar las situaciones particulares de cada entidad, sirven para el análisis y la determinación de los parámetros más influyentes en la operación de un sistema de captación y colocación.

A continuación se exponen las bases de lo que puede constituir un modelo continuo de colocación y captación.

Las definiciones básicas son las siguientes:

$c(t)$: Función que representa los recursos captados en el mes t

$p(t)$: Función que representa los recursos colocados en el mes t

$g(t)$: Función que representa los costos generales de la intermediación financiera en el mes t (excluidas la utilidad y los costos financieros)

Si a representa el plazo promedio de las captaciones (es decir el plazo promedio de egreso de los recursos captados), e i representa la tasa de interés efectivo mensual (promedio), pagada por los recursos captados, entonces, la función $f(t)$ que representa la devolución de recursos en el mes t será:

$$f(t) = (\text{recursos captados } a \text{ meses antes}) \times (1 + i)^a$$

Denominando A a la expresión $(1 + i)^a$ se tiene entonces que

$$f(t) = c(t-a)A, \text{ para } t \geq a; f(t) = 0, \text{ para } 0 < t < a.$$

Similarmente, si b representa el plazo promedio de las colocaciones (es decir su plazo promedio de recuperación), y r representa la tasa de interés efectivo mensual (promedio), recibida por los

recursos colocados, entonces, la función $h(t)$ que representa la recuperación de recursos en el mes t será:

$$h(t) = (\text{recursos colocados } b \text{ meses antes}) \times (1 + i)_A$$

Denominando B a la expresión $(1 + r)_B$ se tiene entonces que

$$h(t) = p(t-b) B, \text{ para } t \geq b; h(t) = 0 \text{ para } 0 < t < b.$$

La **liquidez bruta** obtenida en el mes t , denominada $l(t)$, se obtiene entonces como la diferencia entre la suma de recursos captados, más recursos recuperados y la suma de recursos colocados más recursos devueltos más costos generales de intermediación. Es decir,

$$l(t) = [c(t) + h(t)] - [p(t) + f(t) + q(t)]$$

La cual para t mayor que a y b conduce a:

$$l(t) = [c(t) + Bp(t-b)] [p(t) + Ac(t-a) + q(t)]$$

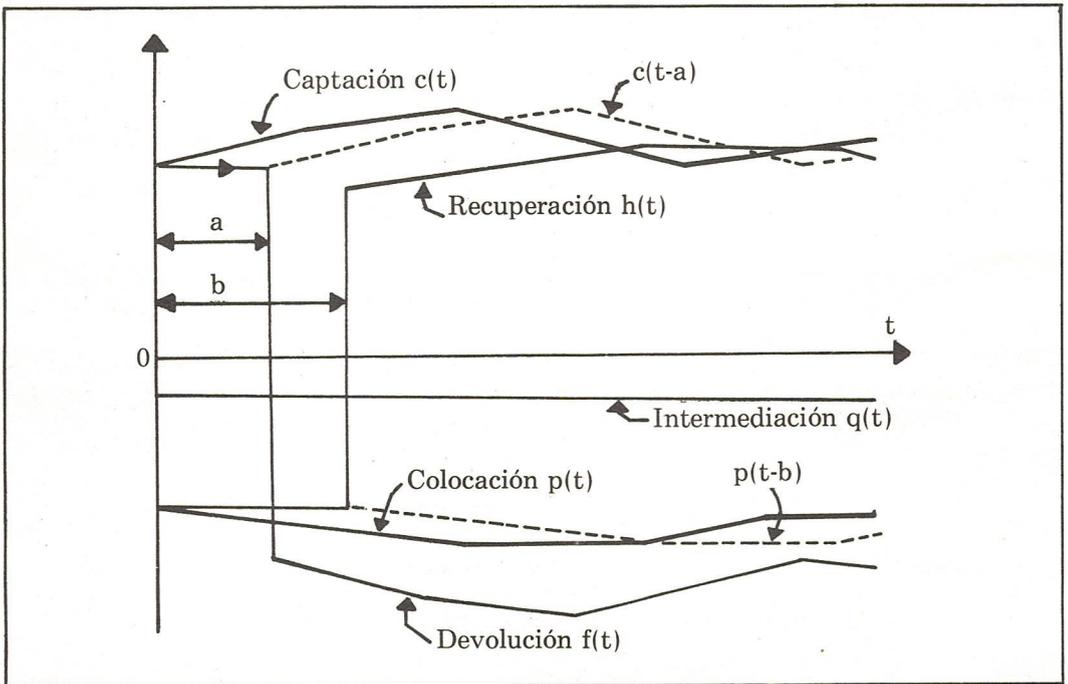
Para t comprendido entre cero y a se tiene que:

$$l(t) = [c(t) - p(t) - q(t)]$$

y para t entre a y b ,

$$l(t) = [c(t) - p(t) - Ac(t-a) - q(t)]$$

Modelo de liquidez (Captación-Colocación) en el tiempo



MODELO CAPTACION-COLOCACION

Esta representación de la liquidez bruta entre cero y b es bastante simplificada pero permite estudiar las condiciones generales de colocación y captación para que en las etapas iniciales de una entidad no se presenten situaciones que la hagan inmanejable en el futuro. De todas maneras, lo más importante es considerar el comportamiento de las entidades,, pasada esta situación inicial y bajo diferentes alternativas de captación y colocación.

La liquidez bruta de una medida "instantánea" de operación, pero solamente analizada en el tiempo permite apreciar en qué momentos las entidades deben recurrir a financiación externa (con su costo adicional) o en qué momentos deben buscar modificaciones en tasas de interés o en plazos de colocación y captación. Para esto es necesario poder conocer la acumulación (o pérdida) de recursos entre dos instantes dados, por ejemplo t_1 , t_2 , la cual evidentemente viene dada por:

$$G(t^1, t^2) = \int_{t^1}^{t^2} l(t) dt$$

Como ilustración de lo anterior puede considerarse el siguiente ejemplo sencillo: Supóngase que la colocación y la captación se mantienen constantes, es decir que $c(t) = C$, $p(t) = P$ y que también los costos de intermediación son constantes $q(t) = Q$. Entonces,

Para $0 < t < a$, $G(0,t) = (C-P-Q)t$, y $G(0,a) = (C-P-Q)a$

Para $a < t < b$, $G(a,t) = [C(1-A) - P - Q](t-a)$, y $G(a,b) = [C(1-A) - P - Q](b-a)$

Para $t > b$, $G(b,t) = [C(1-A) - P(1-B) - Q](t-b)$

Por consiguiente para $t > b$, se cumple que

$$G(0,t) = G(0,a) + G(a,b) + G(b,t) = C(t(1-A) - Aa) - P(t(1-b) + Bb) - QT$$

Mediante el conocimiento del costo de los recursos financieros que deben conseguirse cuando $G(0,t) < 0$ o pueden seleccionarse las relaciones adecuadas entre $i, r, a, b, P/C$, etc. Para obtener un determinado resultado en el mes t .

Con hipótesis menos sencillas se complican un poco las relaciones pero de todas formas es posible realizar los análisis correspondientes.

Cuadro N°. 10-18

NORMAS VIGENTES SOBRE CAPTACION Y COLOCACION DE RECURSOS

FONDO	RECURSOS	INVERSIONES FINANCIABLES	CONDICIONES				
			Ubicación de la empresa o ciudad	Plazo año	Nivel de activos de la empresa	Tasa de interés anual	Tasa de redescuento anual
Fondo de Inversiones Privadas (FIP)	Contrapartida en moneda colombiana de empréstitos externos y por los recursos en divisas provenientes de crédito del exterior. Otras fuentes que el Banco desee utilizar	a) Diversificación y fomento de las exportaciones.	En ciudades de menos de 900 mil habitantes	Hasta 5	20.0	17.0	100.0
				" 6	20.5	17.5	100.0
				" 7	21.0	18.0	100.0
				" 8	21.5	18.5	100.0
				" 9	22.0	19.0	100.0
		b) Eliminación de estrechez en la producción de bienes y servicios	En ciudades de más de 900 mil habitantes	Hasta 5	22.5	19.5	100.0
				" 6	23.5	20.5	100.0
				" 7	24.0	21.0	100.0
				" 8	24.5	21.5	100.0
				" 9	25.0	22.0	100.0
c) Sustitución de importaciones.	En ciudades de más de 900 mil habitantes	" 9	25.5	22.5	100.0		
		" 10	26.0	23.0	100.0		
		" 6	24.0	21.0	100.0		
		" 7	24.5	21.5	100.0		
		" 8	25.0	22.0	100.0		
Fondo Financiero Industrial (FFI)	Provedrán de la emisión y colocación de bonos del Banco de la República. Recursos internos y externos que a él destine la Junta Monetaria.	Fuente de recursos para la pequeña y mediana industria manufacturera.	En ciudades de menos de 900 mil habitantes	Hasta \$ 5 millones	18.0	14.0	80.0
				Más de \$ 5 millones	20.0	16.0	80.0
		Suple necesidades de capital de trabajo de estas empresas.	En ciudades de más de 900 mil habitantes y zonas de influencia.	Más de \$ 5 millones	20.0	16.0	80.0
				Asistencia técnica ya sea para ampliación o iniciación de la producción.			
Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (FFDU)	Colocación de bonos del Banco de la República Aportes directos del Gobierno Nacional	Proyectos de desarrollo urbano haciendo pródigo el incremento en el empleo.	En ciudades entre los 30.000 a 350.000 habitantes.	Más de \$ 5 millones	24.0	21.0	65.0
				Hasta \$ 5 millones	22.0	19.0	65.0
		Ordenar el crecimiento de las ciudades.	Ciudades superiores a los 350.000 habitantes.	Hasta \$ 5 millones	22.0	19.0	65.0
Apertura de nuevas vías, ensanche y pavimentación de las mismas.	Ciudades superiores a los 350.000 habitantes.						
Adecuación de terrenos para parques, canchas deportivas y dotación de elementos para la recreación infantil	Ciudades superiores a los 350.000 habitantes.			14.00	12.0	80.0	
Otras obras de infraestructura.	Ciudades superiores a los 350.000 habitantes.			15.0	12.0	65.0	

COMENTARIOS

Al documento "Financiamiento para el desarrollo"

Benllini Galindo Echeverri

Las observaciones que a continuación me permito emitir las hago como Director del Fondo para Inversiones Privadas -FIP- y del Fondo Financiero Industrial -FFI-.

En primer lugar, deseo manifestar que los conceptos emitidos por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras -ANIF-, en su documento "Financiamiento del Desarrollo" son, en su mayor parte, inexactos como consecuencia de la interpretación errónea que se ha hecho de los estados financieros del FIP y del FFI. No obstante, algunas de las críticas consignadas en el documento se pueden calificar como constructivas.

Primero que todo quiero observar que el FIP ha venido funcionando con mecanismos financieramente sanos y no con la ayuda de emisiones primarias como se anota en el documento de ANIF. Así mismos, los créditos externos que han dado origen a las contrapartidas de las cuales se nutría el FIP hasta el año de 1969, no ocasionaban emisiones primarias por cuanto los créditos concedidos al gobierno nacional no incrementaban las reservas internacionales del país. Esas contrapartidas solo se generaban en la medida que los importadores colombianos entregaban pesos al Banco de la República con el fin utilizar las divisas derivadas de los préstamos de la AID. En este sentido, se podría más bien afirmar que el efecto de las contrapartidas era contraccionista si se tiene en cuenta que los importadores utilizaban medios de pago ya en circulación para adquirir las divisas antes citadas. En el peor de los casos el efecto monetario era neutro si se observa que los medios de pago sustraídos al público al vender divisas, eran restituidos paulatinamente por el FIP a través de los créditos a la industria nacional.

De otra parte, los créditos externos concedidos para uso exclusivo del FIP, y utilizados para financiar el componente importado de los proyectos de inversión, tampoco tienen efecto inflacionario pues las reservas internacionales del país no se ven afectadas. Además son en condiciones muy ventajosas para el país, ya que se han adquirido a plazos largos y bajas tasas de interés. Es el caso de los créditos obtenidos del Kreditanstalt Fur Wiederaufbau -KFW- de Alemania los cuales se conceden a 40 años con 10 de período de gracia y una tasa de interés del 2% anual; los de la A.I.D., cuando se recibía esta clase de préstamos, se caracterizaban por sus plazos hasta de 40 años y tasas de interés del 2% y 3% anual; los del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-, la mayoría de los cuales no son considerados como recursos del FIP, se han obtenido a un promedio de 15 años de plazo y tasas de interés que han fluctuado entre el 6% y 8% anual.

Por lo tanto, creo que la afirmación contenida en el documento de ANIF en el sentido de que el endeudamiento externo de los fondos financieros no es consecuente con el manejo de la deuda externa del país, no es correcto.

El FIP, no ha recibido créditos permanentes del Banco de la República como lo afirma la ANIF. Solamente en el año de 1965 se financió con recursos del emisor, en forma transitoria, una situación de iliquidez del fondo. El cuadro sobre recursos del FIP, incluido en el documento, hace referencia a créditos concedidos por el Banco de la República al Fondo para Inversiones Privadas en los años de 1970 71 72 73 y 74. Sin embargo, como lo anotaba inicialmente, esta afirmación se debe a la errónea interpretación que se hizo del balance del fondo. En realidad lo que la ANIF califica como crédito del Banco de la República no es otra cosa que los reintegros en pesos derivados de los créditos concedidos a la industria nacional en moneda extranjera con recursos del Banco Mundial. De acuerdo con una cláusula de rotación que se incluye en el primero de los contratos firmados con el BIRF, los reintegros en pesos que hacen los usuarios de los créditos del Banco Mundial, podrán ser utilizados por el Banco de la República para financiar las actividades crediticias en pesos del FIP.

El Fondo para Inversiones Privadas ha venido funcionando desde 1969, con base en la recuperación de cartera y la reinversión de utilidades exclusivamente, ya que desde dicho año el gobierno nacional suspendió la asignación de contrapartidas al fondo. Conviene anotar aquí, que el FIP ha logrado capitalizar hasta el 30 de junio de 1975 alrededor de \$ 600 millones.

Y no solo no se ha recibido crédito del Banco de la República, sino que se ha preferido, en circunstancias de falta de recursos, cerrar transitoriamente los créditos antes que recurrir a financiaciones inflacionarias.

Afirma, igualmente, el documento de la ANIF, que el FIP tiene abundantes recursos en moneda extranjera de lo cual se deduce que, o no existe demanda para esos recursos o simplemente se está haciendo una mala asignación de los mismos.

Quiero manifestar a este respecto que las disponibilidades en moneda extranjera del FIP, en la fecha, son prácticamente nulas. En efecto, de los US\$ 20 millones recibidos de la AID, el fondo no cuenta con un solo dólar; de los D.M. 40 millones provenientes del K.F.W. de Alemania, se cuenta con escasos D.M. 250 mil, los cuales serán comprometidos antes de finalizar el presente año; de los US\$ 182 millones recibidos del Banco Mundial, la mayoría de los cuales no constituyen recursos del FIP, se tiene una disponibilidad en la fecha de un poco más de US\$ 1 millón con solicitudes que superan ampliamente esa cifra.

El porcentaje de redescuento en los créditos del FIP siempre ha sido del 100%. Por lo tanto, no es correcta la afirmación de ANIF al expresar que el redescuento de este fondo ha sido aumentado al 100% y que por tal motivo se tendría que financiar, posiblemente, con crédito del Banco de la República esa mayor participación.

Se comenta, igualmente, sobre la inconveniente concentración del crédito del FIP por zonas geográficas, por actividades económicas y en empresas grandes, definidas estas, según ANIF, como aquellas que presentan activos totales superiores a \$ 100 millones.

Sobre este punto, me permito observar que no es una situación que presenta solamente el FIP. Igual cosa sucede en la mayoría de las instituciones de crédito del país, tales como los bancos comerciales y las corporaciones financieras. La concentración del crédito en las tres grandes ciudades, Bogotá, Medellín y Cali, se deriva de hechos que han venido conformándose de tiempo atrás. Es por esto que las solicitudes de crédito que llegan al FIP provienen de empresas ya establecidas en los tres grandes centros urbanos. El FIP, por lo tanto, no podría rechazar solicitudes de crédito de empresas que cumplan con sus requisitos, puesto que al ser un fondo de redescuento está en la obligación de atender estos requerimientos cuando se cumplan con las normas vigentes. En otras palabras, el Fondo para Inversiones Privadas, por sí mismo, no podría orientar el crédito hacia ciudades diferentes de los tres grandes centros, puesto que esto hace parte de una política de descentralización que debe ser elaborada por las autoridades respectivas. El FIP es uno de los varios mecanismos de crédito existente en el país que puede ser utilizado dentro de la política citada para

llevar a cabo la descentralización industrial. Desde luego, comparto plenamente la necesidad manifiesta de llevar a cabo la descentralización por los magníficos fines que esa política conlleva. Sin embargo, soy de opinión que esa política de descentralización debe planearse hacia el futuro, como efectivamente ha comenzado a elaborarla el gobierno nacional, y considero inconveniente, por no decir imposible, que se trate de reubicar en ciudades intermedias a las empresas ya constituidas en los grandes centros. Existen un sinnúmero de factores que impiden que una empresa ya localizada en Bogotá, Medellín y Cali pueda desplazarse hacia otras localidades. De otra parte, soy de opinión que el crédito, por lo menos el de fomento, debería negarse a las empresas nuevas que intenten localizarse en las tres ciudades citadas, con el fin de obligarlas a que se ubiquen en localidades diferentes. Así mismo, soy partícipe de la política de incentivos ya sean de tipo crediticio, fiscal o de otra naturaleza que deben crearse para inducir a las nuevas empresas a localizarse fuera de Bogotá, Medellín y Cali y a las ya existentes, para que consideren su conveniencia de trasladarse a ciudades intermedias.

Igual cosa podría afirmarse de la concentración por actividades económicas. En lo que respecta a la concentración en empresas calificadas como grandes, la ANIF afirma que el 47% del crédito del FIP ha sido concedido a este tipo de empresas. Contrariamente se podría afirmar que el 53% de los créditos del fondo han sido otorgados a empresas con menos de \$ 100 millones de activos totales.

Creo que el FIP, a la inversa de lo que se deduce del documento de ANIF sí ha llevado a cabo una labor efectiva en el campo del crédito de fomento. Existen hechos que así lo atestiguan. Por ejemplo, con los créditos del FIP se ha colaborado para llevar a la práctica proyectos de inversión que sobrepasan los \$ 16 mil millones. Para estos proyectos el fondo ha aportado un total de \$ 3.668 millones, cifra que representa el 22% del valor de los proyectos financiados. Conviene hacer resaltar el aporte de las empresas que han llevado a la práctica estos proyectos. Ellas han vinculado \$ 6.985 millones, o sea, un significativo 42% del valor de los proyectos. Los intermediarios financieros, por su parte, han aportado también sumas apreciables; participaron con \$ 3.085 millones, o sea cerca del 20% del valor de los proyectos. De otra parte, el FIP ha generado, a través de la financiación de los proyectos de inversión citados, 42.088 nuevos empleos directos, cifra que puede aumentarse apreciablemente si se considera el empleo indirecto que los proyectos financiados pueden generar.

Anota la ANIF que los criterios de los fondos financieros no han estado de acuerdo con los planes de desarrollo económico del país. Debo afirmar, a este respecto, que los fondos se guían por las normas establecidas previamente por las autoridades monetarias del país. El aporte a los proyectos que persiguen aumentar las exportaciones, o sustituir importaciones, al igual que generar empleo masivo, son fines incluidos en los planes de desarrollo económico del país que el FIP y el Fondo Financiero Industrial han cumplido estrictamente.

En lo que respecta al Fondo Financiero Industrial es bueno anotar, en primer lugar, que el sistema adoptado inicialmente para su financiación, esto es, la emisión de bonos con vencimiento a seis meses tasa de interés del 11% anual es, a la luz de las condiciones actuales de los papeles que se transan en el mercado de valores, completamente inoperante. Esta afirmación puede confirmarse si se observa la actitud asumida por los tenedores de esos bonos, quienes ante mejores perspectivas de inversión, determinaron redimir los bonos en su poder, ocasionando al fondo una deficiencia de recursos que habían sido comprometidos anteriormente en los créditos otorgados a la pequeña y mediana empresa. Afortunadamente, la AID y el gobierno nacional, asignaron, oportunamente, recursos de contrapartidas con los cuales se logró cubrir parcialmente el déficit anotado.

En esta oportunidad, la Junta Monetaria autorizó, por primera vez, utilizar recursos del emisor, durante el año de 1974, mientras se encontraban los mecanismos apropiados no inflacionarios para cubrir las necesidades del fondo. Este mecanismo se concretó en la Resolución 33 de 1974, según la cual se creó una inversión forzosa por parte de los Fondos de Inversión que funcionan en el país, consistente en la suscripción hasta por el 10% de los recursos captados por esas instituciones en títulos emitidos por el Banco de la República y cuyo producto ha venido siendo utilizado en su totalidad para financiar al Fondo Financiero Industrial. Conviene anotar, que hasta la fecha, se han

suscrito títulos por \$ 217 millones. También conviene anotar que, siguiendo instrucciones de las autoridades monetarias, el Fondo Financiero Industrial deberá seguir funcionando con la recuperación de cartera y la reinversión de sus utilidades.

Le preocupa a la ANIF la disminución en el porcentaje de los créditos del FFI dirigido a cubrir necesidades de capital de trabajo. Creo que no es justificada la preocupación si se tiene en cuenta que la prioridad principal del fondo para la concesión de sus créditos son las necesidades de capital de trabajo. Sin embargo, como la pequeña y mediana empresa necesita financiación para adquisición de activos fijos, las autoridades monetarias han autorizado al FFI para conceder créditos con esta finalidad siempre que la suma concedida no supere la otorgada para atender necesidades de capital de trabajo.

También expresa la ANIF su preocupación por la elevación que ha experimentado la relación entre las inversiones financiadas por el FFI y el empleo generado. Se anota en el documento que esta relación ha aumentado a \$ 95 mil como suma invertida para generar un nuevo empleo. Quiero observar que la última información presenta una inversión de \$ 75 mil por empleo generado. Además, es conveniente anotar que esa relación tiende a aumentar como consecuencia de un fenómeno matemático simple, según el cual el valor de las inversiones financiadas crece en la medida que aumenta la tasa de inflación. No sucede así con el número de empleados. Estos pueden aumentar por razón de nuevas inversiones, pero no como consecuencia de un mayor valor monetario de las mismas.

Expresa la ANIF que el FFI se está especializando en la financiación de la mediana empresa desvirtuando así una de sus finalidades principales como es la de atender las necesidades de la pequeña industria. No creo que ese sea el caso, si se observa que el 96% del número de solicitudes tramitadas por el Fondo Financiero Industrial se hizo a empresas hasta con \$ 10 millones de activos totales. Asimismo, el 78% del valor de los créditos concedidos fueron recibidos por empresas de igual tamaño.

El Fondo Financiero Industrial ha aprobado, desde 1969, 5.813 préstamos por un valor de \$ 2.824 millones. Estos créditos han colaborado en la financiación de proyectos ejecutados o en vía de ejecución por un valor de \$ 5.199 millones; o sea que la participación del FFI ha sido del 54% del valor de tales proyectos. Asimismo, las empresas financiadas por el fondo, han generado nuevos empleos en cuantía de 56.000 desde 1969.

Por último, en relación con la idea de la creación de una Corporación Financiera Nacional de Fomento, me permito, no como funcionario del Banco de la República, sino a título personal, opinar que la iniciativa tiene sus aspectos favorables, especialmente si con su creación se llegare a solucionar el problema de una definición más concreta de lo que deben ser los recursos necesarios para otorgar ininterrumpidamente y en el monto adecuado los créditos de fomento.

De otra parte, quiero manifestar algunas inquietudes sobre el mismo tema, las cuales se pueden resumir en los interrogantes que a continuación presento:

1. ¿Las deficiencias valederas que puedan anotarse sobre el funcionamiento de los fondos, no serían susceptibles de ser corregidas permaneciendo estos en el Banco de la República?
2. ¿Qué podría garantizar que la nueva entidad que se propone no sería "una entidad más"? ¿Que podría garantizar que esa entidad tuviera la independencia de criterio, la ausencia de presiones de diferente índole y sobre todo, la honestidad que se requiere para manejar los recursos que se pongan a su disposición?

COMENTARIOS

Al documento "Financiamiento para el desarrollo"

Hernán Mejía

El estudio de ANIF presta atención principal a las operaciones de los fondos que maneja el Banco de la República y comenta su incidencia en la política monetaria, especialmente sobre la adecuación de la oferta monetaria al crecimiento económico. Además se refiere a la asignación del crédito sectorial o industrial a través de los fondos.

En cuanto a su incidencia en la política monetaria los autores expresan que "el dilema entre inversión y consumo no puede ser resuelto a través del dilema entre inflación por emisión o desarrollo inflacionario; mucho menos la programación financiera de fomento puede quedar supeditada como instrumento estructural de desarrollo a las oscilaciones de la oferta monetaria".

De lo anterior surge la pregunta de si el crédito a través de los fondos ha incidido significativamente en las oscilaciones de la oferta monetaria. Estudios sobre este aspecto que hemos hecho en el Banco de la República recientemente, indican que las operaciones de los fondos no han tenido efectos importantes en las fluctuaciones de la oferta de dinero, y que más bien el crédito asignado por ellos se ha ajustado a las metas de liquidez general de la economía. Además, en oportunidades su efecto monetario ha obrado en sentido opuesto a otras fuentes de liquidez, contribuyendo positivamente al manejo monetario. En otras palabras, el crédito a los fondos ha reflejado los esfuerzos de la autoridad monetaria para adecuar la liquidez de la economía a sus necesidades de crecimiento con cierta estabilidad.

El crédito a través de los fondos, aunque implica una expansión del dinero en circulación, no necesariamente puede decirse que es inflacionario. Sin embargo, es cierto que puede existir un rezago entre el momento en que se genera la expansión y el momento en que se obtiene el ajuste en la oferta agregada, lo cual es apenas natural. Pero aún en este caso, la autoridad monetaria ha actuado para que los cambios en el crédito de fomento no interfieran con el logro de las metas de la política monetaria en general.

Es pertinente aclarar que el redescuento a través de estos organismos se hace en su mayor parte con recursos propios de dichos fondos y una parte relativamente menos importante con recursos del Banco de la República.

Existe una aparente contradicción si se afirma por un lado que la mayor parte del financiamiento a través de los fondos se ha llevado a cabo con recursos propios de los mismos y por el otro que ellos no podrían separarse del Banco de la República mientras no puedan captar recursos en el mercado. Sin embargo, vale la pena aclarar que gran parte de los recursos de los fondos provienen de inversiones del sistema bancario.

En la actualidad la distribución de los recursos de los fondos corresponde a las instituciones financieras comerciales, tanto privadas como oficiales, razón por la cual el Banco de la República ha podido manejar los fondos sin que sea un peso administrativo excesivo.

Los autores critican estas entidades por su dependencia del Banco de la República "mediante los cordones umbilicales del redescuento y la emisión". Cabe preguntarse, si ellos se hubieran dado la diversificación de la producción tanto agrícola como industrial, la de las exportaciones, y el aumento del empleo. Como se dijo anteriormente, el manejo crediticio a través de este mecanismo no ha entorpecido los objetivos de la política monetaria, y la estrechez del mercado de capitales no ha permitido una financiación de los fondos diferente a la actual.

Otra conclusión importante del trabajo de ANIF es la falta de relación entre las políticas de fomento sectorial y o industrial en los planes o programas de desarrollo oficiales y la asignación del crédito a esos sectores, y de paso critican la política de fomento esbozada en varios planes de desarrollo como propiciatoria de una estructura desbalanceada de crecimiento a nivel regional y que ha tendido persistentemente a estimular aún más el inarmónico desarrollo interregional.

En cuanto a las prioridades sectoriales o industriales y la falta de abundancia de crédito de fomento a través de los fondos, es preciso observar también que unas actividades por su naturaleza tienen más acceso a otras fuentes de financiamiento tanto oficiales como privadas. El caso del sector agrícola vale para reforzar este punto ya que a él se ha dirigido el 51% de los recursos del crédito de los fondos, como lo anotan los mismos autores. Todos sabemos por qué se asigna una prioridad alta al fortalecimiento continuo del sector agropecuario y también hemos oído reiteradamente las razones por las cuales este sector no tiene el mismo acceso que, por ejemplo, el industrial a otras fuentes de financiación, principalmente bancarias y a través del mercado de valores. Además, no hay que olvidar que ese desequilibrio regional refleja la relativa dotación de factores de la producción, y que la composición de la demanda interna y externa determina ciertas ventajas comparativas.

Otro comentario que me parece pertinente con relación a la falta de coherencia entre los programas de desarrollo oficiales y la asignación del crédito, se refiere a que los planes y programas sectoriales se han hecho generalmente con un horizonte de tiempo superior a un año, y no han tenido como contrapartida programas financieros que especifiquen los ahorros y el crédito que puedan hacer viable la movilización de los factores de la producción. En este aspecto los planes de desarrollo han sido demasiado utópicos.

Los autores dicen que en cuanto se refiere al crédito de fomento, las razones de optimalidad deben ser diferentes, pues corresponden más a decisiones resultantes de un proceso social que privado de evaluación de proyectos. Si entiendo bien lo que quiere decir los autores, el gobierno debe pagar por el beneficio social que proviene de los proyectos que se ejecutan con el crédito de fomento. Es decir, que las fuentes de financiación de los fondos no deberían ser enteramente las del mercado, sino que el gobierno tendría que subsidiar tasas de interés y o financiar una parte de los proyectos con beneficios sociales. Pero hasta qué punto se debe financiar así el crédito de fomento, depende principalmente de su autoliquidación en su mayor parte, y a que la proporción que financie el gobierno no sea inflacionaria.

Para que el crédito de fomento no se viera afectado "por todas las vicisitudes de la política monetaria" como dicen los autores, sería necesario una programación financiera en la cual el crédito asignado a las distintas actividades de fomento correspondiera a los programas de producción que se quisiera fomentar. Pero aún así, sólo excepcionalmente se cumpliría sin desvíos esta estrategia.

En resumen el tema de los fondos que ha sido tan traído en estos simposios de mercado de capitales y que ha dado lugar a controversias tan inútiles como la de "banco central versus banco de fomento" consiste básicamente en determinar cuáles deben ser las fuentes de financiamiento de los fondos.

Podría argumentarse que los fondos de crédito de fomento vienen a ser una especie de sustituto a la captación de ahorros a mediano y a largo plazo.

Finalmente deseo repetir lo que ya se ha dicho muchas veces, pero que es importante cuando se trata de analizar la capacidad del mercado financiero y la asignación del crédito. La historia económica es clarísima, y la experiencia de los últimos cinco años lo ha confirmado, en cuanto a que la inflación invariablemente ha erosionado los ahorros y las bases del mercado de capitales, y que en períodos de relativa estabilidad se han registrado aumentos en el ahorro y el mercado de capitales se ha fortalecido. La historia y la experiencia reciente del mundo también nos ha enseñado que una participación excesiva del sector público en el mercado de capitales tiene efectos nocivos cuando no consulta la oferta total de ahorros y la rentabilidad del capital.

La estabilidad de la economía, el aumento del ahorro, las tasas de interés reales en el mercado financiero, y la eficiencia de las instituciones que movilizan el ahorro, son requisitos indispensables para la existencia de un mercado de capitales fluído y cuyo tamaño correspondía a las necesidades de un dinámico crecimiento económico. A medida que se vayan dando estas condiciones, será más viable adecuar el sector financiero, el crédito de fomento, y la liquidez general al crecimiento de la economía, y los mecanismos de trasmisión de la política monetaria se harán más eficientes.

A

Acciones

- índice del valor de las, 145
- mecanismos para la negociación de, 140
- rendimiento comparativo de las, 145
- valor en libros y valor en bolsa, 145
- y la fiducia bancaria, 140

Activos Financieros

- véase ahorro, instrumentos de captación,

Agudelo Villa, Hernando 92

Ahorro

- análisis de la captación y canalización del, 17
- captación,
 - de capitalizadoras, 157
 - del mercado bursátil, 138
 - del sistema bancario, 41-90
 - del Estado, 47-49
- crecimiento, 65
- cuasidineros,
 - crecimiento 1970-1975, 61
 - relación con medios de pago, 61-63
- efecto de la inflación sobre, 65, 141-241
- efecto de la tributación sobre, 141
- estudio de mercado sobre, 95
- familiar y capitalización, 141-142
- fortalecimiento del, 76-77
- fuentes y usos en las capitalizadoras, 157
- instrumentos de captación,
 - certificados de depósito a término, 29
 - UPAC, 31
- medidas financieras sobre, 17-77
- medidas fiscales sobre, 77-142
- modelo de trasferencias de, 94
- relación con el PIB, 1962-1973, 45

Alchiam, A 51

Alviar, Oscar 54

Arias, Eduardo 20

Asistencia Técnica 187-198

Autonomía

- de la política monetaria, 38

B

Bain, A.D. 44

Banca comercial

- condiciones iniciales de operación de la, 87
- diferencia de otras instituciones financieras, 85
- financiación a otras entidades, 87
- función de la, 87
- intervención estatal en la actividad de la, 86
- papel histórico de la, 85-87
- préstamos a mediano y largo plazo de la, 87

Barro, Robert 45

Basch, Antonin 44

Base monetaria

- Brasil, composición de la, 129
- crecimiento de la, 37
- fuentes de variación de la, 37-38
- y crédito del Banco de la República, 37

Berry, Albert 49-51-54

Bonanza cafetera

- manejo de, 73
- finalidades, 74-75
- medidas e instrumentos, 74
- manejo de divisas del Fondo Nacional del Café, 74-75
- reducción del endeudamiento a mediano y corto plazo, 75
- ampliación de las importaciones, 75
- fondo para financiar importaciones, 76
- ingresos exportaciones 1976, 68

C

Caicedo, Fernando 59

Capitalizadoras

- característica de quienes ahorran en las, 157-158
- cartera de las, 160
- inversión forzosa de las, 159-160
- origen legal de las, 155
- y la formación de capital, 158
- y su participación en el mercado de capitales, 159

<i>Carrizosa, Mauricio</i>	19-25-59
<i>Cárdenas, Manuel José</i>	71
Certificado de cambio	
– cotización y relación con la expansión interna,	92
<i>Cisneros, Renán</i>	84
Comisión Nacional de Valores	
– antecedentes, creación y composición de una,	139
– funciones de una,	139-140
Corporación Nacional de Fomento	223
Coyuntura financiera actual	238
– características,	67
– fortalecimiento sector externo,	67
– plan de estabilización,	70
– estímulo al desarrollo,	70

Crédito

– distribución sectorial del,	240
– neto del Banco de la República,	
– al sector privado, entidades de fomento y bancos comerciales, 1970-1974,	53
– de fomento,	11
– política del,	186-189
– condiciones del,	187
– criterios de asignación del,	188-189

D

<i>De Lima, Joao Ary</i>	97
--------------------------	----

Deuda pública

– interna del Brasil,	
– fines principales de,	97
– Letras del Tesoro Nacional LTN,	109
– Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional ORTN,	98
– relación con la política monetaria,	99
– visión retrospectiva,	98
– y las operaciones de mercado abierto,	103
– incentivos en Brasil a la,	99
– ventajas de financiar las inversiones del gobierno mediante,	98

Depreciación

– en situaciones inflacionarias,	144
– efecto sobre las utilidades,	144

De Pombo, Joaquín

54

Distribución del ingreso

– contribución del mercado de capitales a la,	46
– efecto de la inflación sobre,	51
– efecto de crédito del Banco de la República sobre,	53
– efecto de crédito subsidiado del Banco de la República sobre la,	52-53
– efecto del ahorro forzoso sobre la,	54
– impacto de la captación de ahorro del Estado sobre la,	49
– impacto de los intermediarios no institucionalizados sobre la,	55

E**Ecuador**

– política económica y consecuencias en el,	72-73
– reservas internacionales, 1970-1975,	82
– medios de pago 1970-1975,	83
– índice de precios al consumidor, 1970-1975,	83
– Fonade: ingresos y egresos 1974 y provisiones 1975,	84

Eficiencia económica

– contribución del mercado de capitales a la,	46
– efectos de la financiación del gasto público en el mercado monetario sobre la,	50-51
– efectos del crédito subsidiado del Banco de la República sobre la,	53
– efectos del ahorro forzoso sobre la,	54
– impacto de la captación de ahorro por parte del Estado sobre la,	48
– impacto de los intermediarios no institucionalizados sobre la,	55

Encaje bancario

88

Espinosa Valderrama, Abdón

93

Establecimiento de crédito

– función de intermediación,	85-89
------------------------------	-------

Exportaciones

- financiación de las, 88-219
- fomento de las, 219
- no tradicionales, 220

F

Fama, E.F.	46
<i>Fernández de Soto, Aníbal</i>	155
<i>Figueroa, Alejandro</i>	19-25
<i>Friedman, Milton</i>	50

Fondo Financiero Agrario

- créditos del, 213-214

Fondo Financiero Agropecuario

- condiciones, 216
- créditos por actividad económica, 218
- créditos por cultivos, Cuadro Anif 217
- objetivos, Cuadro Anif 214
- Títulos de Fomento Agropecuario, 90-91
- suscripción de, 214-216

Fondo Financiero de Desarrollo Urbano

- actividades financiables, 209
- creación, 208
- distribución regional del crédito, 210
- objetivos, Cuadro Anif 208
- recursos, 209

Fondo Financiero Industrial

- beneficiario de los créditos, 206
- condiciones de créditos, 206
- creación del, 200
- objetivos del, 200
- recursos, 204-237-238

Fondo Nacional del Café

- manejo de divisas del, 74-75-93

Fondo para Inversiones Privadas

- concentración de crédito, 236-237
- condiciones de los créditos, 199
- creación del, 189
- criterios de asignación, 192-195-196

- líneas de crédito del, 190
- recursos, 235-236
- sectores financiados, 191

Fondos Financieros

- distribución de los recursos de los, 234
- Gráfica N°. 1 - Anif
- historia de los, 189
- incidencia de la política monetaria en los, 239
- redescuento en el Banco de la República de los, 240

G

<i>Galindo, Benllini</i>	235
Ganancias ocasionales	150

- determinación en las capitalizadoras, 164
- sobre los sorteos de las capitalizadoras, 166
- tributación en las sociedades anónimas, 143
- tributación en las capitalizadoras, 163

Gasto público

- financiamiento expansionista del, 50
- financiamiento de, 50
- financiamiento del déficit fiscal, 1973 y 1974, 48

<i>Gómez, Hernando</i>	19-20-25-52-155-166
<i>Gómez, Oscar</i>	141
<i>González, Alvaro</i>	137
<i>González, Miguel Angel</i>	51
<i>Gurley, J.</i>	44

H

<i>Hernández, Antonio</i>	19-25-45-47-52
<i>Hommes, Rudolf</i>	19-25

I**Impuesto de renta**

- evolución histórica de la tarifa, 142

Incentivos

- para la colocación de títulos de deuda pública en el Brasil, 99

Informes financieros

- y la corrección monetaria, 139-144

Intermediarios no institucionalizados

- su efecto sobre la distribución del ingreso, 55
- su efecto sobre la eficiencia económica, 55

Instituciones financieras

- los "dealers" en Brasil, 122

Instrumentos financieros

- letras del Tesoro Nacional, LTN, del Brasil, 109
- Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional, ORTN, del Brasil, 98-106

J

- Johnson, H.G.* 51
- Jurado, Franklin* 155

L

- Lozano, Germán* 155

M

- Martínez, Manuel* 49
- Mayer, Thomas* 92
- Mc Kinnon, Ronald* 50
- Medios de pago**
- control de los, 92-93
- estacionalidad en el crecimiento de los, 36

- Mejía, Hernán* 239
- Mejía, Jorge* 20-24

Mercado bursátil

- acciones de Sociedades Anónimas dentro del, 138
- e impuesto sobre ganancias ocasionales, 143-144

Mercado de capitales

- contribución a la eficiencia económica, 46
- distinción con respecto a mercado monetario, 45
- incidencia sobre la distribución del ingreso, 46
- racionalización del, 31
- tendencias recientes, 159

Mercado monetario

- efectos macroeconómicos de la financiación del gasto público en el, 50

- Musalem, A.* 50-51

O

- Ocampo Alfredo* 157

Operaciones de mercado abierto

- actuación del Banco Central en las, 114
- en el Brasil
- beneficios principales de las, 131
- causas del fracaso inicial, 105
- comité de mercado abierto, 107
- establecimiento de las, 104
- indicadores básicos para, 117
- letras del Tesoro Nacional LTN y, 109
- mercado primario, 112
- mercado secundario, 113
- operaciones con convenio de recompra, 115
- obligaciones reajustables del Tesoro Nacional y las, 104
- y pagarés semestrales (PAS), 32

- Ortega, Francisco J.* 19-20-24

P

- Pardo, Fernando* 19-166
- Perry, Guillermo* 149-49

<i>Pérez, Hernán</i>	19-26
<i>Piedrahita, Francisco</i>	71
<i>Pieschacón, Camilo</i>	19-26-54
<i>Pieschacón, Francisco</i>	19-25
Plan de estabilización	68
Política financiera reciente	
- desmonte del régimen de inversiones forzosas,	27
- elevación de tasas de interés,	28
- restructuración del sistema de valor constante,	30

Política monetaria

- autonomía de la,	38
- efecto sobre la banca comercial,	91
- en Colombia,	92
- medidas de,	37
- metas de la,	36
- objetivo de la,	91-92
- propósitos de la,	37
- y estabilización,	35-91
- y operaciones de mercado abierto,	39
- y reforma tributaria,	38
- y suministro de crédito,	35-36-37

Precios

- crecimiento del nivel general de precios, 1971-1975,	69
- incidencia de cuasi-dineros sobre,	64-65

Presupuesto nacional

- ingresos 1975-1976,	69
-----------------------	----

R**Recursos financieros**

- de los fondos financieros,	37
- usos y fuentes en las Sociedades Anónimas,	143

Redescuento 88-89**Rentabilidad**

- en la Sociedad Anónima,	145
- e impuestos,	145
- nominal y real en las Sociedades Anónimas,	145
- nominal y real en las capitalizadoras,	161-162
- y dividendos,	145
- y esquema de sorteo en las capitalizadoras,	161

Reservas bancarias

- factores que influyen sobre las,	129
- influencia de las operaciones de mercado abierto sobre las,	128
- trueque, en el Brasil de,	118

Reservas internacionales

- variaciones 1970-1975,	68
- incremento de medios de pago proveniente de,	63

Ruiz, Alvaro 55-142-146**S**

<i>Salazar, Pablo</i>	19-25-85
<i>Sarmiento, Eduardo</i>	36
<i>Sanz de Santamaría, Carlos</i>	92
<i>Schlesinger, Daniel</i>	19-23-55-142-146
<i>Shaw, Edward</i>	44

Simposios sobre mercados de capitales

- evolución y resultados de los,	17-35
- Temas, conclusiones y recomendaciones:	
- Primer Simposio	23
- Segundo Simposio	24
- Tercer Simposio	24-26

- y política financiera,	35
--------------------------	----

Smith, W. 50**Sociedades anónimas**

- concentración y control de las,	153
- divulgación sobre y vigilancia de las,	138-139
- grado de endeudamiento de las,	143
- índice de valor de las acciones, de las,	145
- inscritas en bolsa,	138
- promoción de las,	140
- rentabilidad de las,	145
- usos y fuentes de recursos de las,	143

T**Tasas de interés**

- comparación con tasas de inflación 1962-1975,	52
---	----

