

EL MERCADO DE CAPITALES
EN COLOMBIA
AHORRO Y CREDITO 1973

BANCO DE LA REPUBLICA
ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA

Horacio Avendaño Ciro

EL MERCADO DE CAPITALES
EN COLOMBIA
AHORRO Y CREDITO 1973

BOGOTA, D.E., COLOMBIA

1974

PRIMERA EDICION: julio de 1974

© Derechos reservados

Edición bajo la dirección de
JAIME OSPINA VELASCO

Diseño de portada:
Jaime Cendales O. y Germán Espinosa C.

Impreso por
EDICIONES TERCER MUNDO
Apartado aéreo 4817
Bogotá — Colombia

Impreso y hecho en Colombia
Made and printed in Colombia

PREFACIO

El Simposio sobre "Mercado de Capitales en Colombia —Ahorro y Crédito— 1973", organizado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria, se llevó a cabo en Medellín los días 4, 5 y 6 de octubre de 1973, y en él tomaron parte representantes de la mayoría de las instituciones financieras del país y de entidades oficiales.

Este certamen tuvo como antecedentes el Simposio sobre Mercado de Capitales organizado por el Banco de la República en marzo de 1971 y que se desarrolló con notable éxito, tanto por el brillante nivel académico de sus participantes, como por la posterior adopción de varias de sus recomendaciones, por parte del Gobierno. Entre ellas merecen destacarse la creación del Fondo de Sustentación de Documentos de Crédito de las Corporaciones Financieras; la reglamentación de los certificados de depósito; el aumento de las tasas de interés de los depósitos de ahorro, de las cédulas del Banco Central Hipotecario y de los préstamos de cartera ordinaria; la disminución del encaje sobre los depósitos de ahorro, y los estímulos tributarios para dinamizar la capitalización de las sociedades anónimas inscritas en las bolsas de valores.

El Banco de la República, aunando esfuerzos con la Asociación Bancaria, institucionalizará así este tipo de reuniones, las cuales han de realizarse en el futuro con periodicidad anual.

El Simposio sobre —Ahorro y Crédito— 1973 contó con participantes de alta capacidad técnica y los documentos que se prepararon especialmente para esa ocasión son todos de gran interés por la actualidad de los temas tratados y por el acopio de información que presentan.

En este volumen se reproducen los estudios en cuestión. Además de una evaluación de los efectos del Simposio llevado a cabo en 1971, se analizan detalladamente las influencias de la política económica en el mercado de capitales, la captación del ahorro en Colombia y la asignación de recursos para el desarrollo.

Queremos expresar nuestros agradecimientos al doctor Germán Botero de los Ríos y al doctor Jorge Mejía Palacio por el apoyo permanente que proporcionaron en la preparación de la reunión, así como al doctor Joaquín Vallejo Arbeláez, quien presidió las deliberaciones. Sea también el momento de reconocer a los doctores Sergio Rodríguez Azuero, Gerente de la Asociación Bancaria al tiempo de realizarse el Simposio y Pablo Salazar de Heredia, Director Financiero del Banco de Bogotá, su valiosa y oportuna colaboración en el Comité Directivo del Simposio y al doctor Guillermo Núñez Vergara, quien llevó la vocería de la Asociación en las deliberaciones. Fue igualmente aprecia-

ble la cooperación prestada por don Alvaro Salcedo, quien estuvo encargado de la organización administrativa del mismo, y por el doctor Jaime Ospina Velasco a cuyo cargo estuvo la recopilación de los trabajos y la edición del presente volumen.

OSCAR ALVIAR R.

Subgerente

Banco de la República

JORGE MARMOREK

Gerente

Asociación Bancaria de Colombia

CONTENIDO

Prefacio	7
PARTE I. PROYECCIONES DEL PRIMER SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES	
Capítulo 1. EVALUACION DE LOS EFECTOS DEL "SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES" - 1971.	17
<i>Por Daniel Schlesinger</i>	
I. Antecedentes y desarrollo del Simposio	17
1. El ahorro	18
2. Los intermediarios financieros	19
3. Estructura de la financiación a nivel macroeconómico	20
II. Resultados del Simposio	20
III. Medidas reactivas al mercado de capitales y la política crediticia.	22
1. Medidas tomadas parcialmente a consecuencia del Simposio	22
A. Fondo de Sustentación de Documentos de Crédito	22
B. Certificados de depósito	23
C. Tasas de interés de las cajas de ahorro	24
D. Encajes sobre los depósitos de ahorro	24
E. Aumento de recursos de la Caja de Crédito Agrario	26
F. Inversiones forzosas de las cajas y secciones de ahorro de los bancos	26
G. Inversiones forzosas de las compañías de seguros y sociedades de capitalización	26
H. Regulación del mercado de capitales	27
I. Estímulos tributarios	27
2. Otras medidas tomadas con posterioridad al Simposio de 1971	28
A. Corporaciones de ahorro y vivienda	28
B. Fondos regionales de capitalización social	28
C. Fondo Financiero Agropecuario	29
D. Nuevas atribuciones a la Junta Monetaria	30
IV. El Simposio visto en perspectiva	30
1. El Plan de Desarrollo	31
2. El proceso inflacionario	32
3. La crisis monetaria internacional	33
PARTE II. INFLUENCIAS DE LA POLITICA ECONOMICA EN EL MERCADO DE CAPITALES	
Capítulo 2. NOTAS SOBRE POLITICAS RECIENTES EN MATERIA DE MONEDA Y CREDITO	37
<i>Por Francisco José Ortega</i>	
I. Objetivos e instrumentos de la política monetaria	37
II. Control y distribución del crédito	42
III. Política monetaria y financiera	44
IV. Resumen	47
V. Anexo	48
Capítulo 3. LA POLITICA ECONOMICA Y EL MERCADO BURSATIL	50
<i>Por Camilo Pieschacón Velasco</i>	
I. Introducción	50
II. Importancia económica y social de la formación de capital	

a través de la empresa privada	52
1. Función económica de la acumulación de capital a través del sector empresarial	52
2. Efectos económicos de la depreciación	53
3. Efecto Lohmann-Ruchti	53
4. Sistemas de depreciación	54
5. Función social de la acumulación de capital a través del sector empresarial	56
6. La sociedad anónima y la formación de capital	57
III. Estructura financiera de la sociedad anónima	61
1. Activo y pasivo	61
2. Flujo de fondos	65
IV. Necesidades de capital de la empresa privada para cumplir las metas del Plan de Desarrollo Económico y Social	70
V. Funciones del mercado de valores en la movilización de recursos financieros	71
1. Las funciones del mercado de valores	71
A. Función de formación de un mercado	71
B. Función de financiación	71
C. Función de circulación	72
2. El mercado bursátil y la política monetaria	73
VI. La acción en Colombia como instrumento de ahorro e inversión	74
VII. Problemas fundamentales de la formación de capital en la sociedad anónima	78
1. Problemas de oferta y demanda	79
2. La inflación y la financiación interna de la sociedad anónima	81
A. Depreciación	81
B. Utilidades no distribuidas	85
C. Fuentes externas de financiación	87
3. Debilidad del mercado de capitales	87
VIII. Conclusiones y recomendaciones	90
1. Peticiones a la empresa privada	90
2. Peticiones al Gobierno	90
Capítulo 4. LAS TASAS DE INTERES EN COLOMBIA – PERSPECTIVA GENERAL	92
<i>Por Hernando Gómez Otálora y Fernando Pardo Vargas</i>	
I. Introducción	92
1. Objetivo del estudio	92
2. Importancia del tema y limitación del estudio	92
3. Temas materia de análisis	93
II. Consideraciones Generales	94
1. Inoperancia del mercado	94
2. Características de las tasas de interés en Colombia	96
A. Variedad y dispersión de las tasas de interés	96
B. Falta de flexibilidad	97
C. Bajo nivel de la tasa de interés	98
D. Subsidios	100
III. Tasas de interés sobre ahorros	102
1. Descripción de las tasas de interés sobre ahorros	102
2. Desarrollos recientes	102
A. Creación de las unidades de poder adquisitivo constante –UPAC–	102
B. Aumento de la tasa de interés sobre ahorros	103
C. Establecimiento de los certificados de depósito	103
D. Eonos privados	104
E. Disminución del período de maduración del CAT	104

F. Acciones	104
3. Análisis de las distintas tasas de interés según grupos de activos financieros	105
A. Activos cuyo rendimiento real es negativo o próximo a cero	105
B. Activos financieros cuyo rendimiento real oscila entre 47% y 6.4% anual.	108
C. Activos financieros con rendimiento real entre 11.5% y 4.5% anual	108
D. Unidades de poder adquisitivo constante UPAC	109
E. Acciones	111
4. La tasa de interés y el crecimiento del ahorro interno	113
A. Elasticidad del ahorro familiar a la tasa de interés	114
B. Elasticidad del ahorro interno a la tasa de interés	115
5. La tasa de interés y la transferencia de ahorros	115
A. Transferencia de ahorros del gobierno	115
B. Cambio de activos financieros	116
6. La tasa de interés y la balanza de pagos	120
IV. Tasas de interés sobre préstamos	120
1. Clasificación de las principales tasas de interés sobre préstamos	122
2. Tasas de interés de los bancos comerciales e instituciones afines	122
A. Tasa sobre operaciones ordinarias	122
B. Tasas del Fondo Financiero Agropecuario	123
C. Otras tasas de fomento	126
D. Bonos de prenda	127
E. Mercado extrabancario	127
F. Préstamos para vivienda	128
V. Resumen de recomendaciones	129
1. Mayor operación del mercado	129
2. Aumento de la tasa de algunos activos financieros	129
3. Eliminación de exenciones tributarias	130
4. Eliminación del valor constante	130
5. Cambios en la tasa de interés sobre préstamos	130
6. Créditos de fomento	130
7. Créditos para vivienda	131
8. Tasas de cambio	131
Capítulo 5. LA ECONOMIA DEL SEGURO Y LA FORMACION DE CAPITAL	132
<i>Por Camilo Pieschacón</i>	
<i>Rodrigo Jaramillo</i>	
<i>Humberto Cortés y</i>	
<i>Ramón Eduardo Madriñán</i>	
I. Importancia económica y social del seguro	132
1. Introducción	132
2. El ciclo vital y la estructura económica de la población colombiana	133
3. La financiación del ciclo vital a través del seguro	136
A. Primera fase	136
B. Segunda fase	136
C. El valor económico de la vida humana	137
4. El actual régimen colombiano de seguridad social	140
5. Funciones de la formación de capital en la economía del seguro	142
A. Función de rendimiento	142
B. Estabilidad en las primas	143
C. Función de inversión social	144
II. Problemas que afectan la formación de capital en Colombia	144

1. Régimen de inversiones forzosas	144
A. El valor nominal y el valor de mercado de los valores de inversión forzosa	147
B. La situación respecto a los intereses de las inversiones forzosas	149
C. La operación industrial de los seguros y el producto de las inversiones	150
2. Carencia de estímulos tributarios	151
A. La política tributaria en relación con los ahorros	152
B. La política tributaria en relación con la empresa aseguradora	153
a) Siniestros en liquidación	153
b) Reserva para riesgos catastróficos	153
III. Conclusiones y recomendaciones	153

PARTE III. LA CAPTACION DEL AHORRO EN COLOMBIA

Capítulo 6. EL AHORRO PERSONAL EN COLOMBIA Y EL PLAN DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL	161
---	-----

Por Carlos Rodado

I. Introducción	161
II. Composición del ahorro personal en Colombia	162
1. Los datos	162
2. Incentivos del ahorro en Colombia	165
3. El nuevo sistema	167
III. El sector construcción en la economía colombiana	169
IV. El sistema UPAC - Resultados	171
1. Distribución del crédito para vivienda	172
2. Captación de ahorro en valor constante	172
V. Captación y transferencia de ahorro	173
1. Transacciones bursátiles	174
2. Depósitos de ahorro de las entidades bancarias	177
3. Cédulas hipotecarias emitidas y en poder del público	179
VI. Sumario del capítulo sobre transferencia o generación de ahorro	180
VII. ¿Son los UPAC inflacionarios?	181
VIII. Respuesta a otras dudas sobre el sistema de UPAC	183
1. Capacidad de los usuarios para atender sus obligaciones en UPAC	183
2. Distribución del ingreso en el nuevo sistema	185
3. Crecimiento del ahorro personal	185
4. Aumento del precio en los materiales de construcción	186

Capítulo 7. EL AHORRO EN EL SISTEMA BANCARIO – INSTRUMENTOS TRADICIONALES DE CAPTACION	188
--	-----

Por Jorge Marmorek Rojas

I. Introducción	188
II. El desarrollo de los ahorros del sistema bancario	189
1. Las cuentas de ahorro	189
2. Estructura de las inversiones forzosas	189
3. Incremento de ahorros por eliminación de barreras	190
4. Nuevo régimen para incremento de depósitos	190
5. Nueva aplicación de las inversiones forzosas	191
6. Límite al crecimiento de las colocaciones	191
7. Distribución del ahorro en el sistema bancario	191
III. Depósitos a término y certificados de depósito	193
1. Apreciación conceptual	193
A. Depósitos a término	193

	B. Certificados de depósito	194
	2. Tipos de interés	194
	A. Determinación unificada	194
	B. Tasas del 5 y 7%	194
	C. Tasas del 8 y 8.5%	194
	3. Certificados de depósitos	195
IV.	El ahorro contractual	196
V.	Las cédulas hipotecarias	197
	1. Introducción	197
	2. Reciente desarrollo de las cédulas	198
	3. Rentabilidad de la cédula hipotecaria frente a los depósitos a término y los bonos UPAC	199
	A. Los bonos UPAC	199
	B. La cédula hipotecaria del 9.5%	199
	C. El depósito a término	200
	4. Conclusiones	201
VI.	La financiación por intermedio de los instrumentos tradicionales	202
	1. La Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero	202
	A. Sociales	203
	a) Financiación de minifundistas	203
	b) Eliminación del crédito de usura	203
	c) Democratización del crédito	203
	d) Vivienda rural y electrificación	203
	B. Económicos	203
	a) Aumento de la producción	203
	b) Incremento de la productividad	203
	c) Excedentes exportables	204
	C. Clasificación de los empresarios agrícolas	204
	a) Pequeño empresario	204
	b) Mediano empresario	204
	c) Gran productor	204
	D. Criterios desarrollados para la democratización del crédito	204
	a) Distribución de los recursos	204
	b) Asociación para el crédito	204
	E. Desarrollo del crédito agropecuario	205
	F. Préstamos nuevos para el sector agropecuario	205
	G. Importancia del ahorro en los programas de crédito de la Caja Agraria	206
	2. El crédito del Banco Central Hipotecario	206
	A. Crédito popular	207
	B. Crédito ordinario	207
	C. Crédito especial	208
	D. Desarrollo histórico de los créditos del Banco Central Hipotecario	208
	a) Crédito para vivienda	208
	b) El crédito para constructores y para adquisiciones de vivienda	209
	c) Crédito para construcción directa	210
VII.	Motivaciones e incentivos de los instrumentos tradicionales de captación	210
	1. Marco teórico	210
	A. Tres teorías sobre ahorro y consumo	211
	a) Teoría del ingreso absoluto	211
	b) Teoría del ingreso relativo	211
	c) Teoría del ingreso permanente	212
	2. Investigaciones de campo	212
	A. Objetivos	213
	B. Factores socioeconómicos	214

	C. Motivación	214
	D. Incentivos	216
VIII.	Conclusiones generales y recomendaciones	218
	1. Los ahorros del sistema bancario	218
	2. La cédula hipotecaria	218
	3. La financiación por intermedio de los instrumentos tradicionales	219
	4. El perfil del ahorrador	219
Capítulo 8.	EL SISTEMA DE VALOR CONSTANTE Y LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA	220
	<i>Por Gabriel Rosas y Luis Guillermo Soto</i>	
	I. Introducción	220
	II. El valor constante	221
	1. Descripción del sistema	221
	2. Aspectos institucionales	222
	A. La Junta de Ahorro y Vivienda	222
	B. El Fondo de Ahorro y Vivienda -FAVI-	222
	C. Las corporaciones de ahorro y vivienda	222
	D. Las asociaciones de mutualistas de ahorro y préstamo	222
	III. Captación de recursos	222
	1. Certificados de valor constante	223
	2. Cuentas de ahorro de valor constante	223
	IV. Operaciones de crédito	223
	1. Créditos individuales	223
	2. Créditos a constructores	224
	V. Sistemas de amortización	224
	1. Sistema de amortización gradual	224
	2. Sistema de amortización constante	224
	3. Sistema de amortización uniformemente decreciente	225
	VI. Ventajas del sistema de valor constante	225
	1. Creación de ahorro	225
	A. Percepción de un interés positivo	225
	B. Disminución de la tendencia al consumo presente	226
	C. Aceleración del proceso de amortización	226
	2. Acceso al crédito	226
	3. Reorientación del sector de la construcción	227
	A. Reorientación hacia la especialización y la economía de escala	227
	B. Regulación del mercado laboral en la construcción	227
	4. Desarrollo de la industria que produce insumos para la construcción	228
	5. Descentralización	228
	6. Estímulo a la movilización social	228
	VII. Obstáculos al sistema	229
Capítulo 9.	ANÁLISIS DEL SISTEMA DE VALOR CONSTANTE	231
	<i>Por Francisco Pieschacón Velasco</i>	
	I. Introducción	231
	II. Efectos de la inflación	232
	1. En el mercado de capitales	232
	A. Oferta de recursos - Ahorro financiero	232
	B. Demanda de recursos - Crédito	234
	C. Las distorsiones de la inversión	235
	2. Efectos fiscales	235
	A. Inequidad de los impuestos	235

B. Tributación sobre ganancias e ingresos ilusorios	236
C. Retraso en el pago de impuestos y evasión	237
3. Efectos sobre el mercado de la vivienda	238
A. Congelación de los arrendamientos	238
B. Atrofia del mercado de hipotecas	238
C. Distorsiones en la demanda de viviendas	239
III. Corrección monetaria - un intento para neutralizar las distorsiones de la inflación	239
1. Antecedentes históricos	241
2. Experiencia de algunos países	242
A. La experiencia de Israel	242
B. La experiencia del Brasil	242
3. Aspectos macroeconómicos	244
4. Aspectos microeconómicos	244
IV. La corrección monetaria en Colombia	245
1. La tasa de cambio	245
2. Bonos de valor constante para seguridad social	246
3. Las unidades de poder adquisitivo constante -UPAC-	246
A. Aspectos macroeconómicos	247
a) Ahorro y ahorro financiero en Colombia	247
i - Ahorro obligatorio vs. voluntario	249
ii - Traslación de ingreso al sector público	249
iii - Ahorro global y corrección monetaria	250
iv - Corrección monetaria, tasa de cambio y ahorro externo	252
b) Canalización del ahorro financiero	254
i - Depósitos de ahorro en el sistema bancario	256
ii - Cédulas hipotecarias en el Banco Central Hipotecario	256
iii - Bonos de desarrollo económico clase "B"	259
iv - Acciones	259
v - Distorsiones de la inversión	261
B. Aspectos microeconómicos	262
a) Ahorradores	262
b) Prestatarios	262
C. Aspectos monetarios y fiscales	264
a) Fiscales	264
b) Aspectos monetarios	267
V. Conclusiones y recomendaciones	268
1. Recomendaciones de corto plazo	269
2. Recomendación a largo plazo	269
VI. Apéndice - Sistema financiero para la vivienda en el Brasil	270
1. Organismos que conforman el sistema	270
2. Captación de recursos para el sistema	270
A. Fondo de Garantía del Tiempo de Servicio	271
B. Letras inmobiliarias	271
C. Cédulas hipotecarias	271
D. Libretas de ahorro	271
3. Aplicación de los recursos	272
A. Los programas de financiamiento habitacional	272
B. Programas complementarios	272
a) Fimaco	272
b) Saneamiento	273
4. Corrección monetaria y formas de pago	273

PARTE IV. LA ASIGNACION DE RECURSOS PARA EL DESARROLLO

Capítulo 10. EL CREDITO DE FOMENTO A LA INDUSTRIA EN COLOMBIA 277

Por Miguel Angel González

I.	Presentación	277
II.	Introducción	277
	1. Formación de capital	277
	2. La oferta de crédito industrial	279
	3. La demanda global de crédito en Colombia	284
	4. El tipo de interés	286
III.	La evolución del crédito de fomento industrial en el período 1960-1972	288
	1. Instituciones de crédito	288
	A. Bancos	288
	B. Corporaciones Financieras	290
	C. La Banca oficial de fomento	293
	2. Líneas de crédito	294
	A. Fuentes de recursos: internas y externas	295
	B. Líneas de crédito	295
	C. Operaciones de los fondos financieros	296
	a) Fondo para Inversiones Privadas -FIP-	296
	b) Fondo Financiero Industrial -FFI-	299
	c) Fondo Financiero de Desarrollo Urbano -FFDU-	300
	d) Fondo Financiero Agrario -FFA-	300
	e) Fondo de Promoción de Exportaciones	301
	D. Distribución geográfica de los créditos	303
	E. Conclusiones	303
	a) Referentes a los créditos adoptados	303
	b) Referentes a las instituciones de crédito	305
	c) Referentes a las líneas de crédito	305
IV.	Resultados del crédito de fomento industrial	305
	1. Crédito y aumento de la capacidad instalada	305
	A. Línea FIP	305
	B. Línea FFI	307
	2. Crédito y generación de empleo	308
	3. Crédito y exportaciones	310
	A. Reintegro por exportaciones	312
	B. Crédito por sectores económicos	312
	C. Análisis por sectores industriales	314
	4. Crédito y capitalización industrial	315
	A. Los recursos o fuentes de financiamiento industrial	316
	a) Recursos internos	316
	b) Recursos externos	317
	B. Usos principales	318
	a) Inversión de capital fijo	318
	b) Inversión de inventarios	319
	c) Inversión financiera	319
	d) La inversión en valores	320
V.	Conclusiones y recomendaciones	320
	1. Conclusiones	320
	2. Recomendaciones	321

Índice de autores, nombres citados, materias, cuadros y gráficos.

Parte I

PROYECCIONES DEL PRIMER SIMPOSIO
SOBRE MERCADO DE CAPITALES

Capítulo 1

EVALUACION DE LOS EFECTOS DEL SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES – 1971

Daniel Schlesinger R.

El conocimiento de la estructura de los instrumentos de captación de ahorro y de inversión de los recursos financieros tendientes a aumentar la capacidad de inversión general del país, es el propósito fundamental de este tipo de reuniones, cuya trascendencia la pudimos observar en el Simposio sobre Mercado de Capitales celebrado en 1971.

Se sabe perfectamente que no es posible lograr un desarrollo económico equilibrado si no hay un buen ordenamiento de los recursos financieros de la economía, y que para lograr ese desarrollo es indispensable contar no solamente con recursos de capital sino también es necesario canalizarlos y disponer de instrumentos de crédito apropiados para permitir a los organismos financieros la distribución de los recursos captados de acuerdo con prioridades previamente establecidas.

Con miras a seguir manteniendo un diálogo franco sobre los problemas que conciernen al ahorro y al crédito, dos importantes instituciones del país, la Asociación Bancaria y el Banco de la República han querido organizar esta reunión de personas íntimamente relacionadas con los temas en cuestión. Se considera que los resultados más fructíferos podrán encontrarse en el planteamiento y discusión amplia de estos tópicos, para obtener una serie de conclusiones y recomendaciones de gran utilidad para quienes dirigen la política financiera del país.

I. Antecedentes y desarrollo del Simposio

En marzo de 1971 el señor Presidente de la República creó el Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras, cuyo objeto fue “examinar la estructura económica de las respectivas instituciones, revisar su reglamentación legal y sugerir medidas destinadas a procurar el fomento del ahorro, la ampliación de las bases de la capitalización social, la movilización más dinámica y el uso más eficiente de los recursos a través de la expansión y la mejor regulación del mercado de capitales”¹. Con el objeto de obtener una visión amplia de la situación del mercado de capitales, el Banco de la República y

¹“Informe al señor Presidente de la República del Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras”, en *Revista del Banco de la República*, junio de 1971.

la Junta Monetaria organizaron un Simposio en marzo de ese año, el cual tuvo lugar a nivel técnico en Bogotá y posteriormente a nivel ejecutivo en Medellín. Para la realización de este evento se contó con la ayuda financiera del BID y de la OEA, proveniente de su "Programa de Mercados de Capital" que está desarrollando en los países miembros de la Organización.

Los documentos presentados en dicho Simposio y las conclusiones obtenidas de la amplia discusión de los mismos, dieron al Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras una buena base para analizar la situación del mercado de capitales y de la mayor parte de las instituciones que participan en él.

Los estudios presentados en el Simposio de 1971 pueden agruparse de acuerdo con los tres principales temas tratados: 1) el ahorro; 2) los intermediarios financieros; y 3) la estructura de la financiación a nivel macroeconómico.²

1. El ahorro

Este tema estuvo enmarcado por el documento presentado por el Dr. Eduardo Sarmiento del Departamento Nacional de Planeación, "El Plan Trienal de Desarrollo y el Ahorro", que muestra la importancia de este último en el logro de las metas fijadas por el Plan 1971-73, poniendo de relieve la necesidad de aumentar el ahorro interno. Presenta los volúmenes de ahorro e inversión necesarios para lograr una tasa de crecimiento del producto interno bruto del orden del 7.5%. Finalmente da una serie de recomendaciones generales encaminadas a aumentar el ahorro y a utilizar mejor la capacidad productiva del país.

El documento sobre "Ahorro público y capitalización social" de los doctores Guillermo Perry y Manuel Martínez analizó marginalmente "los efectos de los cambios en los ingresos corrientes a distintos niveles del gobierno sobre el ahorro público y privado y, por ende, los efectos netos sobre el ahorro total de la economía, sobre la canalización del ahorro hacia inversión productiva y sobre el valor social de la misma. Además, examinó los efectos de cambios en el nivel de gastos financiados con recursos diferentes a los ingresos corrientes y la trascendencia de las distintas formas de financiación en el ahorro, el mercado de capitales y la economía en general"³. Se llegó finalmente a una serie de conclusiones que mostraron que en el sector gobierno los aumentos marginales en sus ingresos corrientes llevaban a un ahorro superior a la disminución en el ahorro privado causado por la política fiscal.

El documento presentado por el Dr. Rafael Prieto, titulado "El consumo y el ahorro familiar en cuatro ciudades colombianas", determinó en forma exploratoria, la magnitud del ahorro y el consumo familiar en las ciudades de Bogotá, Cali, Barranquilla y Medellín, así como también cuantificó el poder explicativo de algunas variables en el comportamiento del consumidor.

El trabajo relacionado con la "Financiación de la inversión pública", del Dr. Hernando Zuleta analizó los problemas existentes para la creación y financiación de las empresas del Estado, y examinó la forma en que el gobierno participa en la formación interna bruta de capital y la manera de incrementarlo. El trabajo dio lugar a que se comentara la dificultad del gobierno para poder colocar papeles en el mercado y la eficiencia de los sectores público y privado en la administración de empresas.

El estudio sobre "Inflación y Ahorro", de los doctores Musalem y Auernheimer, hizo énfasis en los efectos que causa una inflación reprimida, especialmente cuando se refle-

² Banco de la República, *Informe Final acerca del Simposio sobre Mercado de Capitales en Colombia*, edición mimeográfica, 1971.

³ Banco de la República, op. cit.

ja en las tasas de interés con su efecto consiguiente en el volumen de ahorro y en la eficiente canalización de los recursos hacia la producción. Se estuvo de acuerdo en afirmar que las tasas de interés inferiores a las del mercado ejercen presiones que favorecen a empresas menos productivas, induciendo a la utilización de métodos de producción básicamente capital intensivos con grave perjuicio para los niveles de empleo.

2. *Los intermediarios financieros*

Este tema incluyó, además de los intermediarios financieros, la bolsa de valores y el mercado extrabancario. El documento relacionado con los "Bancos comerciales y cajas de ahorro en los mercados de dinero a corto, mediano y largo plazo", del Dr. Oscar Alviar, fijó la importancia que revisten los bancos comerciales y las cajas de ahorro en el mercado a corto, mediano y largo plazo. A la vez describió el régimen legal de préstamos e inversiones obligatorias a que están sometidas estas instituciones, así como el de estímulos y facilidades de redescuento, los cuales se han utilizado para inducir a la banca hacia el financiamiento a mediano y largo plazo.

Se discutió la divergencia existente entre el plazo al cual se obtienen los recursos financieros y el crédito otorgado, así como sus posibles consecuencias en el funcionamiento de la economía, y se anotó como causa básica de lo anterior el cambio relativamente rápido de la estructura económica y la necesidad de financiar determinados sectores que requieren ayuda especial, sin que exista una modificación paralela en la organización financiera; es decir, en las normas sobre composición de cartera, en las inversiones forzosas y en los redescuentos.

Otro tema tratado fue la estructura de las tasas de interés y su implicación como subsidio de unos sectores a otros y como probable causa de una ineficiente asignación de recursos. Además se mencionó el hecho de que el financiamiento obligatorio al gobierno ha sido factor para que éste, en principio, no participe realmente en el fortalecimiento del mercado de capitales.

Alrededor de la situación descrita anteriormente se plantearon, entre otras, las siguientes consideraciones: lograr una congruencia en el plazo de los recursos y el financiamiento, dejando las operaciones de crédito a largo plazo para ser financiadas con recursos del mercado de capitales; revisar el sistema de inversiones forzosas y de normas sobre distribución de cartera; estudiar la represión existente sobre la tasa de interés; analizar la conformación de un mercado de documentos negociables a corto plazo, tales como letras de tesorería, que sirviera como instrumento de control monetario, —operaciones de mercado abierto—; y, finalmente, adelantar una investigación sobre las necesidades de capital de trabajo de las empresas y en especial al plazo de financiación para este fin.⁴

El trabajo denominado "El mercado extrabancario en Colombia" presentado por el Dr. Luis Guillermo Soto, consideró las causas de la existencia de las fuentes de recursos y los costos de las operaciones que se realizaban a través de él. En las discusiones que siguieron luego de la presentación del trabajo se trataron puntos referentes a las posibles medidas que deben ser tomadas y que se relacionan con las tasas de interés; a la creación de papeles con rentabilidades altas; al control de empresas que funcionan en el mercado extrabancario y a la posible creación de una Comisión Nacional de Valores.

Al considerar el tema de las corporaciones financieras, presentado por el Dr. Leonel Torres, se hizo énfasis especial en la dificultad que tenían estas entidades para conseguir recursos internamente, en parte debido a la competencia de papeles del Estado

⁴ Banco de la República, *op. cit.*

exentos de impuesto. Se propuso crear un fondo que les diera liquidez y estudiar la posibilidad de que las corporaciones llevaran a cabo operaciones de *Underwriting*.

En el estudio "La economía del seguro en el proceso de desarrollo económico", del Dr. Camilo Pieschacón, se indicaron cuatro factores que afectaban considerablemente la actividad aseguradora en el país: el proceso inflacionario, el régimen de inversiones forzosas, las bajas tasas de interés y el tratamiento fiscal discriminatorio en contra de los ahorros en seguros privados. Entre las recomendaciones formuladas se consideró el desmonte de las inversiones forzosas y la colocación del seguro privado en condiciones semejantes al seguro social en materia fiscal.

Dentro del tema tratado por el Dr. Alvaro Velásquez, "Fondos de inversión", se estudió su evolución e importancia en la canalización de ahorros hacia el financiamiento de sociedades inscritas en la bolsa. En las discusiones que siguieron a la presentación del tema se puso de relieve la posibilidad de que los fondos se hubieran limitado a las transacciones en acciones existentes, sin entrar claramente a participar en el financiamiento de empresas antiguas, o a cooperar en el establecimiento de nuevas sociedades. Además se consideró el hecho de que los fondos pudieran concentrar poder financiero que afectara unilateralmente los movimientos bursátiles.

Se presentaron dos estudios relacionados con la bolsa de valores. El primero de ellos, "Determinantes económicos del comportamiento bursátil colombiano", de los Drs. Roberto Junguito y Juan Carlos Jaramillo, analizó aspectos tales como el efecto del proceso inflacionario sobre el mercado bursátil y la composición de la demanda en el mismo. El segundo, "Estructura de las bolsas de valores", del Dr. Oscar Gómez Villegas, consideró la posibilidad de crear nuevos papeles que fortalecieran el mercado de valores. Las discusiones giraron alrededor de la rentabilidad de los papeles negociados, la determinación de los precios de las acciones, la ampliación del mercado bursátil y la promoción de valores.

3. Estructura de la financiación a nivel macroeconómico

En este último grupo se presentó el estudio "Cuentas de flujo de fondos, preparación y uso para fines de la política colombiana de desarrollo" de los Drs. Reynolds, Schlesinger y Gómez, el cual constituye una aproximación al estudio del sistema de flujo de fondos de la economía colombiana. El trabajo se refiere a los años 1963, 1966 y 1969.

A pesar de que en el Simposio se tocaron muchos aspectos relacionados con la Caja de Crédito Agrario y con el Banco Central Hipotecario, había sido deseable —dada su importancia dentro del sistema financiero del país— que hubieran sido estudiados más explícitamente. Otras instituciones recibieron tratamiento semejante, como es el caso de los fondos mutuos que mueven capitales considerables, lo mismo que las cooperativas y los sistemas de crédito al consumo.

II. Resultados del Simposio

El Simposio realizado en 1971 reunió una serie de características importantes que dieron como resultado el éxito obtenido. Con anterioridad al Simposio solo se contaba con algunos estudios aislados sobre el tema, entre los cuales merecen especial mención los trabajos de Capodano y Maneros, de muy difícil obtención. En esta reunión se contó con ponencias que fueron base de las discusiones. A ella asistieron personas de alto nivel, interesadas en los problemas del mercado de capitales colombiano inclu-

yendo no solamente aquéllas con una experiencia práctica considerable, sino también algunas dedicadas en parte a labores académicas y a funcionarios de organismos del Estado con capacidad para tomar luego decisiones de política e influir notablemente en el desarrollo futuro del mercado de capitales en el país. Esta composición de los participantes, que pudiéramos llamar "simétrica", permitió que las conclusiones obtenidas consultaran la realidad y fueran un buen reflejo de las opiniones expresadas en la reunión.

Como deben ser los certámenes de esta índole, las discusiones sobre los temas presentados se llevaron a cabo en un plano intelectual elevado, sin que se advirtiera en ellas un propósito deliberado de orientarlas hacia puntos en los que pudieran estar interesados los participantes en razón de sus actividades, sino en búsqueda de desentrañar la naturaleza del problema y de hallarle soluciones, todo dentro de un ámbito de la mayor honestidad intelectual. Es importante resaltar la evaluación que se hizo de la política económica seguida en el pasado, tratando de llegar al porqué habían sido establecidas ciertas medidas y haciendo una especie de inventario de la situación vigente en el momento. Siempre se procuró explicar los criterios y circunstancias históricas que habían gravitado en el establecimiento de tales medidas, su racionalidad y la conveniencia de mantenerlas en el futuro.

Tanto la preparación de los trabajos presentados en el Simposio como la participación en las discusiones que se llevaron a cabo, dieron como resultado el que se pensara en forma más estructurada sobre los problemas del mercado de capitales; que se formara una conciencia clara de los problemas existentes en él, que se viera la necesidad de resolverlos y que se conociera una serie de puntos de vista de todos los sectores interesados, que de otra forma no se hubieran expresado oportunamente.

Los documentos del Simposio, publicados por el Banco de la República en el libro "*El Mercado de Capitales en Colombia*", han sido fuente permanente de consulta por parte de las personas interesadas en el conocimiento de la estructura financiera del país.

Vale la pena transcribir en su totalidad las consideraciones finales contenidas en el "Informe sobre el Simposio", que en gran parte resumen las discusiones y los puntos de vista expuestos en esa reunión alrededor de los trabajos presentados.

"El análisis y discusión de los conceptos y recomendaciones emitidas a nivel técnico, dio origen a una serie de consideraciones finales sobre los problemas del mercado de capitales, unas de carácter general y otras sobre vigorización institucional, creación o fortalecimiento de mecanismos e instrumentos y de adopción o modificación de política.

"Es de mencionar el consenso general sobre la necesidad de intensificar los esfuerzos para el logro del mayor ahorro requerido para el desarrollo de nuestra economía y la importancia del mercado de capitales en la consecución de este objetivo. Junto a lo anterior se anotó la existencia de una deformación del sistema financiero por cuanto recursos de corto plazo —mercado de dinero— están forzosamente dirigidos a operaciones de mediano y largo plazo —mercado de capitales—, con tasas de interés diferentes y reprimidas que implican distintos niveles de subsidios que pueden conducir a una impropia asignación de los recursos. Entre las causas remotas de estos fenómenos se reconocieron el cambio relativamente rápido en la estructura económica y la necesidad de canalizar recursos hacia sectores que requieran una ayuda especial del estado, sin que existiera, en principio un cambio correspondiente de igual dinamismo en la organización financiera.

"Estudiando el sistema de las inversiones forzosas pareció conveniente: sustituir las en todo o en parte, cuidando de corregir cualquier impacto que se produzca en aquellos sectores en que el rendimiento social es superior al privado; o, cambiar su composición lo mismo que hacerlas más rentables, estableciendo un nivel más realista para las tasas de interés cobradas por los bancos y para lograr una mayor equidad y una mayor captación de ahorro, se sugirió mejorar las tasas pagadas por estos a los ahorradores.

"La medida sobre tasas de interés, en opinión de los ejecutivos no dejaría de entrañar serios peligros puesto que existen actividades muy importantes que requieren para su desarrollo de créditos a bajo costo y además podría traer repercusiones desfavorables en los precios.

Sin embargo, según los técnicos, estimularía el empleo, restaría importancia al mercado extrabancario y dado que la tasa de inflación, la de cambio y la de interés doméstico son precios relativos que afectan simultáneamente las decisiones de ahorro e inversión, llevaría a un uso más eficiente de los recursos financieros. Un ajuste semejante no tendría efectos inflacionarios, pues al mejorar los canales por el mercado institucional de capitales, disminuiría la tasa del mercado extrabancario.

“De otra parte se recomendó: facultar a la Junta Monetaria para variar la composición de las inversiones de las reservas técnicas correspondientes a compañías de seguros y hacerlas flexibles, directamente o a través de incentivos excluyendo en lo posible los que tiendan a resolver problemas puramente fiscales; impulsar la creación y desarrollo de fondos mutuos de empleados y empleadores como factor muy importante para acrecentar el número de accionistas; crear instrumentos que permitan una ampliación del mercado a corto plazo, sirviendo a su vez el propósito de desarrollar operaciones de mercado abierto, así como instrumentos que protejan al inversionista contra los efectos de la inflación; una acción combinada de las instituciones financieras y otras entidades afines para estimular la inscripción de nuevas empresas en el mercado bursátil y en general una acción de promoción y divulgación tendiente a la democratización de dicho mercado; igualmente se consideró útil estudiar la posibilidad de crear una comisión de valores encargada de vigilar y estimular la emisión y colocación de papeles financieros.

“Como resumen, se obtuvo la idea clara de que el desarrollo del mercado de capitales conduce a una mayor captación de ahorro, a una más conveniente utilización del mismo, a mejorar la distribución del ingreso, al logro de una estructura adecuada de precios, a elevar en forma sostenida la tasa de desenvolvimiento de la economía y a la reducción del desempleo”.⁵

III. Medidas relativas al mercado de capitales y a la política crediticia

Algunas de las medidas encaminadas a aumentar el volumen del ahorro interno y a dirigirlas hacia actividades productivas que han sido expedidas a partir del segundo semestre de 1971, tienen relación directa con las recomendaciones propuestas en el Simposio, y en forma general con el pensamiento que reinó en esa reunión. Otras no muestran esta relación. A continuación se hará una breve descripción y análisis de los principales hechos ocurridos desde entonces, que han venido influyendo en la formación, captación u orientación del ahorro.

1. Medidas tomadas parcialmente a consecuencia del Simposio

A. Fondo de Sustentación de Documentos de Crédito

La Resolución 58 de 1971 de la Junta Monetaria, creó el Fondo de Sustentación de Documentos de Crédito de las Corporaciones Financieras. Dicho Fondo está destinado a la compra de documentos de crédito emitidos por estas entidades, que estén en poder del público. Además, el Fondo está diseñado para conceder préstamos a las corporaciones con el propósito de cubrir bajas eventuales de los depósitos a término. Este mecanismo ha sustituido en parte el antiguo sistema de líneas de crédito en el Banco de la República que han venido siendo canceladas con parte del producto de la colocación de los bonos.

Las corporaciones financieras pueden emitir hasta el 50% de su capital pagado y reserva legal en documentos de crédito elegibles para ser adquiridos por el Fondo de Sustentación. Hasta el presente se han emitido \$340 millones en dichos documentos. Los intereses nominales de los títulos emitidos son del 18% anual y del 16% cuando los títulos se colocan con descuento. Su rendimiento real es del 18% anual. Las cor-

⁵ Banco de la República, op. cit., págs. 17 a 20.

poraciones pueden cobrar sobre los préstamos otorgados con los recursos obtenidos a través de los documentos, una tasa de interés hasta del 23% anual.

En el cuadro 1.1 puede apreciarse el movimiento que ha tenido el Fondo desde su iniciación; se muestran las compras mensuales hechas por el Banco de la República a los tenedores particulares y las ventas del mismo banco a las corporaciones.

CUADRO 1.1 – MOVIMIENTO DEL FONDO DE SUSTENTACION DE DOCUMENTOS DE CREDITO DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS

Mes	Compras	Ventas	Saldos
Mayo/72	211.567.15	150.219.20	61.347.95
Junio/72	1.242.762.00	563.682.95	740.427.00
Julio/72	916.312.23	810.986.25	845.752.98
Agosto/72	4.759.587.09	5.030.688.19	674.651.88
Septiembre/72	480.051.63	736.917.88	317.785.63
Octubre/72	20.460.448.47	12.468.704.95	8.309.529.15
Noviembre/72	7.224.925.95	13.601.135.32	1.933.319.79
Diciembre/72	6.193.696.19	8.025.903.47	101.062.51
Enero/73	5.236.335.72	309.703.62	5.027.694.61
Febrero/73	1.387.384.87	5.438.779.48	976.500.00
Marzo/73	1.335.100.86	1.903.070.82	408.530.04
Abril/73	5.499.976.84	1.067.268.49	4.841.238.39
Mayo/73	12.134.629.60	7.306.677.94	9.669.190.05
Junio/73	8.147.027.16	12.555.519.55	5.260.697.66
Julio/73	787.185.98	1.382.003.78	4.665.879.86
Agosto/73	173.945.10	4.675.015.76	164.809.20

FUENTE: Banco de la República.

La creación del Fondo de Sustentación para los Documentos de las Corporaciones Financieras fue una medida que coincidió directamente con las recomendaciones hechas durante el Simposio de que estamos tratando. En efecto, como se indicó allí, uno de los problemas más agudos de estas instituciones era la falta de liquidez para los documentos emitidos por ellas. La creación del Fondo vino a subsanar esta deficiencia.

B. Certificados de depósito

Por medio de la Resolución 69 de 1971 de la Junta Monetaria, se autorizó a los establecimientos bancarios la emisión de certificados de depósito negociables, con un plazo no inferior a 180 días y hasta por una cuantía equivalente al 7% de su capital pagado y reserva legal. La tasa de interés pagada sobre estos valores es del 13% anual. Con los recursos obtenidos, los bancos pueden otorgar préstamos para la adquisición de bienes de capital durable, para el financiamiento de capital de trabajo a la industria y para préstamos a la agricultura.

Esta Resolución que coincidía con el pensamiento del Simposio —en el que se abogó por un aumento en las tasas de interés para hacer más atractivos los instrumentos de captación de ahorros— no ha producido los efectos que se esperaban en un principio. Aunque la tasa de interés que se fijó para estos certificados era atractiva, teniendo en consideración las otras tasas vigentes en ese momento, otros papeles tales como la cédula hipotecaria del Banco Central Hipotecario y los bonos de desarrollo económico, al ser exentos de impuesto, pudieron competir mejor en el mercado financiero. Además, la posterior creación del Sistema de Ahorro y Vivienda no permitió que esta medida tuviera el éxito previsto inicialmente.

En el cuadro 1.2 se muestra la evolución mensual de los certificados de depósito, a partir de la fecha en que comenzaron a operar.

CUADRO 1.2 CERTIFICADOS DE DEPOSITO Y DEPOSITOS A TERMINO
(Miles de pesos)

Mes	Certificados de depósito	Depósitos a término	Certificados de depósito como porcentaje de los depósitos a término
	Total	Total	%
Junio /72	1.180	76.484	1,5
Julio/72	1.430	72.921	2,0
Agosto/72	1.760	69.827	2,5
Septiembre/72	2.180	67.054	3,2
Octubre/72	2.580	65.878	3,9
Noviembre/72	1.180	63.463	1,8
Diciembre/72	2.250	59.349	3,8
Enero/73	2.500	56.506	4,4
Febrero/73	2.630	53.519	4,9
Marzo/73	2.971	56.795	5,2
Abril/73	4.158	60.403	6,9
Mayo/73	6.447	67.252	9,6

Fuente: Banco de la República.

C. Tasas de interés de las cajas de ahorro

La Resolución 32 del 3 de mayo de 1972 expedida por la Junta Monetaria, determinó que se reconociera sobre los saldos mínimos trimestrales de los depósitos de ahorro comunes y a término, un interés entre el 8.0 y el 8.5% anual. Como resultado, los depósitos de ahorro se incrementaron a partir de las medidas tomadas, mostrando cierta elasticidad de los mismos a la tasa de interés. Debe tenerse en cuenta, igualmente, que las disposiciones por las cuales se conceden prerrogativas a los poseedores de depósitos de ahorro, tales como préstamos, seguros, premios, rifas, etc., han sido factor muy influyente, en la captación de recursos por parte de estos organismos. El cuadro 1.3 muestra el comportamiento de los depósitos de ahorro, en términos constantes y corrientes, junto con las variaciones respectivas en términos absolutos y porcentuales. Puede verse el impacto de la elevación de la tasa de interés en el aumento del volumen de ahorros captados en los meses siguientes a la expedición de la medida.

D. Encajes sobre los depósitos de ahorro

La mencionada Resolución 32 de 1972 disminuyó el encaje de 25 a 20% sobre los depósitos de ahorro. Posteriormente, el Decreto 1994 de 1972 señaló el encaje de los depósitos de ahorro del Banco Popular, que anteriormente era de 3% en efectivo, en un 20% del valor de los mismos. La distribución de dichos encajes quedó establecida de la siguiente manera: para la Caja Colombiana de Ahorro y para las secciones de ahorro de los bancos comerciales, que anteriormente eran de 22% en cédulas hipotecarias y 3% en efectivo, pasaron a 19.5% y 0.5%, respectivamente. Para los depósitos de ahorro del Banco Popular, el encaje quedó repartido en 19.5% en bonos de vivienda y ahorro del Instituto de Crédito Territorial y 0.5% en efectivo.

CUADRO 1.3 DEPOSITOS DE AHORRO
(Millones de pesos)

Saldos a fin de:	Depósitos de ahorro Precios corrientes	Depósitos de ahorro ¹ Precios constantes	VARIACIONES				Indice Nacional de Precios al Consumidor Base 1968 = 100
			PRECIOS CORRIENTES		PRECIOS CONSTANTES		
			Absolutas	Porcentuales	Absolutas	Porcentuales	
1968 Diciembre	2.367.2	2.367.2	—	—	—	—	100.0
1969 Marzo	2.386.9	2.340.1	19.7	0.8	-27.1	-1.1	102.0
Junio	2.426.0	2.319.3	39.1	1.6	-20.8	-0.9	104.6
Septiembre	2.571.1	2.418.7	145.1	6.0	99.4	4.3	106.3
Diciembre	2.716.2	2.503.4	145.1	5.6	84.7	3.5	108.5
1970 Marzo	2.790.0	2.531.8	73.8	2.7	28.4	1.1	110.2
Junio	2.941.6	2.607.8	151.6	5.4	76.0	3.0	112.8
Septiembre	3.102.3	2.728.5	160.7	5.5	120.7	4.6	113.7
Diciembre	3.425.5	2.942.9	323.2	10.4	214.4	7.9	116.4
1971 Marzo	3.546.8	2.948.3	123.1	3.5	5.4	0.2	120.3
Junio	3.718.5	3.003.6	171.7	4.8	55.3	1.9	123.8
Septiembre	3.879.6	3.040.4	161.1	4.3	36.8	1.2	127.6
Diciembre	4.148.2	3.164.2	268.6	6.9	123.8	4.1	131.1
1972 Marzo	4.227.7	3.108.6	79.5	1.9	-55.6	-1.8	136.0
Junio	4.668.1	3.336.7	440.4	10.4	228.1	7.3	139.9
Septiembre	5.357.8	3.700.1	689.7	14.8	363.4	10.9	144.8
Diciembre	5.831.6	3.900.7	473.8	8.8	200.6	5.4	149.5
1973 Marzo	6.240.3	3.922.3	408.7	7.0	21.6	0.6	159.1
Junio	6.607.7	3.893.8	367.4	5.9	-28.5	-0.7	169.7

¹Base: Diciembre 1968 = 100

Fuente: Banco de la República

E. Aumento de recursos de la Caja de Crédito Agrario

El Decreto 1590 de 1972 adoptó una serie de medidas encaminadas al aumento de los recursos de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero y al manejo, aprovechamiento e inversión de los fondos provenientes del ahorro privado. En dicho Decreto se estableció que la Caja Agraria podría emitir y colocar bonos, cédulas u otros valores con el objeto de generar recursos destinados a la financiación de sus propios programas.

F. Inversiones forzosas de las cajas y secciones de ahorro de los bancos

A raíz de los Decretos 677 y 678 de 1972, en los cuales se creó el Sistema de Ahorro y Vivienda, se vio la necesidad de actualizar el régimen de inversiones admisibles y obligatorias, principalmente con el fin de dar mayor unidad a la política de financiamiento de planes de inversión. Por medio del Decreto 1590, tanto la Caja Agraria como la Caja Colombiana de Ahorros, quedaron exoneradas de hacer inversiones forzosas sobre sus exigibilidades, pudiendo disponer de los fondos que recauden con el objeto de invertirlos en sus programas, una vez que hayan deducido el encaje legal. Además se estableció en este Decreto la liberación gradual de las inversiones anteriores realizadas por estas instituciones. Con relación a las cajas y secciones de ahorro de los bancos, se limitaron por 5 años las inversiones que estaban obligadas a realizar de acuerdo con el artículo 10o. del Decreto-Ley 1691 de 1960, estableciéndose que pudieran invertir en cambio en operaciones más rentables que compensaran el aumento mencionado en la tasa de interés reconocida al ahorrador. Estas inversiones podrían ser obligaciones hipotecarias, bonos de corporaciones financieras y otras operaciones de fomento que devengaran intereses hasta del 18% anual. Luego, el Decreto 2218 de 1962 determinó que el incremento que se registrara en las cifras de los balances a 30 de noviembre de ese año, y que no estuviera sujeto a encaje ni a la inversión establecida en el Decreto 1691 de 1960, debería ser invertido en un 55% por cajas y secciones de ahorro de los bancos, en bonos de ahorro y vivienda del ICT, con intereses del 6% anual. El porcentaje restante, en las operaciones a que se refería el artículo 4o. del Decreto 1590 del mismo año, o sea en inversiones admisibles que produjeran interés hasta del 18% anual.

G. Inversiones forzosas de las compañías de seguros y sociedades de capitalización

El Decreto 2165 de 1972 adoptó medidas relacionadas con las inversiones forzosas de las compañías de seguros generales, seguros de vida y capitalizadoras. En este Decreto se congelan a 31 de diciembre de 1971 las inversiones forzosas que según las normas existentes deben hacer dichas compañías en relación con el capital y reservas patrimoniales y sobre las reservas técnicas. También se contemplan las inversiones forzosas de las compañías reaseguradoras. Los aumentos sobre las cifras de los balances a la fecha antes mencionada que registraran las reservas técnicas de las compañías de seguros se sujetaron a una inversión obligatoria, fijada en un 55% para las compañías de seguros generales y reaseguradoras y en un 60% para las de seguros y reaseguradoras de vida, luego de deducidos los préstamos con garantía de pólizas correspondientes a tales aumentos. Las inversiones forzosas para las capitalizadoras se fijaron también inicialmente en un 55% de sus reservas técnicas, pero luego este porcentaje se redujo a un 40%, mediante Decreto 548 de 1973. La inversión obligatoria debe hacerse en bonos de deuda pública y su producto será destinado a la construcción y mejoramiento de la vivienda

popular. Específicamente debe invertirse en bonos de vivienda popular del ICT, con un rendimiento anual del 11% y un plazo de redención de 10 años⁶.

Con esta medida se busca canalizar la inversión obligatoria de las compañías de seguros y capitalizadoras hacia el financiamiento de la vivienda popular, tratando de estimular la capitalización de dichas entidades por medio de la eliminación de las inversiones obligatorias sobre el capital y reservas patrimoniales estipuladas por el Decreto 1691 de 1960.

Como se dijo anteriormente, en el Simposio sobre el Mercado de Capitales se recomendó estudiar el sistema de inversiones forzosas imperante en ese entonces debido a la baja rentabilidad de ellas y a su carencia de flexibilidad, lo cual no había permitido el crecimiento operacional y financiero de las instituciones obligadas a invertir en ellas. Se consideró, además, que la mayoría de las veces habían sido impuestas para financiar necesidades fiscales más que para dirigir fondos a actividades puramente relacionadas con el desarrollo económico del país. Con las medidas anteriores se trató de corregir en parte la situación existente y se favorecieron las operaciones de la Caja Agraria.

H. Regulación del mercado de capitales

La Junta Monetaria quedó encargada por medio del Decreto 1211 de 1972 de estudiar y proponer al Presidente de la República proyectos de decreto encaminados a regular el mercado de capitales y a ejercer su control financiero en armonía con la política monetaria y de crédito. Para esto la Junta Monetaria estudiará: las medidas conducentes a la organización del registro nacional de valores; "la fijación de tasas máximas y mínimas de interés y descuento inicial a que deben ajustarse las emisiones de valores de renta fija o los préstamos de las entidades o personas distintas de los bancos que demanden dinero en mutuo"; y, en general, lo concerniente a la regulación de operaciones activas o pasivas de los intermediarios financieros, la emisión de valores y la inscripción de ellos en bolsa. El Decreto 1998, expedido luego, dictó una serie de disposiciones sobre la emisión de bonos.

Desafortunadamente hasta el momento no se han tomado medidas conducentes a la creación de la Comisión Nacional de Valores, organismo que es de una importancia fundamental en el desarrollo y control del mercado de capitales y cuya creación constituye una de las recomendaciones expresadas en el Simposio.

Hasta el momento no se ha entrado a fijar tasas de interés y de descuento de las operaciones de entidades o personas jurídicas distintas a los bancos que dan dinero en mutuo. Se espera que con la reciente expedición del Decreto 1773 de este año, que obliga el registro ante la Superintendencia Bancaria de todas aquellas personas jurídicas que manejan, aprovechan o invierten fondos provenientes del ahorro privado, se haya dado un gran paso conducente al control y vigilancia de los intermediarios financieros, que hasta el momento no lo tenían.

I. Estímulos tributarios

La Ley 6a. de 1973 concede una serie de estímulos tributarios a las sociedades anónimas, aumenta las exenciones personales y dicta otras disposiciones en materia tributaria. Con esta Ley no solamente se logra disminuir la carga tributaria de ciertas rentas que provienen del trabajo, sino que también se da un aliciente al sector industrial que

⁶ Durante el año de 1973 un 65% de los porcentajes de aumento deberá ser invertido en bonos de la Corporación Financiera Popular con especificaciones similares a los emitidos por el ICT, para el financiamiento de la pequeña y mediana industria.

se ve favorecido en ella. Se crean incentivos para canalizar recursos hacia papeles inscritos en la bolsa, tratando de aumentar la capitalización de las sociedades anónimas. Con la expedición de esta Ley se cumple una de las recomendaciones del Simposio sobre mercado de capitales, que desde un comienzo contó con el beneplácito del Gobierno Nacional.

Las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República* correspondiente al mes de abril del presente año, comentan al respecto: "Esta Ley persigue fundamentalmente impulsar el desarrollo industrial y aliviar la carga tributaria de las rentas exclusivas del trabajo. Lo primero, creando incentivos para la canalización de recursos hacia papeles bursátiles, fuente de financiación de las sociedades de capital. Se busca esencialmente estimular las sociedades anónimas porque se considera que esta forma de asociación es indicada para la integración industrial y el fomento del ahorro".⁷

El mercado bursátil reaccionó favorablemente con la expedición de la Ley que se comenta. Este tema se tratará ampliamente en uno de los trabajos que se presentan en este Simposio.

2. Otras medidas tomadas con posterioridad al Simposio de 1.971

A. Corporaciones de ahorro y vivienda

En mayo de 1972 se expidieron los Decretos 677 y 678 en los cuales se autorizó la constitución de corporaciones privadas de ahorro y vivienda, se creó la Junta de Ahorro y Vivienda y el Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI— que funciona en el Banco de la República. En decretos posteriores se terminó de conformar el Sistema, cuyos objetivos son la canalización de recursos hacia el sector construcción, la generación de empleo y el incremento de la tasa de ahorro para inversiones a largo plazo, mediante títulos emitidos con destino a la actividad constructora en el sector urbano del país, una de las metas del plan de Desarrollo. Las corporaciones de ahorro y vivienda están capacitadas para recibir depósitos y certificados de ahorro en los cuales se paga un 5.0%, o un 5.5% de interés, respectivamente, y se reconoce un reajuste sobre las sumas depositadas de acuerdo con el incremento del índice de precios al consumidor, con el objeto de mantener constante su poder adquisitivo. Este reajuste está exento de impuestos. Estas tres características, el interés nominal, el ajuste y la exención de impuestos, han convertido el sistema en la forma más atractiva de ahorrar financieramente.

Sin lugar a dudas, ésta ha sido una medida trascendental que ha hecho variar en forma muy importante la estructura y tendencias del ahorro y su canalización hacia proyectos de inversión. Hasta el 22 de septiembre de este año, las nueve corporaciones de ahorro y vivienda existentes habían captado un total de \$3.311 millones. En la misma fecha, los préstamos realizados sobre esos fondos ascendían a la suma de \$1.752 millones. El éxito del sistema como captador de fondos es innegable, aunque hace falta determinar el origen de los mismos. Seguramente en esta reunión se discutirá ampliamente este tópico y se hará un examen de las cifras al respecto.

B. Fondos regionales de capitalización social

El Decreto 98 de 1973 dispuso la creación de los fondos regionales de capitalización social para el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos provenientes de las cesantías de los trabajadores. Estos fondos tienen los objetivos especiales de captar recursos internos con el fin de promover programas de desarrollo económico y social del

⁷ Notas Editoriales, *Revista del Banco de la República*, abril de 1973.

gobierno. Los fondos garantizarán el pago oportuno de las cesantías de los trabajadores del sector privado y reconocerán un rendimiento anual sobre las cesantías causadas; finalmente, darán una participación progresiva a los trabajadores en el desarrollo industrial y en la propiedad y utilidades de las empresas y estimularán el mercado de capitales. El destino que se dé a los recursos, luego de que sean atendidas debidamente las cesantías de los trabajadores, está contemplado en el Decreto. Tales recursos podrán invertirse en bonos de la Corporación Financiera Popular, en bonos del IFI, en otros valores emitidos por la Corporación mencionada bajo el título de "bonos de fomento popular", en nuevas emisiones de acciones de sociedades anónimas nacionales o mixtas, en acciones de nuevas sociedades anónimas inscritas en la bolsa y en la compra de inversiones de otros fondos regionales.

Con la creación de los fondos regionales de capitalización social se contará con una nueva y muy importante fuente de financiamiento para las sociedades anónimas.

La creación de los fondos regionales de capitalización social ha sido una medida sumamente controvertida, especialmente si se considera que parte de los fondos con que trabajan las empresas está representado por las reservas para cesantías de los trabajadores. Aunque se piensa que el paso de las cesantías sea en forma gradual, la descapitalización del sector empresarial podrá ser contrarrestada por las líneas de crédito que surgirán al canalizar estos recursos hacia el mismo sector.

C. Fondo Financiero Agropecuario

En marzo de este año fue sancionada la Ley 5a. por medio de la cual "se estimula la capitalización del sector agropecuario y se dictan disposiciones sobre bonos de fomento agropecuario, Fondo Financiero Agropecuario, fondos ganaderos, prenda agraria, Banco Ganadero, asistencia técnica, autorizaciones a los bancos comerciales, deducciones y exenciones tributarias y otras materias". El artículo 2o. de la Ley se relaciona con la emisión de dos clases de "títulos de fomento agropecuario" por parte del Banco de la República. Los títulos de la clase "A" deberán ser suscritos por los bancos comerciales; los de la clase "B" deberán ser colocados entre los institutos o empresas oficiales o de economía mixta. Los bancos del país deberán invertir por lo menos el 15% de sus colocaciones y no más del 25% de ellas en títulos de la clase "A". Con el producto de las colocaciones de los títulos de fomento agropecuario, el Banco de la República constituirá un fondo, denominado Fondo Financiero Agropecuario, para redescantar los préstamos agropecuarios que se otorguen ya sea a corto, mediano o largo plazo. Al nuevo Fondo deberá incorporarse el Fondo Financiero Agrario existente en el Banco de la República, tendrá un cupo especial de redescuento y podrá contratar empréstitos.

Desde el punto de vista del mercado financiero, la diferencia sobresaliente de la estructura ideada para el Fondo Financiero Agropecuario frente a las características establecidas por la Ley 26, puede sintetizarse en que a diferencia del mecanismo anterior, en el que los bancos cumplían su inversión forzosa con el otorgamiento de préstamos a la agricultura, ahora atenderán su obligación legal mediante la suscripción de títulos que capitalizan a dicho Fondo. Se deja a iniciativa de los bancos su participación en el crédito al sector agropecuario, con lo cual se establece una competencia que se considera sana.

"Con la creación del Fondo Financiero Agropecuario el país contará en buena hora con un nuevo mecanismo de estímulo a la producción rural dirigido no solo a los sectores empresariales, sino también a los pequeños agricultores y ganaderos. En efecto, el fondo dispondrá de recursos suficientes para promover la capitalización del agro, y de instrumentos apropiados para impulsar el desarrollo de los cultivos tradicionales. Para ello, además de contener disposiciones sobre bonos de fomento, fondos ganaderos, prenda agraria, deducciones y exenciones tributarias y otras materias, la nueva Ley establece la creación de un fondo de asisten-

cia técnica cuyo objetivo será el de mejorar las condiciones tecnológicas y económicas de los dueños de predios rurales, que en razón de su cabida y de los cultivos a que se destinan, registran índices muy bajos de productividad y de ingreso”⁸

La Ley sobre el Fondo Financiero Agropecuario es el reconocimiento de la importancia del sector y de que en esta forma los recursos del ahorro estarán mejor utilizados. El Decreto reglamentario y las Resoluciones 53 y 54 de 1973 de la Junta Monetaria consideran algunos aspectos contemplados por la Ley 5a. para las operaciones de dichos fondos.

En la resolución que ha puesto en marcha el mecanismo del Fondo se ofrece un rendimiento adecuado a las entidades bancarias que participan en el sistema, tanto desde el punto de vista de la suscripción de títulos como de la utilidad neta de los préstamos.

D. Nuevas atribuciones de la Junta Monetaria

La Ley 7a. de 1973 trata aspectos relacionados con el Banco de la República y la Junta Monetaria. Es importante citar algunas disposiciones concernientes a esta última entidad.

“En cuánto se refiere a la dirección de la política económica... de ahora en adelante la Junta Monetaria no sólo determinará el encaje legal de los bancos para referencia del crecimiento de sus activos, y cajas de ahorro, sino también el de corporaciones financieras y en general el de las instituciones que reciban depósitos a la vista y a término. En materia de redescuento, podrán ser simplificadas las normas que se refieren a requisitos y condiciones de los documentos que se presenten al efecto. Se fortalecen los controles directos cualitativos sobre la cartera bancaria a fin de disponer de un sistema oportuno y eficaz en la tarea de canalizar recursos hacia el desarrollo y se sientan las bases para propender por un manejo y control más efectivo de los depósitos oficiales, permitiendo que sirvan de instrumento para una ordenada política monetaria. Dentro de este planteamiento reviste primordial importancia la autorización concedida a tal organismo para que se emita concepto sobre los efectos que pueda causar la contratación de deuda, interna o externa, por el Gobierno”.⁹

IV. El Simposio visto en perspectiva

Las medidas tomadas luego del Simposio de 1971, relacionadas con las recomendaciones emanadas de esa reunión, han tratado de corregir la situación existente en ese entonces respecto de las inversiones forzosas y admisibles y han tendido a aumentar la captación de ahorros, dirigiéndolos a sectores que se consideran prioritarios. Se han creado condiciones para que instituciones tales como las corporaciones financieras puedan ofrecer mayor liquidez a sus instrumentos de captación de recursos en el mercado de capitales. También se han dado estímulos tributarios tendientes a incentivar el mercado bursátil. La actual legislación sobre inversiones forzosas y admisibles para las cajas de ahorro representa, en general, un avance importante con respecto de la situación anterior, debido al aumento en el rendimiento promedio que estas entidades reciben por los valores que componen su portafolio financiero. Esto ha permitido que se aumenten las tasas de interés que se pagan sobre los depósitos de ahorro. Los resultados obtenidos sobre los volúmenes de depósitos de ahorro captados han sido satisfactorios.

Como se ha visto, algunas de las recomendaciones emanadas del Simposio se han tenido en cuenta. Valdría la pena, sin embargo, poner en práctica otras que siguen manteniendo la importancia que se les dio en ese entonces. En especial las siguientes:

⁸ Notas Editoriales. *Revista del Banco de la República*, marzo de 1973.

⁹ Notas Editoriales. *Revista del Banco de la República*, abril de 1973.

(i) Estudiar la conveniencia de establecer un mercado de dinero a corto plazo, intervenido por la autoridad monetaria y constituido por cédulas o letras de Tesorería. Este sería un instrumento para regular la liquidez del sistema económico y, en particular, del sistema bancario. Estas operaciones de mercado abierto constituirían un instrumento de control monetario diferente del encaje y del redescuento, que son los que se han venido empleando tradicionalmente.

(ii) Insistir en la creación de la Comisión Nacional de Valores, cuyas funciones serían: la reestructuración periódica del régimen de inversiones forzosas a que se ven obligadas las instituciones financieras, la reglamentación de las operaciones del mercado de valores y el asesoramiento a las autoridades monetarias en lo relacionado con dicho mercado.

Con el propósito de dar una perspectiva más amplia a las medidas de política financiera a que se ha hecho referencia en el capítulo anterior y analizar su relación con la política económica general colombiana, vale la pena encuadrar estas decisiones dentro de algunos hechos que han tenido enorme trascendencia en la economía del país: 1) el Plan de Desarrollo; 2) el proceso inflacionario; y, 3) la crisis monetaria internacional.

1. El Plan de Desarrollo

El Plan de Desarrollo de 1971, conocido también como “Las Cuatro Estrategias” para el desarrollo económico de Colombia, “aprovecha el enfoque de bienestar expresado en los planes Decenal de 1961 y el Plan Trienal 1970-73”,¹⁰ anteriores.

“El nuevo plan propone crear una mayor demanda de los productos del sector agrícola, y para ello se estima que la construcción urbana y las exportaciones —que son en su orden (no de prioridades) las dos primeras estrategias— incrementarán las posibilidades de mercado de esos productos y se evitará que la tercera estrategia —el incremento en la productividad agrícola— se traduzca en menores precios (debido a la baja elasticidad con respecto al precio y a ingreso de los productos agrícolas) y en un más bajo nivel de vida en el campo. Es por esto también que el Plan pone en duda la conveniencia de acelerar la productividad agrícola sin antes haber creado la suficiente demanda de alimentos y materias primas agrícolas.

“El desarrollo urbano, por otra parte, ofrece salida a los trabajadores subempleados del sector rural y se convierte en motor del desarrollo, al ofrecer un gran número de empleos mejor remunerados en la construcción de vivienda y al dar impulso a otras industrias, como serían las de materiales de construcción y otras relacionadas con la vivienda, por ejemplo las de muebles, alfombras, etc. La creación de un ingreso mayor aumentará la demanda de productos de otras industrias, en particular las de bienes de consumo masivo. Este desarrollo se basa en el uso de recursos nacionales, principalmente humanos, y reduce la necesidad de divisas.

“Debe advertirse también que el plan no propone acelerar la migración del campo a las ciudades, que se presenta inexorablemente en todos los países en proceso de desarrollo, sino canalizar y utilizar esta continua migración hacia propósitos del desarrollo. Para ello se recomienda —y se estudia en la actualidad— un mejor diseño urbano que aminore los problemas de congestión y transporte; un sistema financiero más adecuado para estimular la construcción y métodos de producción de vivienda que reduzcan los costos de vivienda y el desperdicio en materiales y redes urbanas. Se busca un desarrollo urbano que ofrezca mejores niveles de vida, que permita minimizar los costos en la provisión de servicios sociales, tales como educación, salud, agua potable y energía, y que, como sucede siempre con el desarrollo, facilite la participación de las clases de más bajos ingresos en los procesos de decisión y de cambio social. Se ha visto además, que el desarrollo urbano está asociado con niveles más altos de salud y educación, con una motivación para reducir la explosión demográfica y con el proceso de desarrollo en general”.

¹⁰ Rosas Luis Eduardo, “Antecedentes del Plan de 1971”, *Controversia sobre el Plan de Desarrollo*, Editorial La Oveja Negra, Bogotá, 1972.

...“La cuarta estrategia se relaciona con más adecuada distribución del ingreso haciendo efectivo un sistema progresivo de impuestos y utilizando los recaudos públicos para suministrar servicios sociales especialmente a los grupos más necesitados”.

...“Las cuatro estrategias son complementarias y tienden a un mayor bienestar. El Plan no es, un programa de vivienda o de exportaciones o de producción agrícola. Es un programa coherente que se orienta hacia un desarrollo acelerado de toda la economía. Los sectores prioritarios no son más importantes que otros y su escogencia obedece a que se ha considerado que, por las interrelaciones de la economía, su impacto sobre el impulso inicial al empleo y al producto es de la mayor importancia”.¹¹

Resulta claro, entonces, que gran parte de las medidas encaminadas al desarrollo del mercado de capitales fueron dictadas teniendo en mente el Plan. Así, se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda y se canalizaron gran parte de las inversiones forzosas de que antes se ha hablado, hacia el sector construcción. Por otra parte, al suprimir la inversión forzosa y aumentar los recursos de la Caja Agraria se fomentó la financiación del sector agrícola. El Fondo Financiero Agropecuario será una fuente de recursos de crédito destinado a aumentar la oferta de productos del sector, frente a los incrementos en la demanda que prevé el Plan.

2. El proceso inflacionario

En el período comprendido entre 1967 y 1970 el crecimiento en el índice nacional de precios al consumidor presentó porcentajes cercanos al 8% anual. El proceso inflacionario se ha acelerado desde entonces: ya en 1971 el índice de precios aumentó cerca de 12.5% en el año, y en 1972 mostró niveles cercanos al 14%. En los meses corridos de este año al proceso desencadenado anteriormente mostró cifras que hacen prever fácilmente para 1973 un 22% de incremento en los precios, llegando a niveles comparables a los experimentados en 1963:

Varios son los fenómenos que han coadyuvado a los aumentos de precios experimentados en los últimos tiempos. Entre ellos están, en primer término, el ingreso de divisas resultante del aumento de las exportaciones, debido no solamente a los mejores precios internacionales del café, sino también al crecimiento constante de las divisas provenientes del reintegro por exportaciones menores y del recibo de préstamos contratados con el exterior. Además la llamada *inflación importada*, consistente en precios más altos para las importaciones de materia prima y equipos de capital, se ve reflejada en más altos precios para los productos finales en el mercado interno.

Puede considerarse, en segundo lugar, el crédito concedido por el Banco de la República al Gobierno Nacional, que ha producido un aumento considerable en la oferta monetaria con sus naturales repercusiones sobre los niveles de precios.

Finalmente, pueden citarse las disminuciones en la oferta de productos alimenticios que inciden grandemente en el consumo privado y tienen peso importante en la formación de los índices de precios al consumidor. La tendencia inflacionaria ha disminuído en los últimos meses, debido en gran parte a los aumentos en la oferta de alimentos como resultado de la recolección de buenas cosechas de productos agrícolas.

Es reconocido el efecto negativo que tiene todo proceso inflacionario sobre el ahorro y la capitalización. Dentro del ahorro financiero los sistemas más afectados son aquellos que ofrecen tasas fijas de interés, y, en general, el ahorro tangible busca reemplazar al financiero. El ahorro se desalienta y tiende a elegir oportunidades que lo protejan contra la inflación. Es así como el Sistema de Ahorro y Vivienda, ha sido muy favorecido por los ahorristas con detrimento de otros sistemas tradicionales de captación financie-

¹¹ Rosas Luis Eduardo, op. cit., páginas 29 a 33.

ra. Por otra parte, a partir de 1970 la bolsa comenzó a declinar debido principalmente a inversiones en bienes tales como vivienda y automóviles ensamblados en el país. Esto produjo una evidente contracción en la demanda por acciones y unidades de los fondos de inversión, entidades que se vieron precisadas a realizar sus activos en papeles bursátiles, con el consiguiente exceso de oferta con relación a la ya baja demanda por acciones en la bolsa.

3. La crisis monetaria internacional

Los déficit continuados en la balanza de pagos de los Estados Unidos, producidos por flujos de capital a corto plazo, han sido el origen de la crisis monetaria internacional. Los Estados Unidos han devaluado su moneda y otros países desarrollados han revaluado la suya. Las repercusiones sobre los países en desarrollo como Colombia se han experimentado principalmente en los mayores precios de las importaciones, en la disminución de los flujos de capital y en la menor ayuda externa que prestan los países desarrollados.

Finalmente se pueden hacer algunas consideraciones encaminadas a seguir desarrollando y fortaleciendo el mercado de capitales del país.

(i) Destacar la importancia de celebrar periódicamente Simposios como el que se llevó a cabo en 1971, y este de ahorro y crédito, dirigidos no solamente a examinar los resultados de las medidas de política económica y financiera tendientes a una mayor captación de recursos a su mejor canalización, sino también a sugerir ajustes que permitan controlar y mejorar el mercado financiero.

(ii) Insistir en la importancia de seguir estudiando las políticas económicas y financieras dirigidas a detener el proceso inflacionario, que constituye el ambiente más pernicioso para el fortalecimiento y desarrollo del mercado de capitales.

(iii) Crear condiciones que permitan el que los intermediarios financieros puedan efectivamente realizar operaciones de *underwriting* para garantizar que a un precio y en condiciones determinadas empresas particulares y aún oficiales puedan obtener financiamiento a largo plazo mediante la colocación de bonos en el mercado. Para ello sería necesario que se modificara el enfoque tradicional, consistente en que los bonos o documentos de deuda tienen garantizada la liquidez inmediata, a un precio previamente establecido y devengan un tipo de interés que por efecto de la inmovilidad del precio de los bonos, se congela, y muchas veces se aparta de la realidad del mercado. Esto conduce a que en muchas ocasiones tales bonos no sean demandados o que su liquidez se exija perentoriamente, tal como ha ocurrido con la cédula del Banco Central Hipotecario, los bonos de desarrollo económico de inversión voluntaria y los bonos del Acueducto de Bogotá.

Si para cierto tipo de bonos pudiera establecerse una libre determinación de su precio, que se ajustara a las condiciones de la oferta y la demanda, y por consiguiente, el tipo de interés efectivo se acercara a la tasa de interés prevaleciente en el mercado, se crearía un nuevo instrumento para la captación de ahorro con propósitos de financiamiento industrial.

Parte II
INFLUENCIAS DE LA POLITICA
ECONOMICA EN EL MERCADO
DE CAPITALES

Capítulo 2

NOTAS SOBRE POLITICAS RECIENTES EN MATERIA DE MONEDA Y CREDITO

Francisco José Ortega

La Asociación Bancaria y el Banco de la República nos han pedido colaborar en este importante Simposio con una presentación sobre política monetaria y de crédito. Hemos aceptado esta amable invitación, la cual agradecemos muy especialmente, teniendo en cuenta el carácter técnico y de estudio que los organizadores han querido darle a la conferencia, en el entendido de que las opiniones aquí expresadas son puramente personales y en ningún caso pueden tomarse como emanadas de la Junta Monetaria.

Los organizadores de este certamen nos han solicitado que expliquemos la política de la Junta Monetaria en lo referente al manejo de la oferta de dinero y del crédito del sistema bancario. Sin embargo, este objetivo constituye una materia muy amplia e imposible de analizar rigurosamente en una sola conferencia. Es necesario, por lo tanto, escoger algunos de los puntos más importantes para tratarlos con alguna profundidad.

Puesto que el Simposio tiene como tema central el estudio del ahorro y el crédito, pensamos enfocar el análisis de la política monetaria en lo pertinente a su relación con estas dos materias. Inicialmente, explicaremos los objetivos buscados por la Junta Monetaria en cuanto a la determinación del volumen de medios de pago en circulación y al manejo de los instrumentos a su disposición para el logro de las metas previstas. En segundo lugar, nos referiremos a la política de control y distribución del crédito y en tercer lugar a las políticas en el mercado de dinero y de capitales, particularmente al manejo de las tasas de interés activas y pasivas.

I. Objetivos e instrumentos de la política monetaria

El objetivo básico de la política monetaria que desarrolla la Junta es el de determinar la cuantía de medios de pago o más concretamente, la variación de estos durante un período dado. La política monetaria, en su sentido más estricto, consistiría en operar los instrumentos de manejo monetario para lograr las metas indicativas resultantes de aplicar la tasa de aumento deseada en la oferta monetaria a la base que se haya escogido para el efecto.

El procedimiento que se sigue para fijar las metas se apoya en dos concepciones. En primer término está el esquema teórico del cual tomamos las relaciones entre la canti-

dad de dinero en circulación y las variables reales de la economía, en particular la producción, el empleo, el ingreso y el nivel de las tasas de interés. Para estos efectos trabajamos bajo el supuesto de que la cantidad de dinero en circulación afecta, en forma directa, la demanda agregada por bienes y servicios y a través de ella las variables reales de la economía. Igualmente, dado un comportamiento estable de la velocidad ingreso del dinero, sobre todo a corto plazo, el volumen de medios de pago y la demanda que la comunidad tenga por dinero, determinan simultáneamente el nivel general de precios de la economía. Al basarnos en este planteamiento estamos fijando nuestro pensamiento acerca de las relaciones entre la cantidad de dinero y el nivel general de precios, de forma tal que queda explícito nuestro acuerdo a nivel teórico con el principio de que para cumplir el objetivo de estabilidad de precios, producción y empleo, se requiere que los aumentos en la cantidad de dinero en circulación no excedan los aumentos en la producción de bienes y servicios.¹

En segundo lugar está la parte propiamente empírica. Para estimar la cuantía deseada de medios de pago, de la cual se derivan luego las medidas concretas que deben operar a través de los instrumentos de control disponibles, la Junta elabora anualmente un presupuesto monetario el cual contiene las proyecciones de los principales renglones que originan la creación primaria de dinero. Como es de todos conocido, los cambios en los medios de pago se causan, principalmente, debido a fluctuaciones en los activos internacionales del Banco de la República, en el crédito del banco central y por las variaciones del multiplicador monetario, dentro del cual están expresadas la preferencia del público por efectivo y la posición de encaje del sistema bancario.

Para la proyección de las reservas internacionales se hace un cuidadoso estudio de la balanza de pagos del país, cuyo saldo final ha de mostrarnos el cambio esperado en ellas. En cuanto al crédito del banco central, se proyectan con metodologías especiales, los 5 o 6 rubros principales o sean: el crédito al gobierno nacional; el crédito a las entidades de fomento, especialmente Caja Agraria y fondos financieros; el crédito al sistema bancario y el crédito al sector privado, sobre todo a la Federación Nacional de Cafeteros. Lo mismo se hace con las principales cuentas pasivas del Banco.

Luego de agregados los resultados parciales se llega a una cuantía de medios de pago que debe ser confrontada con la meta global obtenida inicialmente con base en la tendencia histórica. Por último se hace un chequeo de consistencia a fin de compatibilizar la meta global con el presupuesto monetario.

Una vez fijadas las metas globales y por instituciones o sectores, la política monetaria consiste en lograr el manejo adecuado de los instrumentos con que se cuenta, para hacer que la tendencia de los medios de pago se ajuste en el mayor grado posible a los niveles deseados. Las metas anuales se distribuyen por períodos trimestrales y para cada uno de ellos se analiza cuidadosamente la acción de los varios instrumentos monetarios. Con base en esta evaluación se adoptan los correctivos indispensables para ajustar los resultados a los objetivos.

Los logros de la política monetaria, dentro del marco que hemos presentado, pueden considerarse satisfactorios si se tienen en cuenta las limitaciones que presentan los instrumentos monetarios. Por ejemplo, en lo que respecta a las variaciones de la base monetaria se tiene un relativo control sobre el crédito del Banco de la República, el cual está sin embargo sujeto a alteraciones de tipo estacional que resultan muy acentuadas particularmente en los últimos trimestres de cada año. Pero, el principal factor de alteraciones en la base monetaria lo constituyen los activos externos del Banco de la República, cuyo volumen depende en buena parte de factores fuera del control de la autori-

¹ Partiendo de una condición de empleo pleno.

dad monetaria, lo cual hace que el cumplimiento de los objetivos se vea muchas veces impedido por elementos exógenos a la política misma.

En cuanto a la expansión secundaria se cuenta con un mejor grado de control a través del mecanismo del encaje, lo cual ha permitido que su incidencia en la determinación de los medios de pago sea muy limitada, esto es, que el multiplicador bancario solo explique cuando más un 20 por ciento de los cambios en la oferta de dinero.

No obstante las limitaciones ya mencionadas con que trabaja la autoridad monetaria en lo que a instrumentos de manejo se refiere, puede decirse que se han logrado avances apreciables tanto en el control general como en el objetivo de estabilidad en el crecimiento de los medios de pago dentro de períodos anuales. Hemos incluido dos cuadros con las tasas de variación anual. El primero contiene las del dinero base y de los medios de pago y el segundo las del multiplicador y sus dos componentes o sean la relación de efectivo a depósitos y la tasa de encaje computado.

En el cuadro 2.1 observamos que la variación relativa anual de la base monetaria presenta cambios acentuados. Desde luego, parte de las variaciones en su nivel corresponde a decisiones de política, para acomodar la oferta de dinero a las alteraciones del sector real de la economía. Por ejemplo y para citar nada más un caso, al finalizar el año 1970 se presentó una acentuada baja en los precios externos del café que dio lugar a una merma en las reservas internacionales e hizo necesaria una acción en el campo monetario para evitar que la demanda por importaciones tuviera efectos perjudiciales sobre la balanza de pagos. Durante 1971 la economía presentó por esta razón una reducción en su ritmo de crecimiento, explicable además por la menor producción en el sector

CUADRO 2.1 – DINERO BASE Y MEDIOS DE PAGO AJUSTADOS
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL – 1963-1973 por trimestres
(Ajustado por estacionalidad)

Año	Dinero base					Medios de pago				
	I	II	III	IV	Año	I	II	III	IV	Año
1963										
1964	1.2	22.8	28.6	30.3	20.4	23.3	25.6	24.2	22.7	23.9
1965	33.1	22.8	15.9	21.5	23.0	17.0	11.9	12.2	13.8	13.7
1966	20.3	16.4	19.4	8.6	15.9	16.2	16.4	14.8	14.2	15.4
1967	15.8	20.4	24.1	33.7	23.5	16.0	17.8	16.0	19.6	17.4
1968	35.0	35.4	37.9	30.9	34.5	20.0	20.0	20.7	17.8	19.6
1969	17.9	15.5	18.3	23.5	18.9	15.7	15.0	17.1	18.5	16.6
1970	22.3	29.6	12.7	18.9	23.5	17.8	21.0	19.4	17.0	18.8
1971	16.3	11.5	7.5	10.6	12.1	17.3	13.1	12.6	10.7	13.3
1972	12.9	15.2	23.3	23.8	19.0	11.1	15.3	18.1	22.6	16.9
1973	31.1	37.5	30.6 ¹			25.1	26.1	24.7 ¹		

¹ Tasa anual con base en cifras a 30 de agosto, sin desestacionalizar.

agrícola debido a factores climáticos adversos. Frente a una menor tasa de crecimiento de la producción se requería, para el logro de la meta de estabilidad de precios, que el crecimiento en la oferta monetaria fuera inferior al de períodos anteriores. Con esto no queremos decir que efectivamente la tasa anual de aumentos en la base monetaria de 11.5 por ciento lograda en 1971 fuera muy cercana a la inicialmente proyectada, aunque evidentemente ella refleja el efecto de la política, después de la evaluación y de los ajustes correspondientes.

En 1972 las condiciones generales variaron apreciablemente. De un lado el sector externo se fortaleció a consecuencia del excelente comportamiento de las exportaciones menores y lo mismo ocurrió con los sectores agrario y manufacturero; las importaciones aumentaron en cerca de 11 por ciento. Bajo estas condiciones favorables era de presumir la generación de un mayor nivel de demanda y la economía estaba en capacidad de aumentar su producción por el sólo uso de factores anteriormente desempleados, sin peligro de que se presentaran cuellos de botella que pudieran demorar la respuesta de la producción una mayor demanda.

La política monetaria en 1972 fue expansiva, en especial por aumentos en la base monetaria durante el segundo semestre del año, ocasionados más que todo por el mayor nivel de las reservas internacionales. Las proyecciones iniciales preveían un crecimiento de los medios de pago entre el 16 y el 18 por ciento al finalizar el año, suponiendo que el incremento en las reservas netas del Banco de la República no excedería de US\$50 millones. Sin embargo, los mayores precios en el mercado internacional y el creciente endeudamiento externo público y privado arrojaron un aumento en las reservas internacionales de US\$174.8 millones en 1972. Esto indujo a la aceleración en la base monetaria que llegó a tasas del 23 por ciento anual y por consiguiente, al incumplimiento de las metas de crecimiento en la oferta monetaria.

En 1973 ha continuado la presión del sector externo sobre la estabilidad monetaria, lo cual ha obligado a acudir, como ocurrió desde la segunda mitad de 1972, a los medios más aconsejables para atenuar la expansión de la base monetaria. En primer lugar, se ha procurado un control más estricto en el crédito del Banco de la República, en forma tal que hasta el 31 de agosto el crédito doméstico de éste, por todos los conceptos, se había reducido en \$536 millones respecto al saldo en diciembre del año pasado. En segundo lugar, se ha trabajado en el frente de los pasivos no monetarios para congelar en el Banco de la República el mayor número de pesos posibles y por este concepto se ha conseguido contraer \$1.313.1 millones. No obstante que la suma del menor crédito y de los mayores pasivos no monetarios arrojó en los primeros ocho meses del año una contracción de \$1.856 millones en la base monetaria, aquella no fue suficiente para equilibrar los \$2.836 millones generados por la elevación de las reservas internacionales en US\$129 millones. El resultado a 30 de agosto ha sido un aumento en la base monetaria de \$976 millones de los cuales \$767.6 millones corresponden al primer semestre, lo que ha llevado a tasas anuales de variación hasta del 37 por ciento. Para el tercer trimestre de este año se observa una merma apreciable, como resultado de las distintas medidas adoptadas.

En 1972 y 1973 no se refleja toda la variación de la base monetaria sobre los medios de pago porque se redujo el nivel del multiplicador a consecuencia de las mayores tasas de encaje y el límite al crecimiento de las colocaciones bancarias. En el cuadro 2.2 se muestran las relaciones que componen el multiplicador para un período de 11 años y se observa cómo desde 1968 se está operando una rígida política sobre la expansión secundaria que ha rebajado el nivel promedio del multiplicador de un máximo de 2.28 y 2.27 en 1965 y 1966 a 1.80 en 1972 y 1.72 en los primeros 8 meses de 1973. El menor multiplicador resulta más que todo de la mayor proporción de encaje en relación a los depósitos en cuenta corriente, pues la otra variable dada por la relación efectivo-depósitos, se presenta bastante constante a partir de 1967.

El porcentaje de encaje computado tiene un ritmo ascendente, con saltos pronunciados en especial durante 1968 cuando pasa a 35.8 siendo en el año anterior de 27.8. En 1970 y 1971 éste osciló alrededor del 38.5 por ciento; en 1972 fue del 39.7 por ciento y para los primeros 6 meses de 1973 fue de 43 por ciento. Esta última relación expresa la necesaria contribución de una menor expansión secundaria al equilibrio monetario, aunque como ya se dijo, el multiplicador tiene efectos finales sobre los medios de pago

muy inferiores a los que se originan en el crédito y reservas internacionales netas del Banco de la República.

La evaluación de la política monetaria, tiene que hacerse en relación no solo con la calidad de los instrumentos de manejo monetario con que se cuenta sino viendo también las circunstancias especiales de la economía como un todo. Los dos últimos años

CUADRO 2.2. — RELACIONES QUE COMPONEN EL MULTIPLICADOR DE MEDIOS DE PAGO
(Ajustados por estacionalidad)

Año	Reservas/ Depósitos en Cuenta corriente		Efectivo/ Depósitos en Cuenta corriente		Multiplicador	
	Promedio	Variación %	Promedio	Variación %	Promedio	Variación %
1963	18.13		40.57		2.4094	
1964	18.01	- 0.6	37.79	- 6.9	2.4749	2.7
1965	23.52	30.6	37.31	- 1.3	2.2884	- 7.5
1966	22.88	- 2.7	37.96	1.7	2.2741	- 0.6
1967	27.84	21.7	34.35	- 9.5	2.1623	- 4.9
1968	35.75	28.4	33.98	- 1.1	1.9224	- 11.1
1969	36.72	2.7	34.99	3.0	1.8873	- 1.8
1970	38.88	5.9	36.16	3.3	1.8131	- 3.9
1971	38.46	- 1.1	35.82	- 0.9	1.8319	1.0
1972	39.74	3.3	35.66	- 0.4	1.8013	- 1.7
1973 (agosto)	42.51	-	32.85	-	1.7629	-

tienen evidentemente características especiales en la historia económica del país sobre todo por la acentuada recuperación de su sector externo. Si no se han logrado las metas previstas se debe a los factores desestabilizadores exógenos, los cuales por su magnitud no han alcanzado a ser compensados por las medidas monetarias y los instrumentos disponibles para el efecto.

Dado que en su gran mayoría las causas de la expansión se han generado por factores externos, la política monetaria ha tenido que ser más que todo de carácter pasivo, buscando contrarrestar el efecto de fuerzas desestabilizadoras. Teniendo en cuenta este complejo conjunto de circunstancias, con legítimo derecho se puede decir que los resultados han sido relativamente satisfactorios, en vista de las limitaciones con que se cuenta para el manejo monetario en el país. La anterior conclusión no debe interpretarse en el sentido de que el crecimiento de los medios de pago haya sido el deseado para fines de estabilidad en el mercado monetario, pues evidentemente se ha excedido la meta prevista con incidencia desfavorable en el nivel general de precios.

Hemos querido señalar, además, que la falla de fondo no está en las políticas seguidas sino en los instrumentos con que se cuenta para ejecutarlas y que las causas aquí señaladas son de carácter estructural y van más allá del estricto campo monetario pues cubren evidentemente toda el área del sistema financiero colombiano. Como tendremos la oportunidad de explicarlo más adelante el instrumento monetario más ágil y efectivo que debería utilizarse para conseguir un mejor control de la oferta monetaria, o sea las llamadas operaciones de mercado abierto, no puede emplearse de manera directa y automática debido a la existencia de fuertes barreras originadas en el resto del sistema financiero.

II. Control y distribución del crédito

La política de la Junta Monetaria cubre también el campo del control y la distribución del crédito bancario. Al tratar este segundo componente de la política monetaria, el cual está íntimamente relacionado con el anterior, hay que dejar en claro que estos dos fines deben lograrse armónicamente y en ningún caso pueden ser opuestos. Evidentemente, no es fácil conciliar los objetivos de austeridad con los de gasto. A veces se hace más énfasis en uno cualquiera de los dos lados de la medalla y se producen por ello desajustes. Aquí radica a nuestro modo de ver uno de los problemas más difíciles del manejo monetario.

La política de crédito debe estar subordinada a la de control monetario y dentro de ese marco actúa la Junta Monetaria. En esencia, esto quiere decir que la acción de la Junta en cuanto a otorgamiento de crédito o de redescuento se refiere, solo puede llegar a la asignación de los incrementos en medios de pago considerados como normales y en concordancia con las metas de expansión previstas en el presupuesto monetario.

Dentro de los anteriores lineamientos, la política de crédito ha tenido una menor importancia en los últimos años debido a que una considerable proporción de los nuevos recursos que han incrementado la base monetaria no han correspondido a decisiones activas de la autoridad correspondiente, según se ha dicho. La mayoría de las veces en que se han tomado medidas crediticias ha sido solamente para reorientar recursos ya disponibles hacia actividades prioritarias. Es así como en todo momento se ha dado prelación al sector agropecuario, al exportador y al manufacturero, sin mencionar el de la construcción porque sus fuentes de financiación son más del mercado de capitales que del de dinero.

Hay dos aspectos referentes al crédito sobre los cuales conviene profundizar un poco: nos referimos a las medidas que regulan el crecimiento de las colocaciones bancarias y el crédito externo.

La política de la Junta Monetaria en cuanto a las colocaciones bancarias comenzó a regir a comienzos de 1972 y su propósito ha sido el de utilizarla como un mecanismo auxiliar de control monetario. La operación de este sistema desde el punto de vista monetario es muy similar a la de un encaje adicional, pero basándose en el activo y no sobre las exigibilidades como ocurre con el encaje legal. El exceso de recursos de un banco frente al aumento permitido de colocaciones deberá ir necesariamente a aumentar los depósitos del banco comercial en el Banco de la República constituyendo un sobreencaje. Dado que el crédito tiene una estrecha relación con el nivel general de precios, esto es, un excesivo crecimiento del mismo presiona los precios al alza, se quiso dotar al mecanismo monetario de un sistema para aumentar el grado de control sobre la expansión en la oferta de dinero. Además, desde el punto de vista técnico, el sistema es más general que el del encaje sobre pasivos porque actúa, indirectamente, sobre todos los recursos bancarios en moneda nacional, incluyendo los del redescuento, lo cual es conveniente en nuestro caso puesto que existen tantas formas de expansión a través de los fondos financieros y de los cupos ordinarios y especiales.

La política de la Junta en cuanto a control de las colocaciones fue inicialmente satisfactoria, sobre todo durante 1972. En el segundo semestre de ese año fue posible lograr efectos combinados entre el crédito y el encaje marginal del 100 por ciento sobre los depósitos a la vista, que justificaron la supresión del segundo, gracias a la forma eficaz como estaba operando el control.

Esta medida, establecida como un instrumento de control, fue perdiendo tal característica y con el tiempo ha venido a desfigurarse hasta el punto de convertirse más en una forma adicional de orientación del crédito según sectores, así que su papel de control ha pasado a ser secundario. Se han ido creando un sinnúmero de excepciones cuyo

volumen ya es suficiente para que el sistema bancario pueda colocar en los rubros no sujetos a límite cualquier excedente de liquidez que tenga de forma tal que se ha desvirtuado el propósito inicial y se ha abierto paso el deseo siempre presente de querer asignar los recursos monetarios y financieros por medios administrativos, sin tomar en cuenta las señales del mercado.

En junio pasado, la Junta Monetaria quiso evaluar a fondo los resultados del sistema, al cual la Asociación Bancaria le había hecho reparos, en especial por considerarlo discriminatorio entre bancos y por resultar poco práctico para la programación de las actividades bancarias en vista del corto período para el cual se fija dicho límite. Como resultado de esta evaluación se elaboró un mecanismo nuevo, más ágil y sencillo, que buscaba rescatar el objetivo inicial de control subordinando a él las aspiraciones de distribución del crédito. Sus características eran las de fijar una tasa anual y una base móvil calculada según el promedio de las colocaciones semanales. La tasa podría ser así permanente y de largo plazo. Una peculiaridad especial sería la de permitirle al sistema bancario prestar por encima de la tasa prevista si así lo desea, pero debiendo encajar sobre el excedente de crédito sumas adicionales crecientes. La principal característica de la propuesta era la de no tener ningún tipo de excepciones ni siquiera para el redescuento del Fondo Financiero Agrario y de los bonos de prenda, pero fijando una tasa suficientemente amplia que permitiera el normal abastecimiento de crédito a estos sectores. En esta oportunidad se consideró inconveniente modificar el sistema de tope a las colocaciones tanto por la Junta Monetaria misma como por los representantes del sector bancario que conocieron la propuesta.

En cuanto al crédito externo, el tema puede resultar un poco fuera del contexto de esta presentación y por lo tanto no nos detendremos mucho sobre él. Indudablemente, de los fenómenos de mayor trascendencia en los últimos años ha sido el del acentuado crecimiento del crédito generado con recursos del exterior, tanto directo como a través del sistema bancario, y para todo tipo de fines, no sólo de importación y exportación sino también como medio para generar pesos. En 1971 y 1972 el crédito total del sistema bancario que incluye las colocaciones y los préstamos en moneda extranjera, aumentó en 21.8 y 19.6 por ciento respectivamente. La tasa anual de expansión del crédito bancario con recursos externos en esos mismos años fue de 36.3 y 24.1 por ciento. Esto indica claramente que a través del crédito externo se estaba debilitando de manera acentuada la capacidad de control monetario y que el análisis de la evolución del crédito no podría hacerse solamente tomando las colocaciones bancarias, sino que debía incluir este nuevo y dinámico componente del financiamiento externo. Desde luego que controlar el crédito en pesos sin limitar también el crédito externo hubiera ocasionado un simple traslado de uno a otro perjudicando únicamente al sistema bancario. Por ello se comenzó a actuar primero sobre el endeudamiento externo y por esa razón ha sido necesario establecer encajes y topes que han evitado un desbordamiento a todas luces perjudicial no solo para el equilibrio en el frente monetario sino también en el campo cambiario.

La política de crédito externo se ha desarrollado en forma pausada y con periódicas y rigurosas evaluaciones sobre el efecto de las distintas medidas. Este era uno de los sectores sobre los cuales se carecía en absoluto de experiencia, resultando aconsejable actuar de dicha manera, así ello exigiera medidas periódicas. La fase última de este proceso, pasando por sucesivas etapas para racionalizar el aumento del crédito externo de exportaciones y los préstamos directos de particulares, cuyo volumen alcanzó niveles tales que en 1971 la balanza de pagos del país fue deficitaria, no obstante su excelente resultado en cuanto a ingresos externos por exportaciones de bienes y servicios, fue la eliminación del sistema de reintegros anticipados para financiar exportaciones menores, adoptada por la Junta Monetaria en el mes de agosto pasado.

Evidentemente, en este frente del crédito externo ha desarrollado la Junta una de las políticas más importantes y de mayor efectividad. Cuando las medidas a este respecto han sido criticadas no se ha meditado a fondo sobre la magnitud del problema originado por el flujo de capital foráneo y sus eventuales repercusiones en la estabilidad cambiaria y en el resto de la política financiera.

III. Política monetaria y financiera

En esta sección desarrollaremos algunas ideas relacionadas con los problemas que presenta la estructura del sector financiero para el control de la oferta monetaria. Anteriormente no se trataron los efectos de la interrelación existente entre el sistema monetario y el funcionamiento del mercado financiero; empero, resultaría incompleta una presentación sobre las actividades de la Junta Monetaria que no profundizara sobre este último aspecto.

El mercado de capitales ha sido materia de muchos estudios y discusiones. Nos basta recordar el Simposio auspiciado por la Junta Monetaria y el Banco de la República en 1971, del cual el presente es continuación. Para el estudio de este mismo tema constituyó el Presidente de la República un comité especial que se concentró en las instituciones financieras. Posteriormente, el gobierno expidió el Decreto 1211 de 1972 dándole a la Junta Monetaria la iniciativa para presentar recomendaciones al Presidente de la República sobre medidas tendientes a una mejor organización y eficiencia de este mercado. En los análisis ha quedado en claro que el mercado de capitales y el de dinero no han tenido un desarrollo acorde con las necesidades del país en cuanto a captación de ahorro y su distribución para la financiación de inversiones. Las recomendaciones de tales estudios aconsejan introducir substanciales modificaciones a su funcionamiento para poder mejorar el grado de control y manejo monetario por parte de la Junta.

El crédito total con que cuenta la economía está generado por el ahorro de las empresas y de las familias y por los pasivos de origen monetario de las instituciones financieras. El conjunto de estos dos grandes recursos forma las disponibilidades de financiación de la inversión pública y privada que se distribuyen a través de los mercados de capitales y de dinero.

La característica más importante de nuestro mercado financiero —capitales y dinero— es la acentuada heterogeneidad en las tasas de interés, tanto en los documentos de ahorro como en los de préstamo. Estas son en su mayoría rígidas; en muchos casos están intervenidas por políticas de orientación del ahorro; no responden a una estructura lógica respecto a plazos y su nivel es inferior, en la mayoría de los casos, al que arrojaría el mercado. Además, influyen sobre ellas el sistema impositivo al rendimiento del ahorro y la falta de competencia entre las instituciones financieras. De estas distorsiones se desprende otra, como es el caso de la existencia de varios niveles de intermediación, propios del llamado mercado extrabancario, cuya consecuencia es el encarecimiento en el costo del dinero.

Los problemas que ocasiona esta estructura deficiente se reflejan de manera especial en la generación de ahorro y en el suministro de financiación adecuada al sector empresarial. La ineficiencia de este mercado hace que, de un lado, el ahorrador se vea desestimulado al recibir un bajo rendimiento, con el resultado de una baja tasa de formación de capital. De otro, está el inversionista, quien no consigue los recursos necesarios debido a fallas en la distribución. El mal funcionamiento del mercado financiero tiene pues una causa básica: la deficiente estructura de tasas de interés. Deseamos referirnos un poco al papel de esta variable por ser el vínculo más relevante entre el mercado financiero y la política monetaria.

La política económica seguida en las últimas décadas ha tenido como común denominador la acción del Estado en la promoción de determinadas actividades, empleando sistemas como las exenciones tributarias, las barreras aduaneras a la competencia internacional y el *crédito barato* o sea préstamos a un costo muy por debajo del real. La acción sobre el mercado de capitales para conseguir estos fines se ha hecho más que todo a través del sistema de inversiones forzosas el cual al fijarle un tope al interés sobre los préstamos hizo que el ahorrador recibiera un menor rendimiento por su ahorro. En el mercado de dinero se operó a través de líneas o cupos en el Banco de la República para determinados fines con intereses subsidiados.

El proceso de intervención generalizada y de fijación arbitraria de las tasas de interés ha ido confundiendo las fuentes de recursos de los dos mercados —capitales y dinero— hasta un punto en que probablemente se hayan invertido sus naturales funciones: el Banco de la República ha ido aumentando las líneas de crédito a largo plazo y los bancos han incrementado su actividad de financiamiento de inversión; a su vez la financiación típica de corto plazo, por ejemplo los préstamos para cartera comercial, han sido tomados en alguna medida por el mercado extrabancario.

Esta falta de claridad en la interacción de los dos mercados y en su forma de operación ha traído muchas consecuencias. En el país hay, por ejemplo, abundante financiación para ventas a plazos, originada frecuentemente en el mercado extrabancario, porque esta actividad permite el cobro de altos intereses al usuario final y el pago también de altos intereses al ahorrador. El inversionista, a su vez, para la financiación de sus obras e inversiones en capital fijo, no acude únicamente al mercado de capitales, sino que solicita la apertura de líneas del Banco de la República o toma crédito externo aunque sea de corto plazo; este fue el caso del uso de los reintegros anticipados de exportaciones menores. Parece claro, al menos como hipótesis de trabajo para ser probada en posteriores estudios, que hay en los dos mercados algunas funciones superpuestas. Para préstamos a largo plazo, la Junta Monetaria ha creado fondos de redescuento con actividades propias del mercado de capitales, como el de Desarrollo Urbano, el FIP y el Financiero Industrial. Además tiene sistemas de sustentación de documentos de renta fija y larga maduración como el bono de desarrollo, la cédula del Banco Central Hipotecario y los bonos de las corporaciones financieras. La autoridad monetaria ha estado participando activamente en decisiones propias del mercado de capitales con lo cual merma su capacidad para el control de los medios de pago.

La situación descrita tiene numerosos efectos sobre todo en el frente de la política monetaria. El principal y más grave consiste en querer complementar el ahorro con crédito de largo plazo del Banco de la República. Por este camino se han ido creando nuevas fuentes de expansión que contribuyen apreciablemente a desequilibrar el mercado monetario y la política de la Junta. El mal funcionamiento del mercado de capitales y su relación con el de dinero inciden, pues, considerablemente en el manejo monetario.

El resultado final de los problemas que hemos señalado, particularmente el de la rigidez de las tasas de interés, se puede concretar en un hecho simple: la demanda por crédito excede apreciablemente las disponibilidades. Cuando los medios de pago crecen a tasas alrededor del 25 por ciento, la base monetaria se incrementa en más del 30 por ciento por año, y los préstamos de origen externo son muy abundantes, se presenta al mismo tiempo un permanente reclamo por falta de crédito. Los industriales dicen carecer de capital de trabajo, el gobierno tiene dificultades para colocar los bonos de desarrollo económico, los agricultores se quejan de falta de financiación para siembras y para la recolección de las cosechas, y desde luego el sistema bancario critica abiertamente la política monetaria por ser excesivamente restrictiva. Se pregunta uno si puede ser real la falta de recursos con los índices de crecimiento que presentan las variables monetarias, o si no será por el contrario que debido a la deficiente operación del merca-

do financiero y a los niveles tan bajos de tasas de interés para muchos tipos de préstamos cualquier cuantía es insuficiente.

La solución para muchos estaría seguramente en emitir más pesos para incrementar los recursos del sistema bancario y sus préstamos. Sin embargo, distaría ésta de ser una solución acertada porque el suministro de más cantidad de dinero se distribuiría también ineficientemente por las distorsiones en las tasas de interés, quedando de nuevo sin financiación quienes la necesitan y generándose una mayor presión inflacionaria.

El mal funcionamiento del mercado, por la abundancia de controles y la rigidez en la determinación del precio del dinero, hace que la asignación de los recursos sea ineficiente y que carezcan de crédito a costos razonables quienes realmente lo necesitan, mientras que actividades poco productivas pero sí altamente lucrativas cuentan con fondos sobrantes, como es el caso de la creación de inventarios para fines especulativos, así pues, el problema no es de cantidades sino de distribución.

En concordancia con estos planteamientos deseamos presentar algunas ideas relativas a posibles áreas de estudio y a políticas tendientes a mejorar la acción del sistema financiero más que todo en lo que toca al manejo monetario.

Como punto general de largo plazo consideramos que la autoridad monetaria debería orientar sus decisiones a separar, en lo posible, la acción del mercado de capitales —mediano y largo plazo— de la creación de dinero primario. Esto resulta indispensable para que el sector financiero adquiera una naturaleza más definida en sus instituciones y en sus políticas que le permitan una identificación propia y una ubicación clara dentro del conjunto de las actividades económicas.

El sistema monetario a su vez necesita evaluar las múltiples formas de redescuento con que hoy en día se entregan recursos financieros al mercado, a fin de reestructurar varias de las fuentes autónomas generadoras de crédito del Banco de la República que aumentan el dinero base, como es el de la financiación a mediano y largo plazo. Solamente cuando haya mayor independencia se logrará que a través del libre funcionamiento de las tasas de interés se ajuste la demanda de crédito a las disponibilidades y se evite que la generación de medios de pago esté subordinada a las necesidades del mercado de capitales.

Para la política monetaria habrá también un gran avance porque entonces será posible aplicar el conocido instrumento de las operaciones de mercado abierto. Actualmente es imposible colocar títulos del gobierno o del Banco de la República con propósitos de contracción monetaria, porque al estar muchos papeles del mercado de capitales vinculados al crédito del Banco de la República por el mecanismo de sustentación, cualquier suma que se contraiga al colocar títulos para operaciones de mercado abierto, habrá que emitirla luego para sustentar los documentos que el público haya vendido para adquirir los nuevos. De esta manera se genera un proceso circular que neutraliza totalmente la contracción original. El sólo hecho de poder llegar a efectuar operaciones de mercado abierto sin esta limitante mejoraría el control monetario y permitiría realizar una política más sana y favorable a las entidades bancarias.

Otras ventajas de una acción en este sentido estarían relacionadas con la actividad del sistema bancario. Dada la tradición e importancia que los bancos han tenido en la historia económica del país, se requiere que desarrollen una más activa participación en el mercado financiero y no limiten su acción a la captación de depósitos en cuenta corriente, a las cajas de ahorro y al uso de líneas externas. En el campo institucional, éste es sin duda uno de los puntos de fondo, porque mientras el sistema bancario considere que su principal fuente de recursos son los depósitos en cuenta corriente y el redescuento en el Banco de la República, no ayudará con su experiencia y solidez a reorganizar el mercado financiero y continuará siendo un factor de permanente presión para que la autoridad monetaria aumente los medios de pago. En tanto subsista esta polí-

tica y no se dé el paso fundamental de atraer depósitos a término con intereses, por algún mecanismo como el de los certificados de depósito a término, habrá una permanente inestabilidad en el manejo monetario.

En la Junta Monetaria se reconoce la necesidad de una acción más libre en materia de intereses en préstamos y depósitos; pero para llegar a ella se requiere eliminar muchas de las restricciones y trabas hoy día existentes. Tal vez el mayor obstáculo para lograr este objetivo sea la excesiva valoración que se le da en la práctica a la tasa de interés sobre la estructura de costos y el nivel general de precios y la poca importancia que se le asigna en su función generadora de ahorro.

La Junta Monetaria ha buscado activamente reducir la dispersión de la tasa de interés al ahorrador y fue así como se elevaron las tasas de las cuentas de ahorro, de los bonos de fomento de las corporaciones financieras, de los bonos para financiación cafetera y de varios papeles para inversiones forzosas. En el frente de los préstamos se han permitido alzas en las tasas de interés de varias líneas de crédito como las del FIP, los préstamos con recursos de las cajas de ahorro, Proexpo, los préstamos de la Caja de Crédito Agrario, los préstamos de las corporaciones financieras con dinero proveniente de la colocación de bonos de desarrollo y el endeudamiento externo como en el caso de la prefinanciación de exportaciones. Estas y otras medidas tomadas por diferentes autoridades del gobierno donde sobresale la política de financiación de vivienda, han contribuído a mejorar el funcionamiento del mercado financiero pero evidentemente no han sido suficientes para corregir todas las distorsiones que éste presenta.

IV. Resumen

En resumen, podríamos sintetizar nuestro pensamiento en los siguientes términos: la autoridad monetaria ha desarrollado una política orientada muy claramente a buscar como meta básica que la cuantía de los medios de pago sea la adecuada para cumplir los objetivos de estabilidad y además orientar en forma general parte del crédito a actividades consideradas como prioritarias.

El desarrollo de las políticas de la Junta puede juzgarse acertado si se tienen en cuenta dos grandes limitaciones a su actividad: en primer lugar, la carencia de instrumentos más ágiles y efectivos para el cumplimiento de sus fines, especialmente por la dificultad de efectuar eficaces operaciones de mercado abierto. En segundo lugar, debido a los problemas que presenta el mercado financiero se hace imposible el control del dinero base debido a la inoperante estructura de tasas de interés y a la excesiva rigidez de las instituciones del sector.

La acción para remediar estas fallas debe iniciarse en el área del mercado de capitales y particularmente en la reestructuración de las tasas de interés. Esto exige obviamente que las autoridades respectivas tomen las medidas del caso, pero también requiere de una nueva actitud por parte de las instituciones financieras, en particular las bancarias, en el sentido de propiciar un mayor grado de competencia y liberalizar en lo posible su funcionamiento para de esta manera crear un mercado financiero más amplio.

Dado este primer paso será posible ir suprimiendo muchos de los sistemas actuales de conexión entre las instituciones financieras y el banco central, sobre todo en lo referente a recursos de largo plazo. Los múltiples cupos especiales, los sistemas de redes cuento y las líneas de crédito podrán modificarse para independizar al máximo las actividades del banco central de los requerimientos de recursos de mediano y largo plazo de las instituciones financieras pero sin que ello implique carencia de coordinación de los mercados.

Finalmente, creemos imperioso reconocer la importancia que tiene para el país en esta etapa de su crecimiento el sector financiero. Podemos perfectamente considerarlo como sector clave porque de él depende el suministro del ahorro requerido para la necesaria capitalización y como hemos visto, por su incidencia sobre la estabilidad monetaria, sin la cual se agravarían aún más los problemas inflacionarios.

En el plano de las ideas, no es exagerado decir que al sector financiero le corresponde una prioridad semejante a la que se dio en los años cuarenta y cincuenta a los llamados *problemas de desarrollo*. Se podría inclusive comparar al de la política cambiaria frente a las deficiencias de nuestro sector externo y al posterior manejo realista de la tasa de cambio durante los años sesenta. En la década actual un cuello de botella al crecimiento está en la estructura del sector financiero y en la política de tasas de interés. Si el país superó del todo las dudas que tuvo sobre la conveniencia de permitir un manejo flexible de la tasa de cambio, hoy día puede usarse ese ejemplo para actuar de la misma manera respecto a las tasas de interés y al mercado financiero.

Es nuestro deseo, pues, dejar esta serie de puntos como elementos de estudio para que las entidades del sector financiero los analicen con el detenimiento que ellos les merezcan y mediante la cooperación de todos lleguemos a las soluciones más apropiadas. Así podremos contar con un mercado financiero más eficiente y por ende más acorde con las posibilidades del país.

V. ANEXO

CUADRO 2.3 — COMPONENTES DEL DINERO BASE Y MULTIPLICADOR¹
(Millones de pesos)
(No ajustado por estacionalidad)

Período	Efectivo		Reservas o encaje presentado			Dinero base			Multiplicador	
	Valor anual	% Variación	Valor anual	% Variación	Valor anual	% Variación	Medio de pago	Dinero total		
1970	I	4.799.2	19.2	5.272.2	25.2	10.071.4	22.3	1.85	2.13	
	II	5.061.9	28.6	5.527.7	30.4	10.589.6	29.6	1.82	2.10	
	III	4.923.5	22.2	5.929.6	25.6	10.863.1	24.0	1.84	2.13	
	IV	6.215.6	17.6	5.688.2	18.4	11.903.8	18.0	1.75	2.04	
1971	I	5.708.2	18.9	6.010.1	14.0	11.718.3	16.4	1.86	2.17	
	II	5.518.4	9.0	6.287.4	13.7	11.805.8	11.5	1.85	2.17	
	III	5.537.2	12.5	6.469.6	8.9	12.006.9	10.5	1.88	2.20	
	IV	6.851.4	10.2	6.423.0	12.6	13.274.4	11.5	1.74	2.05	
1972	I	6.279.4	10.0	6.945.7	15.6	13.225.1	12.9	1.83	2.16	
	II	6.405.9	16.1	7.189.9	14.4	13.595.8	15.2	1.85	2.18	
	III	6.534.6	18.0	8.271.4	27.9	14.806.0	23.3	1.80	2.15	
	IV	8.419.1	22.9	8.078.8	25.8	16.497.8	24.3	1.72	2.06	
1973	I	7.615.7	21.3	9.603.4	38.3	17.269.3	30.2	1.76	2.11	
	II	7.897.2	23.3	10.801.6	50.2	18.698.7	37.5	1.70	2.04	
Julio 28		7.903.0	22.4	11.481.6	43.5	19.384.6	34.1	1.70	2.05	
Sept. 1		7.732.0	20.1	11.648.6	38.5	19.380.6	30.6	1.72	2.07	

¹ Promedios trimestrales y tasas de variación con base en dichos promedios.

CUADRO 2.4 – COMPONENTES DE LOS MEDIOS DE PAGO Y DINERO TOTAL¹
(Millones de pesos)
(No ajustado por estacionalidad)

Período		Efectivo	% Variación anual	Depósitos cuenta corriente	% Variación anual	Medios de pago (3) = (1) + (2)	% Variación anual	Depósitos ahorro y a término	% Variación anual	Dinero Total (5) = (3) + (4)	% Variación anual
		(1)		(2)				(4)			
1970	I	4.799.2	19.2	13.806.9	17.3	18.606.1	17.8	2.825.2	18.1	21.431.3	17.8
	II	5.061.9	28.6	14.240.2	18.5	19.302.1	21.0	2.927.6	21.1	22.229.7	21.0
	III	4.923.5	22.2	15.096.9	18.5	20.020.4	19.4	3.103.6	22.7	23.124.0	19.8
	IV	6.215.6	17.6	14.653.5	16.8	20.869.1	17.1	3.394.3	26.7	24.263.4	18.3
1971	I	5.708.2	18.9	16.121.3	16.8	21.829.5	17.3	3.597.4	27.3	25.426.9	18.6
	II	5.518.2	9.0	16.309.1	14.5	21.827.3	13.1	3.732.8	27.5	25.560.1	15.0
	III	5.537.2	12.5	16.998.2	12.6	22.535.4	12.6	3.915.2	26.2	26.450.6	14.4
	IV	6.851.4	10.2	16.251.2	10.9	23.102.6	10.7	4.116.2	21.3	27.218.8	12.2
1972	I	6.279.4	10.0	17.957.2	11.4	24.236.6	11.0	4.270.5	18.7	28.507.1	12.1
	II	6.405.9	16.1	18.763.5	15.0	25.169.4	15.3	4.534.9	21.5	29.704.3	16.2
	III	6.534.6	18.0	20.075.3	18.1	26.609.9	18.1	5.197.7	32.8	31.807.6	20.3
	IV	8.419.1	22.9	19.958.6	22.8	28.377.7	22.8	5.682.3	38.0	34.060.0	25.1
1973	I	7.615.7	21.3	22.730.0	26.6	30.345.5	25.2	6.044.8	41.5	36.390.4	27.6
	II	7.897.2	23.3	23.851.1	27.1	31.748.2	26.1	6.337.3	39.7	38.085.5	28.2
Julio 28		7.903.0	22.4	24.970.0	25.1	32.873.0	24.4	6.880.0	40.1	39.753.0	26.9
Sept. 1		7.732.0	20.1	25.606.0	26.2	33.338.0	24.7	6.881.0	34.5	40.219.0	26.3

¹ Promedios trimestrales y tasas de variación con base en dichos promedios.

CUADRO 2.5 – EL MULTIPLICADOR Y SUS COMPONENTES
(No ajustado por estacionalidad)

Período	MEDIOS DE PAGO				DINERO TOTAL		
	$e = \frac{\text{Efectivo}}{\text{depósitos en cuenta corriente}}$	$r = \frac{\text{Reservas}}{\text{depósitos en cuenta corriente}}$	$m = \frac{i + e}{e + r}$	$e = \frac{\text{Efectivo}}{\text{depósitos totales}}$	$r = \frac{\text{Reservas}}{\text{depósitos totales}}$	$m' = \frac{i + e'}{e' + r'}$	
1970	I	34.8	38.2	1.85	28.9	31.7	2.13
	II	35.5	38.8	1.82	29.5	32.2	2.10
	III	32.6	39.3	1.84	27.1	32.6	2.13
	IV	42.4	38.8	1.75	34.4	31.5	2.04
1971	I	35.4	37.3	1.86	28.9	30.5	2.17
	II	33.8	38.6	1.85	27.5	31.4	2.17
	III	32.6	38.1	1.88	26.5	30.9	2.20
	IV	42.2	39.5	1.74	33.6	31.5	2.05
1972	I	35.0	38.7	1.83	28.3	31.2	2.16
	II	34.1	38.3	1.85	27.5	30.9	2.18
	III	32.6	41.2	1.80	25.9	32.7	2.15
	IV	42.2	40.5	1.72	32.8	31.5	2.06
1973	I	33.5	42.2	1.76	26.5	33.4	2.11
	II	33.1	45.3	1.70	26.2	35.8	2.04
Julio 28		31.6	46.0	1.70	24.8	36.0	2.05
Sept. 1		30.2	45.5	1.72	23.8	35.9	2.07

Capítulo 3

LA POLITICA ECONOMICA Y EL MERCADO BURSATIL

“La economía colombiana no podrá resolver el problema del empleo si no se logra un rápido crecimiento del sector industrial”¹

Camilo Pieschacón V.

I. Introducción

La mayoría de los economistas ha recalcado, enfáticamente, la necesidad de la formación o acumulación de capital en una economía para lograr una adecuada y autosostenida tasa de crecimiento, porque este proceso de capitalización, inherente al del ahorro personal, empresarial y gubernamental, constituye la forma más rápida y no inflacionista de financiar las inversiones que requieren los procesos de industrialización y de urbanización.

Desafortunadamente, la evolución histórica de la política económica colombiana durante los últimos decenios nos indica, con evidencia, que las instancias gubernamentales no siempre le han otorgado, en sus medidas político-económicas, la prioridad necesaria al proceso de capitalización personal e industrial. Es cierto que el Gobierno Nacional ha estimulado, en varias ocasiones, el desarrollo del sector industrial colombiano, pero sus medidas han sido, por lo general, poco coherentes y no han registrado la continuidad necesaria en estos casos.

En las comparaciones internacionales sobre el grado de desarrollo de los diferentes países se recurre con frecuencia a las estadísticas sobre ingreso nacional, sobre producto nacional e ingreso per cápita, así como sobre inversiones brutas y tasa de ahorro. No obstante, quizás ante la carencia de suficiente información estadística, muy rara vez se hace mención al acervo de capital de los diferentes países como medida del grado de desarrollo y riqueza, porque lo mismo que acontece a escala nacional, a nivel individual, donde el patrimonio formado representa un criterio acertado para determinar el

NOTA: El trabajo que conforma este capítulo fue presentado a nombre de la Bolsa de Bogotá entidad de la cual el autor es miembro del Consejo Directivo.

Los anexos estadísticos y los gráficos fueron elaborados con la gentil colaboración de Hernán Pérez de Brigard, Director del Departamento de Investigaciones Económicas de la Bolsa de Bogotá, por lo cual queremos expresar nuestros agradecimientos.

¹ *Hacia el Pleno Empleo*, Programa preparado por una Misión Internacional organizada por la Oficina Internacional del Trabajo, Biblioteca Banco Popular, Bogotá, 1970, pág. 121.

mayor o menor grado de riqueza e ingresos individuales, en la economía mundial los países ricos son precisamente aquellos que han logrado la formación y acumulación de grandes sumas de patrimonio nacional en forma de capital empresarial y privado.

De acuerdo con las experiencias registradas en algunos países industriales y en desarrollo, mientras que en los primeros las depreciaciones representan, en promedio, entre un 50 y un 60% de las inversiones brutas, es decir, de la formación bruta de capital, en los países subdesarrollados esta relación fluctúa entre un 30 y un 40%, de lo cual se puede deducir fácilmente que el acervo de capital de los países industriales es bastante superior también, relativamente, al de los países del Tercer Mundo. Como todo patrimonio, el capital empresarial y personal genera ingresos y a ello se debe su gran importancia para el desarrollo económico.

En otras palabras, además de la brecha o "gap" existente entre los países industriales y aquellos en vía de desarrollo en lo pertinente al ingreso nacional, producción, etc., se registra también una brecha en lo relacionado con la formación de capital, según se desprende de los siguientes guarismos. Mientras que en 1969, en los países industriales, en promedio, las inversiones brutas representan el 22.3% del producto nacional bruto y el ahorro interno un 22.8% del mismo, registrándose un superávit de ahorro exportable del 0.5% con relación al producto nacional bruto y una relación del 102 entre ahorro e inversión, en los países subdesarrollados las inversiones brutas apenas llegaron, en el mismo año, al 19.9% del producto nacional bruto y los ahorros internos a un 17.3% del mismo, siendo la relación entre ahorro e inversión del 87 y el déficit de ahorro equivalente al 2.6% del producto nacional.²

En otras palabras, ello significa que por cada 100 unidades monetarias destinadas a la inversión bruta, los países industriales poseen 102 unidades de ahorro, mientras que en las economías subdesarrolladas para invertir 100 unidades sólo hay a la disposición 87, debiendo, por lo tanto, importar capital o prestar 13 en el exterior para poder llevar a cabo las inversiones.

En el caso colombiano, la debilidad del ahorro personal y empresarial es muy similar. En efecto, durante el período 1967-70 Colombia destinó un 20.7% de su producto nacional bruto a las inversiones, pero el ahorro interno apenas llegó a un 18% del mismo, de tal modo que por cada \$100 de inversión, la economía colombiana solamente contaba con \$87 de ahorro, debiendo ser financiado el déficit de \$13 con ayuda externa, política peligrosa y que aumenta la dependencia externa de nuestra economía, la cual tiene también sus repercusiones negativas en la estabilidad monetaria y en la balanza de pagos.

Si tomamos en cuenta, como veremos en el aparte IV, que para poder mitigar el problema del desempleo, la economía colombiana debe efectuar grandes inversiones en los próximos años, es bien clara la necesidad de una verdadera política coherente, armónica y no discriminatoria de formación de capital y estímulo al ahorro, con el fin de evitar o reducir la permanente peregrinación de nuestros políticos y economistas a los mercados internacionales de capital en búsqueda de recursos financieros para poder llevar a cabo los planes de inversión.

En su reciente informe sobre Colombia, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento llega claramente a la conclusión de que "Colombia tiene sólo un medio de lograr altas tasas de crecimiento, a saber, aumentar a la vez el ahorro interno y las exportaciones a niveles compatibles con los objetivos fijados a la inversión y la producción".³

² Ver: "Sistemas de Ahorro y Préstamo", en: *Información Financiera*, publicación de la Asociación Bancaria de Colombia, No. 110, junio 1972. págs. 29-76.

³ *Desarrollo Económico de Colombia - Problemas y Perspectivas*. Informe de la Misión Económica del Banco Mundial a Colombia en 1970. Bogotá, 1972. Pág. 83,

II. Importancia económica y social de la formación de capital a través de la empresa privada

El ahorro necesario para la inversión tiene, básicamente, cuatro fuentes diferentes de abastecimiento: él proviene de los sectores personal o familiar, gubernamental, empresarial y externo. Hemos visto la conveniencia de evitar el endeudamiento externo como fuente de recursos para la financiación del desarrollo y, por lo tanto, nos concentraremos en este análisis a los otros tres sectores, pero primordialmente, al inducido a través del proceso de producción, o sea, a la formación de capital empresarial.

Como es bien sabido por la literatura económica, el proceso de inversión está íntimamente ligado con el de ahorro y formación de capital. Por consiguiente, si se desea un desarrollo con estabilidad monetaria y se excluye la financiación inflacionista a través de la imprenta de billetes del banco central, es necesario fomentar el ahorro nacional.

A pesar de la competencia, muchas veces discriminatoria y no sujeta a los principios de rentabilidad y eficiencia, que representa para la economía empresarial privada la irrupción cada día más aguda del sector gubernamental, el aporte del sector privado a la formación bruta de capital fue, en 1971, de un 70% aproximadamente; el resto, o sea un 30%, correspondió al sector público.

Debemos anotar, nuevamente, que la empresa privada colombiana ha perdido importancia relativa en el proceso de formación de capital porque en el año de 1950, por ejemplo, ella aportaba el 91% de la formación de capital y el sector público solamente el 9%. Aunque la investigación económica en Colombia se encuentra en mora de efectuar un estudio y análisis más profundos sobre la repercusión de este desplazamiento en la productividad, la redistribución del ingreso, la inversión, etc., a simple vista y con algunos datos parciales todo indica que ella ha traído más bien consigo un acelerado proceso de burocratización e ineficiencia estatal.

La formación de capital en el sector empresarial puede analizarse, *grosso modo*, de acuerdo con la función que ella cumple, tanto bajo el punto de vista económico como del social.

1. Función económica de la acumulación de capital a través del sector empresarial

Todo sistema económico se orienta, en última instancia, a satisfacer las necesidades de los consumidores, poniendo a disposición de ellos bienes y servicios. Pero de acuerdo con la evolución tecnológica, el aumento de la productividad y la división del trabajo o especialización, el camino más rápido y adecuado para lograr este fin radica en buscar una combinación óptima de los factores productivos —la tierra y recursos naturales, la mano de obra y el capital— empleando bienes de capital más productivos.

Precisamente, para la producción de estos bienes de capital son necesarias las inversiones, cuya financiación depende de los ahorros privados y gubernamentales, de tal modo que el proceso productivo está íntimamente ligado a la actividad inversionista y ésta, a su vez, al ahorro. Las inversiones, por lo tanto, juegan un papel preponderante en el desarrollo económico; ellas producen tres efectos básicos, a saber: el *efecto-ingreso*, el *efecto-formación de patrimonio* y el *efecto-capacidad*.

Toda inversión trae consigo una formación de ingresos y determina, en combinación con los gastos de consumo, el nivel del ingreso nacional. Así mismo, al aumentar la disponibilidad de capital en la economía, la inversión tiene repercusión positiva sobre la formación de patrimonio, ya sea en la empresa o en el sector familiar. Finalmente, a través del *efecto-capacidad*, la inversión incrementa la capacidad productiva e instalada de una economía y, por ende, la producción de bienes y servicios.

Cabalmente es el sector empresarial el encargado, esencialmente, de llevar a cabo este proceso y de allí se desprende su importancia como motor y gestor del crecimiento.

La actividad inversionista en el sector empresarial persigue básicamente dos fines importantes. En primer lugar, el de mantener la capacidad productiva por lo menos a su antiguo nivel, o sea, el de reponer los bienes de capital fijo conforme a su desgaste natural en el proceso productivo. Se trata de las reinversiones financiadas con las depreciaciones anuales sobre el capital fijo e inmovilizado. En segundo lugar, si una economía desea crecer para atender las necesidades de una población también creciente es lógico que deba efectuar nuevas inversiones para incrementar la capacidad productiva. En esta forma, si por medidas político-económicas y otros factores el sector empresarial no está en capacidad de obtener todos los años una utilidad suficiente para financiar la reposición del capital desgastado, las nuevas inversiones de ensanche o ampliación y ofrecer un rendimiento adecuado a los accionistas, es obvio que se frene la expansión económica.

Las nuevas inversiones juegan por lo tanto un papel primordial en la actividad económica y conforme a la teoría, ellas engendran, además, las llamadas *inversiones inducidas* y el *principio de aceleración* en el proceso productivo.

2. Efectos económicos de la depreciación

La depreciación tiene gran importancia en la actividad inversionista empresarial, porque según el llamado *Efecto Lohmann-Ruchti*, si las sumas liberadas por la depreciación son invertidas continuamente, una empresa puede aumentar su capacidad productiva sin necesidad de buscar nuevas fuentes de financiación. Por tal razón, como veremos en un capítulo posterior, es indispensable que el gobierno nacional tome medidas concretas para evitar la descapitalización empresarial ocasionada por la depreciación de los activos fijos según el costo histórico y no conforme al costo de reposición, único aceptado para fines tributarios. Es conveniente introducir sistemas de depreciación que tomen en cuenta nuestro proceso secular y paulatino de desvalorización monetaria.

3. Efecto Lohmann-Ruchti

Como dijimos anteriormente, la financiación empresarial a través de la depreciación trae consigo un aumento de la capacidad productiva, sin necesidad de nuevos recursos financieros para la empresa. Esta es la conclusión del *Efecto Lohmann-Ruchti*,⁴ el cual analizaremos con un ejemplo numérico.

Supongamos que una empresa dispone de \$100.000.00, con los cuales adquiere 10 máquinas a \$10.000.00 unidad; dichas máquinas tienen una vida útil de 5 años cada una y la empresa las deprecia en forma lineal, es decir, a razón de un 20% anual del valor de costo. Como puede verse en la tabla, al final del primer año el valor total de la depreciación llega a \$20.000.00, con los cuales la empresa puede adquirir dos máquinas adicionales, suponiendo que su precio no ha variado y su vida útil es también de 5 años. Al finalizar el segundo período comercial, el valor de depreciación de las 12 máquinas existentes es de \$24.000.00, con los cuales se pueden adquirir dos máquinas más, que dando un remanente de \$4.000.00. El proceso evoluciona como se indica en el cuadro 3.1.

De acuerdo con el *Efecto Lohmann-Ruchti*, puede verse claramente que al 5o. año de operaciones, la empresa ha duplicado su capacidad productiva sin necesidad de recurrir a otras fuentes de financiación diferentes a las producidas mediante la deprecia-

⁴ Gutenberg, Erich, *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, III Band - *Die Finanzen*, Berlín, 1969, pág. 35.

CUADRO 3.1 – FINANCIACION EMPRESARIAL A TRAVES DE LA DEPRECIACION
(Ejemplificación del "Efecto Lohmann-Ruchti")

Años	Número máquinas	Depreciación anual	Entradas	Salidas	Caja
1o.	10	\$ 20.000.00	2	0	\$ 0
2o	12	24.000.00	2	0	4.000.00
3o.	14	28.000.00	3	0	2.000.00
4o.	17	34.000.00	3	0	6.000.00
5o.	20	40.000.00	4	10	6.000.00
6o.	14	28.000.00	3	2	4.000.00
7o.	15	30.000.00	3	2	4.000.00
8o.	16	32.000.00	3	3	6.000.00
9o.	16	32.000.00	3	3	8.000.00
10o.	16	32.000.00	4	4	0

ción. Lógico, ello no quiere decir que no requiera capital de trabajo adicional. A partir del 8o. año, el número de máquinas instaladas se estabiliza.

Condición para que se cumpla este efecto es que el precio de las máquinas no sufra variación, lo cual solo es posible con una estabilidad monetaria. Así mismo, es necesario que la empresa logre en cada ejercicio comercial una utilidad suficiente para financiar, por lo menos, la depreciación.

El *Efecto Lohmann-Ruchti*, o sea el aumento de la capacidad instalada mediante la depreciación, nos demuestra con evidencia la importancia que reviste una sana política gubernamental al respecto, más aún en países con un alto grado de inflación. Se trata, más concretamente, de las normas sobre la aceptación de las depreciaciones bajo el punto de vista tributario.

Por consiguiente, no es una simple coincidencia que muchos países industriales hayan empleado la depreciación como instrumento de política económica. Así, por ejemplo, en Suecia la depreciación forma parte integrante de la política coyuntural desde hace varios años. Con ella, el gobierno sueco estimula o desestimula la actividad inversionista conforme a las fases del ciclo económico. A su vez, en la República Federal de Alemania las facilidades de depreciación acelerada para las personas naturales y jurídicas representaron, en los primeros años de postguerra y aún hoy día, uno de los mecanismos más eficientes para la reconstrucción industrial.

Como analizaremos en el aparte VII, la combinación de inflación y normas arcaicas de depreciación en Colombia, las cuales no toman en cuenta el proceso de desvalorización monetaria, pueden haber sido una de las causas retardantes y limitantes en la actividad económica. Prácticamente, la rígida legislación tributaria en Colombia sólo conoce el sistema de depreciación lineal y, en contadas excepciones, el sistema de reducción de saldos. En vista de esta rigidez, inconveniente en una economía inflacionista, tanto el Informe Taylor⁵ como el Informe Musgrave⁶, relacionados con la reforma tributaria, han recomendado una modificación y más elasticidad en los mecanismos de depreciación para fines fiscales.

4. Sistemas de depreciación

La técnica de administración empresarial ha ideado y diseñado, en el transcurso de los años, varios sistemas de depreciación, para tomar así en cuenta el desgaste físico y

⁵ Taylor, Milton C., *Estudio Fiscal de Colombia*, Unión Panamericana, Secretaría de la Organización de los Estados Unidos, Washington, 1967, págs. 276-80.

⁶ *Bases para una Reforma Tributaria en Colombia*, Biblioteca Banco Popular, Bogotá, 1969, págs. 114-116,

tecnológico del capital fijo o inmovilizado. Los sistemas más conocidos son los siguientes:⁷

- Depreciación lineal;
- Depreciación geométrica decreciente;
- Depreciación aritmética-decreciente o digital;
- Depreciación decreciente en forma escalonada;
- Depreciación en unidades de desgaste;
- Depreciación aritmética-creciente.

En el cuadro 3.2 y en los gráficos 3.1 y 3.2 correspondientes, se presenta un resumen sobre estos sistemas, así como un análisis acerca de los efectos de la inflación sobre la forma de depreciación aceptada en Colombia.

CUADRO 3.2 - SISTEMAS DE DEPRECIACION

a) *DEPRECIACION LINEAL*

donde:

$$P = \frac{100 - \frac{S \cdot 100}{A}}{n}$$

P = porcentaje anual de depreciación

S = valor de salvamento

A = costo histórico de adquisición

n = vida útil en años

b) *DEPRECIACION GEOMETRICA DECRECIENTE*

donde:

$$P = 100 \left\{ 1 - \sqrt[n]{\frac{R_n}{A}} \right\}$$

P = porcentaje decreciente de depreciación

A = costo histórico de adquisición

n = vida útil en años

R_n = valor salvamento

c) *DEPRECIACION ARITMETICA-DECRECIENTE O DIGITAL*

donde:

$$g_1 = \frac{2S_n}{n + 1}$$

g₁ = 1a. cuota de depreciación

n = vida útil en años

S_n = valor de adquisición menos de salvamento.

$$d = \frac{g_1}{n}$$

d = última cuota de depreciación
= disminución de la cuota
anual de depreciación = razón
de la progresión aritmética.

⁷ Rahmann, John, *Praktikum der Finanzmathematik*, Hamburgo, 1957, págs. 3045.

d) DEPRECIACION ARITMETICA—CRECIENTE

$$g_1 = \frac{1}{n} \left\{ S_n - \frac{n(n-1)}{2} d \right\}$$

$$g_n = g_1 + (n - 1) d$$

donde:

 g_1 = 1a. cuota de depreciación. g_n = última cuota de depreciación. S_n = valor adquisición menos salvamento. n = vida útil en años. d = última cuota de depreciación

disminución de la cuota anual

depreciación = razón de la progresión aritmética.

e) SISTEMA DE DEPRECIACION CON INFLACION

$$a_n = \frac{\frac{Rc_n}{c} - A}{n}$$

donde:

 a_n = valor de la depreciación para el año n R = valor de reposición el 1er. año de depreciación. c_1, c_2, \dots, c_n = coeficiente de reajuste. n = número de años faltantes para la depreciación. A = suma acumulada de las depreciaciones anteriores.

Fuentes: Para las fórmulas a)-d), véase Rahmann, Joh, op. cit. Para la fórmula e), véase Delaporte, René, op. cit.

5. Función social de la acumulación de capital a través del sector empresarial

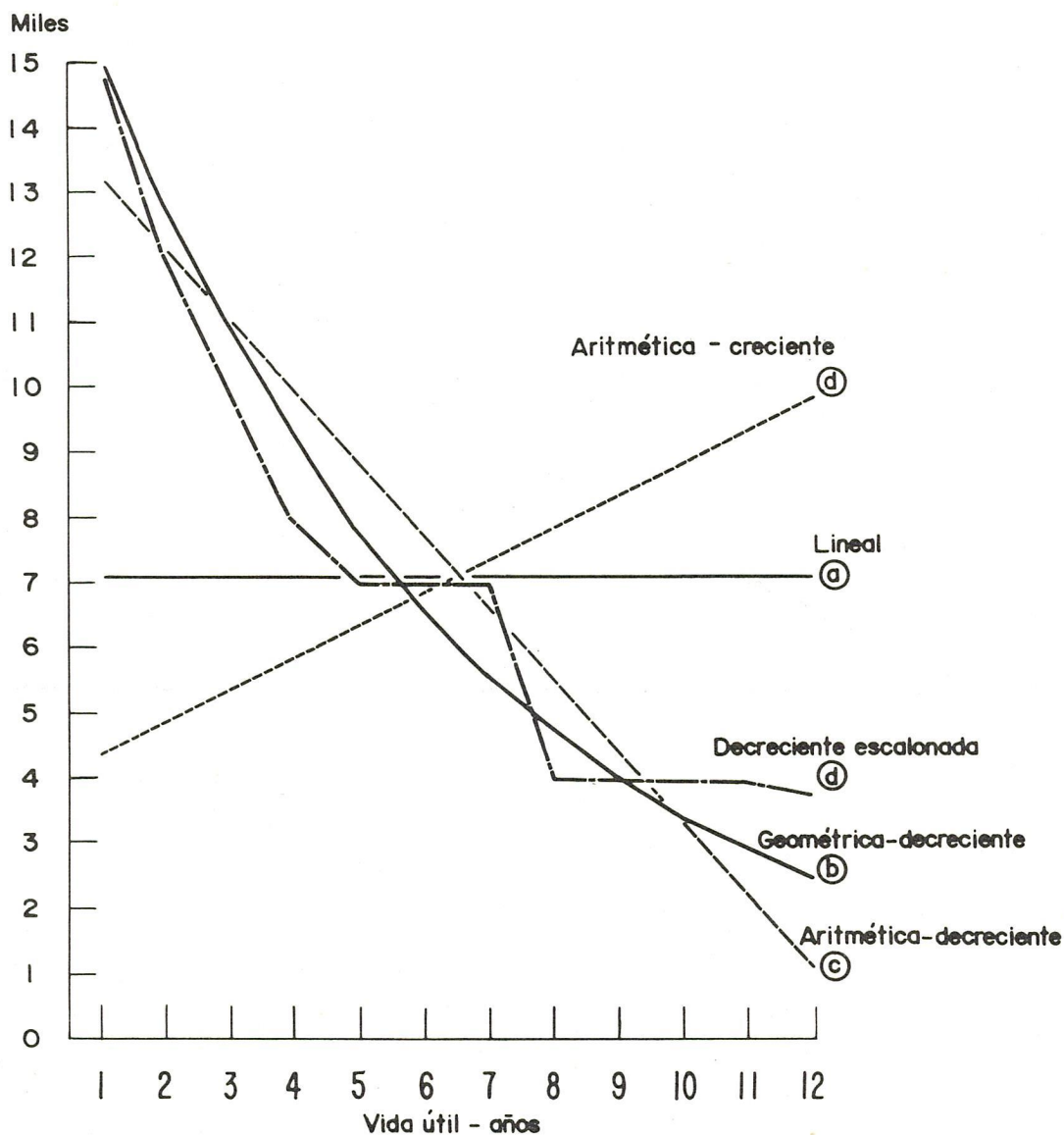
Es obvio que los tres efectos mencionados atrás tengan también una repercusión favorable bajo el punto de vista social, al incrementar la capacidad productiva, el ingreso y patrimonio nacionales. Pero a diferencia de las inversiones efectuadas mediante la emisión de papeles de renta fija (bonos, cédulas, pagarés), las cuales conducen a incrementar el patrimonio y los ingresos de los que ahorran en ellos, las inversiones realizadas a través de las sociedades de capital, especialmente las anónimas, mediante la emisión de acciones, bonos convertibles y participaciones, engendran bajo el punto de vista social, un efecto adicional muy favorable.

Este efecto radica en la democratización del patrimonio industrial, así como en la gestión administrativa de la sociedad. Por ser estos últimos títulos-valores partes alícuotas o proporcionales de capital social de las empresas, ellos representan un derecho de co-propiedad en los activos de la sociedad anónima. Este derecho de co-propiedad hace simultáneamente copartícipe al ahorrador del crecimiento económico logrado por la empresa de la cual es accionista, y por lo tanto, copartícipe también de las futuras utilidades y valorización de activos, hecho de gran trascendencia y que debe ser considerado en la formulación de cualquier política social. Aquí radica precisamente la importancia y función social de la formación de capital a través de la empresa privada, especialmente la sociedad anónima. Así como la función de las bolsas de valores, vehículos ideados para lograr esta movilización de recursos financieros.

En otras palabras, la inversión a través del sector empresarial no solamente incrementa el ingreso nacional, el patrimonio y la capacidad productiva, sino también genera

nuevo empleo, así como una co-participación cada vez mayor de la población en los medios de producción.

GRAFICO 3.1 – TRAYECTORIA CUOTA ANUAL DE DEPRECIACION DE ACTIVOS FIJOS SEGUN DIFERENTES SISTEMAS

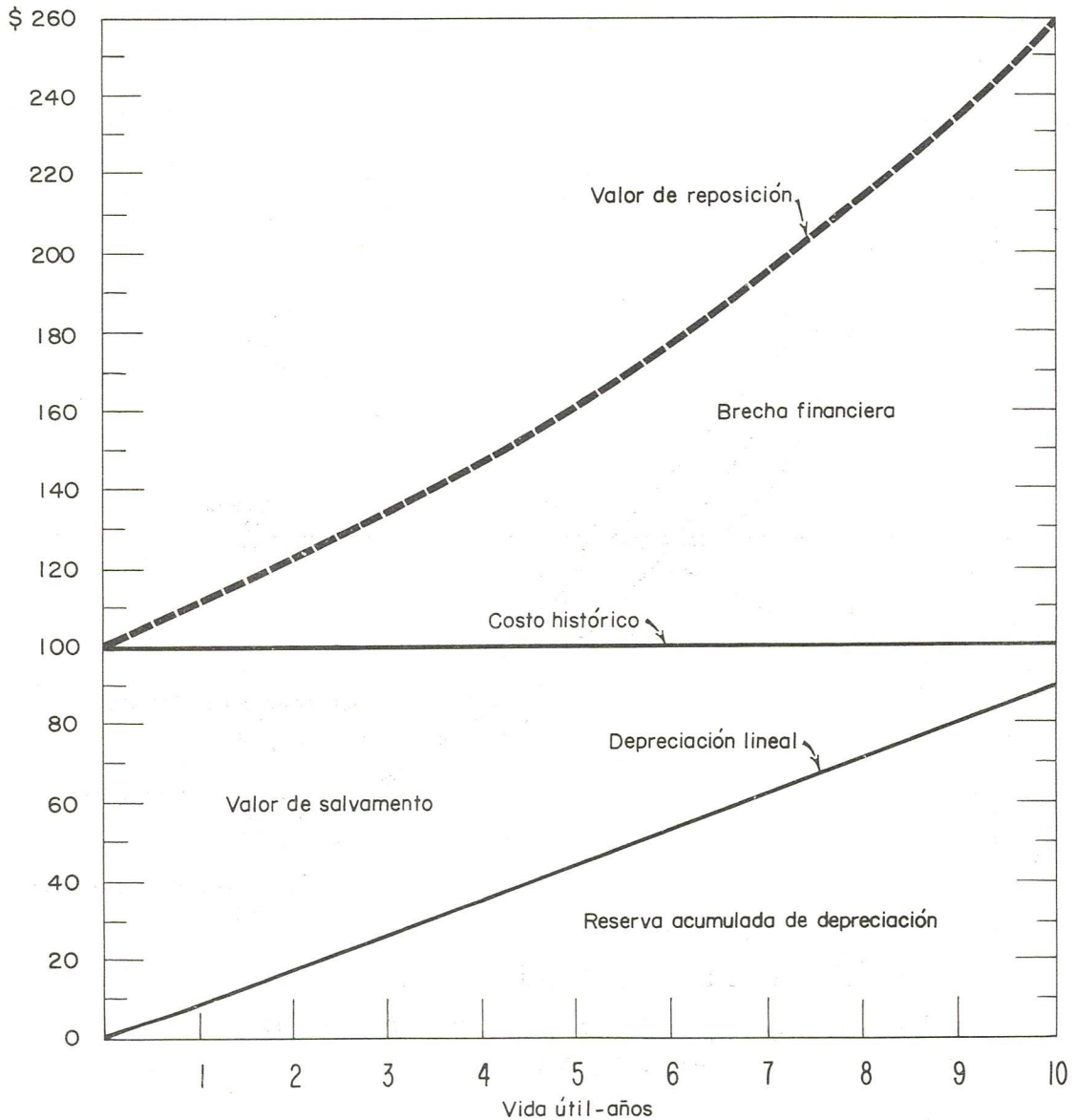


6. La sociedad anónima y la formación de capital

Dentro de las sociedades de capital que integran el sector empresarial privado, indudablemente la sociedad anónima posee, tanto en las economías industriales como en las subdesarrolladas, una posición de gran importancia porque a través de ella se lleva a

cabo, en una forma más intensa, el proceso de acumulación de capital y de inversión. Por esta razón, y además por el hecho de que sobre las otras sociedades de capital no existen series estadísticas suficientes el análisis de este estudio se concentra en la sociedad anónima.

GRAFICO 3.2 – BRECHA FINANCIERA POR DEPRECIACION LINEAL A COSTO HISTORICO
INVERSION \$100 – Tasa inflación = 10% anual



Antes de describir sus principales problemas de estructura y obstáculos de desarrollo debemos anotar la importancia que ella ha jugado y juega en la economía colombiana.

GRAFICO 3.3 – ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA SOCIEDAD ANONIMA

A C T I V O

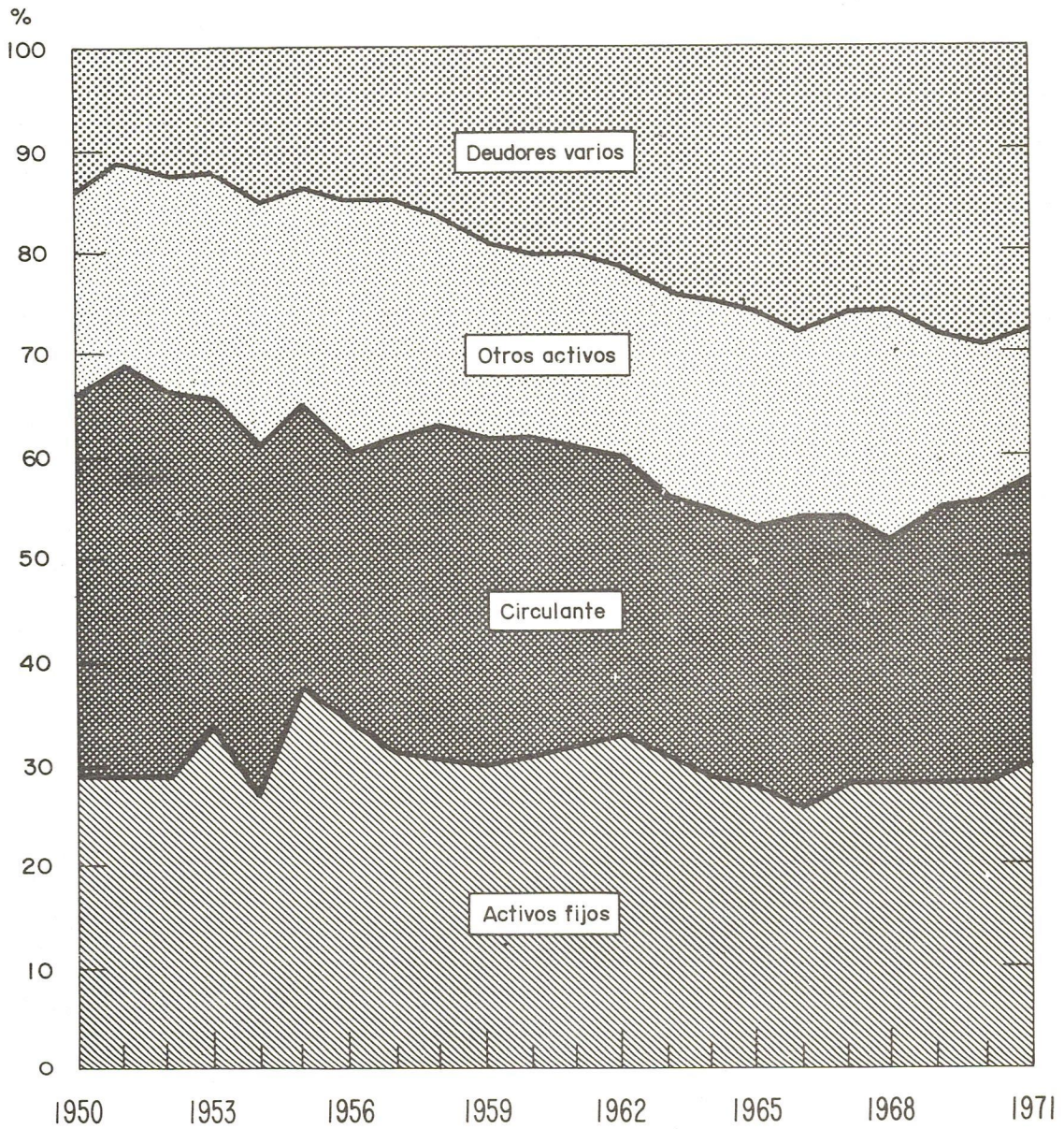
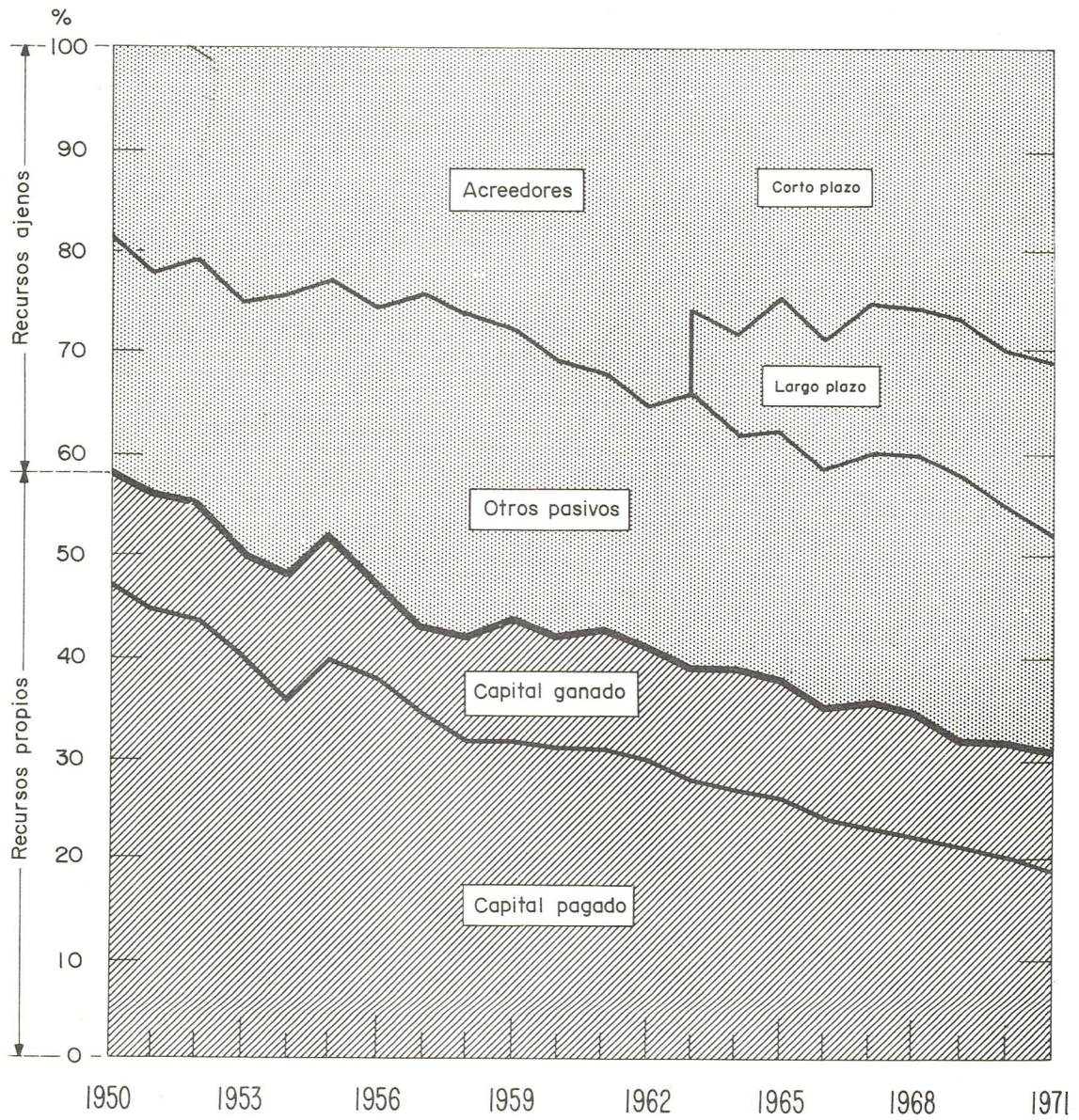


GRAFICO 3.4 – ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA SOCIEDAD ANONIMA

P A S I V O



Según la última encuesta del DANE sobre la industria manufacturera en el período 1958-1969⁸, aunque la sociedad anónima colombiana solo representaba el 9% del total de establecimientos manufactureros, ella ocupaba el 44% del total del personal remunerado. Asimismo, la sociedad anónima participaba con un 58% en el total de sueldos y salarios pagados por la industria manufacturera y su producción bruta significaba, en 1969, el 58% de toda la producción. Respecto al valor agregado por este sector industrial, el de la sociedad anónima representó el 68% del total y sus inversiones netas fueron del 61% en el sector.⁹

III. Estructura financiera de la sociedad anónima colombiana

1. Activo y pasivo

Pese a los cambios de metodología introducidos en varias ocasiones por la Superintendencia de Sociedades, el análisis de la estructura financiera de la sociedad anónima colombiana basado en dicha fuente refleja importantes tendencias en el período comprendido entre los años 1950-1971. Es natural que la estructura financiera varíe en cada sector económico porque mientras algunos de ellos, como el del petróleo, por ejemplo, son capital-intensivos en sumo grado, es decir, requieren una fuerte capitalización y cuantiosos activos fijos, otros sectores, como el del comercio, son por esencia trabajo-intensivos.

No obstante, el análisis con base en las cifras consolidadas de todos los sectores indica una tendencia válida y representativa para la economía nacional. En el cuadro 3.3 se ha calculado en porcentajes la estructura financiera tanto del activo como del pasivo y sus resultados se reproducen en los gráficos 3.3 y 3.4. De allí se deduce, en primer lugar, que los activos fijos se han mantenido prácticamente en un nivel constante respecto al total de activos (30% aprox.), después de haber alcanzado en 1955 su volumen más alto (38%). Esta cifra, relativamente baja en las comparaciones internacionales, indica que la formación de capital fijo ha permanecido casi estática en la sociedad anónima colombiana. Si consideramos que el activo fijo o inmovilizado equivale a la formación de capital material financiada con capital monetario es fácil llegar a la conclusión de que por diferentes motivos la sociedad anónima debería ser más dinámica en este proceso.

Por otro lado, el activo circulante, necesario dentro del proceso productivo, se ha mantenido también a un nivel cercano al 28% de los activos totales, de tal modo que en estos dos rubros no se registran impulsos dinámicos. Ello se debe indudablemente a las dificultades que, como veremos a continuación, afronta la sociedad anónima para capitalizarse.

Además, salta a la vista el aumento desproporcional de los deudores, cuyo nivel pasó de un 14% en 1950 a un 28% en 1971. Aunque aquí se reflejan los créditos de proveedores, necesarios en cualquier sistema económico, es posible que el proceso inflacionista haya acentuado la importancia de este rubro porque como es sabido, en épocas de inflación los deudores no están muy interesados en pagar sus compromisos financieros debido a que la inflación trabaja para ellos.

⁸ Para más detalles, ver: "Industria Manufacturera Fabril 1958-1969", en *Boletín Mensual de Estadística*, DANE, Nos. 250-251, mayo-junio/72, págs. 195-244.

⁹ Más informaciones en: *Problemas de Formación de Capital en las Sociedades Anónimas Colombianas*, documento de la Asociación Nacional de Industriales, Medellín, 1972.

CUADRO 3.3 – ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA SOCIEDAD ANONIMA EN COLOMBIA – 1950–1971
(Porcentajes)

	A Ñ O S																					
	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
I Activo																						
a) Lfquido	3	3	3	4	6	5	6	5	5	4	4	4	5	4	4	4	3	3	3	3	3	2
b) Deudores																						
– Corto plazo														23	24	25	26	24	24	25	26	26
– Largo plazo	14	11	12	12	15	14	15	15	17	19	20	20	21	1	1	1	2	2	2	3	3	2
c) Circulante	37	40	38	32	34	27	26	30	32	32	31	29	27	26	26	25	28	26	24	27	28	28
d) Fijo	29	29	29	34	27	38	34	32	31	30	31	32	33	31	29	28	26	28	28	28	28	30
e) Otros	17	17	18	18	18	16	19	18	15	15	14	15	14	15	16	17	15	17	19	14	12	12
II – Pasivo																						
a) Acreedores																						
– Corto plazo														26	28	25	29	26	26	27	30	31
– Largo plazo	19	22	21	26	25	23	26	25	27	28	31	32	35	8	10	13	12	14	14	15	16	17
b) Fondos especiales	5	5	6	6	6	6	6	7	7	7	6	5	5	6	5	5	4	4	4	4	3	4
c) Capital pagado	47	45	44	40	36	40	38	34	32	32	31	31	30	28	27	26	24	23	22	21	20	19
d) Capital ganado	11	11	11	10	12	12	9	9	10	12	11	12	11	11	12	12	11	13	13	11	12	12
e) Utilidades	5	4	4	3	7	5	6	7	6	6	6	5	6	6	5	4	5	4	3	5	5	4
f) Otros	13	13	14	15	14	14	15	18	18	15	15	15	13	15	13	15	15	16	18	17	14	13

Fuente: Revistas Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

Asimismo, es interesante anotar el mayor grado de endeudamiento de la sociedad anónima colombiana a corto plazo y la incongruencia que existe en las cuentas de deudores a corto plazo y acreedores a corto plazo.

En el pasivo la partida de acreedores aumentó de un 19% en 1950 a un 48% en el año de 1971; o sea, por cada \$1.0 que le adeudan a las sociedades anónimas estas deben a su vez \$1.72. La misma relación desfavorable se registra respecto a las deudas a corto plazo, siendo ella de \$1.19, así como en lo pertinente a las obligaciones a largo plazo, cuya relación en 1971 fue de \$1:8.5. Esta tendencia negativa se registra ininterrumpidamente en la estructura financiera de la sociedad anónima aunque por falta de información sólo se puede establecer más claramente a partir de 1963, según se desprende del cuadro 3.3.

CUADRO 3.4 – EVOLUCION DEL RENDIMIENTO NOMINAL Y REAL
EN LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES 1950–1971
(Porcentajes)

Años	Utilidades netas sobre ¹		Tasa anual de inflación ²	Rendimiento real ³	
	Capital pagado	Patrimonio		Capital pagado	Patrimonio
1950	n.d.	n.d.			
1951	n.d.	n.d.	9.6	n.d.	n.d.
1952	17.1	n.d.	– 1.0	16.1	n.d.
1953	17.1	10.0	4.5	12.6	5.5
1954	19.7	11.1	6.3	13.4	4.8
1955	14.0	8.0	– 2.5	11.5	5.5
1956	18.1	9.8	5.4	12.7	4.4
1957	20.0	10.6	13.2	6.8	– 2.6
1958	19.4	10.1	14.0	5.4	– 3.9
1959	20.9	10.4	7.5	13.4	2.9
1960	21.2	10.6	5.0	16.2	5.6
1961	20.4	9.7	7.8	12.6	1.9
1962	19.2	10.1	5.4	13.8	4.7
1963	23.3	11.7	25.8	– 2.5	– 14.1
1964	19.8	9.6	13.8	6.0	– 4.2
1965	18.5	8.8	6.6	11.9	2.2
1966	24.5	11.5	18.3	6.2	– 6.8
1967	19.4	8.3	9.6	9.8	– 1.3
1968	20.9	8.3	6.7	14.2	1.6
1969	20.8	9.1	8.1	12.7	1.0
1970	22.3	9.8	6.8	15.5	3.0
1971	21.4	9.6	13.7	7.7	– 4.1
Φ 1950–71	19.9	9.9	9.1	10.8	0.8

Fuentes:

¹ Revistas Superintendencia de Sociedades.

² "Mercado de Capitales y Desarrollo Económico", publicación de la Bolsa de Bogotá, anexo No. 7.

³ Cálculos del autor.

En este hecho se refleja con toda evidencia la dificultad para obtener capital de inversión a largo plazo, dificultad que caracteriza a las economías inflacionistas, porque así como en ellas la inflación trabaja para los deudores, lo hace en contra de los acreedores.

Alarmante es la reducción paulatina en la composición porcentual de los pasivos del capital pagado de las sociedades anónimas, el cual pasó de un 47% en 1950 a sólo un 19% en 1971. Si tomamos en cuenta los recursos propios de las sociedades anónimas o sean, el capital pagado más el capital ganado, tenemos que éste se redujo de un 58% en 1950 a un 31% en 1971. La disminución porcentual del capital pagado, así como de los recursos propios, muestra una tendencia sin interrupción cuya causa debe buscarse en la falta de estímulos estatales para la capitalización empresarial y para que el mercado colombiano de capitales sea más eficiente. Ante las dificultades para obtener aumento de capital las sociedades anónimas colombianas se han visto forzadas a buscar financiación a corto plazo, política que va en contra de las normas y principios internacionales de financiación empresarial, según los cuales debe existir una concordancia y armonía respecto a los plazos entre las operaciones activas y pasivas de una empresa.

Finalmente, las utilidades han mantenido también un nivel estático respecto a los pasivos totales, lo cual significa que la sociedad anónima no ha logrado, debido a multitud de obstáculos externos e internos, aumentar su capacidad para producir utilidades.

Esta última tendencia se aprecia también en el cuadro 3.4, en el cual se reproducen las relaciones entre capital pagado y utilidades, así como entre patrimonio y utilidades. Puede anotarse que desde 1952, las primeras, oscilan alrededor del 20% anual y las segundas están cercanas a un 10%.

Pero para no caer en la ilusión de la inflación también hemos anotado, en la columna siguiente, las tasas anuales de inflación que registra la economía colombiana a partir de los años cincuenta, así como los rendimientos reales de las sociedades anónimas, tanto respecto a su capital pagado como a su patrimonio. En promedio, el capital pagado registra un rendimiento real del 10.8% y el patrimonio sólo del 0.8%. Bajo este enfoque, para los accionistas ha sido en promedio favorable invertir sus dineros en sociedades anónimas. No obstante, el análisis bajo el punto de vista de los administradores de empresas, o sea, de la rentabilidad del patrimonio, no es favorable porque el rendimiento efectivo ha sido muy exiguo (promedio 0.8% anual). En otras palabras, la erosión monetaria ha contribuido a descapitalizar a la sociedad anónima en Colombia ya que el rendimiento real del patrimonio invertido sea muy bajo.

Esta última aseveración se confirma en las estadísticas al observar el crecimiento histórico de algunos de los rubros que configuran el pasivo y activo de las sociedades anónimas. Debido a que el número de sociedades incluido en los balances consolidados de la Superintendencia de Sociedades varía año tras año ya sea por falta de información oportuna o por el incremento de ésta a raíz de nuevas constituciones, hemos estandarizado dicha muestra calculando los principales renglones en cifras promedio por sociedad, obteniendo los resultados que se muestran en el cuadro 3.5.

La última columna indica el índice de crecimiento nominal del producto interno bruto durante el mismo período; el cuadro demuestra con evidencia que, a excepción del activo inmovilizado y, en parte, las utilidades, los otros renglones crecieron a un ritmo inferior al del producto nacional.

Si deflactamos las cifras según el índice de precios implícito del producto interno bruto, tenemos que el crecimiento real ha sido muy bajo. Asimismo, en el cuadro siguiente anotamos cuál habría debido ser el aumento en cifras absolutas para que el incremento nominal y real hubiese sido igual al incremento real del producto interno bruto:

De estos dos cuadros se deduce nuevamente que la sociedad anónima colombiana ha aumentado sus inversiones en capital fijo casi al mismo ritmo de crecimiento que el del

producto interno bruto, pero ante la carencia de mecanismos más eficientes y estímulos estatales para aumentar en la misma proporción su capital pagado y patrimonio se ha visto obligada a recurrir a préstamos a corto plazo para poder financiar este aumento de formación de capital fijo, política poco recomendable según los principios clásicos de financiación.

CUADRO 3.5 – CRECIMIENTO HISTORICO DE ALGUNOS RUBROS DEL BALANCE DE SOCIEDADES ANONIMAS

Indice de incremento 1971 (1950=100)

Rubros	1950 (Precios corrientes)	1971	Sociedades	Producto Interno Bruto
Activos totales	\$ 3.670.850	\$ 56.173.879	1.530	1.956
Activo fijo	1.082.137	20.807.075	1.923	1.956
Capital pagado	1.725.265	9.764.387	566	1.956
Patrimonio	2.117.304	15.568.160	735	1.956
Utilidades líquidas	185.797	2.141.627	1.153	1.956

Fuente: Estadísticas Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

CUADRO 3.6 – CRECIMIENTO REAL DE ALGUNOS RUBROS DEL BALANCE DE SOCIEDADES ANONIMAS

Rubros	Crecimiento registrado		Crecimiento necesario	
	1950	Pesos de	Pesos de	Precios
		1950	1971	1950
	1950	1971	1971	1971
Activos totales	\$ 3.670.850	\$ 7.925.655	\$ 10.147.331	\$ 71.808.434
Activo fijo	1.082.137	2.935.701	2.991.351	21.168.548
Capital pagado	1.725.265	1.377.672	4.769.150	33.749.289
Patrimonio	2.117.304	2.196.535	5.852.863	41.418.277
Utilidades líquidas	185.797	302.165	513.598	3.634.524

Fuente: cuadro 3.5.

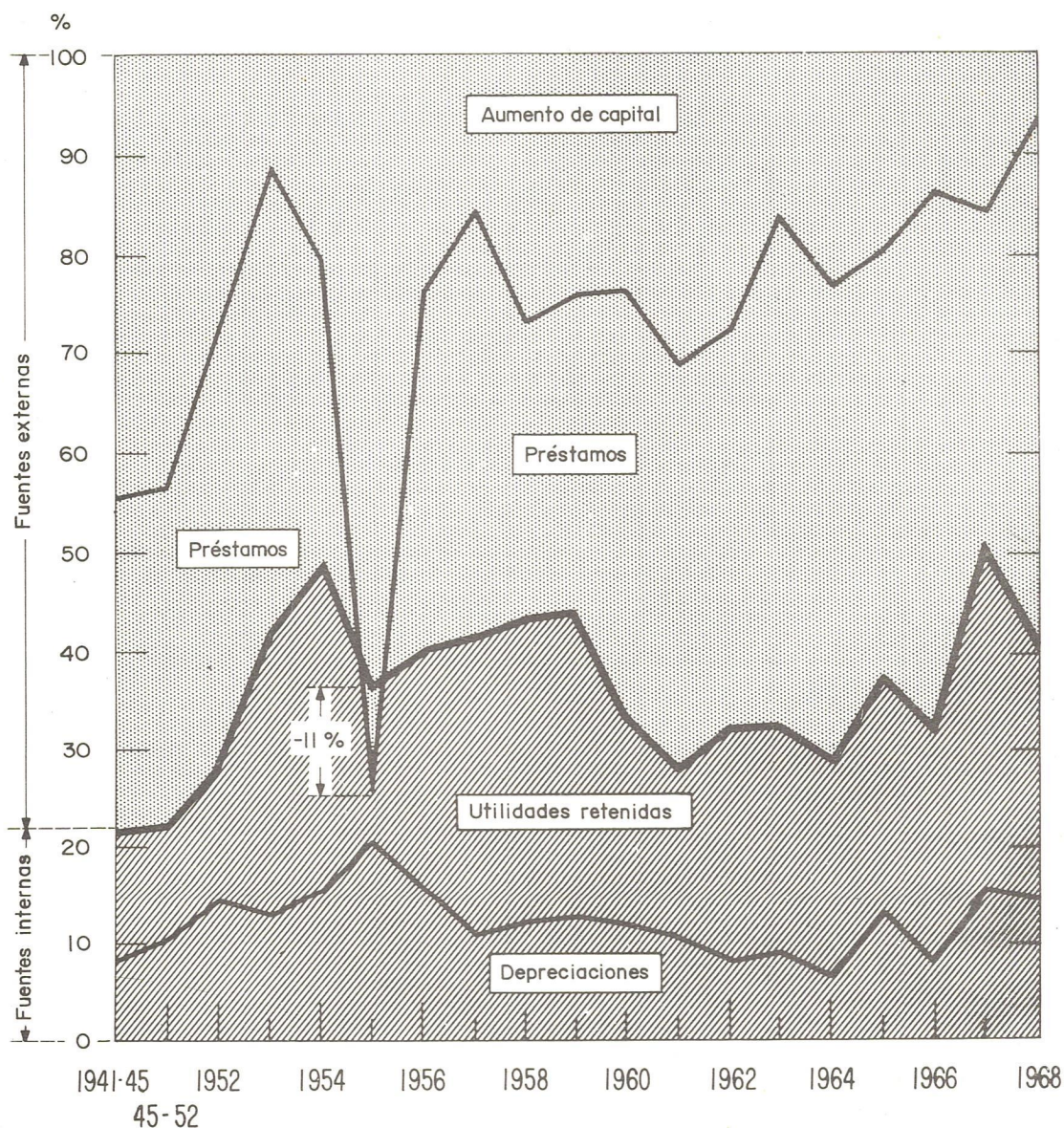
2. Flujo de fondos

Además del análisis de los pasivos, las estadísticas sobre el flujo de fondos de las sociedades anónimas nacionales dan un indicativo acerca de las fuentes de financiación y problemas de la formación de capital en este sector económico. Estos guarismos vienen a corroborar los asertos antes mencionados.

En efecto, según se desprende del cuadro 3.7 y el gráfico 3.5 en los cuales se reproducen las cifras para el período 1941-1968, se registra un cambio estructural en las fuentes

tes financieras de las sociedades anónimas. Mientras que en el período 1941-1952, casi el 80% de los recursos financieros eran externos, es decir, provenientes de los aumentos de capital y préstamos, esta proporción se redujo a un 60% en 1968. Desafortunadamente la información fue suspendida por la Superintendencia de Sociedades a partir de dicho año, de tal manera que no hay a la disposición cifras recientes, a pesar de lo cual se puede llegar a la conclusión de que la tendencia ha proseguido en los últimos años.

GRAFICO 3.5 – ESTRUCTURA DE LOS RECURSOS FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS



CUADRO 3.7 - FUENTES DE FINANCIACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES - 1941-1968
(Porcentajes)

	A N O S																			
	1941-45	1945-52	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	Promedios
a) Internas	21.7	21.9	28.7	41.9	49.6	36.1	40.0	42.0	43.2	44.5	33.5	28.8	32.3	32.6	29.1	37.9	31.6	51.2	40.6	36.2
1) Utilidades no distribuidas	12.8	11.5	13.9	28.4	33.6	15.3	24.7	31.4	30.8	31.7	21.5	18.6	23.7	23.0	22.4	24.0	23.4	35.2	25.8	23.8
2) Depreciaciones	8.9	10.4	14.8	13.5	16.0	20.8	15.3	10.6	12.4	12.8	12.0	10.2	8.6	9.6	6.7	13.9	8.2	16.0	14.8	12.4
b) Externas	78.3	79.1	71.3	58.1	50.4	63.8	60.0	58.1	56.8	55.4	66.5	71.2	67.7	67.4	70.9	62.1	68.4	48.8	59.4	63.8
1) Aumento capital	44.5	43.7	27.9	10.2	21.0	74.8	23.8	15.3	27.8	23.8	23.2	31.0	27.4	16.5	23.4	19.8	12.7	15.1	7.0	25.7
2) Préstamos	33.8	35.4	43.4	47.9	29.4	11.0	36.2	42.8	29.0	31.6	43.3	40.8	40.3	50.9	47.5	42.3	55.7	36.7	52.4	36.1
-Bancos				8.8	19.1	7.6	16.6	19.5	9.7	12.3	9.3	11.3	13.9	12.1	6.8	0.6	3.6	9.0	13.6	
-Gobierno				3.1	-1.6	0.1	0.8	0.2	0.6	-0.1	-0.3	0.1	0.2	7.7	0.8	3.6	4.8	3.8	4.7	
-Otras empresas				-6.0	1.2	13.8	14.7	13.5	15.0	-0.5	11.8	11.5	8.8	26.1	36.9	12.6	4.1	-1.7	5.4	
-Exterior				5.1	7.2	6.8	10.1	-0.4	2.6	3.3	9.8	4.8	5.8	-	0.5	10.8	10.6	0.5	-4.8	
-Individuales				80.2	-0.8	-33.7	5.8	9.6	0.1	15.3	12.6	11.4	6.0	6.0	2.5	0.4	1.8	2.7	5.3	
-Otros				-43.3	4.3	5.4	4.8	0.4	1.0	1.3	0.1	1.1	5.6	-1.0	-	14.3	30.8	22.4	28.2	

Fuentes: Revistas Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

CUADRO 3.8 - UTILIZACION DE LOS RECURSOS EN LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES 1941-1968
(Porcentajes)

	A N O S																			
	1941-45	1946-52	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	Promedios
1) Capital fijo	41.4	42.2	46.1	62.1	67.1	72.7	36.2	37.5	32.3	39.0	45.1	46.9	43.4	30.7	30.6	34.2	24.2	60.9	46.8	44.2
2) Inventarios	14.7	13.4	15.3	4.6	5.4	20.0	19.4	36.9	27.4	23.6	17.6	10.2	7.9	25.3	15.6	14.4	30.8	2.6	11.6	
3) Inversión financiera	44.2	44.4	38.6	28.3	27.5	7.3	44.4	35.6	40.3	37.4	37.3	42.9	48.7	44.0	53.8	44.9	46.8	33.3	39.8	
4) Otros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.5	1.8	3.2	1.8	
Depreciación/ Inversión fija	21.6	24.6	32.1	20.1	23.8	28.6	42.3	28.3	38.4	32.8	26.6	21.7	19.8	31.2	21.9	40.6	33.9	26.3	31.6	28.7

Fuente: Revistas Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

Respecto a los recursos externos, la disminución paulatina de los aumentos de capital es evidente. Así por ejemplo, en el período 1941-1952, los aumentos de capital representaron casi el 45% de todos los recursos, descendiendo a un 7% en 1968. El promedio por este concepto en todo el período llega apenas a un 26%, mientras que los recursos provenientes de préstamos, o sea de endeudamiento, han marcado una tendencia ascendente (52.4% en 1968, frente a 34% en 1941-1952) la cual no resulta favorable si se toma en consideración, como ya anotamos, que se trata esencialmente de recursos a corto plazo.

La pérdida relativa de los aumentos de capital como fuente de recursos financieros y de inversión para la sociedad anónima denota nuevamente la necesidad de estimular la eficiencia de nuestro mercado de capitales, con el fin de que la industria pueda, a través de él, consolidar su situación financiera buscando recursos a largo plazo mediante la emisión de acciones o bonos.

En lo que atañe a los recursos internos, o sea, a los provenientes de las depreciaciones y las utilidades no distribuidas, debemos anotar que ellos registran una tendencia ascendente habiéndose duplicado su proporción en 1968 con relación al período 1941-1952. En promedio los recursos internos han representado el 36.2% de las fuentes financieras y los externos el 63.8%. En el cuadro 3.7 se resalta la poca importancia que tienen las depreciaciones en el total de recursos, tanto internos como externos.

En promedio ellas representaron durante el lapso 1941-1968 apenas el 12.4% de las fuentes financieras de las sociedades anónimas nacionales, cifra muy baja en las comparaciones internacionales. En efecto, al relacionar las inversiones en capital fijo —las cuales figuran en el cuadro 3.8 correspondiente a la utilización de los recursos— con las depreciaciones, vemos cómo estas últimas apenas representan en promedio un 28.7%. En otras palabras, los aumentos de capital fijo o inmovilizado son financiados únicamente en un 28.7% por las depreciaciones, frente a una cifra que oscila entre el 69% y el 75.8% en la República Federal de Alemania¹⁰, siendo la situación muy similar en los otros países industriales. En esta tendencia se manifiesta muy claramente el efecto de la inflación sobre el costo de las instalaciones y equipos y más concretamente la legislación tributaria colombiana, la cual sólo permite depreciar de acuerdo con el costo histórico de adquisición y no según el costo de reposición. Este aspecto, así como sugerencias prácticas para subsanarlo, lo trataremos más adelante.

Finalmente, las utilidades no distribuidas, o sea la llamada autofinanciación de las empresas, no juega un papel muy importante en la economía colombiana. En promedio, esta fuente de recursos representa sólo un 23.8% del total de fuentes financieras.

Dejando a un lado las depreciaciones como fuente de recursos, tenemos que las utilidades no distribuidas representaron, en promedio, un 27.2% de las fuentes financieras en el período 1941-1968. A continuación se reproduce una comparación internacional sobre la cuota de autofinanciación (depreciación más utilidades retenidas) en algunos países:

Como puede observarse, debido a fuentes estadísticas diferentes, en algunos países industriales aparecen los porcentajes mínimos y máximos de autofinanciación empresarial. En el cuadro se puede apreciar que Colombia registra una cuota extremadamente baja de autofinanciación. Mucho se ha discutido y escrito en la investigación económica acerca de la inconveniencia o no de la autofinanciación, es decir, si las empresas deben retener un alto porcentaje de utilidades para financiar sus inversiones o si es más conveniente que aumenten sus dividendos. Es obvio que bajo el punto de vista del mercado de capitales, es más conveniente que las sociedades anónimas distribuyan un porcentaje

¹⁰ Hofmann, Rolf, "Wichtige Kennzahlen aus der Sicht der Industrie", en *Beiträge zur Aktienanalyse No. 10*, págs. 5-26, publicación de la Asociación Alemana de Análisis Financiero y Asesoría de Inversión (DVFA), Colonia, 1971.

CUADRO 3.9 – TASAS DE AUTOFINANCIACION EN ALGUNOS PAISES
(Porcentajes)

	1960	1961	1962	1963	1964	Promedio
Alemania	81 – 93	73 – 75	67 – 80	75 – 80	72 – 76	78 – 93
Francia	72 – 98	63 – 66	56 – 72	63 – 67	57 – 68	64 – 79
Italia	64	51	40	37	40	40
Holanda	74	68	69	66	60	67
Bélgica	75	76	75	73	71	75
Reino Unido	n.d.	122	112	135	140	128
Estados Unidos	106	115	122	124	120	117
COLOMBIA	34	29	32	33	29	31

Fuentes: *Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts*, Informe sobre el Mercado Europeo de Capitales rendido por un grupo de Expertos a solicitud de la Comisión de la Comunidad Económica Europea, tabla No. 4, pág. 364, Bruselas, 1966, Estadísticas de la Superintendencia de Sociedades y cálculos del autor.

de utilidades que garantice una adecuada remuneración al inversionista.

Pero esta discusión carece de relevancia si se piensa que tanto para distribuir mayores dividendos, como para lograr un mayor grado de autofinanciación, las empresas deben estar en capacidad de obtener mayores utilidades. Aquí radica precisamente uno de los problemas de la capitalización empresarial en Colombia porque los bajos rendimientos relativos no le permiten ni un mayor grado de autofinanciación ni una mayor distribución de sus utilidades con el fin de hacer más atractivas las inversiones en acciones y lograr, de todas formas, mayor afluencia de recursos mediante la emisión de acciones o títulos de renta fija.

Con mucha razón anotaba en uno de sus discursos el antiguo Ministro de Hacienda, Dr. Rodrigo Llorente, que el problema de la situación bursátil, con sus tendencias de debilidad, no reside tanto en las fluctuaciones como en la capacidad empresarial para aumentar utilidades y rendimientos.

En este aspecto incide desfavorablemente la carga tributaria a que está sujeta la sociedad anónima en Colombia. Taylor anota sobre lo particular que “mientras el sector de las sociedades anónimas pagó una proporción del total de impuestos nacionales directos, que fluctuó entre el 34.34% en 1955 y el 37.91% en 1959, el aporte de las sociedades anónimas nacionales al producto privado neto fue de menos del 8% en 1955 y alcanzó el 11% sólo en un año de este período”.

El mismo autor señala que “por otra parte, los ahorros de las empresas probablemente pudieran elevarse considerablemente por medio de medidas encaminadas a elevar las tasas de utilidades netas. Mientras más se exageran los ahorros personales en el plan de desarrollo, mayor será la necesidad de aumentar los ahorros de las empresas a fin de que el plan pueda llevarse a la práctica con éxito”.¹¹

Ante la dificultad de lograr capital a largo plazo para la inversión, ya sea mediante la emisión de acciones o de bonos y ante la merma relativa en la rentabilidad de su patrimonio, las empresas colombianas se han visto obligadas a contraer obligaciones a corto plazo y a reducir, en cifras relativas, los dividendos distribuidos, según puede analizarse en el cuadro 3.10, en el cual se reproducen, para el período 1950-1964, los porcentajes correspondientes a la distribución de utilidades antes de impuestos.

Según estas estadísticas, mientras que en 1950 el 39% de las utilidades brutas correspondía a los impuestos, el 42% a los dividendos repartidos —tanto ordinarios como

¹¹ Taylor, Milton C., op. cit., págs. 261 y 280.

extraordinarios— y el 19% contribuía a aumentar el capital propio o patrimonio de las sociedades anónimas, en el año de 1964, a partir del cual no existe información completa, el 47% de las utilidades brutas fue destinado a pagar impuestos, el 21% para el reparto de dividendos y el 32% fue utilizado por las sociedades para fines de capitalización. En promedio, durante el período 1950-64 las sociedades anónimas nacionales pagaron un 47% de sus utilidades brutas en impuestos; repartieron un 28% en dividendos y capitalizaron un 25% solamente. Si tomamos en cuenta la doble tributación existente en Colombia, según la cual los dividendos son gravados en la empresa y también en cabeza del accionista, tenemos que el fisco recibe, en total, un 55.4% de las utilida-

CUADRO 3.10 — DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LAS UTILIDADES BRUTAS OBTENIDAS POR LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES 1950-1968 (Porcentajes)

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	Promedio
Utilidades brutas (Antes de impuestos)																
a) Impuestos	39	41	52	57	43	46	44	54	55	50	46	45	44	47	47	47
b) Dividendos	42	41	35	32	33	28	35	21	21	22	22	24	22	20	21	28
c) Reserva legal	19	18	13	11	24	26	21	25	24	28	32	31	34	33	32	25

Fuentes: Revistas Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

des, suponiendo una tasa marginal promedio de impuesto a la renta del 30% para las personas naturales.

IV. Necesidades de capital de la empresa privada para cumplir las metas del plan de desarrollo económico y social

La actual política económica gubernamental está encaminada a resolver el problema del desempleo en Colombia de tal manera que los esfuerzos estatales, formulados a través de “Las Cuatro Estrategias” o el “Plan de Desarrollo Económico y Social”¹², están encauzados hacia dicho fin. Según anota el Banco Mundial en uno de sus últimos informes, ...“ de continuar las tendencias actuales, el desempleo alcanzaría en 1985 la abrumadora proporción del 30% al 35% de la fuerza de trabajo...”. Este planteamiento, basado en el estudio intitulado “Hacia el Pleno Empleo” de la Oficina Internacional del Trabajo O.I.T. significa un reto para la política económica gubernamental, porque según el modelo adoptado por los expertos el pleno empleo debe lograrse en 1985, es decir, la tasa de desempleo no debe superar un 5% de la fuerza de trabajo. Para lograr esta meta es indispensable que entre 1970 y 1985 el empleo agrícola aumente en un 1.8% anual y el de los sectores no agropecuarios en un 7% anual. Asimismo, la producción agropecuaria debe incrementarse en un 5.4% y la del sector industrial en un 8.9%.

Es lógico que un aumento de esta magnitud en la producción industrial requiera un importante esfuerzo en la inversión, habiendo sido calculada ésta para el período

¹² *Las Cuatro Estrategias*, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, 1972.

1970-85, en \$219.800 millones, o sea unos \$15.000 millones anuales en pesos de 1958.

Ante la abundancia relativa del factor de producción mano de obra en Colombia, sería aconsejable también, de acuerdo con las recomendaciones del informe de la O.I.T., que gran parte de esta inversión sea canalizada hacia aquel tipo de empresas que empleen abundante mano de obra, con el fin de contribuir en esta forma a resolver el problema de desempleo, mencionado anteriormente.

Asimismo, según los expertos del Banco Mundial, para lograr este objetivo es necesario que en los próximos 4 ó 5 años la tasa de ahorro interno llegue a un 22% del producto interno bruto, para ir creciendo paulatinamente hasta alcanzar un nivel del 25% en 1985. Si tomamos en cuenta que en 1971 la tasa de ahorro representó apenas un 20% del producto interno bruto, es fácil deducir la importancia de estimular la formación de capital, no sólo en algunos sectores económicos sino también en la sociedad anónima colombiana, para lo cual es indispensable fomentar la acción como instrumento de ahorro e inversión.

Suponiendo que la contribución de la sociedad anónima a la formación de capital fijo según estimativos fluctúa entre un 15 y un 20%, sus necesidades anuales de capital serían del orden de \$2.250 a 3.000 millones en pesos de 1958, lo que equivale a unos \$17.000 a \$22.300 millones anuales a precios corrientes.

Naturalmente, por no existir estadísticas suficientes, se trata de una cifra calculada a muy *grosso modo*, la cual sin embargo da una idea sobre la magnitud de las necesidades de capital de la sociedad anónima nacional para poder cumplir con las metas trazadas en el programa tendiente a lograr el pleno empleo.

V. Funciones del mercado de valores en la movilización de recursos financieros

1. Las funciones del mercado de valores

El mercado bursátil o de valores forma parte integrante del mercado de capitales y representa su principal elemento para concentrar y concordar la oferta y la demanda por recursos de inversión a largo plazo. Como ya analizamos en otro documento¹³, las funciones del mercado de valores son básicamente tres, dentro de las cuales se pueden mencionar ciertas funciones adicionales de acuerdo con el siguiente esquema:

A. — Función de formación de un mercado

- Función de concentración;
- Función de tipificación o estandarización;
- Función de selección;
- Función de competencia;
- Función de integración.

B. — Función de financiación

- Función de emisión;
- Función de compensación;
- Función de asignación de recursos.

¹³ Pieschacón, Camilo, *Mercado de Capitales y Desarrollo Económico*, estudio presentado por la Bolsa de Bogotá a la V Reunión de Bolsas y Mercados de Valores de América y a la X Convención Nacional Bancaria, Bogotá, 1972.

C. -- Función de circulación

- Función de liquidez;
- Función de formación de precio;
- Función de información.

La financiación del proceso de industrialización y urbanización en los países desarrollados no hubiese sido posible sin el concurso de las bolsas de valores a través de las cuales se movilizaron y canalizaron los recursos financieros necesarios. Una de las ventajas que ofrecen los mercados bursátiles radica en la llamada liquidez secundaria, no primaria, que adquieren los títulos-valores inscritos en ellos. Gracias a esta liquidez secundaria las empresas o instituciones que emiten, permanente o esporádicamente, títulos-valores, son exoneradas de la necesidad de garantizar una liquidez primaria a los inversionistas.

Casualmente, una de las grandes distorsiones en nuestro mercado de capitales se encuentra en la garantía de liquidez primaria que ofrecen muchas entidades emisoras a sus inversionistas, lo cual representa un foco de peligro para un sistema financiero sano.

Este problema se puede presentar primordialmente en las instituciones que otorgan financiación a largo plazo y obtienen los recursos necesarios mediante la emisión de títulos a largo plazo, pero con liquidez primaria, concedida directamente por la misma institución. Tal compromiso obliga a la entidad emisora a mantener un fondo especial de sustentación, generalmente improductivo o menos productivo que las inversiones a largo plazo, con el fin de poder atender y cumplir la garantía de liquidez primaria. Además, es lógico que dichas instituciones estén expuestas a los vaivenes y fluctuaciones del mercado y a posibles problemas de liquidez, precisamente porque a pesar de que sus títulos-valores tengan una fecha de vencimiento o maduración a largo plazo, la garantía de liquidez primaria los convierte en papeles a corto plazo.

Es contradictorio y absurdo, de acuerdo con el principio financiero elemental de congruencia de plazos, pretender financiar inversiones a largo plazo con papeles nominalmente a largo plazo, pero que en la práctica son de corto plazo, gracias a la garantía de liquidez primaria. Si las tasas de interés de dichos títulos son atractivas es lógico que se presenten fenómenos especulativos en detrimento de otras formas de ahorro institucional y de los papeles emitidos verdaderamente a largo plazo, como son las acciones y bonos de las empresas privadas, los cuales solamente poseen una liquidez secundaria ofrecida a través del mercado de valores.

Precisamente, ésta es una de las funciones de las bolsas de valores y gracias a ella las empresas y entidades emisoras son liberadas de la necesidad de ofrecer liquidez primaria evitándoles posibles problemas de iliquidez. Mientras que la liquidez primaria puede afectar directamente la situación de tesorería de la institución emisora y la obliga a distraer fondos para garantizar dicho compromiso, la liquidez secundaria a través de las bolsas de valores no afecta en nada la situación de tesorería de las empresas haciéndolas casi inmunes a las fluctuaciones de los precios y cotizaciones en el mercado.

Por otra parte, la praxis colombiana de que las instituciones emisoras otorguen a los inversionistas la garantía de liquidez primaria ha contribuido a restarle importancia y eficiencia al mercado de capitales, mermando simultáneamente su capacidad de circulación y movilización de recursos de inversión a largo plazo.

Bajo estas circunstancias es obvio que la situación competitiva de las acciones y bonos industriales sea más desfavorable, por no poseer liquidez primaria sino secundaria, que la de los papeles gubernamentales y paraestatales de renta fija que gozan de liquidez primaria y secundaria además de las exenciones totales respecto al impuesto de renta y patrimonio.

Asimismo, en las actuales condiciones el mercado colombiano de capitales y de valores no puede cumplir a cabalidad su función de consolidación, o sea la de reemplazar el endeudamiento a corto plazo de las empresas, el cual, como ya vimos, ha alcanzado niveles peligrosos por capital a largo plazo.

2. El mercado bursátil y la política monetaria

Por considerarlo de gran actualidad, presentamos a continuación algunas reflexiones sobre la importancia que reviste un mercado eficiente de capitales y valores para los objetivos de la política monetaria, especialmente para las llamadas intervenciones u operaciones en el mercado abierto por parte del banco central.

Con frecuencia se ha anotado en Colombia que prácticamente el único instrumento de política monetaria eficaz es el del encaje bancario, el cual sin embargo, ha traído repercusiones desfavorables en la oferta de crédito para la industria y en la rentabilidad de los bancos comerciales. Mediante las operaciones en el mercado abierto se busca esencialmente una contracción o expansión monetaria, es decir, disminución o aumento de la liquidez en el sector financiero. Los instrumentos típicos de la política de operaciones en el mercado abierto son títulos-valores o papeles a corto plazo, emitidos generalmente por las instancias gubernamentales o la autoridad monetaria, los cuales no son de colocación forzosa ni tienen objetivos de fomento, sino de simple regulación monetaria. Mediante rendimientos adecuados y reales, en épocas de exceso de liquidez el banco central induce al sistema bancario a comprar estos papeles, mientras que cuando desea lograr una expansión monetaria, a causa de escasez de liquidez, induce a que el sistema bancario se los venda¹⁴. Es importante no confundir este instrumento político-monetario con la política de inversiones forzosas o con el sistema de inversiones de fomento para la banca comercial, que prácticamente ha desvirtuado la filosofía del encaje bancario y su grado de eficiencia.

Precisamente estos dos mecanismos, especialmente el primero, sobre los cuales se ha abusado en Colombia, representan un obstáculo para un buen funcionamiento de las operaciones en el mercado abierto. Ya en el año de 1951 la Misión Currie del Banco Mundial anotaba con razón que "es de importancia primordial el desarrollo de un mercado abierto para la deuda pública fundado en comprar voluntarias"¹⁵, es decir, no basado en las inversiones forzosas, y agregaba que "a pesar de que estos requisitos (inversiones forzosas) pueden haber ayudado a dirigir los recursos de capital hacia fines de fomento, es muy poco lo que han servido para reducir la influencia inflacionista de la financiación pública. La creación de tal mercado ayudaría a sacar adelante programas públicos de inversión de clase no inflacionista"¹⁶.

Cabalmente la ineficiencia relativa de nuestro mercado de valores ha representado el obstáculo para diversificar los instrumentos político-monetarios del Banco Emisor y la financiación no inflacionista de la inversión pública.

Aunque son varios los intentos efectuados para implantar esta clase de operaciones en Colombia, los empeños han fracasado a raíz de las distorsiones en nuestro mercado de capitales y a causa de que los organismos gubernamentales no han tomado medidas complementarias para fortalecerlo. Como veremos en el aparte VII, la experiencia bra-

¹⁴ Aschheim, Joseph - *Techniques of Monetary Control*, Baltimore, 1965, págs. 19-32 y 53-82, y Stadermann, Bertfried, *Offenmarktgeschäfte als Instrument der Liquiditätspolitik*, Frankfurt, 1961.

¹⁵ *Bases de un Programa de Fomento para Colombia*, Informe de la Misión Currie, Banco de la República, segunda edición, Bogotá, 1951, pág. 668.

¹⁶ *Ibid*, pág. 354.

sileña sobre el particular es muy alentadora, tanto en lo que atañe a las posibilidades de financiación empresarial mediante la emisión de acciones, como en lo relativo a la democratización del capital de las sociedades anónimas, o sea, de los medios de producción.

VI. La acción en Colombia como instrumento de ahorro e inversión

En períodos inflacionistas de una economía son muchas las lucubraciones sobre la mejor forma de proteger a los inversionistas contra la pérdida del poder adquisitivo de la moneda, dando pábulo estas situaciones a la especulación en bienes reales o a la introducción de cláusulas de corrección o reajuste monetario para algunos sistemas de ahorro y operaciones financieras.

Desde hace algunos años los expertos y financistas de los países industriales llegaron a la conclusión, con base en estudios empíricos, que la inversión en acciones constituye una protección más o menos adecuada contra la desvalorización paulatina y secular de la moneda. Desafortunadamente, según estudios realizados por el autor¹⁷, esta suposición no se cumple a cabalidad en Colombia, siendo uno de sus principales motivos el mercado de capitales y de valores, o sea, para la formación de capital financiero y fijo a través de las sociedades de capital, especialmente las anónimas.

Aunque dicha hipótesis no sea válida en forma global para la economía colombiana, ello no quiere decir que mediante una política de selección de portafolio no se logren mediante la inversión en acciones resultados satisfactorios para defender contra los estragos de la inflación los patrimonios así formados. Pero esta última conclusión tampoco significa, bajo ningún aspecto, que las instancias gubernamentales omitan tomar las medidas de estímulo aconsejables, porque el crecimiento de la sociedad anónima y, por ende, el desarrollo económico y social del país no puede estar circunscrito únicamente al de unas pocas empresas. Es natural sin embargo, que en cualquier economía por desarrollada y fuerte que sea, haya sectores más dinámicos que otros, pero ello no implica que el Estado deje las cosas de este tamaño y no establezca los estímulos para la formación de capital y patrimonio a todo nivel.

De acuerdo con la interpretación en los países industriales sobre la acción como un sistema de inversión que ofrece protección a largo plazo contra la inflación, los expertos opinan que las posibilidades de valorización o crecimiento del índice de cotización bursátil representan una especie de reajuste o corrección monetaria engendrada por las fuerzas del mercado y por la evolución dinámica de las sociedades anónimas en el proceso de desarrollo, haciendo en esta forma copartícipes a los accionistas del crecimiento de la economía.

El profesor estadounidense Donald Lessard de The Amos Tuck School of Business Administration, presenta la evolución de un portafolio de 22 acciones colombianas inscritas en la Bolsa de Bogotá y sus resultados durante el período 1960-1972.¹⁸

De acuerdo con dicho análisis, efectuado por primera vez para Colombia durante los doce años anotados, la tasa total anual compuesta de rendimiento¹⁹ fluctúa, en forma individual para las 22 acciones, entre un 13.8 y un 33.8%, mientras que la tasa total

¹⁷ Pieschacón, Camilo, op. cit., pág. y "La Economía del Seguro en el Proceso de Desarrollo Económico" en: *El Mercado de Capitales en Colombia*, Banco de la República, Bogotá, 1971, págs. 224-30.

¹⁸ Lessard, Donald, *Investor Experience in CAF Member Countries: A Statistical Analysis of Publicly-Traded Securities*, julio 1973. Agradecemos al Profesor Lessard y al Dr. Humberto Toro, de la Corporación Andina de Fomento, el suministro de dicha información.

¹⁹ A diferencia de la rentabilidad corriente (yield), esta tasa (compound rate of return) incluye dividendos, valorización, dividendos en acciones (stock dividends) splits y derechos de suscripción.

ponderada del portafolio compuesto por las mismas acciones arroja un rendimiento compuesto del 20.7% anual. Según anota dicho autor, si se toma en cuenta que la tasa de inflación en dicho período fue, en promedio, de un 11% y la devaluación cercana al 10%, se llega a la conclusión de que el rendimiento real de dicho portafolio en acciones equivale, en dólares, a un 9.5% anual compuesto, frente a un 16.3% en Venezuela, un 14.7% en Perú, un 3.2% en Chile y un 8.8% en los Estados Unidos.

En el cuadro 3.11, tomado también del estudio de Lessard, se reproducen para el primer trimestre de cada año los índices respectivos. En la columna (1) se reproduce el índice de cotización bursátil (base 1er. trimestre 1960=100) de todas las acciones que componen el portafolio, el cual ha sido calculado en pesos corrientes, mientras que en la columna (2) y con el mismo período de base, se indica el índice del valor total de la inversión, tomando en cuenta los dividendos en efectivo, los dividendos en acciones "crias", los derechos de suscripción, los *splits*, así como la reinversión de estos componentes. En las columnas (3) y (4), respectivamente, se presentan los mismos valores anteriores en dólares, es decir, deflactados de acuerdo con la evolución de la tasa de cambio. Aunque en el estudio original los índices respectivos han sido calculados por trimestres, el cuadro 3.11 sólo reproduce el primer trimestre de cada año. De esta serie se deduce que en pesos colombianos corrientes, el portafolio se valorizó en un 117.8% durante el período de 10 años, sin tomar en cuenta la reinversión de los diferentes beneficios. Tomando en cuenta este último factor, un portafolio de \$100.00 se hubiese convertido, en pesos corrientes, en \$926.2 al cabo de 10 años.

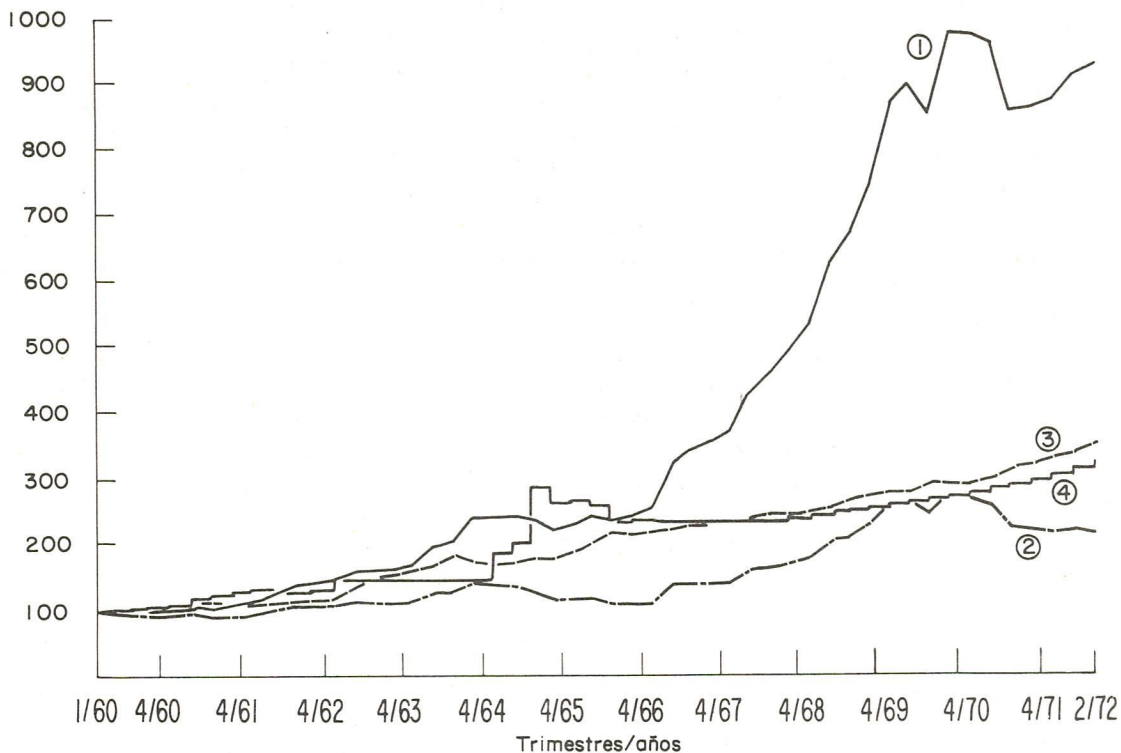
CUADRO 3.11 – EVOLUCION DE UN PORTAFOLIO EN ACCIONES SELECCIONADAS
1960-1972

Trimestre/año	Pesos corrientes		Dólares	
	Índice cotización bursátil (1)	Índice valor total inversión (2)	Índice cotización bursátil (3)	Índice valor total inversión (4)
1/60	100	100	100	100
1/61	95.8534	107.431	80.876	90.6443
1/62	99.1932	124.527	75.6559	94.9786
1/63	113.748	158.175	76.8566	106.875
1/64	126.521	196.671	85.0612	132.224
1/65	138.984	245.766	66.9145	118.325
1/66	121.136	243.805	45.7565	92.092
1/67	137.189	318.826	56.8115	132.03
1/68	159.532	426.208	66.0639	176.498
1/69	206.074	623.212	81.0136	245.002
1/70	267.994	897.265	99.0126	331.501
1/71	262.509	961.456	90.451	331.283
1/72	221.64	910.913	69.5847	285.984
2/72	217.787	926.179	66.8817	284.427

Fuente: Lessard, Donald, op. cit.

Según la columna (3), expresada en el equivalente a dólares, sin reinversión, el portafolio inicial de US\$100 se hubiese reducido al cabo de 10 años, a US\$66.9, es decir, la sólo valorización bursátil no fue suficiente para compensar la desvalorización de la moneda; pero tomando en cuenta la reinversión de todos los beneficios para el accionista,

GRAFICO 3.6 – EVOLUCION DE UN PORTAFOLIO EN ACCIONES SELECCIONADAS
Y DEL INDICE DEL COSTO DE LA VIDA
(Pesos corrientes)



- ① Índice valor total inversión
- ② Índice cotización bursátil
- ③ Índice costo de la vida
- ④ Índice tasa de cambio

Fuente: Lessard, Donald, op. cit.

según se anota en la columna (4), los US\$100 iniciales se hubiesen convertido en US\$284.4.

En el gráfico 3.6, tomado del mismo estudio, se reproduce la evolución del índice del costo de la vida, del índice del valor del dólar según la tasa de cambio, del índice bursátil de dicho portafolio, así como el índice del valor total del mismo portafolio incluyendo la valorización y la reinversión. Según los cálculos del mismo autor, las tasas anuales de crecimiento, tanto del índice bursátil como del valor total con reinversión, expresadas en pesos corrientes y en dólares, son la que muestra el cuadro 3.12, partiendo de junio a junio de cada año y tomando como base el mismo portafolio mencionado.

El cuadro 3.12 indica que una inversión de una cartera en acciones sí puede ofrecer protección adecuada contra la inflación, pero para tal fin es necesario que el mercado

CUADRO 3.12 – TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO
(Porcentajes)

Período junio a junio	Pesos corrientes		Dólares	
	Cotización bursátil	Valor total con reinv.	Cotización bursátil	Valor total con reinv.
1960/1961	6,5	4,4	- 23,6	- 14,7
1961/1962	18,7	32,6	13,5	26,8
1962/1963	4,7	16,9	- 8,4	1,5
1963/1964	14,7	29,6	14,7	29,6
1964/1965	20,1	15,6	- 48,6	- 41,7
1965/1966	- 13,1	- 6,2	6,8	22,0
1966/1967	24,6	43,9	23,3	42,5
1967/1968	16,1	33,8	15,9	33,7
1968/1969	30,2	45,2	22,2	36,3
1969/1970	16,2	28,1	9,2	20,4
1970/1971	- 8,3	0,8	- 15,1	- 6,7
1971/1972	- 4,3	8,0	- 13,1	- 1,9
Promedio aritmético	7,9	21,5	- 2,6	12,3

bursátil cuente con mayores estímulos gubernamentales, así como la sociedad anónima. Igualmente, en su estudio Lessard analiza los resultados de los bonos industriales y gubernamentales, considerando no solamente la cotización bursátil, sino también los resultados totales con reinversión. Respecto a los bonos industriales de sociedades anónimas colombianas, los resultados figuran en el cuadro 3.13, expresados tanto en pesos corrientes como en dólares. En dicho período de diez años el valor total de la inversión con reinversión de los cupones hubiese obtenido un incremento del 378.7% en pesos corrientes, mientras que en dólares una cartera inicial de US\$100 se hubiese convertido

CUADRO 3.13 – EVOLUCION DE UN PORTAFOLIO EN BONOS INDUSTRIALES
1960-1970

Trimestre/año	Pesos corrientes		Dólares	
	Indice cotización bursátil	Indice valor total inversión	Indice cotización bursátil	Indice valor total inversión
1/60	100	100	100	100
1/61	85.3332	97.5086	71.9996	82.2725
1/62	85.7769	114.107	65.4231	87.031
1/63	86.3023	132.652	58.3124	89.6297
1/64	91.1835	161.977	61.3035	108.899
1/65	90.8241	185.242	43.7277	89.1855
1/66	89.1105	214.773	33.6595	81.1256
1/67	91.3954	261.297	37.8479	108.206
1/68	97.2806	325.549	40.285	134.813
1/69	97.2806	384.772	38.2437	151.265
1/70	97.2806	454.77	35.9411	168.018
2/70	97.2806	478.69	35.5135	174.752

Fuente: Lessard, Donald, op cit.

CUADRO 3.14 – TASAS ANUALES DE DIVIDENDOS Y RENDIMIENTOS TOTALES DE PORTAFOLIOS EN ACCIONES Y BONOS INDUSTRIALES
(Porcentajes)

Trimestre/año	A C C I O N E S			B O N O S		
	Dividendos	Rendimiento total	Cupones	Rendimiento total	Tasa inflación	Tasa devaluación
2 – 1961	12.9	4.6	14.8	– 7.0	11.6	22.6
2 – 1962	14.5	33.3	13.7	25.6	– 1.3	4.5
2 – 1963	12.9	16.2	13.8	14.5	31.6	14.3
2 – 1964	14.1	29.9	12.9	21.8	25.0	0
2 – 1965	13.5	15.9	13.3	13.8	– 3.2	98.4
2 – 1966	16.9	– .7	13.4	16.7	23.0	– 10.5
2 – 1967	18.6	44.7	12.8	24.5	6.0	1.0
2 – 1968	17.0	34.2	18.1	–	6.3	0.1
2 – 1969	14.2	45.5	18.1	18.2	9.6	6.5
2 – 1970	12.4	28.2	–	19.3	8.4	6.3
2 – 1971	11.5	.7	–	–	6.7	8.0
2 – 1972	15.9	8.0	20.0	–	11.8	10.1

Fuente: Lessard, Donald, op. cit.

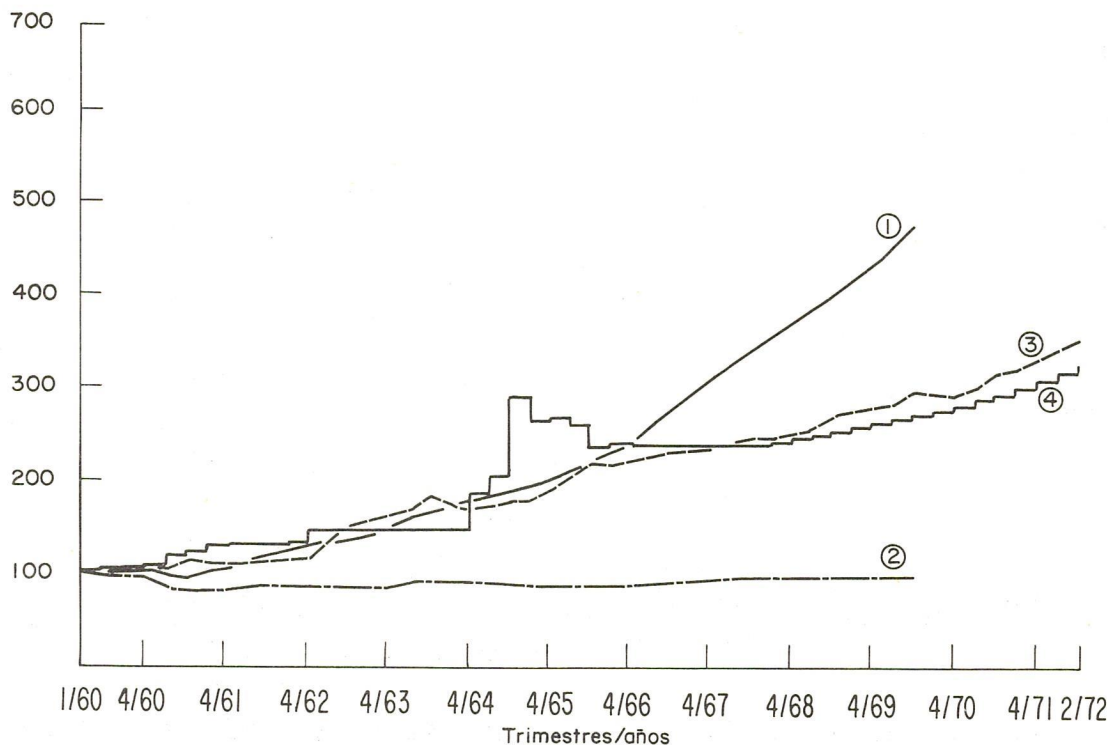
en US\$174.8, o sea, un incremento del 74.8%. En el gráfico 3.7 se reproducen estos resultados, mientras que en el cuadro 3.14 se presenta una comparación entre acciones y bonos industriales, así como las tasas anuales de inflación y devaluación durante el mismo período. Finalmente, en el gráfico 3.8, tomado también del trabajo de Lessard, se registran en dólares los resultados del portafolio en acciones y del portafolio en bonos industriales.

En conclusión, el portafolio de 22 acciones analizado por Lessard ofreció una compensación más o menos adecuada a la desvalorización monetaria, pero tomando en cuenta una reinversión automática de todos los beneficios obtenidos por el accionista. Sin embargo, como anotaremos más adelante, en economías inflacionistas y especialmente en el caso colombiano, en las cuales el accionista desea recibir permanentemente una remuneración por su inversión, es lógico que este principio de reinversión automática no sea válido ni se pueda deducir que la política de inversión usual en acciones lo proteja al accionista adecuadamente contra la erosión monetaria. Por consiguiente, como recomendaremos más adelante, resulta indispensable que el gobierno tome medidas concretas para estimular el mercado de capitales.

VII. Problemas fundamentales de la formación de capital en la sociedad anónima

En este capítulo presentaremos, en forma sucinta, los problemas que afectan la formación de capital a través de la sociedad anónima colombiana, analizando cuatro aspectos diferentes a saber: los problemas en la oferta y la demanda; problemas de intermediación y; finalmente, aquellos ligados con los instrumentos mismos de financiación empresarial.

GRAFICO 3.7 – EVOLUCION DE UN PORTAFOLIO EN BONOS INDUSTRIALES
(Pesos corrientes)



- ① Índice valor total inversión
- ② Índice cotización bursátil
- ③ Índice costo de la vida
- ④ Índice tasa de cambio

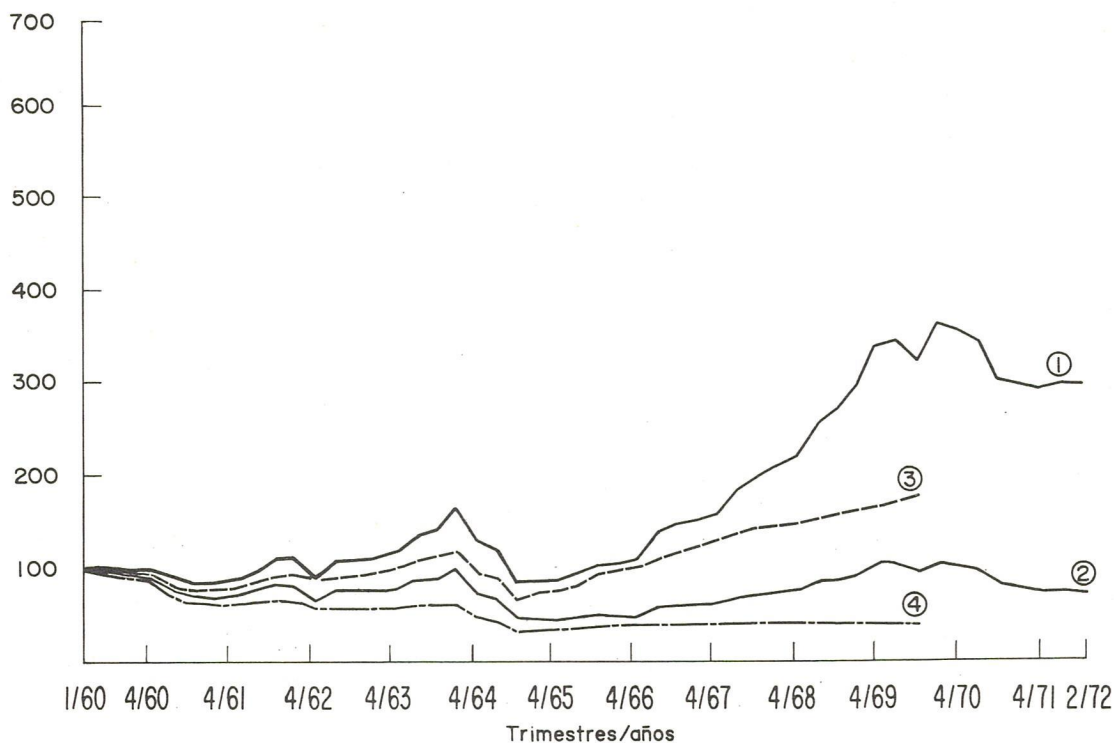
Fuente: Lessard, Donald, op. cit.

1. Problemas de oferta y demanda

Como vimos anteriormente, durante el período 1950-71 las utilidades de las sociedades anónimas colombianas no han crecido al mismo ritmo en que lo ha hecho el producto interno bruto. En otras palabras, todo indica que su capacidad de generar utilidades y por ende, de repartir dividendos, no ha aumentado en la misma proporción. Asimismo, los renglones pasivos correspondientes al capital pagado y patrimonio de las sociedades anónimas se han incrementado a una tasa todavía inferior a las de las utilidades líquidas, lo cual significa que desde 1950 se registra un proceso secular y paulatino de descapitalización en la sociedad anónima.

Como hemos anotado repetidas veces, la tasa de interés se compone básicamente de tres elementos fundamentales. En primer lugar, ella contiene la remuneración del capi-

GRAFICO 3.8 – EVOLUCION DE UN PORTAFOLIO EN ACCIONES SELECCIONADAS
Y DE UN PORTAFOLIO EN BONOS
(En dólares)



- ① Índice valor total inversión acciones
- ② Índice cotización bursátil acciones
- ③ Índice valor total inversión bonos
- ④ Índice cotización bursátil bonos

Fuente: Lessard, Donald, op. cit.

tal o precio del dinero; en segundo término, en ella está incluida tácitamente una especie de prima por desvalorización monetaria y; finalmente, ella incluye un costo adicional por el riesgo que asume el prestamista o inversionista.

A ello se debe que las tasas de interés varíen de país a país y que la inflación tienda a aumentarlas. Es por tanto un error ingenuo y carente de sentido comparar las tasas de interés vigentes en los diversos mercados mundiales de capital sin mencionar las respectivas tasas de inflación. Por tal razón, una tasa de interés del 12% anual en el mercado de eurodólares y con una inflación del 5 al 6% en los Estados Unidos o los países europeos, no es comparable con una tasa del 14% en Colombia, cuya rata de inflación puede llegar, este año, a un 25 ó 30%, según los estimativos de los observadores económicos. En otras palabras, el precio relativo del capital, expresado en la tasa de interés,

no puede ser el mismo en un país con moneda dura que en una economía con moneda blanda. De ahí se desprende simultáneamente que el concepto de usura es muy relativo en las comparaciones internacionales. Desafortunadamente este principio elemental sobre la composición de la tasa de interés no ha sido aún comprendido en Colombia y el equívoco antes mencionado es el causante de argumentaciones subjetivas sobre rendimientos y rentabilidad en las inversiones forzosas, por ejemplo.

Es obvio que la acción, como instrumento de ahorro y captación de recursos para la sociedad anónima, deba competir en el mercado del ahorro nacional e institucional con los otros sistemas e instrumentos de ahorro personal y familiar y que, si por cualquier motivo, no puede conservar su capacidad competitiva, se vea desplazada relativamente y el ahorro se encamine hacia sectores que ofrecen una rentabilidad más atractiva.

Los factores que a nuestro juicio han contribuido a la pérdida relativa de la acción como instrumento de captación de ahorro nacional, pueden resumirse en los apartes que a continuación siguen.

2. La inflación y la financiación interna de la sociedad anónima

A. Depreciación

Como indicamos en un capítulo anterior, las fuentes internas de financiación para la empresa están constituidas por dos factores básicos, a saber: las depreciaciones y las utilidades no distribuidas. La primera de ellas representa la generación de recursos propios para la reposición del capital fijo o inmovilizado que se desgasta paulatinamente por el mismo proceso productivo o por obsolescencia, ocasionada esta última por los progresos tecnológicos y las innovaciones industriales, los cuales, de un momento a otro pueden cambiar fundamentalmente los sistemas rentables de producción, obligando a la empresa respectiva, si quiere sobrevivir a la competencia, a adquirir nuevas instalaciones y equipos industriales y a poner en práctica nuevos procesos de producción. La depreciación es, pues, un instrumento financiero indispensable para que el sistema productivo de una economía conserve su capacidad competitiva y reponga paulatinamente el capital fijo desgastado por el proceso productivo o que se ha tornado obsoleto por los avances científicos y tecnológicos.

Pero si la legislación tributaria es rígida y obsoleta como la colombiana, la economía no depreciará al ritmo necesario para mantener su capacidad productiva instalada y no se presentará el *Efecto Lohmann-Ruchti*, el cual, como ya vimos, engendra impulsos importantes para la actividad de inversiones en capital fijo.

En vista de los procesos de integración económica regional con los que está comprometida Colombia, especialmente en el marco del Grupo Andino, es importante analizar los obstáculos legales que existen para que nuestra industria mantenga su actual capacidad productiva, por lo menos, y la incremente substancialmente, lo cual sería lo deseable y recomendable, mediante nuevas inversiones masivas en capital fijo. Basta tener presente el caso de Venezuela, país que cuenta con un equipo industrial moderno y una base muy importante de *know how* y tecnología.

Por otra parte, no podemos cerrar los ojos ante el fenómeno mundial de las llamadas empresas multinacionales limitándonos a criticar y censurar sus prácticas comerciales y de mercado. Ya Servan-Schreiber anotó en su famoso libro "El Desafío Americano" la importancia de los consorcios multinacionales como motores de la integración europea. Algunas cifras estadísticas son elocuentes; así por ejemplo, las ventas anuales de la General Motors ascendieron en 1971, a US\$28.300 millones, mientras que en comparación, el producto nacional bruto de Suiza apenas llegó, en el mismo año, a US\$24.500

millones. Las ventas brutas de la Standard Oil, por su parte, son superiores al producto nacional bruto de Dinamarca y Austria y las de la Ford al de Noruega y Grecia. Según estadísticas de las Naciones Unidas, dentro de las 100 unidades económicas más poderosas y grandes del mundo solamente se encuentran hoy 60 naciones frente a 40 empresas multinacionales y de proseguir la tendencia actual, en el año de 1985 la mitad del producto nacional bruto del mundo estará en manos de 300 consorcios multinacionales.

Frente a este panorama en la economía mundial, la situación de nuestras empresas es bastante precaria porque la mayor parte de ellas apenas tiene un volumen anual de ventas de US\$100 millones y con seguridad en la lista de las 500 empresas más grandes del mundo no figura ninguna colombiana y, tal vez, muy pocas latinoamericanas. Dentro de una clasificación por países de origen de 246 consorcios multinacionales con un volumen total de ventas de US\$222.072 millones solo figura uno mejicano con una participación del 0.2% sobre el total.²⁰

No cabe la menor duda de que la solución no reside en sumarnos al coro de lamentaciones en las Naciones Unidas o en otros foros internacionales, sino en proceder de igual manera, o sea, en estimular el crecimiento y poder industrial a todo nivel, porque no debemos olvidar que las exportaciones, la capacidad competitiva, el predominio económico, etc., se deciden hoy, más que nunca, en los laboratorios y centros de investigación de las grandes empresas. Por consiguiente, a nuestro juicio, no debemos caer en la quimérica ilusión de que en el fomento de un solo sector económico, por impulsor e importante que él sea, radica la panacea para resolver nuestros problemas de subdesarrollo económico y desequilibrio social, porque según la investigación económica todos los sectores son interdependientes en sumo grado y para lograr un crecimiento armónico de toda la economía es indispensable fomentar también al sector industrial y la capitalización de la sociedad anónima con el fin de que pueda competir en los mercados regionales integrados y en la economía mundial.

Volviendo al tema de la depreciación como instrumento financiero dinámico, ya anotamos que dentro del flujo de fondos de la sociedad colombiana juega un papel muy secundario. Mientras que en los países industrializados, por ejemplo, de un 50 a un 60% de los nuevos activos fijos son financiados mediante la depreciación, en Colombia dicha relación apenas sí llega a un 30%. Esta proporción tan exigua tiene su explicación en el proceso inflacionista y en nuestra legislación tributaria que sólo acepta el sistema de depreciación lineal con base en los costos históricos y no en los costos de reposición. Aquí precisamente se presenta una brecha o *gap* de recursos internos y una tributación sobre utilidades ficticias y aparentes pero no reales.

Suponiendo diversas tasas de inflación anual y una vida útil de 5, 10 y 20 años —según lo previsto en nuestra legislación— en una inversión inicial de \$100 se presentan los déficit de financiación mediante la depreciación, que muestra el cuadro 3.15, para el que se tomó en cuenta un sistema lineal y que el valor de salvamento es del 10% de la inversión original.

Debemos anotar, sin embargo, que en los cálculos sobre los valores de reposición hemos partido de una depreciación total, es decir, sin tomar valor de salvamento alguno porque consideramos que en una economía mundial, caracterizada por avances vertiginosos en la tecnología y métodos de producción, la depreciación debe tomar en cuenta también este factor, o sea, el de la obsolescencia. No obstante, la inclusión de un valor reajustado de salvamento no modifica esencialmente los resultados.

Tomando en cuenta la tasa de inflación anual del 10%, la cual puede considerarse como promedio durante los últimos 20 años en Colombia, podemos observar cómo el dé-

²⁰ Lagos, Gustavo —“Empresas Multinacionales: Aspectos Socioeconómicos e Institucionales” en: *Las Inversiones Multinacionales en el Desarrollo y la Integración de América Latina*. BID, Washington, 1968, págs. 211-247.

CUADRO 3.15 – BRECHA DE FINANCIACION INTERNA A TRAVES DE LA DEPRECIACION – Depreciación lineal – Saivamento = 10%

Vida útil	Tasas anuales de inflación			
	10 %	15 %	20 %	25 %
1) 5 años				
Valor reposición	\$ 161.10	\$ 201.14	\$ 248.83	\$ 305.18
Reserva acumulada de depreciación	90.00	90.00	90.00	90.00
Déficit financiero	– 71.10	– 111.14	– 158.83	– 215.18
2) 10 años				
Valor reposición	259.37	404.56	619.17	931.32
Reserva acumulada de depreciación	90.00	90.00	90.00	90.00
Déficit financiero	– 169.37	– 314.56	– 529.17	– 841.32
3) 20 años				
Valor reposición	672.75	1.636.65	3.833.76	8.673.62
Reserva acumulada de depreciación	90.00	90.00	90.00	90.00
Déficit financiero	– 582.75	–1.546.65	–3.743.76	8.583.62

Fuente: Cálculos del autor.

ficit de recursos internos llega a un 71.10% en las instalaciones con una vida útil de 5 años; a un 169.37% cuando ellas tienen 10 años de vida útil y del 582.75% para una vida útil de 20 años.

Aquí tampoco se ha considerado el aumento de los precios, proveniente de la inflación y de las revaluaciones en los países industriales, el cual incide aún más sobre el flujo interno de fondos de las sociedades anónimas, porque no debemos pasar por alto que nuestra economía importa, en gran proporción, los bienes de capital. Si se incluye este último factor y suponemos que la inflación en los países desarrollados donde compramos los equipos industriales es del orden del 5% anual, tenemos que los déficit financieros serían del 111.14% para una vida útil de 5 años, del 314.56% para una de 10 años y del 1.546.65% para 20 años de vida útil.

Finalmente, la revaluación de muchas monedas en los países industriales, ocasionada por la actual situación monetaria internacional, incide también en los costos de reposición de la maquinaria importada. El marco alemán, por ejemplo, ha sido revaluado ya cinco veces en el último decenio, en un 30% aproximadamente. Según estimativos del autor²¹, nuestro obsoleto sistema de depreciación ha significado, en promedio para el período 1960-70, que la economía colombiana dejó de depreciar \$6.394.6 millones anuales y durante el período 1964-70 la sociedad anónima \$1.635.6 millones anuales.

La inflación, por lo tanto, combinada con el sistema actual de depreciación sobre costos históricos merma considerablemente la capacidad de autofinanciación de la sociedad anónima en Colombia, porque “cuando el costo de adquisición de instalaciones nuevas es superior al valor contable del material antiguo correspondiente, las amortiza-

²¹ Pieschacón, Camilo, op. cit.

ciones deberán basarse en el valor de compra real del material".²² Todos los autores abajo mencionados presentan fórmulas similares para considerar el efecto inflacionista en el sistema fiscal de depreciaciones, según puede verse en el cuadro 3.2 y el gráfico 3.1, donde se esbozan los principales sistemas de depreciación, aunque algunos no conocidos en Colombia traen consigo una depreciación más rápida al comienzo, no solucionan en el fondo dicho problema. En el cuadro 3.2 hemos transcrito el método propuesto por Delaporte.

El problema de la depreciación insuficiente en Colombia, originado por la inflación secular, ha ocupado a la mayoría de los expertos internacionales en sus diferentes informes. De Oteyza, al analizar este problema en la América Latina, afirma: "es muy significativo que, en general, sean aquellos países latinoamericanos cuyas empresas tienen menos proporción de autofinanciamiento los que han sufrido los efectos de la inflación en forma constante y severa"²³. El mencionado autor agrega que "en ausencia de un mercado de capitales eficiente, resulta que las dos fuentes de autofinanciamiento —depreciación y utilidades no distribuídas— han sido insuficientes para facilitar la expansión de las empresas latinoamericanas". Por su parte, Baschy Kybal afirman que "paradójicamente, las estadísticas disponibles indican que las posibilidades de autofinanciamiento en los países de menor desarrollo suelen ser más restringidas que en las naciones avanzadas. Sin embargo, estas posibilidades son mejores en países con estabilidad monetaria que en aquellos afectados por una inflación generalizada. En los últimos, el capital de las empresas se reducirá siempre que no se autorice una depreciación adecuada, es decir, al costo de reposición"²⁴. Taylor anota también que "a base de estos datos, aunque incompletos, parecen justificarse algunos ajustes en las deducciones por depreciación"²⁵; aunque propone una depreciación acelerada basada en el costo histórico; pero como puede deducirse del anexo I, por acelerado que sea el sistema de depreciación, con una tasa del 10% de inflación ella no compensará suficientemente el verdadero costo de reposición. Finalmente, Mohr escribe al respecto: "La industria sufre además una *distorsión* tributaria en comparación con el sector agropecuario, en el doble sentido de que es controlada más severamente y es afectada fuertemente por el gravamen de utilidades ficticias. Ellas ocurren debido a que la depreciación se calcula sobre los costos históricos de los activos, que en tiempo de inflación solo conforman una parte de los costos de reposición. Aquella parte de las utilidades que se necesitarían para reemplazar el capital usado y mantener la capacidad productiva, no son beneficios verdaderos y por tanto no deberían gravarse ni distribuirse"²⁶.

La modificación de nuestro actual sistema de depreciación basado en el valor de reposición u otro semejante, no ofrece problema alguno en la práctica, porque de acuerdo con el Estatuto Tributario, con la Ley 81 de 1960, la División de Impuestos Nacionales está autorizada para elaborar tablas especiales de depreciación para Colombia.²⁷

²² Valley, Jean, *Amortización, Autofinanciamiento y Devaluación*, Madrid, 1974, pág. 14; así mismo, sobre la depreciación en economías inflacionistas pueden consultarse: Delaporte, René, *Des Amortissements*, Grenoble, 1931, y Flórez, José Jairo, Sánchez, José Ricardo, *Correcciones Contables por Efectos Inflacionistas*, Monografía de Grado, Universidad Nacional, Bogotá, 1972.

²³ De Oteyza, José Andrés, *Políticas de Fomento de los Mercados de Capitales*, Banco Interamericano de Desarrollo-CEMLA, México, 1971, pág. 44.

²⁴ Basch, Antonin y Kybal, Milic, *Análisis de Mercados Latinoamericanos de Capitales*, Banco Interamericano de Desarrollo - CEMLA, México, 1969, pág. 86.

²⁵ Taylor, Milton, C. - Op. cit., pág. 278.

²⁶ Mohr, Hermann J., *Economía Colombiana: Una Estructura en Crisis*, Centro de Investigación y Acción Social, Bogotá, 1972, pág. 201.

²⁷ Decreto 437 de 1961, artículo 42, parágrafo 4o. y artículo 126.

B. Utilidades no distribuidas

Además de la depreciación, las utilidades no repartidas constituyen el otro elemento básico de la autofinanciación empresarial, o sea, de la capitalización y financiación del capital fijo. También sobre la debilidad de esta fuente existe consenso unánime entre los tratadistas: así, por ejemplo, Oteyza afirma que “cuando los recursos de los mercados de capitales son escasos e insuficientes para atender las necesidades de inversión, cuando existe un desequilibrio permanente entre oferta y demanda de fondos, cuando el inversionista no tiene incentivos por razones de inseguridad ni encuentra los instrumentos adecuados a sus preferencias, el financiamiento de la empresa, a través de la retención de las utilidades, debe adquirir mayor importancia relativa”²⁸.

Pese a que las utilidades no distribuidas representaron la principal fuente financiera interna de las empresas en los países industriales, como ya anotamos, en Colombia su importancia es reducida, porque, en promedio, durante el período 1941-1968 ellas sólo contribuyeron con un 23.8% de todos los recursos (internos y externos). Nurkse sugiere que “si el patrón puede repetirse en otro lugar, sería una forma efectiva y casi automática de llevar al máximo la tasa marginal de ahorro de un país”²⁹, y agrega más adelante, que “la acumulación de capital social fijo es una inversión costosa y a largo plazo que no puede estar expuesta continuamente a las variaciones a corto plazo”.

Sinembargo, la sociedad anónima colombiana se encuentra en una verdadera disyuntiva o encrucijada respecto a la retención de utilidades. Por una parte, como analizaremos posteriormente, la tributación sobre utilidades ficticias a través de los sistemas de depreciación obsoletos merma su capacidad de retener utilidades. Además, la nueva disposición del Código de Comercio la obliga a repartir, por lo menos, el 50% de ellas; pero por otro lado, debido a la inflación y a la competencia de otras formas de ahorro institucional se ven forzadas a otorgarle un buen rendimiento a sus accionistas e inversionistas. Es lógico que a la larga sea más recomendable, bajo el punto de vista social, contar con un mercado eficiente de capitales y evitar la retención exagerada de utilidades; pero mientras ello se logra el gobierno debería fomentar la capitalización interna de las sociedades. En otras palabras, la política económica gubernamental debería estimular la eficiencia y fortalecimiento de nuestro mercado de valores, mediante diferentes incentivos; así como la retención de utilidades durante el período que dicho proceso requiera, para que con el tiempo la financiación externa, mediante la emisión de acciones o bonos industriales, cumpla su verdadera función económica y social. Para tal fin la discriminación a que está sujeta la acción, desde el punto de vista tributario, debería desaparecer.

Como hemos visto, parte de los dividendos de las acciones, así como su valorización, constituyen una especie de corrección o reajuste monetario, de tal modo que el principio establecido para las unidades de poder adquisitivo constante tiene también aquí plena justificación. En otras palabras, para fines tributarios solamente debería considerarse como gravable una parte de los dividendos, un 6% anual, por ejemplo, mientras que la diferencia estaría exenta de impuestos por considerarse que esta porción no representa enriquecimiento sino una corrección monetaria. Tratamiento igual debería concedérsele a las ganancias de capital obtenidas en las ventas de acciones, las cuales, prácticamente, son también una corrección monetaria en el sentido de que conservan el poder adquisitivo de la inversión en acciones.

En esta forma se restablecería una completa armonía con los papeles o títulos gubernamentales y privados que gozan de exención tributaria, porque la experiencia ha de-

²⁸ Ver: Oteyza, José Andrés, op. cit., pág. 41.

²⁹ Ver: Nurkse, Ragnar, *Problemas de Formación de Capital en los Países Insuficientemente Desarrollados*, Fondo de Cultura Económica, México, 1955, pág. 166.

mostrado que el criterio de rendimiento-valorización utilizado en los países con estabilidad monetaria para determinar el valor de una acción, es desplazado en las economías inflacionistas por el criterio de rendimiento exclusivamente.

Además, como ya anotamos, los dividendos que las sociedades anónimas reparten a sus accionistas naturales están sujetos a doble tributación. En primer lugar, las sociedades pagan impuesto a la renta sobre sus utilidades brutas y en segundo término, los dividendos que reciben los accionistas están sujetos al impuesto sobre la renta.

Aunque la reciente Ley 6a. de 1973 amplió hasta \$30.000 anuales la suma de dividendos exentos de impuestos siempre que el patrimonio líquido no exceda de \$2.000.000, otros títulos-valores y certificados conservan una exención total del impuesto sobre la renta y patrimonio, de tal manera que por motivos tributarios un considerable número de accionistas potenciales permanecerá alejado de la capitalización empresarial.

Aunque la misma ley elevó a un 10% la reserva de capitalización económica, libre de impuestos para las sociedades anónimas, el estímulo mencionado todavía no es suficiente para inducir a la empresa a retener una proporción mayor de sus utilidades, más aún si se encuentran ante la disyuntiva de aumentar los dividendos para que la acción pueda competir con otros instrumentos de ahorro institucional. Según hemos visto, las utilidades retenidas representan algo más de esta reserva del 10% (23.8% del total de los recursos), de tal manera que es poco probable que se mejore substancialmente el flujo de fondos de autofinanciación empresarial.

Teniendo en cuenta estos aspectos y que la proporción entre inversiones fijas y recursos internos es bastante baja, así como la financiación externa proveniente de aumentos de capital, sería conveniente fomentar un poco más la formación de capital en el sector empresarial, considerando por ejemplo, la medida de que las suscripciones de acciones nuevas, tendientes a ensanchar la capacidad productiva instalada, tengan una exoneración mayor en su tratamiento tributario.

De otro lado, la legislación actual no permite el arrastre de pérdidas para efectos positivos, aunque el informe Musgrave indica claramente que "un sistema fiscal moderno requiere un mecanismo de transferencia de las pérdidas netas para evitar la discriminación en contra de los negocios con ganancias fluctuantes y en contra de los nuevos que tienen pérdidas durante su etapa inicial. Una oportunidad adecuada de compensar las pérdidas contra los ingresos neutraliza el aliciente tributario de invertir en negocios con menores riesgos". Por tal razón, ... "la Comisión recomienda que se conceda, para la industria colombiana en general, la posibilidad de compensar pérdidas contra los ingresos provenientes de cualquiera de los cinco años futuros", porque el cambio propuesto... "contribuirá al logro de un sistema tributario más equitativo para las compañías y fortalecerá la capacidad del sector privado para contribuir al crecimiento de la economía colombiana"³⁰.

Indudablemente, esta medida traería una mayor diversificación en el sistema productivo de la economía colombiana y exoneraría al Estado, que utiliza otros sistemas no siempre rentables, de intervenir en la creación de industrias que por su alto riesgo no ofrecen todavía alicientes suficientes a la iniciativa privada. En resumen, sería un mecanismo más expedito y menos oneroso para promover la diversificación que requieren los compromisos de integración y desgravación arancelaria, colocando en una situación más competitiva a la sociedad anónima colombiana.

Hemos visto la disyuntiva por la que atraviesa la sociedad anónima en Colombia y la importancia de fomentar su capacidad de generar ingresos, capacidad que en muchas ocasiones tiene sus trabas en otras medidas político-económicas de las instancias guber-

³⁰ Bases para una Reforma Tributaria en Colombia, Informe Musgrave op.cit., pág. 117.

naméntales. Por ejemplo, como anota Mohr, “también la política de control de precios ha contribuido a mermar las utilidades de la industria frente a otros sectores”³¹

C. Fuentes externas de financiación

Aunque es imposible tratar los problemas financieros de la sociedad anónima, tanto internos como externos en forma independiente y por tal razón, ya hemos indicado algunos obstáculos para la financiación con recursos propios —ligados íntimamente con los problemas de financiación externa— a continuación analizaremos otros de los problemas relacionados con la captación de recursos ajenos, o sea, aquellos provenientes del mercado de capitales.

3. Debilidad del mercado de capitales y de valores

Por el cuadro 3.3, representativo de la estructura financiera de la sociedad anónima y su tendencia, dedujimos claramente un proceso de descapitalización relativa y de endeudamiento, a corto plazo, destinado a financiar inversiones de capital fijo. Ante la dificultad para obtener capital de participación mediante la emisión de acciones y el sistema tradicional colombiano de combatir la inflación por medio del encaje bancario, la sociedad anónima ha buscado recursos de financiación a corto plazo a través del crédito de proveedores, o sea, mediante cierta dilación en el pago de las facturas correspondientes, mecanismo que, aunque represente una solución de emergencia, entorpece el desenvolvimiento económico. La debilidad del mercado de valores influye considerablemente en esta tendencia negativa. No puede negarse que, grosso modo, nuestro mercado de valores ha cumplido su función de circulación, o sea, la de garantizar una liquidez secundaria para las acciones y valores en él inscritas. Pero su función de financiación no la ha podido realizar a cabalidad. Son varios los casos que se han presentado de empresas que no han podido colocar nuevas emisiones de acciones y han tenido que recurrir a la emisión de papeles de renta fija. Ello se debe a que los dividendos pagados por las sociedades anónimas a sus accionistas no son deducibles para efectos del impuesto de la renta, así como a los problemas anotados anteriormente sobre la competencia, muchas veces discriminatoria, para las acciones en el mercado de capitales.

Según las recientes estadísticas, sólo el 7% de las sociedades anónimas se encuentra inscrito en la Bolsa de Bogotá, lo cual tiene su explicación en el hecho de que si por factores externos dicho mercado no es lo suficientemente eficiente para captar nuevos recursos financieros, las sociedades poco interés tienen en estar inscritas. Todos los tratadistas concuerdan en recalcar la necesidad de que el capital social de las empresas sea más democrático y que a través de las bolsas de valores se lleve a cabo una función indispensable de información al inversionista y control indirecto a la sociedad anónima.

Debemos recordar, por ejemplo, que en la Gran Bretaña se encuentran inscritas más de 5.000 sociedades en la Bolsa, frente a 136 en Colombia. Como índice de la eficiencia o estrechez del mercado bursátil se suele tomar en las comparaciones internacionales la relación existente entre el producto nacional bruto y el valor bursátil de las acciones inscritas en bolsa. Mientras que en la Gran Bretaña dicho valor bursátil representa el 140% del producto nacional bruto, en Holanda el 75%, en Suiza el 70%, en Bélgica el 40%, en España el 40%, en Colombia sólo llega al 12%, proporción que fue del 16% en 1957 y se ha mantenido prácticamente estática. Ello significa que el crecimiento

³¹ Mohr, Hermann J., op. cit., pág. 202.

del mercado bursátil no ha tenido el mismo ritmo de incremento que el de toda la economía.

Todo indica que esta debilidad del mercado de valores, así como la descapitalización relativa de la sociedad anónima, tienen parcialmente su explicación en la competencia de otros instrumentos dentro del mercado de capitales. Mientras que el capital pagado de las sociedades anónimas tuvo entre 1950 y 1971 un crecimiento del 466%, el patrimonio de las mismas del 635% y el capital pagado de las sociedades inscritas en la Bolsa de Bogotá del 516%, durante el mismo período la deuda pública interna, representada en documentos al portador y títulos creció en un 2.668%, las cédulas hipotecarias del Banco Central Hipotecario en un 6.882% y los bonos de deuda pública en un 1.579% aproximadamente.

En otras palabras, las emisiones gubernamentales exentas de impuestos han mermado las posibilidades de financiación de la sociedad anónima, cuyos títulos-valores (acciones, bonos industriales) sí están sujetos, y en gran proporción, al pago de impuestos.

Esta tendencia se refleja también en la composición porcentual de las transacciones bursátiles, aunque es necesario tener cuidado en las comparaciones anuales, debido a que algunos papeles de renta fija, emitidos por el gobierno o instituciones paraestatales han sido retirados del mercado bursátil. En promedio, durante los últimos diez años las acciones representan el 60% de las transacciones bursátiles con una tendencia hacia la baja, porque en 1971 ellas sólo representaron el 47.1% y en 1972 el 28.6%, pese a que con la promulgación de la Ley 6a. se ha registrado cierta recuperación, llegando a un 35.6% en el primer trimestre de este año.

El Brasil ofrece un ejemplo ilustrativo sobre la incidencia de los estímulos estatales en la capitalización empresarial. Hasta 1965, año en el cual se expidió la Ley sobre Mercado de Capitales, las acciones en la Bolsa de Río apenas representaban un 65% de las transacciones bursátiles y un 18% en la de San Pablo. En 1969, las transacciones en acciones en las bolsas de Río, San Pablo y Belo Horizonte representaron casi el 80% del total negociado.

Para que el mercado de valores pueda cumplir su función de financiación e información es necesario, por lo tanto, que el gobierno tome ciertas medidas. Además de las ya mencionadas, serían importantes las siguientes:

- a) Estímulos para lograr la *apertura* del capital de las sociedades anónimas, siguiendo el ejemplo brasileño;
- b) Ampliar la información ofrecida a los accionistas por las sociedades anónimas mediante la expedición de normas uniformes, primordialmente sobre balances consolidados, con el fin de que los informes anuales permitan un mejor análisis financiero y económico.

Finalmente, consideramos de suma importancia revivir la función de los fondos de inversión como vehículos canalizadores de capital hacia la sociedad anónima, pero no mediante la creación de una nueva institución gubernamental —con su acentuada tendencia a la burocracia y falta de agilidad— según está previsto en el proyecto de ley sobre el Fondo Nacional de Inversiones, sino fortaleciendo los fondos ya existentes o que se organicen en el futuro, es decir, permitiéndoles a los contribuyentes capitalizar sustitutivamente hasta un 10% de sus impuestos sobre la renta y complementarios mediante la inversión en unidades de los fondos, con un período muerto de 2 ó 3 años.

Quizás uno de los factores que han engendrado el debilitamiento de nuestro mercado de capitales radique en la ausencia de los llamados inversionistas institucionales. A pesar de que la financiación de la revolución industrial en los países desarrollados se llevó a cabo, primordialmente, a través de la inversión personal en acciones y valores de renta fija, siendo muy común hasta hace poco el fenómeno del *rentista* quien obtenía gran parte de sus ingresos de los dividendos y cupones, hoy día los intermediarios financieros

juegan el principal papel en el proceso financiero. Naturalmente, los recursos captados por ellos a través del llamado ahorro contractual (seguros de vida, seguros de pensión, contratos de capitalización, unidades de inversión, certificados *leasing*, etc.) provienen también del sector familiar y personal, de tal modo que sus inversiones en el mercado de capitales están alimentadas, a fin de cuentas, por el mismo sector económico.

Desafortunadamente, en Colombia este sector de inversionistas institucionales juega un papel muy secundario en la financiación empresarial por varios motivos. En primer término, la institución de las inversiones forzosas limita la disponibilidad de recursos de estos intermediarios financieros. Como es sabido, mediante este sistema de financiación gubernamental se han congelado e inmovilizado recursos cercanos a los \$10.000 millones, los cuales, por sus características de rentabilidad y liquidez no tienen mercado adecuado. En segundo lugar, ante la ausencia de estímulos, el ahorro contractual todavía no ha alcanzado niveles importantes; y por último, por disposiciones legales, la banca comercial se halla al margen del mercado de capitales.

Sería tal vez interesante la creación, como departamento adjunto, de secciones de inversión en los bancos comerciales, las cuales tendrían la función de bancos de inversión. Ello haría posible las operaciones de *underwriting*, mecanismo inexistente en nuestro país y el cual es muy utilizado en las naciones desarrolladas para la colocación de nuevas emisiones de valores de renta fija y variable. Asimismo, si a la banca comercial se le permitiese invertir una parte de sus recursos en acciones y títulos-valores diferentes de los de la inversión forzosa, se podría fortalecer el mercado de capitales y simultáneamente hacer viables las operaciones del banco emisor en el mercado abierto con fines de regulación monetaria. Aunque el nuevo Código de Comercio trajo claridad acerca de los aspectos legales sobre la fiducia, desafortunadamente la cuestión tributaria sigue tan confusa como antes, al no haberse esclarecido todavía quién es el sujeto tributario.

Bien conocida es la importancia que tiene la institución anglosajona de *trust* o fiducia en el mercado de capitales de los Estados Unidos, porque ella permite una administración por parte de los bancos, en vida o en caso de muerte, de patrimonios importantes, por ejemplo, de los llamados fondos privados de pensión³², cuyos recursos administrados en esta forma superaban, en 1961, los US\$55.300 millones, gran parte de los cuales se encuentran invertidos en acciones.

Respecto a la promoción de nuevas sociedades industriales, hasta el momento el papel desempeñado por las corporaciones financieras no ha sido suficiente, debido a algunos problemas en la captación de recursos. Internacionalmente, la función de las corporaciones financieras o bancos de fomento radica en rotar sus fondos, es decir, en financiar la constitución de nuevas empresas suscribiendo acciones, para colocar estas, más tarde, en el mercado de capitales e invertir los fondos así liberados en nuevas empresas. Quizás uno de los problemas que existen para la rotación de dichos fondos estriba en el obstáculo, ya mencionado, de que nuestra legislación tributaria no permite el arrastre de pérdidas. Es lógico que una corporación financiera no esté interesada en vender sus acciones de una empresa fomentada por ella a partir del momento en que comienza a resarcirse de las pérdidas iniciales; además, la ausencia casi total de inversionistas institucionales dificulta la aplicación de este principio.

Con el fin de facilitar la financiación del capital fijo sería importante también que las instancias gubernamentales le abran el camino a las operaciones *leasing*, permitiendo que los certificados *leasing* sean adquiridos por los fondos de inversión y otros inter-

³² Ver: Pieschacón, Camilo, "El Desarrollo de los Fondos Privados de Pensión en los Estados Unidos, Un Seguro Social con base en la Economía Privada", en: *Revista Española de Seguros* No. 176, Madrid, 1964; versión alemana en: *Versicherungswirtschaft*, No. 2, Karlsruhe, 1964.

mediarios financieros. Más o menos el 10% de las inversiones brutas en los Estados Unidos son financiados mediante la modalidad *leasing*.

Finalmente, ante las dificultades que poseen la mediana y pequeña industria para financiarse en el mercado de capitales colocando sus acciones, parece recomendable introducir en nuestro mecanismo financiero los llamados certificados de participación, así como la creación de *pools* para el mismo fin.

VIII. Conclusiones y recomendaciones

La sociedad anónima colombiana registra un proceso de descapitalización, no pudiendo cumplir así su función dinámica en la actividad productiva. Las principales causas de este fenómeno son:

- Un sistema de depreciaciones obsoleto con base en el costo histórico;
- Disminución de su capacidad para generar recursos propios y utilidades;
- Situación competitiva desfavorable de las acciones en los mercados de valores, a raíz de las exenciones tributarias para otros papeles;
- Escasos estímulos para la financiación interna por medio de utilidades retenidas;
- Debilidad del mercado bursátil a causa de la ausencia de inversionistas institucionales y la existencia de tasas de interés más atractivas para otras formas de ahorro;
- Carencia de una banca de inversión, así como de un sistema operacional de fiducia o fideicomiso;
- Ausencia de otros sistemas de financiación, tales como los certificados de participación, los certificados *leasing*, las operaciones de *underwriting*, etc.

Con el fin de eliminar los obstáculos que impiden la capitalización de nuestra sociedad anónima y dotar a nuestro mercado bursátil de condiciones que aumenten su eficiencia, presentamos las siguientes recomendaciones:

1. Peticiones a la empresa privada

- Ofrecer a sus accionistas mejor y más oportuna información sobre la marcha de sus negocios.
- Acordar un código de normas uniformes para la presentación de los estados financieros.
- Publicar balances consolidados que incluyan las empresas filiales.
- Comunicar oportunamente a las bolsas de valores sobre las emisiones de acciones que se decreten, con el fin de garantizar claridad en el mercado.
- Evitar que las asambleas de accionistas adopten determinaciones sobre dividendos, suscripciones, etc., con retroactividad, las cuales pueden lesionar intereses de los inversionistas.
- Establecer planes que permitan a los empleados vincularse como accionistas de su empresa.
- Agilizar los procedimientos de traspaso de acciones.
- Aplicar, siempre que sea posible, la depreciación acelerada que autoriza la ley.
- Mantener las políticas de austeridad en los gastos y los objetivos de elevada eficiencia que deben caracterizar la actividad empresarial.

2. Peticiones al Gobierno

Modificación del sistema actual de depreciaciones.

- Fomento de la autofinanciación a través de utilidades retenidas y, simultáneamente, del mercado de capitales para colocación de acciones.
- Autorización a las empresas para que puedan destinar hasta un 20% de las utilidades, exentas de impuestos, a programas de ensanche.
- Establecimiento de normas que permitan el arrastre de pérdidas de un ejercicio a otras posteriores.
- Estímulos para los inversionistas institucionales y creación de secciones de inversión en los bancos comerciales, con el fin de permitir las operaciones de *underwriting*.
- Equiparación de la acción en sus cargas tributarias con otros títulos-valores y certificados.
- Implantación de instrumentos adicionales de financiación.
- Medidas de estímulo encaminadas a promover la apertura del capital social de las empresas.
- Establecimiento de ventajas tributarias para los suscriptores de nuevas emisiones de acciones.

Para finalizar queremos recordar la frase expresada en el Informe Musgrave, la cual resume toda una filosofía. Ella reza: “La forma de sociedad anónima representa un instrumento importante de movilización de capital y talento organizativo para los fines de desarrollo económico”.³³

³³ Bases para una Reforma Tributaria en Colombia, op. cit., pág. 104.

Capítulo 4

LAS TASAS DE INTERES EN COLOMBIA —PERSPECTIVA GENERAL—

Hernando Gómez Otáiora
Fernando Pardo Vargas

I. Introducción

1. *Objetivos del estudio*

Este estudio tiene por objeto describir y analizar, en forma general, la estructura de tasas de interés para ahorro y préstamo en Colombia, con énfasis en los desarrollos posteriores al Simposio sobre el Mercado de Capitales (marzo de 1971), y presentar algunas sugerencias acerca de la política que puede adelantarse en este campo.

Según se indica en el numeral siguiente, los efectos de la tasa de interés son múltiples; de ellos se examinarán los de carácter financiero que son directos; los indirectos, que afectan factores reales de la economía, serán objeto de simple referencia.

2. *Importancia del tema y limitaciones del estudio*

Prácticamente todos los aspectos de la economía se relacionan con la tasa de interés. Ella influye sobre la distribución de los recursos financieros, la estructura del mercado de capitales, y posiblemente sobre el monto total del ahorro interno; tiene incidencia sobre la demanda de crédito, las operaciones bancarias y las del Banco de la República, y afecta la balanza de pagos y la situación fiscal.

Además, la tasa de interés tiene efectos indirectos sobre la inversión, el producto nacional, el empleo, la distribución del ingreso y la combinación de los factores de la producción.

Las circunstancias mencionadas destacan la importancia del tema. Sin embargo, su análisis en Colombia no ha sido sistemático, hasta época reciente. Ello se explica porque las dificultades de balanza de pagos y la necesidad de regular el circulante, a través de medidas a corto plazo, concentraron por mucho tiempo la atención de las autoridades monetarias y de los estudiosos de los problemas nacionales, relegando a un segundo plano el tema de la tasa de interés.

Solucionados, al menos parcialmente, tan apremiantes problemas, surgió en los últimos años atención creciente por la tasa de interés. La importancia de analizar su efecto sobre el ahorro total y sobre la distribución de los recursos financieros se hizo patente

a raíz del aumento del interés de las cédulas hipotecarias (1968), de la aparición de los certificados de abono tributario —CAT— (1967), de las vicisitudes recientes de la bolsa de valores, del crecimiento del mercado extrabancario y de la elevación, el año pasado, de la tasa de interés sobre los depósitos de ahorro.

La Junta Monetaria, el Departamento Nacional de Planeación y profesionales nacionales y extranjeros han iniciado el análisis del tema¹, estimulados por recientes desarrollos institucionales, entre los cuales se destacan el nuevo sistema de ahorro y vivienda y la creación del Fondo Financiero Agropecuario. Han advertido también, la conveniencia de utilizar la tasa de interés como instrumento de regulación monetaria para complementar los mecanismos tradicionales del encaje y de los límites al crecimiento de las colocaciones del sistema bancario.

Empero, los estudios realizados distan mucho de ser completos y sus conclusiones deben considerarse como preliminares. Para adelantarlos existe una doble dificultad: en el campo teórico, se discute el efecto de la tasa de interés sobre el total del ahorro nacional, existiendo opiniones divergentes en la materia, sin que hasta ahora se haya llegado a una conclusión final².

En el terreno empírico, son pocos los estudios sobre tasas de interés en países en proceso de desarrollo³. En el caso colombiano el examen se dificulta, pues las estadísticas de ahorro son precarias y tardías, no obstante el avance logrado con los estudios sobre flujo de fondos financieros⁴. A lo anterior se suma la dificultad de estimar el comportamiento del ahorro y de la distribución de los recursos financieros en 1972 y proyectarlos para 1973, dada la fecha reciente del incremento de la tasa de interés sobre cuentas de ahorros y del funcionamiento de las corporaciones de ahorro y vivienda. Estas circunstancias impiden despejar plenamente cuestiones de tanta importancia, como el efecto de un aumento de la tasa de interés en el monto total del ahorro y en su distribución.

Por las razones anotadas, el presente estudio debe considerarse como una primera aproximación al tema y sus conclusiones no son definitivas. Un análisis final podrá hacerse cuando se disponga de las cifras financieras y monetarias de 1972 y de 1973, y luego de que se haya aclarado la validez de las metodologías empleadas para calcular varias cuentas del ahorro, especialmente las del ahorro personal y las de reservas para depreciación.

3. Temas materia de análisis

Para mayor claridad, conviene distinguir entre las tasas de interés sobre ahorros y sobre préstamos; existen, sin embargo, algunos aspectos de carácter general que conviene examinar previamente, y que reflejan la unidad esencial del tema de tasas de interés; además, es útil un resumen final de recomendaciones. En consecuencia, la exposición se ha dividido en cuatro partes:

¹ Isaza, Prieto, Gómez, "Algunos Aspectos de la Tasa de Interés en Colombia", *Revista del Banco de la República*, agosto de 1972, pág. 1374 y ss. Hanson, J., *Estimación del Ahorro Familiar en Colombia*, mimeógrafo, Bogotá, 1973. De Pombo, Joaquín, "Algunos Aspectos del Mercado Libre de Dinero en Colombia", *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1972, pág. 1574 y ss.

² Ackley, Gardner, *Teoría Macroeconómica*, Méjico, 1961, pág. 222.

³ Chandavarkar, Anand G., "Some Aspects of Interest Rate Policies in Less Developed Economies", *International Monetary Fund, Staff Papers*, Washington, marzo de 1971, pág. 48 y ss.

⁴ Schlesinger, Daniel y Gómez, Armando, *Análisis Preliminar de las Cuentas de Flujos de Fondos Financieros en la Economía Colombiana (1962-1969)*, Banco de la República, Bogotá, 1971 y actualizaciones.

- Consideraciones generales.
- Tasas de interés sobre ahorros
- Tasas de interés sobre préstamos, inclusive el efecto de las operaciones de redescuento del Banco de la República.
- Resumen de recomendaciones.

II. Consideraciones generales

1. Inoperancia del mercado

En términos generales, puede afirmarse que las tasas de interés en Colombia no resultan del libre juego de la oferta y de la demanda por dinero y por otros activos financieros. Siempre ha existido una intervención del Estado, más o menos acentuada, en el señalamiento, directo o indirecto, de las tasas de interés.

En los años 30 se rebajó por decreto de estado de sitio la tasa de interés de las deudas, para hacer frente a la gran depresión⁵. Posteriormente, la intervención del Estado se ha agudizado a través del establecimiento de numerosas tasas para ahorro y préstamo, únicas o máximas, mediante regímenes de inversiones forzosas y de porcentajes requeridos de cartera de fomento; y por la vía de subsidios, en la forma de exenciones tributarias o de redescuentos del Banco de la República.

La intervención del Estado en materia de tasas de interés ha buscado en ocasiones limitarlas y en otras influir sobre la distribución de los recursos financieros. En la limitación de las tasas se ha visto un interés social y se ha considerado que el fomento de determinadas actividades depende de un bajo nivel de las mismas. Al utilizar la tasa como instrumento de distribución de recursos se procuró inicialmente financiar, a bajo costo, determinadas entidades públicas o semipúblicas y más recientemente, dar respaldo financiero a un plan de desarrollo basado en la construcción de viviendas.

Pero la inoperancia del mercado para la formación de la tasa de interés no ha obedecido solamente a la acción estatal. Desde hace años se estableció la norma de que las tasas de interés sobre ahorros y sobre depósitos a término deberían ser el resultado de acuerdos interbancarios, aprobados por la Superintendencia Bancaria⁶. Más recientemente, los fondos de inversión presionaron al alza de cotización de las acciones de la bolsa, dentro de un mercado reducido e imperfecto⁷.

2. Características de las tasas de interés en Colombia

La general inoperancia de los mecanismos del mercado para determinar las tasas de interés ha imprimido ciertas características muy definidas a su estructura general. Aunque algunas de ellas se han atenuado, en ciertos casos, como resultado de medidas adoptadas en los últimos años, el panorama se mantiene inalterado en su conjunto, destacándose los siguientes rasgos principales:

⁵ Estas y otras normas complementarias se discuten en la sentencia de la Corte Suprema de Justicia, motivada por la acción pública de inconstitucionalidad que contra ellas iniciaron José Arturo Andrade y otros, siendo declaradas exequibles, con base en una interpretación de la presunta voluntad de las partes y por aplicación de la "teoría de la base del negocio jurídico" (Sala Plena 25 de febrero de 1937, 44 G J 613).

⁶ Ley 16 de 1936, artículo 5o.

⁷ Cuadro 4.6

CUADRO 4.1 - TASAS DE INTERES DE ALGUNOS ACTIVOS FINANCIEROS 1973

Activo financiero	Tasas nominales	Tasa efectiva ¹	Tasa comparable ²	Tasa real 1973 ³	Tasa real 1958 - 1973 ⁴
1. Depósitos de ahorro ⁵	8.0 - 8.5	7.0	7.8	- 17.2	- 3.8
2. Depósitos a término: a) 6-24 meses	8.0 - 8.5	8.9	12.7	- 12.3	1.1
b) 3 meses y término indefinido	8.0 - 8.5	8.9	12.7	- 12.3	1.1
3. Certificados de depósitos a término:					
a) 30-90 días	5.0	5.0	5.0	- 20.0	- 6.6
b) 91-179 días	7.0	7.0	7.0	- 18.0	- 4.6
c) 180 días o más	13.0	13.0	13.0	- 12.0	1.4
4. Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda ⁶					
a) Cuentas de ahorro	5.0	26.4	35.3	10.3	10.3
b) Certificados	5.5	27.0	35.9	10.9	10.8
5. Cédulas hipotecarias BCH	9.5	11.5	16.4	- 8.6	4.8
6. Bonos de deuda pública					
a) Desarrollo económico clase "B" ⁷	15.0	15.8	22.6	n.a.	5.7
b) Bonos Ley 21, 1963	8.0	8.2	13.7	- 11.3	2.1
7. Bonos de empresa privada					
a) Bonos de fomento corporaciones financieras	16.0	18.0	18.0	- 7.0	6.4
b) Coltejer	21.0	20.2	20.2	- 5.8	8.6
8. Certificados de abono tributario ⁸					
a) 3 meses	18.3	18.3	26.1	1.1	14.5
b) 6 meses	19.1	19.1	27.3	2.3	15.7
9. Acciones (Bolsa de Bogotá) ⁹					
a) Industriales con valorización	27.8	27.8	27.8	2.8	16.2
b) Industriales sin valorización	13.5	13.5	13.5	- 11.5	1.9
c) Financieras con valorización	26.2	26.2	26.2	1.2	14.6
d) Financieras sin valorización	14.6	14.6	14.6	- 10.4	3.0
10. Mercado extrabancario					
a) Institucional		21.0	21.0	- 4.0	9.4
b) No institucional		24.0	24.0	- 1.0	12.4

Fuente: Banco de la República, XLIX Informe del Gerente de la Junta Directiva, Bogotá, 1972, y cálculos de Fedesarrollo.

¹Calculado teniendo en cuenta la tasa de interés nominal, descuentos, períodos de pago, capitalización, etc., sin incluir exención tributaria.

²Incluye la exención tributaria. Se asignó una tasa marginal de tributación de 10% para ahorros; de 30% para cédulas, bonos y UPAC, y de 40% para los bonos Ley 21 de 1963. La fórmula aplicada fué:

$$tc = \frac{te}{1 - tm} \quad \text{donde}$$

tc = Tasa comparable

te = Tasa efectiva

tm = Tasa marginal de tributación.

³Se supuso una tasa de inflación de 25% para 1973.

⁴Se calculó una tasa de inflación promedio anual de 11.6% para este período.

⁵Teniendo en cuenta los saldos mínimos trimestrales superiores a \$4.99

$$tc = ti \frac{I_0 + I_1}{2} + \frac{A}{1 - tm} \quad \text{donde:}$$

tc = Tasa comparable

ti = Tasa nominal

I₀ = Inversión inicial

I₁ = Inversión final

A = Ajuste por inflación

tm = Tasa marginal de tributación

Ajuste calculado según metodología vigente (ajuste por inflación con base en doce meses anteriores).

⁷Tiene en cuenta reciente aumento de la tasa nominal de 11% a 15%.

⁸Rendimiento anual proyectado linealmente sobre valor a la par, según cotizaciones promedio en diciembre de cada año.

⁹Datos hasta agosto de 1973, según cálculos del Banco de la República, Investigaciones Económicas.

A. Variedad y dispersión

La primera y más saliente característica de las tasas de interés en Colombia es su gran variedad y dispersión. Según se verá más adelante, en materia de ahorro existen no menos de quince tasas comparables principales que oscilan entre el 5% y el 36%⁸; para préstamos rigen más de cuarenta y cinco, dentro de márgenes que van desde el 10% hasta el 30%⁹.

Algunas medidas de los últimos años han buscado disminuir la gran distancia que media entre las varias tasas de interés. En materia de ahorros, se aumentó la tasa nominal de las cédulas hipotecarias, de los bonos de desarrollo económico, de los certificados de depósitos a término y de los depósitos de ahorro¹⁰.

En los préstamos ha habido modificaciones de las tasas de interés para casos muy específicos, como el Fondo para Inversiones Privadas —FIP— y el Fondo Financiero Industrial —FFI—¹¹.

Dichas medidas, sin embargo, han sido parciales y generalmente insuficientes para colmar la brecha. Además, no siempre se ha avanzado en el sentido de reducir el número de las tasas de interés y de acortar su distancia. El rendimiento de las unidades de poder adquisitivo constante —UPAC— excede en mucho a las demás tasas de interés¹², y las recientes disposiciones de la Junta Monetaria sobre operaciones del Fondo Financiero Agropecuario inmoderadamente el número de tasas vigentes para préstamos y descuentos¹³.

La multiplicidad y distancia de las tasas de interés es consecuencia natural de la fijación de gran número de ellas por el Estado, generalmente sin un análisis global, ni un estudio detenido, sino con criterio coyuntural y casuístico. También han influido las exenciones tributarias, que incrementan la tasa comparable de rendimiento de algunos activos financieros y que, además, varían según el nivel de tributación en que se encuentre cada tenedor. Finalmente, ha contribuido el redescuento, con su multiplicidad de tasas y porcentajes.

El gran número y diferencia de las tasas de interés produce efectos muy importantes sobre la distribución de los recursos financieros, y por ende, sobre la estructura de la producción, favoreciendo a determinados sectores, en detrimento de otros. No es claro que este sistema de asignación de recursos, hecho unilateralmente por el Estado, sea mejor que el que podría resultar de la acción del mercado, con una necesaria, pero no excesiva, intervención del Estado.

Otro defecto de la situación actual es su repercusión negativa sobre la distribución del ingreso. Como se analizará posteriormente, las tasas menores de interés precisamente corresponden a las formas de ahorro más utilizadas por gentes de menores ingresos, en tanto que las más elevadas benefician a quienes perciben ingresos superiores.

Finalmente, la multiplicidad y distancia de las tasas de interés propicia operaciones especulativas a través de préstamos que se obtienen a bajo interés y se colocan luego a tasas mayores.

⁸ Infra III.3 y cuadro 4.1

⁹ Infra IV.2 y cuadros 4.2 y 4.17

¹⁰ Infra, III.

¹¹ Infra, IV

¹² Cuadro 4.1

¹³ Infra, IV.2.B

CUADRO 4.2 – TASAS DE INTERES Y REDESCUENTO DE ALGUNOS TIPOS DE PRESTAMOS

	Tipo de préstamo	Tasa de interés nominal	Tasa de redescuento
1.	Crédito ordinario	14.0	13.0
2.	Crédito sección de ahorros	18.0	—
3.	Capital de trabajo industria, Res. 9/73	14.0	11.0
4.	Crédito Agropecuario Ley 26/59	10.0 – 14.5	7.0 – 11.5
5.	Almacenes Generales de Depósito-Bonos de prenda	10.0	6.0
	Otros bonos	14.0	13.0
6.	Fomento económico Decreto 384/50	14.0	10.0 – 12.0
7.	Crédito popular e industrial Decreto 1790/60	14.0	12.0
8.	Fondo de Inversiones Privadas – FIP		
	Préstamos Industriales Recursos BID – KFW – AID	15.5 – 18.0	12.5 – 15.0
	Recursos F N C B	19.0	17.0
	Fomento Cacaotero	12.0 – 18.0	9.0 – 15.0
	Palma Africana	12.5 – 14.5	9.5 – 11.5
9.	Fondo Financiero Industrial FFI		
	Capital de trabajo y asistencia técnica	14.0 – 16.0	11.0 – 13.0
	Ventas bienes de capital a entidades oficiales	16.0 – 19.0	13.0 – 16.0
10.	Fondo Financiero Agropecuario – FFA	13.0	7.0
11.	Fondo Financiero Desarrollo Urbano – FFDU	14.0 – 15.0	12.0 – 13.0
12.	Fondo Contratistas de Obras Públicas	14.0	11.0
13.	Fondo de Promoción de Exportaciones	10.0 – 18.0	—
14.	Línea BIRF		
	Línea 451 – CO	14.5	9.0
	Líneas 534 – CO y 625 – CO	18.0	15.0
	Línea 742 – CO	18.75	15.75
	Línea 842 – CO	19.0	16.0
15.	Ventas a plazo vehículos servicio público	15.0	—
16.	Ventas a plazo del comercio	24.0	
17.	Tarjetas de crédito	18.0	
18.	Préstamos del mercado extrabancario ¹	24.0 – 30.0	
19.	UPAC ²	24.4 – 25.4	

Fuente: Junta Monetaria

¹ De Pombo, Joaquín, "Algunos aspectos del mercado libre de dinero", *Revista del Banco de la República*, septiembre 1972, pp. 1574-15.98

² Cálculo sobre inflación promedio de 11.6% para el período 1958-1973. Para 1973 el resultado daría 29.0-30.0. Equivale a la tasa efectiva de rendimiento de UPAC más 3 puntos para constructores y 2.5 puntos para préstamos individuales.

B. Falta de flexibilidad

Otra característica del sistema de tasas de interés en Colombia es su falta de flexibilidad. Las tasas fijadas por el gobierno no se revisan periódicamente, teniendo en cuenta las variaciones de la economía interna y de la situación internacional. Es conocido el hecho de que, normalmente, la respuesta del Estado a los cambios de situaciones es lenta. A ello se suman, en el caso colombiano, restricciones de carácter político e institucional. Existe la opinión generalizada de que un aumento de las tasas de interés afecta el nivel general de precios, y desestimula la producción de los sectores subsidiados. Al mismo tiempo, el régimen de inversiones forzosas, en papeles de bajo rendimiento, dificulta el manejo de las tasas de interés sobre ahorro. Por último, se teme que el aumento de éstas, dentro de un marco financiero poco flexible, afecte la situación de las

instituciones que han colocado recursos a una tasa menor. Esta reflexión se hace generalmente en el caso del Banco Central Hipotecario y del Instituto de Crédito Territorial.

Al lado de la poca flexibilidad de las tasas de interés, surgida de su fijación por el Estado, se encuentra la inflexibilidad originada en el mantenimiento de cotizaciones rígidas para muchos papeles de renta fija. Así, por ejemplo, la de las cédulas hipotecarias se ha mantenido en el 86% durante muchos años, y la de los bonos de desarrollo económico en el 95%. Se ha temido que un cambio en la cotización disminuya la confianza en los papeles y ocasione pérdidas injustas para sus tenedores.

Recientemente, los efectos negativos de la falta de flexibilidad de la tasa de interés se han visto agravados por el ritmo creciente de inflación, que disminuye y aún hace negativo el rendimiento de numerosos documentos de inversión¹⁴ y la tasa de interés de los préstamos¹⁵.

Con el propósito de rectificar la situación descrita, se estableció, el año pasado, el sistema de ahorro y préstamo para vivienda en unidades de poder adquisitivo constante —UPAC— cuyo valor se ajusta diariamente en función del crecimiento promedio de los índices de precios durante los 12 meses anteriores. Si bien este mecanismo da mayor flexibilidad a la tasa de interés, presenta desventajas que lo hacen desaconsejable, las cuales serán motivo de análisis posterior, al examinar las mencionadas unidades¹⁶.

Para dar mayor flexibilidad a la tasa de interés, parece preferible permitir que responda más espontáneamente al mercado, disminuyendo el número de tasas señaladas por el Estado y permitiendo que la cotización de los papeles de renta fija oscile, dentro de márgenes razonables. Además, se debe evitar que las tasas únicas o máximas, determinadas por el gobierno, permanezcan sin revisión durante largos períodos de tiempo, como hoy ocurre.

Dicha vía es más adecuada para países con ritmo moderado de inflación; la corrección monetaria es medida extrema, para situaciones de hiperinflación, a las cuales ojalá no llegue Colombia.

C. Bajo nivel de las tasas de interés respecto al nivel de equilibrio.

Dadas las restricciones institucionales de que se ha dado cuenta en los numerales anteriores, es extremadamente difícil estimar cuál podría ser una tasa de interés de equilibrio. Existen, sin embargo, algunos indicadores que pueden contribuir a aclarar el problema, al menos parcialmente.

Los bonos de algunas empresas industriales, los ahorros del mercado extrabancario denominado *institucional* y los certificados de abono tributario —CAT—¹⁷ se negocian con bastante libertad en el mercado, su colocación ha sido exitosa, y no obstante el aumento de los que están en circulación, especialmente de los CAT, mantienen, una cotización estable. Ello parece indicar que su rendimiento comparable, del 20.2% al 27.3%, corresponde a un margen de equilibrio, dentro del marco de restricciones institucionales a que están sujetas otras formas de ahorro y los préstamos; posiblemente, si estas no existieran, la tasa efectiva de los documentos en cuestión sería algo menor.

Con la salvedad anotada, puede afirmarse que actualmente la tasa de interés de equilibrio se halla alrededor del 23% anual. Esta, desde luego, es una estimación provisional y tentativa, que debe considerarse como simple aproximación al problema y más que

¹⁴ Infra, III.3

¹⁵ Infra, IV.2

¹⁶ Infra, III.3.D.

¹⁷ Infra, III.3

todo como un orden de magnitud. Median, sin embargo, circunstancias que tienden a darle cierta solidez.

Si se tiene en cuenta el porcentaje promedio de inflación de los últimos 15 años, calculado en 11.6% anual, según ya se indicó, la tasa del 23% resulta casi exactamente comparable con la de 11% en que se ha estimado el rendimiento real del capital en Colombia, para efectos de cuantificar el costo de oportunidad de los recursos fiscales¹⁸.

La tasa del 23% anual, corresponde al promedio ponderado que en principio se calculó para los activos financieros con rendimiento real positivo¹⁹.

De otra parte, ella guarda relación con el costo del capital en los mercados internacionales. Hoy ese costo es del 11%, aproximadamente²⁰, más las comisiones bancarias, que pueden elevarlo a un mínimo de 13%; al mismo tiempo, la tasa de devaluación del peso puede estimarse en 8% anual, para un costo total de 21%.

Finalmente, el porcentaje normal de utilidades remesables al exterior, sobre el valor en moneda extranjera de inversiones foráneas, es de 14%, que sumado a la tasa de devaluación (8%), da una tasa total de 22%, aproximadamente.

Si se toma 23% como aproximación al nivel de equilibrio, un gran número de las tasas de interés vigentes en Colombia resultan inferiores. Tal es el caso de los depósitos de ahorro y a término, las cédulas hipotecarias, los préstamos ordinarios de los bancos, los préstamos de fomento agrario, los bonos de prenda y los créditos para la venta a plazos de vehículos de servicio público.

La baja tasa de interés que caracteriza a muchas formas de ahorro y préstamo produce efectos inconvenientes.

Es posible que niveles demasiado bajos de interés, especialmente si son negativos, desestimulen el ahorro. Además, como las tasas inferiores corresponden a formas de ahorro generalmente utilizadas por gentes de menores ingresos, como los depósitos de ahorro, se agrava la mala distribución del ingreso²¹.

En materia de préstamos, las bajas tasas de interés propician una estructura económica capital-intensiva, a nivel general y a nivel de empresa, lo cual resulta contradictorio y nocivo, ya que en el país el capital es recurso escaso y el trabajo es abundante.

Las tasas artificialmente bajas para los préstamos bancarios estimulan la demanda por crédito, dificultando el manejo monetario y favoreciendo a quienes tienen mayor acceso al crédito de los bancos, por mantener mayores depósitos o efectuar más operaciones de cambio exterior, colocando en desventaja a los pequeños prestatarios²². También aquí se presenta un efecto regresivo sobre la distribución del ingreso.

La disponibilidad de recursos de crédito bancario a bajo costo puede dar lugar a cuantiosas utilidades, mediante la simple inversión de dichos recursos obtenidos en activos de alto rendimiento, sin que medie capacidad empresarial, trabajo, ni organización, sino la simple posibilidad de acceso al crédito bancario. Esta situación da lugar a transferencias de recursos de crédito hacia sectores distintos de aquellos a los cuales deben orientarse y pueden ocasionar descapitalización de éstos, según se indicará más adelante²³.

¹⁸ Harberger, A., "La Tasa de Rendimiento del Capital en Colombia", *Revista de Planeación y Desarrollo*, Vol. 1 No. 3, págs. 21-22.

¹⁹ *Infra* III.3.B. a III.3.D.

²⁰ Cuadro 4.16

²¹ *Infra*, III.3.A.

²² *Infra*, IV.2

²³ *Infra*, IV.2.B

Por último, las bajas tasas de interés en el mercado institucional fomentan el crecimiento del mercado extrabancario, el cual presenta, entre otros, estos inconvenientes: eleva la tasa de interés por encima de su nivel de equilibrio, desestimulando la inversión y presionando costos y precios; dificulta el encauzamiento de los recursos financieros hacia los fines que se consideren prioritarios para la economía nacional, propiciando, a veces, operaciones especulativas; disminuye las posibilidades de un adecuado manejo monetario, por parte de las autoridades del ramo.

En consecuencia, desde el punto de vista económico es por lo menos dudosa la conveniencia de tasas de interés para préstamos inferiores al nivel de equilibrio, es decir, subsidiadas. Ellas solamente se justifican en casos especiales, por claros motivos de orden social, como la dotación de vivienda popular, a que más adelante se hará referencia²⁴.

Hernán Avendaño Caus

D. Subsidios

Otra característica de las tasas de interés en Colombia es el tradicional empleo de subsidios. Las tasas sobre ahorros están frecuentemente subsidiadas a través de exenciones tributarias, para elevar su rendimiento y por considerar que la ausencia de tributación constituye, *per se*, un atractivo para el ahorrador. Así se ha procurado compensar el bajo interés nominal de algunos activos financieros; dar ventaja a los papeles oficiales y a las cédulas hipotecarias; satisfacer solicitudes del sector privado, especialmente en épocas de dificultad para el mercado bursátil, y en fin, influir sobre la asignación de los recursos financieros.

El sistema de exenciones se juzga inconveniente. En primer lugar, afecta el equilibrio presupuestal y merma la participación del Estado en el ahorro interno como consecuencia de la reducción de sus ingresos corrientes. Un estimativo para 1973 del costo fiscal que beneficia algunos activos exentos (depósitos de ahorro, UPAC, cédulas del Banco Central Hipotecario y bonos de desarrollo económico) arroja \$781 millones, sin tener en cuenta el reciente incremento de la tasa nominal de interés de los bonos de desarrollo económico²⁵. A esta suma debe agregarse el costo de las exenciones de otros títulos valores tales como los depósitos a término, ciertas inversiones en acciones de sociedades anónimas, y especialmente los CAT; estos últimos no obstante constituir un incentivo tributario, están además exentos de impuesto sobre la renta para el exportador y para quien los negocia.

No solamente las exenciones constituyen una pesada carga fiscal. Tienen el defecto de no ser exactamente cuantificables y de no aparecer en el presupuesto nacional, razones por las cuales la opinión pública, el Congreso Nacional y el propio Ejecutivo carecen de suficientes elementos de juicio para valorar su costo y para apreciar su beneficio económico y social. Además, su carácter de gasto *invisible* conduce con frecuencia a que el Estado sea pródigo en ellas, y a que los distintos sectores, aboguen por su otorgamiento, sin reparar en el impacto fiscal.

Desde el punto de vista de distribución del ingreso, las exenciones tienen un perjudicial efecto negativo, porque benefician más a los contribuyentes con altas escalas de tributación, que son, supuestamente, quienes perciben mayores ingresos, en tanto que favorecen menos a los pequeños contribuyentes, personas de bajos ingresos.

En materia de préstamos, el subsidio que tiene la mayor parte de las tasas de interés, reviste dos modalidades principales: la exigencia de destinar a préstamos subsidiados,

²⁴ Infra, V.7.

²⁵ Cuadro 4.12

determinados porcentajes de las colocaciones de los bancos (cartera requerida de fomento) y los sistemas de redescuento en el Banco de la República, que permiten elevar el rendimiento de los préstamos redescontables, al obtener recursos de dicho Banco con tasas menores a las que pagan los clientes²⁶. Tal es el caso de los préstamos y redescuentos del Fondo Financiero Agropecuario, que se examinarán posteriormente.

El subsidio implícito en el señalamiento de tasas de interés artificialmente bajas para la mayoría de los préstamos ha llevado a que los bancos compensen el menor rendimiento de sus colocaciones exigiendo alta reciprocidad de depósitos y empleando tarifas elevadas para otros servicios, especialmente para los relativos a operaciones de cambio exterior. Esta situación produce transferencias para los sectores beneficiados, en forma de subsidios, con recursos provenientes de los sectores cuyo costo total de obtención de créditos es mayor, como consecuencia de las exigencias y tarifas mencionadas. Todo ello introduce factores de distorsión en las actividades y prácticas bancarias, que afectan especialmente los pequeños prestatarios, no sólo en el aspecto de costos, sino en el de disponibilidad de crédito.

Los subsidios y las transferencias mencionadas benefician en especial al sector agropecuario y se sustentan frecuentemente en la tendencia desfavorable que para él han tenido los términos de intercambio, hasta época reciente, en la cual se advierte una mejoría en los precios internos y externos de sus productos. Pero quizás la solución más adecuada para tal problema sea una política realista de precios y de tasa de cambio, que haga más remunerativa la venta de los productos agropecuarios, en el interior y en el exterior, en los casos en los cuales ello sea necesario, teniendo en cuenta la reciente tendencia favorable de los precios internacionales.

Los sistemas de redescuento, como forma de subsidio, parecen más adecuados que el de cartera requerida de fomento, porque actúan con base en estímulos y evitan las distorsiones anotadas en los párrafos anteriores. Sin embargo, deben manejarse con toda prudencia, para evitar posibles emisiones del Banco de la República o cargas excesivas para los bancos:

Las emisiones resultan cuando los recursos del Banco destinados a redescuentos de fomento superan las disponibilidades captadas a través de inversiones de los bancos comerciales, de otras entidades y del crédito externo.

La carga para las instituciones bancarias surge de inversiones de bajo rendimiento, forzosas o sustitutivas del encaje (que equivale en la práctica a lo mismo), para nutrir los sistemas de redescuento, especialmente los fondos financieros del Banco de la República. Aunque en época reciente las utilidades bancarias han sido satisfactorias, ello obedece, en parte, a ingresos por servicios de cambio y de comercio exterior; además, las nuevas inversiones en bonos del Fondo Financiero Agropecuario, con bajo interés (8%)²⁷ pueden causar en el futuro desequilibrios en la cuenta de pérdidas y ganancias de los bancos.

²⁶ El cálculo del mayor rendimiento para los bancos por los redescuentos de fomento puede hacerse según la siguiente fórmula:

$$t_e = \frac{t_n - (t_r - mr)}{1 - mr} \quad \text{donde:}$$

t_e = Tasa efectiva para los bancos

t_n = Tasa nominal cobrada a los deudores

mr = Margen de redescuento

²⁷ Junta Monetaria, Resolución 53 de 1973

III. Tasas de interés sobre ahorros

A las tasas de interés sobre ahorros son aplicables las condiciones generales que se formularon acerca de las características de las tasas de interés en Colombia: variedad y dispersión, falta de flexibilidad, bajo nivel en algunas tasas, y subsidios.

1. *Tasas nominales, efectivas, comparables y reales*

El cuadro 4.1 muestra las tasas de interés sobre depósitos de ahorros, depósitos a término y otras clases principales de activos financieros, distinguiendo entre tasas nominales, efectivas, comparables y reales.

La tasa nominal es la acordada con el ahorrador o la estipulada en el respectivo título-valor, según el caso. La tasa efectiva tiene en cuenta el descuento con el cual se negocia este último, y en el caso de depósitos de ahorro, la circunstancia de que el interés se reconoce sobre saldos mínimos trimestrales.

La tasa comparable incluye una estimación del efecto de las exenciones tributarias que benefician ciertas formas de ahorro. Como la principal exención es la del impuesto sobre la renta y complementarios, y la tarifa de éste es progresiva, el rendimiento comparable varía según la tasa marginal de tributación de cada contribuyente. Para obviar esta dificultad se han supuesto las tasas marginales de tributación más frecuentes en el grupo de ahorrantes que, conforme a los indicadores disponibles, invierten en cada uno de los activos exentos de impuesto: para depósitos de ahorro 10%, y para los demás 30%, salvo para los bonos Ley 21 de 1963 que se empleó el 40%. Con base en dichos porcentajes se determinó la tasa comparable, aplicando la fórmula que aparece en el citado cuadro 4.1. La tasa comparable permite comparar el rendimiento de los activos financieros exentos de impuesto, con los que están sujetos a él.

El supuesto de 30% como tasa marginal de tributación puede subestimar el rendimiento comparable de algunos activos, como UPAC y cédulas hipotecarias, en los cuales invierten personas o sociedades con gravámenes mayores a la renta.

Para calcular las tasas de rendimiento de ahorros y certificados en unidades de poder adquisitivo constante —UPAC— se tuvo en cuenta el ajuste monetario, que está exento de impuestos sobre la renta, y la circunstancia de que los intereses se liquidan sobre el saldo diariamente reajustado del principal. En el caso de las acciones se incluyó su valorización o depreciación.

Finalmente, el cuadro 4.1 muestra la tasa real de interés, resultante de ajustar la tasa de inflación. Como esta última ha sido especialmente aguda en 1973, se presenta tanto el rendimiento real de los activos financieros en dicho año, como el que habrían producido con la tasa promedio de inflación de los últimos 15 años, que se calculó en 11.6% anual. Lo primero muestra el rendimiento real en 1973; lo segundo, el rendimiento en el largo plazo.

2. *Desarrollos recientes*

Antes de entrar en el análisis de las principales tasas de interés según grupos de activos financieros, conviene destacar los principales desarrollos institucionales ocurridos en los últimos años (1971-1973).

A. Creación de las unidades de poder adquisitivo constante —UPAC—²⁸

Indudablemente, el desarrollo institucional más importante de los últimos años fue la creación del nuevo sistema de ahorro y préstamo para vivienda, en unidades de poder

²⁸ Decretos 677 y 678 de 1972 y normas que los adicionan o modifican, especialmente Decretos 1220 y 1269 del mismo año. Fedesarrollo, *Coyuntura Económica* Vol. II, No. 2, págs. 25 y ss. No. 3, págs. 22 y ss., No. 4, pág. 44; Vol. III, No. 2, págs. 24 y ss.; No. 3, pág. 41.

adquisitivo constante. Con tales unidades apareció una nueva tasa de interés, de alto nivel, en el mercado financiero, resultante de varios factores: La tasa nominal (5 a 5.5%) y el ajuste del principal, que se calcula según la variación promedio de los índices de precios para obreros y empleados, registrada en los 12 meses anteriores. Además, la tasa nominal de interés se liquida sobre el saldo diariamente reajustado del principal. Finalmente, el ajuste monetario está exento de impuesto sobre la renta²⁹. Para un contribuyente cuya tasa marginal de tributación sea 30%, el rendimiento comparable de los UPAC podría oscilar, en 1973 entre 35.3% y 35.9%.

A través del ajuste monetario se persiguió, además, darle mayor flexibilidad a la tasa de interés. Ya se anotó, sin embargo, que las cláusulas de valor constante tienen serios inconvenientes³⁰.

B. Aumento de la tasa de interés sobre ahorros.

También en 1972, se elevó la tasa nominal de interés sobre depósitos de ahorro, a un nivel de 8 a 8.5% anual³¹, lo cual fue posible, en buena parte, merced al cambio del régimen de inversiones forzosas aplicable a las cajas de ahorros³². Pese al aumento, la tasa real de los depósitos sigue siendo negativa, como resultado del proceso inflacionario³³.

C. Establecimiento de los certificados de depósito³⁴

Por Resolución 69 del 18 de agosto de 1971, la Junta Monetaria autorizó a los establecimientos bancarios para emitir certificados negociables sobre sus depósitos a término. La cuantía máxima de la emisión se señaló en 7% del capital pagado y reserva legal de cada institución. Ello significaría un máximo de \$340 millones para el conjunto del sistema bancario³⁵; en la práctica no podrá llegarse a esa cifra, pues muchos establecimientos bancarios carecen de interés en adoptar el sistema.

El plazo de los certificados es de 180 días y su interés de 13% anual, salvo que los tenedores decidan redimirlos con anterioridad, caso en el cual el interés oscila entre el 5 y el 7%, según la duración del depósito.

Los bancos que se acojan al sistema de certificados tendrán un encaje reducido del 19% sobre sus depósitos a término, del cual pueden invertir 14 puntos en bonos del Fondo Financiero Industrial.

Deducido el encaje, las instituciones que adopten el sistema pueden otorgar con el producto de sus depósitos a término, préstamos para la venta a plazos de bienes de consumo durable, con intereses del 22 al 24% anual, según el plazo de los créditos, el cual puede oscilar entre 18 y 36 meses.

²⁹ Para algunos, la circunstancia de que el ajuste no está sujeto a impuesto sobre la renta no constituye una exención en el sentido técnico de la palabra. De otro lado, los aumentos *nominales* de ingreso sí están cubiertos por dicho impuesto, lo cual hace dudoso el argumento en cuestión.

³⁰ Infra, III.3.D.

³¹ Junta Monetaria, Resolución 32 de 1972

³² Infra, III.3.A

³³ Cuadro 4.1

³⁴ Basado en el estudio de Hernando Gómez Otálora, *Financiación de la Industria Automotriz en Colombia*, Bogotá, 1972, pág. 89 y 22 y ss.,

³⁵ Cálculo basado en el capital pagado y reserva legal de los bancos comerciales \$2.400 y \$1.800 millones aproximadamente) y de la Caja Agraria (\$570 y \$75 millones, aproximadamente).

Si los bancos así lo prefieren, pueden hacer los préstamos en referencia a favor de entidades especializadas en financiación de bienes de consumo durables; en tal evento, la tasa de interés oscilará entre el 20 y el 22%, en función del plazo.

El mecanismo que se comenta no ha tenido aplicación suficiente hasta el momento. Ello obedece a la baja tasa de interés que se reconoce a los depositantes, y al rendimiento promedio, relativamente bajo para los bancos sobre las colocaciones que efectúen.

Es imperativo pues, revisar la tasa del 13% para los depositantes, con el fin de elevarla; igualmente, analizar la posibilidad de que se elimine la inversión en bonos del Fondo Financiero Industrial, con lo cual los bancos podrían destinar mayor cantidad de recursos a préstamos para adquisición de bienes de consumo durable, elevándose así el rendimiento total que perciben. Con una tasa de interés superior al 13%, el sistema de los certificados de depósito podría tener atractivo para los ahorradores con bajo nivel de tributación, a quienes no benefician apreciablemente las exenciones del impuesto sobre la renta, de las cuales gozan otros papeles de inversión.

Con estos ajustes, es posible que el mecanismo adquiriera mayor dinamismo, a medida que los establecimientos de crédito se familiaricen con él.

D. Colocación de bonos privados.

Las corporaciones financieras y algunas empresas privadas, dentro de las cuales se destacan Coltejer y Fabricato, emitieron y han venido colocando cantidades apreciables de bonos, con tasas efectivas de interés que oscilan entre 18 y 23%, teniendo en cuenta la posibilidad de conversión en acciones.

E. Variaciones del período de maduración del CAT.

El Gobierno Nacional redujo de 12 meses a 6 y 3 meses el período de maduración de los certificados de abono tributario para los productos de exportación agropecuarios e industriales, respectivamente³⁶. Esta medida no alteró en forma significativa el descuento con el cual se negocian los papeles mencionados. Hace pocos días, se volvió a ampliar a 12 meses el período de maduración, como resultado de la estrecha situación fiscal³⁷. Aunque tal medida, sumada al incremento de las exportaciones, aumentará los CAT en circulación, no es previsible que su cotización varíe, dada la gran demanda que tienen por su alto rendimiento. De otra parte, la mencionada providencia sí puede desplazar recursos de otros activos hacia el CAT. Es éste otro efecto negativo de la situación fiscal.

F. Exenciones tributarias para inversiones en acciones.

La Ley 6a. de 1973, sancionada en el mes de abril, estableció o amplió un conjunto de exenciones e introdujo otros cambios en la legislación tributaria, para promover la sociedad anónima y mejorar la situación³⁸. Es posible que la expectativa de la ley haya influido en el aumento promedio del índice de cotizaciones de la Bolsa de Bogotá, du-

³⁶ Decreto 2382 de 1971

³⁷ Decreto 1997 de 1973

³⁸ Ver especialmente:

Artículo 6o.: Eleva a \$300.000 (50%) los dividendos exentos y aumenta a \$2 millones (233%) el límite de patrimonio de los beneficiarios.

Artículo 7o.: Aumenta a \$300.000 el monto de las acciones exentas de impuesto patrimonial.

Artículo 5o.: Consagra una reserva extrabancaria, exenta de impuestos, hasta el 10% anual de utilidades líquidas.

Artículo 6o.: Establece inversiones sustitutivas del impuesto sobre exceso de utilidades.

Véase *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Vol. III, No. 2, págs. 81-84.

rante los dos primeros trimestres del año³⁹. Pasado el impacto inicial, el volumen promedio de las transacciones de las bolsas de Bogotá y Medellín decayó más de lo normal durante el segundo trimestre del año, en contraste con la recuperación observada en los tres primeros meses⁴⁰.

CUADRO 4.3 – AHORRO 1967-1973
(Millones de pesos)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
I Ahorro total	15.668	20.792	26.818	30.609	35.853	37.001	44.343
II Ahorro interno	9.247	11.533	16.323	17.204	17.307	21.846	29.250
a) Gobierno	4.311	5.609	7.904	7.661	7.730	8.524	10.643
b) Sociedades	1.969	2.312	3.110	3.419	5.187	5.024	6.531
c) Familiar ¹	2.967	3.612	5.309	6.124	4.390	8.298	12.076
III Depreciación ²	5.689	6.504	7.210	8.176	9.730	11.610	15.093
IV Balanza de pagos ³	732	2.755	3.285	5.229	8.816	3.545	—

Fuente: Hasta 1971, Banco de la República, *Cuentas Nacionales*, con excepción del ahorro familiar, (nota 1) y de la depreciación (nota 2) para 1972 y 1973, cálculos de Fedesarrollo.

¹ Cálculo del ahorro familiar de J. Hanson, *Estimación del Ahorro Familiar en Colombia*, 1973

² Las cifras de Cuentas Nacionales se redujeron en 20% según recomendación de A. Harberger, *La Tasa de Rendimiento de Capital en Colombia*, *Revista de Planeación y Desarrollo*, Vol. 1 No. 3, octubre 1969, págs. 13-42.

³ Fedesarrollo, *Coyuntura Económica*, Vol. III, No. 1, balanza de pagos, estimación 1972 y proyección 1973.

3. Análisis de las distintas tasas de interés según grupos activos financieros

Como puede apreciarse en el cuadro 4.1, las tasas de interés de los distintos activos corresponden a la característica general, ya anotada, de gran variedad y dispersión. En forma aproximada, los activos que aparecen en el cuadro mencionado pueden clasificarse según su tasa de rendimiento real a largo plazo, así:

- Activos financieros cuyo rendimiento real es negativo o próximo a cero
- Activos financieros cuyo rendimiento real oscila entre 4.7% y 6.4% anual
- Activos financieros con rendimiento real entre el 11.5% y el 14.5% anual
- Unidades de poder adquisitivo constante —UPAC—
- Acciones

A. Activos financieros cuyo rendimiento real es negativo o próximo a cero.

En este grupo se encuentran los depósitos de ahorro, los depósitos a término, los certificados de depósito y los bonos Ley 21 de 1963.

Por su volumen (\$6.600 millones) y rápido crecimiento (4.5% trimestral, en promedio anual)⁴¹ se destacan los depósitos en la Caja Colombiana de Ahorros y en las secciones de ahorro en los bancos. Los bonos Ley 21 de 1963, corresponden a una inversión forzosa que deben hacer los bancos sobre sus aumentos de depósitos y cumplen una función análoga a los encajes; constituye, en síntesis, encajes con una moderada tasa de interés. Por lo tanto, no serán objeto de análisis especial. Los depósitos a término y los certificados de depósito de los bancos son muy bajos en el país, precisamente por su reducido rendimiento, aunque en el último año han tenido algún aumento, como

³⁹ Cuadro 4.7

⁴⁰ Cuadro 4.8

⁴¹ *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Vol. III, No. 3, pág. 59-61, cuadro No. V-8

resultado de las medidas de la Junta Monetaria para elevar su rentabilidad y de las limitaciones impuestas a los préstamos de los bancos con recursos derivados de depósitos a la vista. Sin embargo, su nivel no justifica análisis especial⁴².

La tasa nominal de interés de los depósitos de ahorro se elevó, a mediados de 1972, del 4% al 8-8.5% anual,⁴³ pero se liquida sobre saldos mínimos trimestrales, circunstancia que la reduce, en promedio, a 7%. De otra parte, los depósitos, hasta cierta cantidad, gozan de exención tributaria⁴⁴; esta, empero, no afecta sustancialmente la tasa de interés comparable, debido a la baja escala tributaria de los ahorrantes, que se ha supuesto en 10%, en promedio.

Resulta así, que el rendimiento comparable de los depósitos de ahorro es de 7.8% anual, solamente. Si se tiene en cuenta la tasa promedio de inflación de los últimos años, calculada en 11.6%, los depósitos de ahorro tienen una tasa real negativa de interés de 3.8% anual. Se observa, además, que debido al ritmo acelerado de inflación que viene registrándose en el presente año, la tasa real de interés de los depósitos de ahorro será probablemente de menos 17.2% en 1973.

Sorprende que a pesar de su rendimiento negativo, los depósitos de ahorro tengan un monto tan elevado y hayan venido creciendo a tasas muy considerables. Ello parece obedecer a la clase de ahorradores, que son generalmente personas de bajos ingresos. Estas personas carecen, en la práctica, de otras oportunidades de inversión, por desconocimiento del mercado de capitales y centralización de éste en pocas ciudades; prefieren mantener sus ahorros en cajas de ahorro, sistema que conocen y que es de fácil acceso para ellas, debido principalmente a la gran extensión geográfica de los servicios de la Caja de Crédito Agrario. Además, los depósitos de ahorro tienen liquidez inmediata, circunstancia conveniente para gentes de bajos ingresos, cuyos balances líquidos son moderados y pueden necesitarse en cualquier momento. A lo anterior se suma el factor seguridad, dado por la larga tradición de la Caja Agraria y por la solidez de los bancos colombianos. Existen también el atractivo de préstamos *populares* con base en las cuentas de ahorro, que son de más fácil acceso para el grupo de ahorrantes en cuestión. Finalmente, las cajas de ahorro ofrecen incentivos que motivan especialmente a las clases de menores ingresos, como rifas y seguros gratuitos.

Una circunstancia que merece destacarse especialmente, es la gran elasticidad de las cuentas de ahorro respecto a la tasa de interés, como lo muestra el elevado porcentaje de aumento que tuvieron a raíz del aumento de la tasa nominal, según puede apreciarse en el cuadro 4.4. Más adelante se examinará el punto de si el aumento de los depósitos de ahorro, cuando se eleva la tasa de interés, representa un incremento del ahorro interno total frente al que podría ocurrir como simple resultado del crecimiento del ingreso.

Es oportuno también, anotar el efecto negativo sobre la distribución del ingreso que tienen las bajas tasas nominales de ahorro; según ya se indicó, ellas resultan en tasas reales negativas, que afectan a personas de bajos ingresos.

La baja tasa de interés de los depósitos de ahorro surge del régimen de inversiones forzosas al cual han estado sujetas tradicionalmente las cajas de ahorro. Se les ha exigido invertir porcentajes apreciables en papeles de bajo rendimiento, especialmente en bonos de vivienda y ahorro del Instituto de Crédito Territorial, cuya tasa efectiva es del 8% anual; en otros documentos gubernamentales, de rendimiento tan reducido co-

⁴² Los depósitos a término de los bancos ascendían a \$57 millones, aproximadamente en marzo de 1973.

⁴³ Junta Monetaria, Resolución 32 de 1972.

⁴⁴ Están exentos de impuesto patrimonial, los primeros \$150.000 y sus intereses se hallan libres de impuesto a la renta.

CUADRO 4.4 – DEPOSITOS DE AHORRO
PROMEDIOS TRIMESTRALES
(Millones de pesos)

Año	Trimestre	Valor	Variación	
			Absoluta	Porcentual
1971	I	3528	—	—
1971	II	3625	97	2.7
1971	III	3822	197	5.4
1971	IV	4008	186	4.9
1972	I	4182	174	4.3
1972	II	4451	269	6.4
1972	III	5128	677	15.2
1972	IV	5659	531	10.3
1973	I	6133	474	8.4
1973	II	6417	284	4.6
		Estimado ¹	Realizado	Diferencia
1973	I	5.914	6133	219
1973	II	6.180	6417	237

Fuente: *Revista del Banco de la República* y cálculos de Fedesarrollo.

¹ Calculado en base a la tasa histórica de crecimiento promedio trimestral (4.5%).

mo el 2% anual, y en cédulas hipotecarias, cuya tasa de interés efectiva es de 11.5% solamente.

Desmontar este sistema de muchos años, parecía empresa difícil, por las repercusiones que su cambio podría traer sobre las instituciones beneficiadas con las inversiones forzosas. Ello explica el mantenimiento, por un largo período de tiempo de la tasa del 4% anual de interés para los ahorros.

Al fin de poder elevarla al 8-8.5%, fue menester variar el régimen de inversiones forzosas⁴⁵, pero posteriormente se estableció una nueva inversión forzosa del 44% en bonos de vivienda y ahorro del Instituto de Crédito Territorial⁴⁶, que no permite a los bancos aumentar la tasa nominal sobre depósitos de ahorro por encima de los niveles actuales, teniendo en cuenta gastos de operación de 3.7% anual⁴⁷.

Dado el carácter negativo de la tasa de interés sobre depósitos de ahorro, los efectos inconvenientes que ella trae sobre la distribución del ingreso, y la gran elasticidad de aquellos respecto a modificaciones en la tasa, parece aconsejable revisar nuevamente el régimen de inversiones forzosas. O es posible también, y quizás más aconsejable, elevar el rendimiento de las inversiones forzosas, concretamente de los bonos de vivienda y ahorro y de las cédulas del Banco Central Hipotecario, punto que se tratará más adelante⁴⁸.

⁴⁵ Junta Monetaria, Resolución 32 de 1972, a Art. 2o. "Limítanse por cinco (5) años las inversiones de las cajas y secciones de ahorros de los bancos comerciales, a que se refiere el artículo 10 del Decreto 1691 de 1969, al nivel registrado en el balance presentado a la Superintendencia Bancaria en 30 de abril de 1972".

⁴⁶ Decreto 2218 de 1972

⁴⁷ Marmorek, Jorge, *El ahorro en el Sistema Bancario*, trabajo presentado en el capítulo 7 de esta misma obra.

⁴⁸ *Infra*, IV.2.F.

B. Activos financieros cuyo rendimiento real oscila entre 4.7% y 6.4% anual.

En este grupo se encuentran las cédulas hipotecarias, los bonos de desarrollo económico (hasta hace pocos días), y los bonos de corporaciones financieras, cuya tasa de interés comparable oscila entre el 15.8% y el 18% anual.

A pesar de que el rendimiento del grupo de activos financieros que se examina es positivo, dista del nivel de equilibrio, calculando en 23%, y debe, por lo tanto, elevarse.

Conviene mencionar, además, que parte apreciable del rendimiento de las cédulas se deriva de las exenciones tributarias de las cuales gozan dichos papeles, cuyos defectos ya se analizaron⁴⁹.

Sería conveniente, estudiar la forma de eliminar tales exenciones, y al mismo tiempo de aumentar el rendimiento de las cédulas, acercándolo a un nivel de equilibrio. Ello podría hacerse sustituyendo las actuales cédulas por otras de más alto rendimiento y otorgando, simultáneamente, un subsidio presupuestal decreciente al Banco Central Hipotecario, mientras se elevan sus ingresos de cartera hipotecaria, cambiando los préstamos a tasas bajas por otros de mayor rendimiento, en la medida en que se venzan los primeros. La sustitución de los antiguos papeles por los nuevos quedaría a opción de sus tenedores.

No obstante su bajo rendimiento, en comparación con otros papeles, la colocación de bonos de las corporaciones financieras ha sido muy considerable⁵⁰. Esta circunstancia obedece a la posibilidad de otorgar y obtener préstamos con base en la suscripción de bonos.

CUADRO 4.5 — BONOS EN CIRCULACION DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS
(Millones de pesos)

	Período	Valor	VARIACION	
			\$	%
1972	Diciembre	878,1	—	—
1973	Marzo	1.248,9 E	370,8	42,2
	Abril	1.281,9 E	33,0	2,6
	Mayo	1.399,4 E	117,5	9,2
	Junio	1.404,7 E	5,3	0,4
	II Trimestre	—	155,8	12,5
	I Semestre	—	526,6	60,0

Fuente: Balances de las corporaciones y cálculos de Fedesarrollo.

C. Activos financieros con rendimiento real entre el 11.5% y el 14.5% anual.

En este grupo se encuentran los bonos emitidos recientemente por algunas empresas industriales, como Coltejer y Fabricato, cuya tasa efectiva de rendimiento ha sido de 20.2% anual, pero que ofrecen posibilidades de conversión en acciones, que podrían elevarla a cerca de 23%. También están los ahorros del mercado extrabancario cuya rentabilidad efectiva oscila entre el 21% y el 24% anual y que en el caso del mercado extra-

⁴⁹ Supra, II.2.D.

⁵⁰ Cuadro 4.5

bancario *no institucional* puede incrementarse *defacto*, por evasión tributaria. Finalmente se hallan los certificados de abono tributario, cuya tasa de interés comparable es de 26.1% anual. La lista anterior vino a ampliarse recientemente, con los bonos de desarrollo económico, cuya tasa nominal se elevó al 15% anual⁵¹, cifra que da por resultado tasas efectivas de 15.8% y valores de 10.9% (supuesta una inflación del 11.6%).

Las tasas de los activos mencionados en este numeral se aproximan a la de 23%, considerada como de equilibrio, y permiten un rendimiento más satisfactorio de los mismos. Naturalmente, este puede afectarse, en el corto plazo, por un ritmo mayor de inflación, pero cuando ello ocurra, podría dejarse oscilar la cotización de los papeles, para mantener, a mediano plazo un rendimiento real adecuado.

D. Unidades de poder adquisitivo constante —UPAC—

La tasa real de interés de la UPAC varía según el ritmo de inflación. En períodos normales, considerando como tales aquellos en que la inflación no excede el porcentaje tradicional de 11.6% anual, el rendimiento real de la UPAC oscila entre 10.3% y 10.8%, como resultado de la acción combinada de la tasa de interés nominal y de la exención tributaria que ampara el ajuste monetario. Este cálculo supone una tasa marginal de tributación de 30% para los ahorradores en UPAC, y por ello puede estar subestimado, pues es probable que un amplio número de tales ahorradores tengan más altos niveles de tributación. En todo caso, la tasa real de 10.3% a 10.8% es inferior a la estimada para los CAT (14.5%), y corresponde a la que algunos consideran como rendimiento real del capital en Colombia⁵². En tales circunstancias, la UPAC constituye una forma de ahorro atractivo normal y si los otros activos financieros tuvieran rendimiento adecuado, no serían previsible traslados anormales de recursos hacia aquellos.

Por el contrario, si el ritmo de inflación es alto, la tasa real de UPAC supera en mucho a la de los demás papeles de inversión, haciendo previsible grandes desplazamientos de recursos financieros hacia ellos. Así, en 1973 se calcula su rendimiento real en 10.3% - 10.9% frente a solo 1.1% para los CAT, que constituyen el papel de mayor rendimiento en épocas normales. Esta situación, sumada a las bajas tasas de otras formas de ahorro que compiten con UPAC, tales como las cédulas hipotecarias, explica el encauzamiento hacia las unidades de poder adquisitivo constante de ahorros que anteriormente habrían ido a engrosar las cédulas y otros papeles de inversión⁵³.

Puede concluirse pues, que las cláusulas de valor constante, limitadas a un solo activo financiero, producen transferencias de recursos hacia estos cuando la tasa de inflación es elevada. Dicho traslado reduce las disponibilidades financieras de otros sectores, los cuales se verán forzados a presionar la demanda por crédito, las emisiones del Banco de la República y el endeudamiento externo. Al mismo tiempo, la orientación masiva de recursos financieros hacia determinadas inversiones (vivienda, en el caso presente) puede estimular la demanda de ciertos bienes (materiales para la construcción y bienes de consumo inmediato) sin que la producción de éstos responda con la misma celeridad, creándose otra presión inflacionaria. Finalmente, la concentración de recursos en los sectores que gozan del ajuste, puede ampliar la oferta de los bienes que producen (viviendas), por encima de su demanda potencial.

Desde el punto de vista de los deudores, la corrección monetaria de un año o de períodos cortos de tiempo con alta inflación, puede no coincidir con el aumento de los salarios nominales, dando por resultado la imposibilidad de cubrir oportunamente las

⁵¹ Decreto 2069 de 1973

⁵² *Supra*, II.2.C.

⁵³ *Infra*, III.5.B.

obligaciones y generando presiones de tipo político para suspender o modificar el sistema.

Si se supone que el ritmo de inflación disminuye, es probable que los ahorradores retiren recursos de los papeles de valor constante y que al mismo tiempo aumente la demanda por crédito de las instituciones que otorgan préstamos con cláusulas de ajuste. Estas tendrán necesidad, entonces, de cubrir déficit muy cuantiosos, a través de emisiones del Banco de la República, máxime si carecen de encaje, como es en la práctica el caso colombiano⁵⁴.

Así pues, las cláusulas de valor constante, limitadas a un sector, producen un flujo y reflujo de recursos financieros hacia dicho sector o de él a otros, dejando al vaivén de la inflación el rumbo que deba tomar el desarrollo, y forzando, al mismo tiempo, emisiones al sector o sectores que sufran la correspondiente merma de disponibilidades.

Por otra parte, si el sistema de corrección monetaria se generaliza, surgen expectativas de inflación, y aún más deseos de inflación, por la ilusión de mayor ingreso monetario. Al mismo tiempo, se traslada a períodos posteriores, a través del ajuste, el proceso inflacionario, y se pueden producir movimientos especulativos de capital en la balanza de pagos, que contribuyen a él. En efecto, cuando la tasa de inflación es alta, pero menor que la devaluación, aumentará el incentivo para traer recursos externos al país, en la forma de préstamos, ocasionando un aumento de las reservas internacionales y una consiguiente expansión monetaria.

En economías con ritmo moderado de inflación, como ha sido tradicionalmente el caso colombiano, es más aconsejable y menos riesgoso, procurar la captación de recursos financieros y el estímulo al ahorro a través de tasas de interés de equilibrio, que tengan en cuenta la inflación y un adecuado rendimiento real para el capital. Tasas de interés del orden de 23% cumplirían tal finalidad, teniendo en cuenta el porcentaje promedio de inflación de 11.6%, en el largo plazo, y un rendimiento real del capital de 11% anual. Los desvíos, en el corto plazo, del nivel tradicional de inflación, podrían amortiguarse dejando oscilar, dentro de márgenes razonables, la cotización de los distintos activos financieros. Este sistema procuraría una saludable flexibilidad de la tasa de interés, sin los peligros del ajuste monetario. Las cláusulas de valor constante constituyen instrumento extraordinario, que debe reservarse para economías en estado de hiper-inflación, que no ha sido el caso colombiano.

Pero la peor alternativa es limitar la cláusula de valor constante a un solo activo financiero, por las razones antes expuestas. Tal es la situación actual en el país, que debe remediarse. No se aboga por tasas de interés inferiores al nivel de equilibrio o inflexibles; lo dicho hasta ahora es suficientemente explícito en el sentido de que las tasas de interés deben ser realistas y flexibles. Lo que se pone en tela de juicio es el mecanismo del ajuste monetario para lograr tal objetivo, el cual puede procurarse mejor, a través de la tasa de interés y de la cotización flexible de los activos financieros. Más aún, si se desea encauzar mayores recursos hacia ciertas áreas, consideradas como prioritarias para el desarrollo nacional, pueden establecerse intereses superiores para los activos financieros respectivos, cuidando eso sí, de evitar traslados masivos hacia ellos, que afecten radicalmente la asignación de recursos financieros y que alteren el nivel de precios, como consecuencia de aumentos súbitos en la demanda y desequilibrios en la estructura de la oferta, con déficit de ciertos productos y exceso de otros.

Para remediar la situación descrita, conviene eliminar la cláusula de ajuste de los UPAC y asignarles una tasa de interés atractiva, no inferior al 23% anual, en las circunstancias actuales.

⁵⁴ Decreto 672 de 1972, artículo 14 (encaje hasta del 5% que puede estar representado en descuentos del FAVI).

Otra alternativa sería señalar el ajuste monetario que regirá cada año, en función del porcentaje de inflación que para él se espera, dentro de una política anti-inflacionaria, que se estudie y acuerde previamente a través de un proceso de economía concertada, con participación del Estado, los empresarios, los trabajadores y los consumidores. En esta forma, la cláusula de ajuste dejaría de ser un instrumento predestinado y fatal de transmisión de la inflación pasada hacia el futuro, para convertirse en una herramienta de política antinflacionaria que permita reducirla en el futuro.

Finalmente, podría optarse por señalar un tope o limitar el rendimiento total de UPAC, incluyendo interés, ajuste y exención promedio; esta solución, empero, parece menos aconsejable que las dos anteriores.

E. Acciones

El rendimiento efectivo de las acciones, inclusive valorización, es bastante irregular, según puede apreciarse en el cuadro 4.6, Sin embargo, se observa cierta relación, retardada en el tiempo, entre mayor tasa de inflación y mayor rendimiento, y se aprecian ciertas variaciones que podrían ser de carácter cíclico. Pero la evidencia dista mucho de ser suficiente para derivar conclusiones, máxime teniendo en cuenta las imperfecciones del mercado bursátil, y por lo tanto, la influencia que en él puedan tener factores de carácter exógeno, público (exenciones, p.e) o privado (acción de los fondos de inversión).

CUADRO 4.6 -- COTIZACION Y RENDIMIENTO DE ACCIONES 1961-1972
(Porcentajes)

	Variación índice de precios al consumidor nacional, empleados	Variación índice de cotización acciones		TASA DE RENDIMIENTO			
				Sin valorización		Con valorización	
				Financieras	Industriales	Financieras	Industriales
1961	7.9	- 12.2	1.9	11.92	14.54	5.45	4.73
1962	5.6	3.2	7.9	12.25	11.99	20.93	20.52
1963	24.5	3.3	2.8	11.62	11.66	15.92	18.45
1964	15.7	15.1	8.7	10.79	12.47	19.31	22.04
1965	8.7	- 4.4	- 1.5	10.37	13.39	- 0.75	0.93
1966	16.8	- 10.8	- 8.0	13.83	15.19	3.92	5.35
1967	8.9	10.8	14.9	12.39	15.20	20.56	29.65
1968	7.6	15.2	16.6	13.60	13.83	22.29	27.76
1969	7.0	25.5	10.8	10.69	10.89	33.43	22.14
1970	7.3	10.4	9.4	10.58	9.96	20.37	25.28
1971	10.9	- 14.1	- 16.4	14.37	14.70	- 6.02	- 9.26
1972	14.1	- 18.4	- 11.8	19.67	16.43	9.55	12.12

Fuente: Banco de la República, *XLIX, Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva*, Bogotá, 1972.

Lo único cierto es que los cambios en el rendimiento total de las acciones son extraordinariamente acentuados. En el período 1961 a 1972 dicho rendimiento osciló entre menos 9.26% y 29.65%. Estas variaciones pueden beneficiar, a quienes tienen mayor disponibilidad de activos financieros, mejor conocimiento del mercado y apreciación más cabal de la situación económica general. Pero ciertamente no favorecen al mediano ahorrador; para este último, el rendimiento promedio anual de las acciones, en el período mencionado, fué de 13.5%, aproximadamente; como en el mismo lapso la tasa pro-

medio de inflación ascendió al 11.6% anual, el rendimiento real de las acciones se limitó a un 2%, aproximadamente.

La situación descrita invita a examinar objetivamente dos asuntos de gran importancia: la conveniencia de medidas tributarias que aumenten la rentabilidad de las sociedades anónimas, no por vía de exenciones tributarias, cuyos defectos se han señalado, sino, a través de modificaciones del régimen tributario general, tales como la posibilidad

CUADRO No. 4.7 – BOLSA DE BOGOTA – COTIZACIONES PROMEDIO TRIMESTRALES 1971-1973

Año	Trimestre	Cotización	Variación ¹		Variación ²	
			Absoluta	Porcentual	Absoluta	Porcentual
1971	I	124.3	—	—	—	—
1971	II	109.3	— 15.0	— 12.1	—	—
1971	III	104.5	— 4.8	— 4.4	—	—
1971	IV	95.4	— 9.1	— 8.7	—	—
1972	I	97.6	— 2.2	2.3	— 26.7	— 21.5
1972	II	94.0	— 3.6	— 3.7	— 15.3	— 14.0
1972	III	90.7	— 3.3	— 3.5	— 13.8	— 13.2
1972	IV	90.3	— .4	.4	— 5.1	— 5.3
1973	I	98.1	7.8	8.6	5	5.1
1973	II	102.4	4.3	4.4	8.4	8.9

Fuente: *Revista del Banco de la República* y cálculos de Fedesarrollo.

¹ Variación con respecto al trimestre inmediatamente anterior.

² Variación con respecto al mismo trimestre del año anterior.

CUADRO 4.8 – BOLSAS DE BOGOTA Y MEDELLIN
VOLUMENES TRIMESTRALES PROMEDIO 1971-1973
(Número de transacciones)

Año	Trimestre	Volumen promedio	Variación ¹		Variación ²	
			Absoluta	Porcentual	Absoluta	Porcentual
1971	I	6.748	—	—	—	—
1971	II	6.556	— 192	— 2.8	—	—
1971	III	5.788	— 778	— 11.9	—	—
1971	IV	4.930	— 848	— 14.7	—	—
1972	I	5.532	602	12.2	— 1.216	— 18.0
1972	II	5.408	— 124	— 2.2	— 1.148	— 17.5
1972	III	5.960	552	10.2	182	3.1
1972	IV	5.811	— 149	— 2.5	881	17.9
1973	I	8.733	2.922	50.3	3.201	57.9
1973	II	7.429	—1.304	—14.9	2.021	37.4

Fuente: *Revista del Banco de la República* y cálculos Fedesarrollo.

¹ Variación con respecto al trimestre inmediatamente anterior.

² Variación con respecto al mismo trimestre del año anterior.

de revaluar activos o un sistema más liberal de depreciación acelerada. El segundo aspecto para considerar, es si los fondos de inversión y las exenciones tributarias que los alienan, han contribuido efectivamente al adecuado encauzamiento del ahorro nacional; en caso negativo, surge la pregunta de si convienen tales exenciones y de si la regulación de los fondos es la más adecuada, a pesar de las recientes medidas gubernamentales que la modifican.

4. La tasa de interés y el crecimiento del ahorro interno.

Por largos años se ha debatido si el aumento de la tasa de interés incrementa el ahorro interno total o produce un simple desplazamiento de recursos hacia los activos financieros con rendimiento mayor. La polémica continúa en el campo teórico⁵⁵ y en los estudios empíricos adelantados en varios países no se ha llegado a conclusiones definitivas⁵⁶. Esta la situación actual en Colombia. Conviene, sin embargo, exponer algunas conclusiones preliminares, advirtiendo que sus fundamentos teóricos y estadísticos son precarios.

Modernamente se confiere poco peso a la tasa de interés como medio para promover el ahorro interno. Se considera que éste depende fundamentalmente del crecimiento del ingreso, del consumo y de la distribución del primero⁵⁷.

En el caso colombiano, dada la precaria situación de distribución del ingreso, fuertemente concentrado en algunos sectores y con otros, muy amplios, que solo perciben ingreso de subsistencia, parecería poco probable que tasas de interés mayores aumentaran considerablemente el ahorro interno. Quienes tienen ingreso de subsistencia carecen, en todo caso, de excedentes para ahorrar. De otra parte, la propensión al consumo de las gentes de mayores ingresos no parece susceptible de cambios apreciables, frente a tasas más atractivas de interés, pues una buena parte de sus consumos (suntuarios) son símbolos de *status* y han consolidado ya un módulo cultural, difícil de variar, en el corto plazo.

Existen, sin embargo, varios factores que pueden modificar parcialmente las anteriores apreciaciones. Uno es el efecto sobre los grupos de ingresos bajos y medios; de un cambio en la tasa de interés desde un nivel negativo o cercano a cero a uno positivo; otro es la menor fuga de capitales, de los grupos de altos ingresos, ante el halago de tasas de interés más elevadas en el país.

Estamos sin embargo, en un terreno muy próximo al de las simples hipótesis, debido al carácter precario de las estadísticas de ahorro y formación de capital.

Existe acuerdo sobre el hecho de que las cuentas nacionales no son confiables en materia de ahorro de unidades familiares y que muy posiblemente lo subestiman, pues se calcula por doble residuo. Las series de flujos de fondos financieros, labor emprendida por el Banco de la República y justamente calificada de monumental, muestra cifras mayores de ahorro familiar, cuya tendencia es más estable; hay sin embargo, quienes las consideran excesivas.

Hay también problemas, aunque menores, con los guarismos de las cuentas nacionales sobre ahorro de sociedades, y su comparación con los resultantes de las series de flujos de fondos se dificulta por diferencias de sectorización.

⁵⁵ "Se ha admitido desde los tiempos de Marshall que la influencia de la tasa de interés sobre el ahorro es dudosa, aún hasta en su signo algebraico". Shackle, G.L., *Survey of Economic Theory: Money, Interest and Welfare*, Londres, 1965.

⁵⁶ En Malasia y Singapur se experimentaron niveles altos y crecientes de ahorros a pesar de bajas tasas nominales de interés (Chandavarkar, op. cit. págs. 78-87 y 98-105).

⁵⁷ Chandavarkar, op. cit., pág. 50.

CUADRO 4.9 - VARIACIONES ABSOLUTAS Y PORCENTUALES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

Año	Ahorro total	Variación		Ahorro Interno	Variación		Ahorro Gobierno	Variación		Ahorro Sociedades
		\$	%		\$	%		\$	%	
1967	15.668	—	—	9.247	—	—	4.311	—	—	1.969
1968	20.792	5.124	32.7	11.533	2.286	24.7	5.609	1.298	30.1	2.312
1969	26.818	6.026	29.0	16.323	4.790	41.5	7.904	2.295	40.9	3.110
1970	30.609	3.791	14.1	17.204	881	5.4	7.661	-243	-3.1	3.419
1971	35.853	5.244	17.1	17.307	103	.6	7.730	69	.9	5.187
1972	37.001	1.148	3.2	21.846	4.539	26.2	8.524	794	10.3	5.024
1973	44.343	7.342	19.8	29.250	7.404	33.9	10.643	2.119	24.9	6.531

Las cifras de las cuentas nacionales sobre formación de capital (ahorro total) están afectadas, según algunos, por sobrestimación de la partida de depreciación y por errores apreciables en el cálculo del resultado en cuenta corriente de la balanza de pagos. Aunque en la confección de esta última se ha progresado desde el establecimiento del control de cambios, sus datos no son absolutamente confiables; así, en 1973 es posible que el saldo en cuenta corriente de la balanza aparezca más favorable que el real por posible ingreso de capitales a través de la cuenta corriente de exportación de servicios varios (US\$60 millones?)^{5 8}

En presencia de esta situación se ha optado por sustituir los renglones de las cuentas nacionales referentes al ahorro de unidades familiares y a cuenta corriente de la balanza de pagos, por estimaciones propias; para calcular el primero se tomó como base un reciente estudio de Hanson sobre ahorro personal en Colombia^{5 9}. Asimismo, se redujo en 20% el renglón de depreciación, teniendo en cuenta los cálculos de Harberger sobre el particular^{6 0}.

Los resultados aparecen en el cuadro 4.10. Dada la diversidad de fuentes utilizadas para conformarlo, no se aspira a cuantificar con precisión el ahorro total, ni ninguno de sus componentes, sino ilustrar la tendencia de los distintos rubros y su participación en el ahorro total y en el ahorro interno. Posiblemente, ambos están sobrestimados, por duplicación de renglones de ahorro personal en el ahorro de sociedades o en otras cuentas.

Con las salvedades anotadas, pueden formularse algunas conclusiones tentativas.

A. Elasticidad del ahorro familiar a la tasa de interés.

En 1968-69 y en 1972-73 se aprecian fuertes incrementos del ahorro familiar^{6 1}, superiores a los del ingreso nacional^{6 2}. Tales incrementos coincidieron con el aumento de la tasa de interés de las cédulas hipotecarias y de los bonos de desarrollo económico, y con la elevación de la tasa de interés sobre depósitos de ahorro y la aparición de la UPAC y de los bonos industriales, respectivamente. Parece pues, que el ahorro personal

⁵⁸ Fedesarrollo, *Coyuntura Económica*, Vol. III, No. 3, pág. 70 y ss.

⁵⁹ Hanson, op. cit., pág. 48

⁶⁰ Harberger, op. cit., especialmente pág. 21

⁶¹ Cuadro 4.9

⁶² Cuadro 4.10

DEL AHORRO 1967-1973 (Millones de pesos)

Variación		Ahorro familiar	Variación		Depreciación	Variación		Balanza	Variación	
\$	%		\$	%		\$	%		\$	%
—	—	2.967	—	—	5.689	—	—	732	—	—
343	17.4	3.612	645	21.7	6.504	815	14.3	2.755	2.023	276.4
798	34.5	5.309	1.697	47.0	7.210	706	10.8	3.285	530	19.2
309	9.9	6.124	815	15.3	8.176	966	13.4	5.229	1.944	59.2
1.768	51.7	4.390	-1.734	-28.3	9.730	1.554	19.0	8.816	3.587	68.6
-163	-3.1	8.298	3.908	89.0	11.610	1.888	19.3	3.545	-5.362	-59.8
1.507	30.0	12.076	3.778	45.5	15.093	3.483	30.0	—	-3.545	-100.0

Fuente: Cuadro 4.3 y cálculos de Fedesarrollo.

es muy elástico a la tasa de interés; Hanson estima en 9.9 dicha elasticidad, con base en el análisis del crecimiento de las cédulas, cuando se elevó a su tasa de interés⁶³.

B. Elasticidad del ahorro interno a la tasa de interés.

En los cuadros Nos. 4.10 y 4.11 se observa también un alto porcentaje de crecimiento del ahorro interno, y un aumento de su participación en el producto interno bruto, en los cuatro años mencionados (1968-69 y 1972-73). Esta situación parece indicar que el ahorro interno total sí es elástico a la tasa de interés, al menos en corto plazo, aunque en menor medida que el ahorro familiar.

Sin embargo, se observa que mientras en 1972-1973 el ahorro interno representó 11.74% y 12.09% del producto interno bruto, en 1968-69 su participación fue mayor, 11.96% y 14.71%. Estos dos últimos años coinciden con bajas tasas de inflación (7.6% y 7.0%), la cual corrobora la tesis de que la inflación afecta negativamente el ahorro y que, por lo tanto, debe combatirse con toda energía. Más aún, podría afirmarse que el ahorro es más sensible al ritmo de inflación, que elástico a la tasa de interés.

5. La tasa de interés y la transferencia de ahorro.

Es importante evitar el error de medir el aumento del ahorro interno total, teniendo en cuenta únicamente el ahorro de las unidades familiares o de una modalidad concreta de ahorro, pues la elevación de la tasa de interés de un activo financiero o de un grupo de activos financieros puede producir desplazamientos importantes de ahorro de un sector a otro, o de unos activos a otros. Este tema se analizará en los numerales siguientes.

A. Transferencia de ahorro del gobierno

En este orden de ideas, preocupa la aparente disminución de la participación del ahorro del gobierno en el total ahorro interno. Al paso que en 1968 llegó a 48.6%, en 1971 se redujo a 48.4% y en 1973 puede descender a 36.4%, contabilizando el situado fiscal como gasto de funcionamiento y nó como inversión, para hacer comparable los distintos años de la serie⁶⁴.

⁶³ Hanson, op. cit., págs. 32-33

⁶⁴ Fedesarrollo, *Coyuntura Económica*, Vol. III, No. 3, pág. 34, con algunas modificaciones.

CUADRO No. 4.10 – PARTICIPACION DEL AHORRO EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO
(Millones de pesos)

Año	(A) Producto Interno Bruto	(B) Ahorro total	(B)/(A)	(C) Ahorro interno	(C)/(A)
1967	83.083	15.668	18.86	9.247	11.13
1968	96.422	20.792	21.56	11.533	11.96
1969	110.953	26.818	24.17	16.323	14.71
1970	130.591	30.609	23.44	17.204	13.17
1971	153.765	35.853	23.33	17.307	11.25
1972	186.056	37.001	19.89	21.846	11.74
1973	241.873	44.343	18.33	29.250	12.09

Fuente: Banco de la República, *Cuentas Nacionales* y cálculos de Fedesarrollo.

CUADRO 4.11 – PARTICIPACION DE LOS DISTINTOS SECTORES EN EL AHORRO INTERNO
(porcentajes)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Ahorro del gobierno	46.6	48.6	48.4	44.5	44.7	39.0	36.4
Ahorro de las sociedades	21.3	20.1	19.1	19.9	30.0	23.0	22.3
Ahorro familiar	32.1	31.3	32.5	35.6	25.3	38.0	41.3
AHORRO INTERNO	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Cuadro 4.3

Es probable que en la disminución anotada del ahorro del gobierno influyan las exenciones tributarias creadas o aumentadas para estimular el ahorro privado. En efecto, se estima que en 1973 las exenciones que subsidian depósitos de ahorro, cédulas, bonos de desarrollo económico y UPAC ascenderán a \$781 millones⁶⁵ ó 4.2% de los ingresos corrientes efectivos del gobierno central; ello sin contar el valor de los CAT redimidos en dicho año, que llegará a \$1.400 millones.

Tanto la carga fiscal, como el efecto negativo sobre la distribución del ingreso, hacen desaconsejables las exenciones que hoy benefician a los depósitos de ahorro, las cédulas, los bonos de desarrollo económico, los descuentos del CAT, la UPAC y otros papeles de inversión. En consecuencia, debe estudiarse la forma de sustituirlas por tasas más elevadas de rendimiento de tales activos.

B. Cambio de activos financieros

El establecimiento de una tasa de interés considerablemente superior para un determinado activo financiero puede ocasionar traslados apreciables de recursos hacia él.

Tal ha sido el caso de UPAC. Según puede apreciarse en el cuadro 4.13 las corporaciones de ahorro y vivienda habían captado hasta junio \$2.091 millones y hasta la fecha

⁶⁵ Cuadro No. 4.12

más de \$3.700 millones; esta captación ha tenido lugar fundamentalmente en 1973, ya que en 31 de diciembre del año pasado los ahorros depositados en las corporaciones llegaban a menos de \$200 millones.

CUADRO 4.12 – CALCULO DEL COSTO FISCAL DE ALGUNAS EXENCIONES – 1973
(Millones de pesos)

	Activo financiero	Tasa de subsidio ¹	Volumen promedio 1973 ²	Valor de la exención
1.	Depósitos de ahorro	.8	6.566	52
2.	Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda	8.9	3.000	267
3.	Cédulas hipotecarias BCH	4.9	7.500	368
4.	Bonos de desarrollo económico clases "A" y "B"	5.2	1.800	94
	T O T A L			781

Fuente: Cuadro No. 4.1 y cálculos de Fedesarrollo.

¹ Cuadro 4.1, diferencias entre tasa comparable y tasa efectiva.

² Cálculo en base al promedio del primer semestre y a la proyección para el segundo semestre.

Parte de la mencionada captación se ha hecho a expensas de las cédulas hipotecarias y de los bonos de desarrollo económico. Ambos han sufrido una merma en 1973; pero lo que es más significativo, su crecimiento fue muy inferior al que deberían haber tenido conforme a la tendencia tradicional⁶⁶ y ello sin contar el incremento excepcionalmente alto del ingreso nominal que se espera para 1973.

CUADRO 4.13 – DEPOSITOS EN LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA
(Millones de pesos)

	Captación	Desembolsos	V a r i a c i ó n				
			Captación		Desembolsos		
			\$	%	\$	%	
1972	Diciembre	187.7	98.0				
1973	Marzo 31	883.7	319.8	696.0	370.8	221.8	226.3
	Abril 27	1.249.9	425.9	366.2	41.4	106.1	33.2
	Mayo 25	1.756.9	530.8	507.0	40.6	104.9	24.6
	Junio 30	2.090.9	782.6	334.0	19.0	251.8	47.4
	II Trimestre			1.207.2	136.2	462.8	144.7

Fuente: Junta de Ahorro y Vivienda.

Si se compara el nivel promedio de cédulas en circulación durante el segundo trimestre del año con el que habrían logrado de haberse mantenido una tendencia normal de crecimiento, surge una diferencia de \$943 millones, que representa el monto de la transferencia a UPAC y otros activos. Esta se inició desde el primer trimestre del año, pero

⁶⁶ Cuadros 4.14 y 4.15

CUADRO 4.14 — CEDULAS EN CIRCULACION
DEL BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
(Millones de pesos)

Año	Trimestre	Valor	Variación	
			Absoluta	Porcentual
1971	I	5,364	—	—
1971	II	5,703	339	6.3
1971	III	5,996	293	5.1
1971	IV	6,235	239	4.0
1972	I	6,563	328	5.3
1972	II	6,962	399	6.1
1972	III	7,150	188	2.7
1972	IV	7,682	532	7.4
1973	I	8,134	452	5.9
1973	II	7,422	-712	-8.8

	Estimado ¹	Realizado	Diferencia	
1973	I 8,089	8,134	45	
1973	II 8,518	7,422	-1096	- 943 ²

Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo

¹ Calculado en base a la tasa de crecimiento promedio de los dos últimos años (5,3%).

² Valor incluido el descuento del 14%

no se reflejó en las estadísticas, debido a que buena parte de los excedentes entre captación y desembolsos de las corporaciones de ahorro y vivienda se invirtió en cédulas; pero luego de la autorización de la Junta Monetaria para invertirlos en documentos del Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI— del Banco de la República, con mayor rentabilidad^{6 7}, los dineros se retiraron en buena parte del Central Hipotecario.

La situación descrita es muy preocupante, máxime teniendo en cuenta que un monto apreciable de las nuevas cédulas suscritas corresponde al aumento de los depósitos de ahorro, cuyo 19.5% debe invertirse forzosamente en esos papeles; tal situación puede acentuarse durante el resto del año, si no se revisa el sistema de UPAC y si no se eleva el rendimiento de las cédulas, máxime en presencia del reciente aumento de la tasa de interés de los bonos de desarrollo económico^{6 8}.

Al igual que las cédulas del Banco Central Hipotecario, el saldo de los bonos de desarrollo en circulación, de acuerdo con los informes de la Contraloría General de la República, disminuyó durante el segundo trimestre \$42 millones —2.2%— para situarse en \$1.868 millones^{6 9}.

En el transcurso del segundo trimestre se puso a la venta la emisión de 1973 por \$1.300 millones, de la cual y hasta el 30 de junio sólo había sido posible colocar alrededor de \$150 millones, a pesar de que a las entidades públicas descentralizadas se les está exigiendo la inversión de un porcentaje de sus depósitos en estos bonos, así como

⁶⁷ Resolución 12 de 1973, modificada por la 35 del mismo año. (Véase en Fedesarrollo, *Coyuntura Económica*, Vol. III, No. 3, pág. 41).

⁶⁸ Supra III.3.C.

⁶⁹ Cuadro 4.15

CUADRO 4.15 – BONOS DE DESARROLLO ECONOMICO
CLASE "B" – PROMEDIOS TRIMESTRALES
(Millones de pesos)

Año	Trimestre	Valor	Variación	
			Absoluta	Porcentual
1972	I	1.062	—	—
1972	II	1.306	244	23.0
1972	III	1.471	165	12.6
1972	IV	1.636	165	11.2
1973	I	1.910	274	16.7
1973	II	1.868	-42	-22.0

		Estimado ¹	Realizado	Diferencia	
1973	I	2165	1,910	-255	
1973	II	2509	1,868	-641	-609 ²

Fuente: Boletines de la Contraloría General de la República y cálculos de Fedesarrollo.

¹ Calculado según tasa de crecimiento promedio del último año.

² Valor incluido el descuento del 95%

a los intermediarios financieros. Las causas de la baja colocación de bonos son los mismos que se anotaron anteriormente al hablar de las cédulas hipotecarias⁷⁰.

Si los bonos hubieran tenido un ritmo normal de crecimiento en el primer semestre, su cuantía habría superado en más de \$300 millones a la efectivamente registrada⁷¹. Esta cantidad indica la apreciable desviación de recursos hacia UPAC y otros activos de mayor rendimiento.

Seguramente la situación descrita llevó al Gobierno Nacional a elevar la tasa de interés de los bancos, según ya se indicó⁷². Aunque la nueva tasa, unida a la exención tributaria, hace atractivos dichos papeles en épocas de inflación normal, no alcanza a competir con UPAC cuando el aumento de índice de precios es tan elevado como el de los últimos doce meses.⁷³

Surge así el peligro de desequilibrios fiscales de considerable magnitud, que tendrán que compensarse con emisiones del Banco de la República, o con créditos externos, cuyos efectos de expansión del circulante son análogos y que además gravan la balanza de pagos con intereses apreciables y con la carga futura de su amortización.

Es posible también que en parte de los recursos que se negocian en el mercado extrabancario se hayan trasladado a UPAC, dado el alto rendimiento de estos. Pero su cuantificación es poco menos que imposible, con las estadísticas disponibles. Pese a lo anterior, la tasa de interés de dicho mercado no parece haber elevado, posiblemente por menor demanda de constructores —que hoy acuden a las corporaciones de ahorro y vivienda y de personas naturales y jurídicas que han ampliado sustancialmente su endeudamiento a corto plazo con el exterior.

⁷⁰ Fedesarrollo, *Coyuntura Económica*, Vol. III., No. 3, pág. 58.

⁷¹ Cuadro 4.15

⁷² *Supra*, III.3.C.

⁷³ Cuadro 4.1

Otros activos financieros no han sufrido, aparentemente, los efectos de traslado de ahorros a UPAC. Entre ellos se destacan los depósitos de ahorro, por razones ya analizadas; los bonos industriales, los CAT, y los bonos de las corporaciones financieras. Aparte de una mayor confianza en estos papeles, frente al régimen potencialmente inestable de la UPAC, se encuentra el elevado rendimiento de los bonos industriales y de los CAT y las posibilidades de obtener préstamos mediante la adquisición de bonos de las corporaciones.

6. La tasa de interés y la balanza de pagos.

Para concluir esta sección se observa la estrecha relación que media entre la tasa de interés, la tasa de cambio y la balanza de pagos. Una tasa de interés excesiva, como es en la actualidad la de UPAC, combinada con un movimiento moderado de la tasa de cambio, puede constituir estímulo para el endeudamiento de los particulares en el exterior, produciendo un flujo muy acentuado de capital, a corto plazo, que expande el circulante y grava la balanza con intereses, en momentos en que ello no es necesario, dado el alto nivel de las reservas internacionales. En efecto, el costo de los préstamos externos puede calcularse en 20.5%, tomando como base la *Interbank Rate* de Londres y la *Prime Rate*⁷⁴, agregando a ella el 1.5% autorizado por la Junta Monetaria y suponiendo 8% de devaluación. Esa tasa resulta muy inferior a la del 35.9% que pueden producir la UPAC, en épocas de alta inflación, como la presente.

Es verdad que la Junta Monetaria prácticamente ha prohibido el endeudamiento de particulares con el exterior, pero tales prohibiciones pueden violarse, frente al gran atractivo económico que implica la diferencia entre las tasas mencionadas. Existen algunos indicios de que ello está ocurriendo. Es anormal el crecimiento del renglón de ingresos por servicios de la balanza cambiaria, (63.9% en el primer semestre de 1973 frente a igual período de 1972); si el renglón en referencia hubiera tenido un aumento normal (20%, por ejemplo) su monto habría sido inferior en más de US\$30 millones al efectivamente registrado, (US\$114 millones) lo cual da una idea de la magnitud del problema. Otro indicio es la estabilidad de la tasa de interés del mercado extrabancario, no obstante el posible desplazamiento de recursos hacia UPAC.

Todo lo anterior advierte los peligros de tasas excesivas de interés acompañadas de un ritmo demasiado moderado de devaluación, e indica la importancia de enmarcar las políticas de tasa de interés dentro del conjunto del panorama financiero, relacionándolas con el costo del dinero en los mercados externos, la tasa de cambio y la balanza de pagos.

IV. Tasa de interés sobre préstamos

La variedad y dispersión de las tasas de interés, su falta de elasticidad y su nivel generalmente inferior a márgenes de equilibrio, son características aún más acentuadas en el caso de préstamos que en el de ahorros. Ello coincide con una mayor intervención del Estado en la fijación de distintas tasas, que está llegando a extremos de casuismo, como lo ilustra la reciente reglamentación de las operaciones del Fondo Financiero Agropecuario⁷⁵

La acción de las fuerzas del mercado para determinar los niveles de interés sobre préstamos es prácticamente nula, con la única excepción del mercado extrabancario, cir-

⁷⁴ Cuadro 4.16

⁷⁵ Infra, IV.2.B.

CUADRO 4.16 – TASAS DE INTERES EN EL MERCADO INTERNACIONAL PARA PRESTAMOS A SEIS MESES 1973

EURO - DEPOSITOS – LONDRES			
1973	Enero	2	6,31
	Febrero	1	6,94
	Marzo	1	9,00
	Abril	3	8,69
	Mayo	2	8,56
	Junio	1	8,87
	Julio	2	9,44
	Agosto	1	10,94
	Agosto	31	11,62
PRIME RATE – NUEVA YORK			
1973	Enero	4	6,00
	Febrero	26	6,25
	Marzo	23	6,75
	Abril	18	6,50
	Mayo	7	7,00
	Junio	8	7,50
	Julio	3	8,00
	Agosto	2	8,75
	Agosto	27	9,75

Fuente: *Información Económica, Federal Reserve Bulletin-Reuters.*

cunstancia que ha promovido la extraordinaria ampliación de éste, reduciendo el área de control de las autoridades monetarias sobre el dinero y el crédito.

Nadie discute la necesidad de un grado razonable de intervención del Estado en las tasas de interés sobre préstamos.

Desde épocas inmemoriales, los estados han actuado para reprimir la usura y ya en el Código Civil, a pesar de su orientación liberal-individualista, se consagraron normas sobre el particular⁷⁶. Así mismo, ha sido frecuente la limitación y aún la reducción, por el Estado, de las tasas de interés, para hacer frente a situaciones de emergencia, como ocurrió en Colombia en los años treinta⁷⁷. Finalmente, en nuestro país y en otras naciones, se ha buscado fomentar ciertas actividades económicas o promover determinados objetivos sociales, estableciendo tasas de interés subsidiadas. Pero cuando se mira el panorama general de las regulaciones oficiales sobre la materia, su carácter casuístico, coyuntural e inarmónico, no puede menos de concluirse que la intervención estatal ha sido excesiva y que debe limitarse.

Por lo demás, muchas tasas son demasiado bajas en comparación con el nivel aparente de equilibrio, favoreciendo una estructura económica capital-intensiva, estimulando la demanda de crédito y el endeudamiento externo, a parte de afectar negativamente las oportunidades de crédito y la distribución del ingreso.

Al mismo tiempo, la estructura de tasas de interés para préstamos ha adolecido de gran inflexibilidad; se han mantenido, durante largos períodos de tiempo, las mismas tasas, a pesar de los cambios en la economía interna —especialmente en el ritmo de inflación— y en el costo internacional del dinero. Muchas limitaciones de carácter transi-

⁷⁶ Artículo 2231 del Código Civil.

⁷⁷ Supra, II.1.

torio se han tornado definitivas. Todo ello ha llevado a la perpetuación de tasas de interés negativos o muy próximas a cero, agravando las distorsiones mencionadas en el párrafo anterior.

Para fomentar determinadas actividades, se han señalado tasas de subsidio y se han establecido obligaciones o estímulos a los bancos para extender los préstamos respectivos. Si bien ello puede justificarse en algunos casos, principalmente por razones de carácter social, los préstamos respectivos reglamentarse deben y vigilarse cuidadosamente, para evitar desviaciones y desestímulos a la capitalización de los sectores aparentemente favorecidos. En este sentido, el Fondo Financiero Agropecuario, organizado a semejanza del Fondo Financiero Agrario, por la Ley 5a. de 1973 y recientemente reglamentado⁷⁸, constituye un avance importante.

Dentro del marco general de las ideas expuestas, se procede a examinar un detalle algunos aspectos principales de las tasas de interés sobre préstamos, haciendo énfasis en los siguientes puntos:

- Tasas principales de interés sobre préstamos
- Efectos de la situación actual.

1. Clasificación de las principales tasas de interés sobre préstamos.

En esta materia pueden distinguirse las tasas de interés de los bancos comerciales e institucionales afines, las tasas de interés del mercado extrancario, y las tasas de interés sobre préstamos para vivienda.

2. Tasas de interés de los bancos comerciales e institucionales afines.

El cuadro No. 4.2 muestra las tasas principales de interés sobre préstamos de los bancos comerciales e instituciones afines. Respecto a ellas caben las siguientes observaciones:

A. Operaciones ordinarias.

La tasa nominal de interés de los bancos sobre sus préstamos ordinarios es del 14% anual. Ella se fijó por la Junta Monetaria en 1967, como medida transitoria, dentro del programa de estabilización de aquella época⁷⁹. No se ha modificado desde entonces, a pesar del auge del proceso inflacionario y del aumento del interés en los mercados internacionales⁸⁰.

Como resultado del cobro anticipado de los intereses, la tasa efectiva puede estimarse en 17.4% anual;⁸¹ además, como los bancos exigen cierta reciprocidad de depósitos y se benefician de las operaciones de cambio exterior del cliente, el rendimiento total de sus préstamos ordinarios puede exceder del 20% anual.

Esta tasa es, sin embargo, inferior a la de 23% que puede considerarse como de equilibrio; menor a la de 24%-30% que caracteriza el mercado extrabancario, y más baja que el rendimiento real del capital, estimado en 11%.

⁷⁸ Decreto 1562 de 1973

⁷⁹ Resolución No. 33 de 1967, artículo 3o.

⁸⁰ Cuadro 4.16

⁸¹ Barberi, Fernando, *Análisis de Algunos Aspectos Económicos del Decreto-Ley 98 de 1973*, CEDE, Bogotá, 1973, pág. 93; edición mimeográfica.

Conviene; por lo tanto, elevar la tasa nominal de interés sobre los créditos ordinarios de los bancos, a un nivel de 17% anual, que cobrado anticipadamente y supuesta una menor reciprocidad de depósitos, daría un costo efectivo no inferior al 23% anual.

B. Fondo Financiero Agropecuario

La Junta Monetaria, mediante Resolución 54 de 19 de septiembre del año en curso, señaló las tasas de interés, plazos, tasas de redescuento, márgenes de redescuento y períodos de gracia para las operaciones del Fondo Financiero Agropecuario, distinguiendo 26 grupos de distintos de actividades de fomento agropecuario que se pueden apreciar en el cuadro 4.17. Este crecido número ilustra el criterio casuístico con el cual se ha actuado en materia de tasas de interés en Colombia, y contribuye a la variedad y dispersión de las mismas.

CUADRO 4.17 – FONDO FINANCIERO AGROPECUARIO – TASAS DE INTERES Y REDESCUENTOS

Actividades financiables	Plazo años	Tasa de interés (% anual)	Tasa de redescuento (% anual)	Margen de redescuento (%)	Período de gracia (años)
Para siembra de tabaco	1	13	10	77	
Para siembras de ajonjolí, algodón, arroz, caraota, cebada, fríjol, maíz, maní, papa, sorgo, soya, trigo y hortalizas	1 ¹	14	11	75	
Para cebs de porcinos	1	12	10	85	
Para cunicultura y apicultura	2	12	10	85	1
Para capital de trabajo y equipo para pequeños avicultores	2	13	10	77	
Para sostenimiento y mejoramiento de caña para panela y sostenimiento de cacao	2	14	12	82	
Para cebs bovina corriente y cultivos de yuca y ñame	2	14	12	82	1
Para siembra y renovación de vid, sostenimiento y mejoramiento de cítricos, plátano, y banano.	2	15	12	75	
Para tecnificación y renovación de caña para panela	3	14	12	83	1.5
Para siembra de piña y plátano, renovación y tecnificación de banano y caña de azúcar y para financiación de plantas extractoras de aceite de palma africana	3	15	12	75	1.5
Para cría comercial y producción de lana y carne ovina y caprina	4	12	10	86	
Para mejora de vivienda campesina	4	11	10	93	
Para siembra de flores	4	15	12	75	
Para adecuación de tierras, comprendido el desmonte, prenivelación y drenaje auxiliar	5	11	10	93	2

(continuación del cuadro 4.17) — Fondo Financiero Agropecuario - Tasas de Interés y redescuentos

Financiación de avicultura para construcción de mataderos, reacondicionamiento de galpones, construcción de molinos, bodegas y capital de trabajo	5	13	10	79	
Para siembra de caña de azúcar e instalaciones para beneficio del tabaco	5	15	12	76	2
Para cría multiplicadora ovina y caprina y cría de porcinos	6	12	10	86	2
Para diseño y construcción de red de riego principal y auxiliar	10	11	10	94	4
Para cría de equinos	10	12	10	87	4
Para siembra de especies moderables	10	12	10	87	6
Para cultivos de cacao	10	14	10	75	5
Para siembra de palma africana, cítricos, mango y otros frutales	10	15	12	78	5
Para ganadería de leche	12	10	9	95	4
Para cría bovina multiplicadora y comercial	12	11	10	94	4
Para construcción de pozos profundos	12	11	10	94	3
Para construcción de vivienda para trabajadores rurales	15	11	10	94	

Fuente: Junta Monetaria, Resolución 54 de 1973.

1 Plazo máximo, entendiéndose que para cada cultivo se adoptan los vigentes en el Fondo Financiero Agrario.

Dispone además la Resolución 54, que las tasas de interés en ella señaladas “se entienden sin perjuicio de la tasa adicional equivalente al 1% anual sobre préstamos destinados al sector agropecuario moderno, que según lo dispuesto en el artículo 57 del Decreto 1562 de 1973 deben cobrar los bancos con destino al Fondo de Asistencia Técnica para los pequeños agricultores y ganaderos”⁸².

Así mismo, establece la citada resolución que los intereses “no podrán cobrarse anticipadamente por períodos superiores a tres meses” y que “cuando se trate de créditos con período de gracia, los intereses se cobrarán por trimestres vencidos y serán refinanciados por las entidades de crédito, hasta en un 75 por ciento”⁸³.

Para las operaciones del Fondo hay seis niveles de tasas de interés, que oscilan entre 10% y 15% anual, siendo las más frecuentes 11% y 12%. Si se tiene en cuenta la inflación, la mayor parte de estas tasas son, en términos reales, negativos o muy próximos a cero; y la más elevada sólo alcanza a 3.4%. Esta situación será más aguda en 1973, pues en este año se espera un ritmo de inflación muy superior al tradicional. Entre las tasas mencionadas y el nivel de equilibrio del 23%, y entre ellas y el rendimiento real del capital del 11% anual, media gran distancia; se trata, pues, de tasas de subsidio que siguen la orientación de las consagradas en la Ley 26 de 1959⁸⁴.

El efecto del subsidio de la tasa de interés sobre el desarrollo del sector agropecuario no ha sido objeto de estudio sistemático, sino que se ha tomado como axioma. Es me-

⁸² Artículo 2o.⁸³ Artículo 57⁸⁴ La Ley 26 de 1959 era el estatuto de crédito para fomento agropecuario, anterior a la Ley 5a. de 1973 que organizó el Fondo Financiero Agropecuario.

nester emprender un análisis más detallado, pues tasas altamente subsidiadas, como han sido las de créditos agropecuarios, pueden traer consecuencias inconvenientes. La primera es una presión inmoderada sobre la demanda por crédito, que puede traducirse en expansión excesiva del circulante. La segunda es una distorsión en la asignación de los recursos de crédito subsidiado, a los cuales tendrán mayor acceso las gentes con ingreso y patrimonio más elevados, quienes son por lo general, mejores clientes de los bancos. En tercer lugar, pueden desviarse recursos de crédito agropecuario hacia otras actividades donde se colocan con tasas mayores de interés, generándose una utilidad de carácter especulativo. Aunque la vigilancia de la inversión del crédito puede evitarse en partes esta desviación, no la elimina, ya que los créditos subsidiados liberan otras disponibilidades del beneficiario para emplearlas en propósitos diferentes. Esta circunstancia puede también descapitalizar el campo, haciendo menos atractivo destinar ahorros o reinvertir utilidades en la respectiva explotación, ante la facilidad de obtener crédito barato para ella.

Los peligros anotados se reducen dentro del nuevo sistema de Fondo Financiero Agropecuario, a través del cual puede ejercerse cierto grado de vigilancia sobre el destino de los créditos, su necesidad y las demás disponibilidades del beneficiario, a parte de que obliga a éste a cumplir ciertos requisitos técnicos que incrementen la productividad.

Sin embargo, lo que cuenta fundamentalmente para el agricultor son precios remunerativos para sus productos y disponibilidad de crédito, más que una tasa de subsidio, cuyo efecto sobre la estructura de costos de las explotaciones agrícolas es limitado.

El limitado rendimiento de los préstamos de fomento agropecuario los haría poco atractivos para los bancos, a lo cual contribuye también el nivel generalmente bajo de los depósitos en cuenta corriente de los agricultores, y el escaso número de operaciones de cambio exterior que realizan. Este obstáculo se elimina a través de los redescuentos establecidos en el Banco de la República para las operaciones que realicen las entidades bancarias con recursos del Fondo Financiero Agropecuario. Las márgenes e intereses de redescuento producen un mayor rendimiento efectivo de los préstamos de fomento agropecuario para los bancos, según la fórmula expuesta en la nota 26 de este trabajo⁸⁵. Aplicando dicha fórmula a algunas categorías de préstamos del Fondo Financiero Agropecuario, resultan tasas efectivas de interés para los bancos del 23% al 29%, que son ciertamente atractivas, y que hacen previsible un activo funcionamiento del Fondo⁸⁶.

Por lo demás, el redescuento se hará teóricamente, con recursos no inflacionarios, provenientes de la suscripción por parte de los bancos de 15% de sus colocaciones en bonos del Fondo⁸⁷; esta suscripción es forzosa y sustituye la obligación establecida en la Ley 26 de 1959, de que los bancos destinaran un monto equivalente al 15% de los depósitos de su clientela, a préstamos de fomento agropecuario. En la práctica, puede ocurrir que el nivel potencialmente elevado de las solicitudes de crédito de fomento agropecuario, dado su bajo costo sumado al atractivo para los bancos en otorgarlos, por su alto rendimiento para éstos, exceda las disponibilidades del Fondo. En tal caso, existe el peligro de emisiones del Banco de la República, pues no será fácil elevar el porcentaje de bonos del Fondo que los bancos deban suscribir, pues su rendimiento es de 8% anual solamente⁸⁸. Este peligro surge precisamente del subsidio implícito en las tasas de interés de fomento agropecuario y de la necesidad de compensarlo a través del redescuento. Obsérvese, además, que los bancos que no participen en las operaciones del

⁸⁵ *Supra*, II.2.D.

⁸⁶ Cuadro 4.18

⁸⁷ Ley 5a. de 1973, artículo 5o. y Decreto 1562 de 1973.

⁸⁸ Junta Monetaria, Resolución, 53 de 1973, artículo 16, literal d)

CUADRO 4.18 — FONDO FINANCIERO AGROPECUARIO
TASAS EFECTIVAS DE RENDIMIENTO PARA LOS BANCOS¹

Actividades financiables	Tasa efectiva de rendimiento(%)
Para siembras de ajonjolí, algodón, arroz, caraota, cebada, fríjol, maíz, maní, papa, sorgo, soya, trigo y hortalizas	23.0
Para sostenimiento y mejoramiento de caña para panela y sostenimiento de cacao	23.1
Para tecnificación y renovación de caña para panela	23.8
Para siembra de piña y plátano, renovación y tecnificación de banano y caña de azúcar y para financiación de plantas extractoras de aceite de palma africana	24.0
Para mejora de vivienda campesina	24.3
Para adecuación de tierras, comprendido el desmonte, prenivelación y drenaje auxiliar	24.3
Para siembra de caña de azúcar e instalaciones para beneficio del tabaco	24.5
Para siembra de especies maderables	25.4
Para ganadería de leche	29.0

Fuente: Cuadro 4.15 y cálculos de FEDESARROLLO según fórmula que aparece en el texto.

¹ Cálculo según la fórmula $t_e = \frac{tn - trMr}{100 - Mr}$ (%)

donde: t_e = tasa efectiva de rendimiento
 tn = tasa nominal
 Mr = margen de redescuento
 tr = tasa de redescuento

Fondo no se beneficiarán de su alto rendimiento y si tendrán, por el contrario que suscribir bonos de baja rentabilidad.

No obstante las imperfecciones derivadas de la tasa de interés de subsidio, el Fondo Financiero Agropecuario representa un avance fundamental para el encauzamiento efectivo de recursos hacia el sector agrario, y sustituye el sistema de créditos compulsivos, establecido en la Ley 26, por el de incentivos de redescuento, que es más aconsejable.

C. Otras tasas de fomento.

Para un número apreciable de otras operaciones de fomento, se han venido estableciendo tasas de interés, cuyo nivel efectivo oscila entre el 10% anual, siendo las más frecuentes las del 13% al 18%⁸⁹. Entre las operaciones se destacan los préstamos de fomento industrial a mediano y largo plazo (línea BIRF de las corporaciones financieras, Fondo Financiero Industrial) y los préstamos de desarrollo urbano (Fondo Financiero de Desarrollo Urbano).

En estos préstamos el interés se cobra normalmente por semestres anticipados, sobre saldos vigentes, y la tasa varía con frecuencia en relación directa al plazo, para prevenir los efectos de la inflación o de la devaluación

Para los bancos, los préstamos de los Fondos Financieros Industrial y de Desarrollo Urbano son de alta rentabilidad por el redescuento, que oscila entre el 65% y el 80%. En los del Fondo Financiero Industrial, para pequeña y mediana industria, cuyo margen de redescuento es de 65% y su tasa inferior en 3 puntos a la estipulada en la respectiva obligación, dicho rendimiento puede ascender a 21%, sin tener en cuenta reciprocidad

⁸⁹ Cuadro 4.2

de depósitos⁹⁰. Para otros préstamos, de la clase que se analiza, el interés efectivo para los bancos puede ser mayor.

Así, pues, en este campo, los ajustes que habría que introducir serían menores. Posiblemente, elevar a 18% su costo para el deudor, y variar los márgenes o intereses del redescuento, para que los bancos perciban la tasa de interés de equilibrio, calculada en 23%.

D. Bonos de prenda.

La tasa de interés que cobran los bancos por el descuento de bonos de prenda ha sido tradicionalmente muy baja. Pese a los aumentos hechos por la Junta Monetaria, se halla hoy en un nivel nominal de 10% anual, que en términos reales es de menos 1.6%, supuesto un ritmo de inflación, a largo plazo, de 11.6%; en 1973, cuando la inflación puede alcanzar 25%, la tasa real para el descuento de los bonos de prenda será de menos 15%.

Esta situación ha surgido como resultado de distintas consideraciones: no encarecer los productos alimenticios, evitar traumatismos en la producción y comercialización del tabaco, estimular la industria textil y las exportaciones. Se halla relacionada también con los controles de precios sobre productos que son objeto de bonos de prenda, y con otros factores análogos.

Pese a las anteriores consideraciones, es imperativo elevar la tasa de los bonos de prenda, para evitar subsidios excesivos y eventuales almacenamientos de carácter especulativo. Una tasa no inferior al 14% anual sería aconsejable. Naturalmente, el aumento en cuestión debe enmarcarse dentro de políticas coherentes de precios internos para los productos respectivos y de tasa de cambio para las exportaciones.

A fin de compensar a los bancos el bajo rendimiento de los descuentos de bonos de prenda, han existido sistemas muy favorables de redescuento en el Emisor. Actualmente, el margen más generalizado es de 65% y la tasa de 6%, lo cual da una tasa efectiva para los bancos de 17.4%, que puede elevarse alrededor del 21% por su forma de pago, reciprocidad de depósitos, etc. Si la tasa de interés para los deudores se eleva a 14%, según lo propuesto anteriormente, podría señalarse la de redescuento en 11%, a fin de asegurar a los bancos un rendimiento efectivo total, cercano al 23%, que es el nivel de equilibrio.

E. Tasas de interés del mercado extrabancario.

Conforme a un reciente estudio⁹¹, las tasas del mercado extrabancario de dinero fluctúan entre el 24% y el 30% anual, margen superior al 23% que se considera como de equilibrio, en las condiciones actuales. El exceso puede explicarse por ineficiencia y riesgos en las operaciones de ese mercado, y por el nivel muy bajo de las tasas del mercado bancario.

Las atractivas tasas de captación del mercado extrabancario y el bajo nivel de las tasas de interés del mercado bancario, han llevado a una ampliación del primero, que disminuye el alcance de control de las autoridades monetarias, encarece el costo del dinero, e impide el adecuado encauzamiento de los recursos financieros.

La solución a este problema se encuentra en habilitar a los bancos para que otorguen los créditos que hoy se extienden en el extrabancario. Para tal fin se requeriría autorizar

⁹⁰ Para mayores detalles puede consultarse la monografía de Hernando Gómez Otálora "La Experiencia de los Fondos Financieros en Colombia", *Revista Superintendencia Bancaria*, No. 380, enero de 1973, págs. 50 y ss.

⁹¹ De Pombo Joaquín, op. cit., pág. 1580

tasas mayores de interés, del orden del 25%, para ciertos préstamos bancarios, como son los créditos a mediano plazo para capital de trabajo de las industrias y para la compra de bienes de consumo durables. Las empresas que producen estos bienes afrontan hoy serias dificultades para financiar sus ventas, dentro de programas ampliados de producción, y algunas han tenido que apelar a elevadas sumas de endeudamiento externo⁹²

La captación de recursos que hoy se negocian en el mercado extrabancario podría hacerse directamente por los bancos, mediante la emisión de bonos de adecuado rendimiento, o por corporaciones especializadas, que luego redescontarían los préstamos respectivos que otorguen los bancos y otras entidades.

F. Préstamos para vivienda

Las tasas de interés para préstamos de vivienda del Instituto de Crédito Territorial—ICT— han sido de subsidio. Actualmente pueden estimarse en 12% anual, en promedio, o sea casi cero, en términos reales, supuesta un ritmo de inflación, a largo plazo, de 11.6%; en 1973 cuando la inflación puede alcanzar el 25%, la tasa real de interés será de menos 13%.

Una tasa de subsidio para vivienda popular se justifica por el bajo monto de ingreso disponible para adquirir habitación por parte de las unidades familiares beneficiadas. Pero debe tenerse cuidado de que ella no favorezca a grupos de ingresos superiores, que no precisan el subsidio; de aquí la inconveniencia de las urbanizaciones para la clase-media y media-alta, emprendidas en el pasado por el ICT, y lo aconsejable de sus nuevas políticas de concentrarse en vivienda popular.

En todo caso, el nivel de la tasa de interés para los proyectos del Instituto debe calcularse en función del ingreso familiar disponible de los distintos grupos beneficiados, y ha de enmarcarse dentro de la política general de vivienda, la cual puede hacer más aconsejable, en ciertos casos, la rehabilitación de tugurios.

El subsidio que tienen los préstamos del ICT le impide ofrecer una tasa de interés atractiva para sus bonos de vivienda y ahorro. Hasta hoy se ha buscado solucionar esta situación a través de inversiones forzosas por parte de las cajas de ahorro⁹³ y mediante la autorización para que los bancos mantengan parte de su encaje en bonos del Instituto⁹⁴

Estos sistemas, unidos a modestas transferencias presupuestales, son insuficientes para adelantar los amplios programas de vivienda popular que demanda el déficit cuantitativo de habitaciones. Además, reducen la tasa de interés que podría reconocerse sobre los depósitos de ahorro y distorsionan el encaje autorizando invertir parte de él.

Sustitutivamente, podría pensarse en elevar a un nivel competitivo la tasa de interés de los bonos de vivienda y ahorro y subsidiar su mayor valor respecto a la tasa de interés sobre préstamos, con un aporte presupuestal creciente. Podría así el Instituto captar recursos de ahorro, inclusive mediante transferencia de un determinado porcentaje de los que captan las corporaciones de ahorro y vivienda; y mantener, al mismo tiempo, subsidios para los adjudicatarios de vivienda. Los aportes presupuestales tendrían entonces un efecto multiplicador: no se invertirían directamente, sino que propiciarían la captación de mayores recursos. Suponiendo una tasa efectiva, no exenta de impuesto sobre la renta, de 23% para los bonos de vivienda y ahorro y una de 12% sobre los préstamos, se podría captar 100 unidades de recursos para el ICT con un aporte presupes-

⁹² Véase la nota 34.

⁹³ Supra, III.3.A.

⁹⁴ Banco de la República, Resolución 18 de 1963, artículo 10, ord. c) (autoriza la inversión hasta de un punto del encaje del ICT). Véase también, Junta Monetaria, Resoluciones 36 de 1970 y 45 del mismo año.

tal de 11. Hoy el aporte es de \$200 millones aproximadamente; si se destinara a ecualizar intereses, a través del sistema propuesto, podrían captarse más de \$1.815 millones. Con estos recursos adicionales, el ICT podría adelantar programas directos de construcción de vivienda popular y redescantar los créditos, que con el mismo fin, otorgarán las corporaciones de ahorro y vivienda, a bajo interés, para contratistas particulares. Las corporaciones compensarían las tasas de interés de subsidio a través de las tasas de descuento, también subsidiadas, que les ofrecería el ICT. En esta forma, se lograría vincular al sector privado a los planes de vivienda popular, cuya magnitud debe ser muy grande, dadas las urgentes necesidades en ese campo; para satisfacerla se requiere el concurso de los sectores público y privado, siendo insuficiente la acción del primero. Además se propiciaría mayor construcción en ciudades intermedias.

Si bien para vivienda popular parecen justificarse tasas de interés subsidiadas, no ocurre lo mismo con los préstamos para vivienda de gentes de mayores ingresos, como ha venido ocurriendo con los préstamos del Banco Central Hipotecario, cuyas tasas nominales del 14% al 18%, resultan en tasas reales de 2.4% a 6.4%. A ello se suma el hecho de que parte de los recursos del mencionado Banco se derivan de la suscripción forzosa de cédulas por las cajas de ahorro y que estas suscripciones dificultan otorgar a los ahorradores una tasa siquiera positiva de interés, dado el bajo rendimiento de las cédulas. Surge, entonces, la situación paradójica de ahorradores de bajos ingresos subsidiando la vivienda de los grupos de mayores ingresos.

El estado de cosas descrito en el párrafo anterior explica, en buena parte, la aparición del nuevo sistema de ahorro y vivienda en UPAC, cuya tasa efectiva de interés fluctúa entre el 24.4% y el 25.4% anual, en épocas normales⁹⁵. Esto es justificado. Lo inconveniente es el sistema de ajuste monetario o valor constante, cuyos defectos ya se expusieron. Conviene recordar solamente, que si bien, a largo plazo, los salarios nominales aumentan más que los precios (2 o 3 puntos, en promedio anual), en el corto plazo puede ocurrir lo contrario, colocando al deudor en dificultad para pagar y creando presiones para la abolición del sistema. Así por ejemplo, en 1973, la tasa de interés sobre los préstamos en UPAC puede oscilar alrededor del 28%, como resultado de un aumento de precios cercano al 25% en el presente año y de 14% en 1972. Parece más aconsejable, se repite, actuar solamente a través de una tasa de interés realista o de ajustes calculados hacia el futuro, como se explicó en la sección 3.3.4 sin introducir el factor distorsionante del ajuste monetario. Al mismo tiempo se podría emplear un sistema de amortización creciente, calculado en base a la estimación del aumento del ingreso nominal en el futuro; este último punto sería también aplicable a los préstamos del ICT.

V. Resumen de recomendaciones

1. Mayor acción del mercado

Para evitar el gran número y dispersión de tasas de interés, su falta de flexibilidad y la frecuencia de tasas de inferiores al nivel de equilibrio, conviene dejar al mercado que participe, en mayor grado, en su formación, limitando la intervención del Estado a lo estrictamente indispensable; además, cuando ésta se ejerza, los niveles señalados deben revisarse periódicamente.

2. Aumento de la tasa de algunos activos financieros

Deben elevarse la tasa de interés de los activos financieros cuyo rendimiento efectivo sea inferior al nivel de equilibrio, estimado en 23% anual, en términos nominales y en

⁹⁵ Cuadro 4.1

11%, en términos reales. Se evitaría así, el flujo masivo de recursos de ahorro hacia activos de más alto rendimiento y podría estimularse, eventualmente, el ahorro interno total. Dentro de este orden de ideas, conviene aumentar la tasa de interés sobre depósitos de ahorro, depósitos a término y cédulas hipotecarias, principalmente.

3. Eliminación de exenciones tributarias

Es aconsejable estudiar la eliminación de las exenciones tributarias que hoy existen a favor de los depósitos de ahorro, de algunos papeles de inversión y del ajuste monetario de UPAC, dado su alto costo fiscal y su efecto regresivo sobre la distribución del ingreso.

Para evitar que la abolición de las exenciones afecte los activos que hoy gozan de ellas, y para lograr la finalidad señalada en el numeral anterior, deben establecerse para ellos tasas nominales de equilibrio y darse la opción a los tenedores de los papeles actuales, para que los cambien por los nuevos títulos, sin exención pero de mayor rendimiento.

Con el objeto de dar mayor flexibilidad a la tasa de interés, especialmente para amortiguar el efecto de presiones inflacionarias a corto plazo, es aconsejable dejar fluctuar la cotización de las cédulas, bonos y otros papeles similares.

4. Abolición del sistema actual de valor constante

Debe eliminarse el sistema actual de corrección monetaria del valor de ciertos activos, en función de la inflación registrada, para evitar transferencias masivas de ahorro hacia ellos en épocas de crecimiento anormal de los precios. En sustitución de él puede pensarse en tasas de interés atractivas; o en calcular el ajuste en función de porcentajes decrecientes de inflación, previamente concertados; o en fijar un límite al rendimiento total de UPAC, computando ajuste, interés y exención promedio. La generalización del sistema de ajuste no es recomendable para economías como la colombiana, cuyo ritmo de inflación es moderado. Las finalidades del ajuste pueden lograrse mejor, dejando fluctuar la cotización de los distintos títulos valores.

5. Cambios en la tasa de interés sobre préstamos

Con el fin de regular la demanda monetaria, de evitar una estructura económica capital-intensiva y de prevenir operaciones especulativas, deben ajustarse las tasas de interés de los préstamos bancarios, especialmente la de operaciones ordinarias (a 17%) y la de bonos de prenda (a 14%).

Al mismo tiempo, debe facultarse a los bancos para otorgar créditos con tasas de interés elevadas (23% a 26%) para la financiación de capital de trabajo de la industria, a mediano plazo, y para la venta de bienes de consumo durable. Los recursos para estos préstamos provendrían de la colocación de bonos de alto rendimiento por parte de los bancos o entidades especializadas, para captar recursos que hoy se negocian en el mercado extrabancario. Se lograría así solucionar una necesidad financiera, y ampliar el control de las autoridades monetarias, hoy limitado por la gran amplitud del mercado extrabancario.

6. Créditos de fomento

Debe estudiarse con más detenimiento, el efecto de tasas de interés subsidiadas para la promoción de ciertas actividades, pues ellas aumentan la demanda de crédito, facili-

tan desviaciones de recursos financieros y benefician en mayor grado, a quienes tienen más acceso al crédito bancario. Las circunstancias anotadas pueden producir una descapitalización de los sectores aparentemente beneficiados y propiciar ganancias injustificadas, a través de la colocación de recursos de bajo costo en inversiones de alto rendimiento, fuera del sector.

Las tasas de interés subsidiadas deben reservarse para casos claros de necesidad social, uno de los cuales se analiza en el numeral siguiente.

7. Créditos para vivienda

Se justifica el subsidio de las tasas de interés en los préstamos para vivienda popular, dado el bajo nivel de ingresos disponibles para adquirir habitación de ciertos grupos sociales; pero el subsidio debe reconocerse en función de los programas generales de vivienda.

Por el contrario, no se justifican tasas de subsidio para vivienda de gente de ingresos más elevados. Sin embargo, el mejor sistema para evitarlos no es el ajuste monetario, sino los métodos alternativos que se expusieron en el numeral V.4 acompañados, cuando fuere el caso, de mecanismos de amortización creciente.

El subsidio para vivienda popular debe provenir del Presupuesto Nacional, a través de partidas que permitan compensar la diferencia entre el costo de captar los recursos con tasas de interés atractivas y de colocarlas con otras de más bajo rendimiento. Este sistema multiplica las disponibilidades de ahorro para vivienda popular, y de él pueden beneficiarse el Instituto de Crédito Territorial y las corporaciones de ahorro y vivienda, éstas últimas a través de redescuentos en el Instituto.

8. Tasa de cambio

La política de tasa de interés debe adelantarse paralelamente con la tasa de cambio, para evitar que diferenciales elevados entre el costo del dinero en el país y en el exterior propicien ingresos o egresos masivos de divisas, con efectos inconvenientes para la balanza de pagos y para la situación monetaria interna.

Capítulo 5

LA ECONOMIA DEL SEGURO Y LA FORMACION DEL CAPITAL

Camilo Pieschacón
Rodrigo Jaramillo
Humberto Cortés
Ramón Eduardo Madriñán

I. Importancia económica y social del seguro

1. *Introducción*

Aunque hoy en día la teoría económica con sus matrices, ecuaciones y alto grado de sofisticación en el análisis, parezca ser algo complejo e ininteligible para la mayoría de los sujetos económicos, en esencia conserva ella los mismos objetivos prácticos que se trazaron sus artífices intelectuales, a saber, lograr una combinación óptima de los factores de producción —la tierra y los recursos naturales, el trabajo y el capital— con el fin de obtener de ellos el máximo de rendimiento posible y satisfacer así las necesidades económicas de cualquier sociedad humana. En el fondo, todo sistema económico persigue exactamente el mismo fin, aunque los instrumentos utilizados difieran substancialmente de un sistema a otro. Bajo este enfoque, los sistemas económicos desarrollados por el hombre simplemente representan diversos caminos para lograr el mismo objetivo porque la combinación adecuada de los factores productivos siempre constituirá la meta de toda política o gestión económica y racional.

Ello no significa, sin embargo, que en su afán por lograr un mayor desarrollo económico y social de sus pueblos los políticos y economistas logren siempre el establecimiento de un sistema económico lógico y eficiente que responda al principio racional de la economía, presentándose en esta forma, distorsiones, disparidades y mecanismos contradictorios, los cuales tarde o temprano se convierten en serios obstáculos para el desarrollo por ellos anhelado. Precisamente la función de los economistas como profesionales de la producción y el bienestar radica en llamar la atención sobre todos aquellos aspectos que por cualquier motivo han sido abandonados u omitidos por los responsables de la política económica.

NOTA: El presente trabajo fue elaborado bajo la coordinación del Dr. Jaime Bustamante Ferrer y presentado en el Simposio en nombre de la Asociación Colombiana de Compañías de Seguros, "ASECOLDA" y las sociedades de capitalización.

Es obvio que ante la escasez relativa de los medios de producción y ante la apremiante urgencia, especialmente en los países subdesarrollados, de satisfacer las necesidades de la población, entre los políticos e instancias gubernamentales se registre la tendencia de concentrar los esfuerzos en unos pocos sectores económicos, olvidando que el proceso de desarrollo económico es interdependiente y que, a la larga, no puede llegarse a una meta de pleno empleo, por ejemplo, si todas las actividades de la economía no reciben los suficientes estímulos gubernamentales.

Entre estos sectores olvidados y marginados por la política económica colombiana de los últimos años se encuentra, cabalmente, la economía del seguro y la capitalización, la cual cumple una función específica y juega un papel preponderante en los principales países industrializados del mundo. Durante el reciente Simposio sobre el Mercado de Capitales en Colombia¹ se presentó un estudio sobre la importancia de este sector en el proceso de desarrollo económico y social. Debido a que en dicha oportunidad, como es obvio, no fue posible presentar un análisis más profundo sobre el proceso de acumulación o formación de capital inherente a la actividad aseguradora, en el presente trabajo haremos un estudio más detallado sobre el particular y comentaremos los principales problemas que dificultan esta función de las aseguradoras, así como algunas sugerencias prácticas para subsanarlos.

La falta de estímulos y las distorsiones a que está sujeta la economía del seguro y la capitalización en Colombia significan, paralelamente, que el factor de la producción, *trabajo*, es decir, el *capital humano o social*, hayan sido descuidados en nuestra política económica, con todas sus repercusiones desfavorables para el desarrollo.

2. El ciclo vital y la estructura económica de la población colombiana

Hemos visto que dentro de los tres factores productivos se encuentra también el trabajo, o sea, el rendimiento económico y productivo del capital humano con que cuenta toda economía en mayor o menor escala. Ahora bien, todo hombre y, por ende, toda sociedad humana están sujetos al llamado ciclo vital con sus correspondientes repercusiones y secuelas económicas. A grosso modo y bajo el punto de vista económico, la vida humana se descompone en tres fases bien definidas e importantes. La primera fase que pudiéramos denominar vegetativa abarca las edades comprendidas entre los 0 y los 15-20 años. Durante esta fase el hombre no es productivo bajo el punto de vista económico, sino, por el contrario, dependiente y deriva su fuente de ingresos y sustento de aquellos que se encuentran en la segunda fase del ciclo vital, es decir, de aquellos económicamente activos.

Esta fase de inactividad económica puede considerarse como una etapa de inversión y creación de la infraestructura intelectual necesarias para la fase activa, pero, de todas maneras, no cabe la menor duda de que todas aquellas personas que se hallan en esta etapa deben ser alimentadas, educadas y mantenidas por la población económicamente activa.

En la segunda fase, comprendida entre los 15-20 años y los 60-65 años de edad, el hombre pasa económicamente hablando, a su etapa productiva. Durante ella el capital humano, en su expresión de fuerza de trabajo, entra de lleno al proceso productivo con el fin de establecer sus necesidades y las de los que se encuentran en la primera y tercera fase. Finalmente, en la tercera fase del ciclo vital, o sea, a partir de los 60 años

¹ Pieschacón V., Camilo "La Economía del Seguro en el Proceso de Desarrollo Económico" en: *El Mercado de Capitales en Colombia*, Banco de la República, Págs. 199-240, Bogotá, 1971.

de edad, el hombre, el trabajador, regresa a una etapa vegetativa y no productiva en términos económicos y, por lo tanto, a un estado de dependencia.

Es obvio que los rangos de edad que determinan las tres fases del ciclo vital dependen de la correspondiente legislación laboral y social respecto a la edad de jubilación, etc., pero en el caso colombiano son válidos los parámetros mencionados anteriormente. Además, la legislación laboral de los diferentes países registra, desde hace algunos años, una marcada tendencia hacia la unificación.

En resumen y suponiendo que en promedio un hombre puede vivir unos 80 años, se llega rápidamente a la conclusión de que la mitad de su vida es de actividad económica y la otra mitad de formación, educación y retiro o descanso, es decir, inactiva. En otras palabras, en todo sistema económico y político, los económicamente activos deben mantener y sostener a los inactivos, motivo por el cual juega un papel muy importante, en toda economía la relación existente entre activos e inactivos. Precisamente son las personas económicamente activas las que generan casi el 100% del producto interno bruto, así como el ingreso nacional y personal.

Sin embargo, en el caso colombiano, la carga que para los activos representan los inactivos económicamente se encuentra agravada y acentuada por el alto nivel de desempleo, de tal manera que los económicamente activos no solamente deben sostener a los inactivos, de acuerdo con las fases del ciclo vital, sino también a los desempleados, así como a los sobrevivientes o familiares de los activos que fallecen o sufren una invalidez temporal o total.

Desde hace muchos años la investigación económica y demográfica en los países industriales ha reconocido la importancia e incidencia que reviste la estructura o pirámide demográfica sobre las relaciones de producción y sobre la formación de capital humano. En efecto, bajo el punto de vista económico la primera fase del ciclo vital puede considerarse como la etapa de inversión en capital humano productivo, cuyo período de maduración, es decir, de lapso muerto sin producir rendimientos, suele ser de casi 20 años y, por lo tanto, bastante más prolongado que el de la mayoría de los bienes de capital material que configuran el proceso de desarrollo.

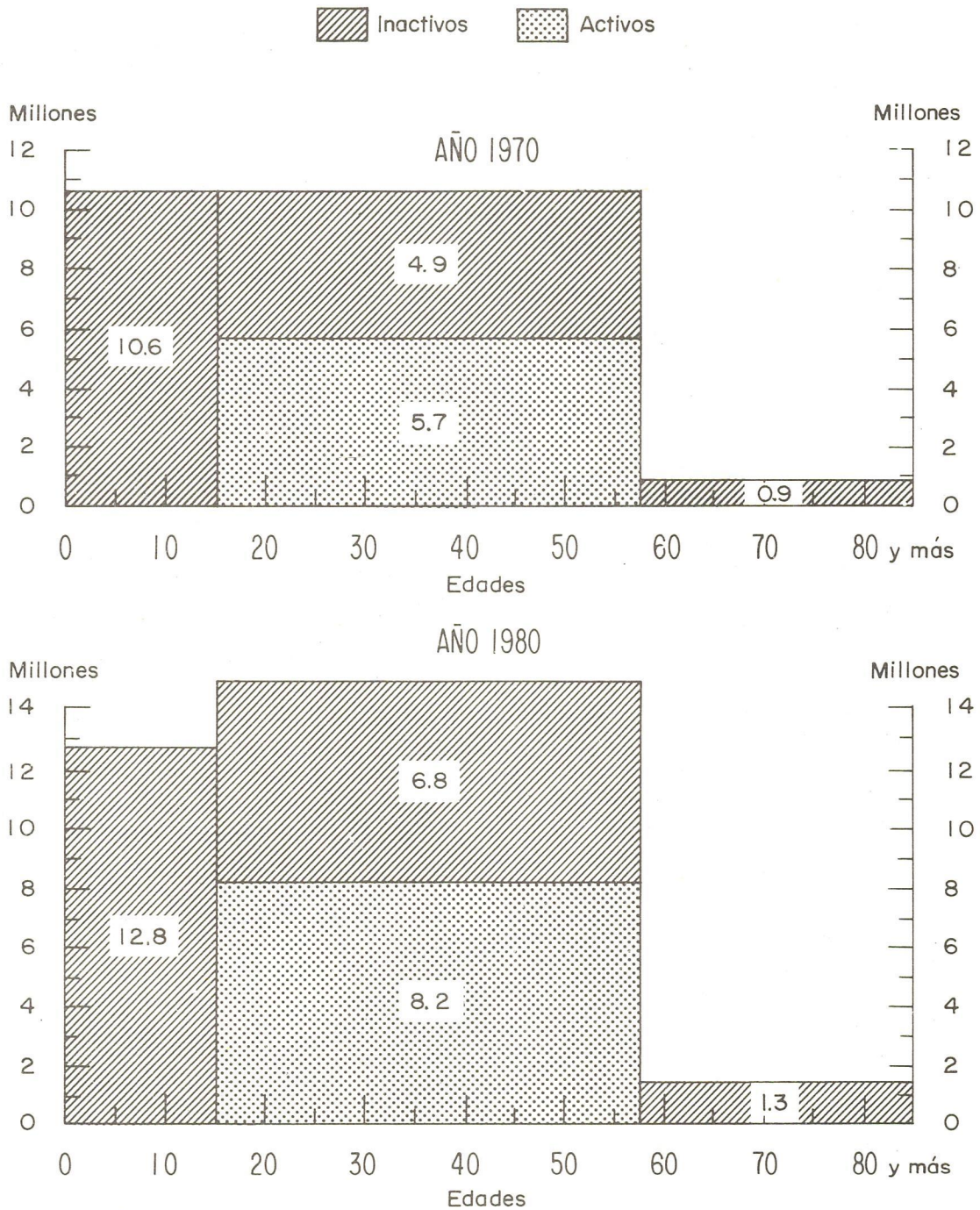
En el gráfico 5.1 se reproduce la estructura económica de la población colombiana para los años 1970 y 1980 basados en las proyecciones realizadas sobre el censo de 1964 por el CEDE². Según el mencionado gráfico, de las 21.632.000 habitantes con que contaba Colombia en 1970, únicamente 5.731.000 se encontraba involucrado en forma activa al proceso económico y, el resto, o sea, 15.901.000 eran inactivos. Entre los inactivos 10.070.000 tenían de 0 a 15 años de edad, 4.893.000 se encontraban en los 15 y 60 años y 938.000 eran mayores de 60 años.

Estos guarismos significan que de cada 100 personas, únicamente 26,5 son activos, o sea, que la relación entre activos e inactivos es de 1:2.8. Bajo el punto de vista económico, esta relación significa que cada persona activa, en 1970, debía sostener y mantener a 2.8 personas.

Tomando en cuenta las proyecciones efectuadas en el mismo estudio para 1980, tenemos que la situación no se habrá modificado substancialmente según puede apreciarse en el mismo gráfico 5.1. En efecto, de los 29.165.000 habitantes con que contará Colombia en dicho año sólo 8.189.000 serán activos y el resto, o sean, 20.976.000 serán inactivos, de los cuales 12.836.000 estarán en el grupo de edades de 0 a 15 años, 6.817.000 entre 15 y 60 años de edad y 1.324.000 serán mayores de 60 años.

² Pérez, Enrique, *Proyecciones de la Población Colombiana 1965-1985*, CEDE, Bogotá 1968

GRAFICO 5.1 – ESTRUCTURA ECONOMICA DE LA POBLACION COLOMBIANA



Con base en dichas estadísticas se encuentra que la relación entre activos e inactivos será de 1:2.6, lo cual significa que tampoco en el futuro se cambiará substancialmente esta relación y que en promedio el trabajador colombiano debe sustentar a casi 3 per-

sonar inactivas. Esta estructura tan desfavorable entre inactivos y activos, primordialmente se debe al fenómeno conocido como explosión demográfica, ocasionada por el hecho de que las tasas de natalidad no han sufrido una variación considerable en el transcurso de los años, mientras que las tasas de mortalidad han registrado una sensible declinación, motivada por la propagación de la higiene popular, por la mejor asistencia médica, por la implantación de modernos sistemas de diagnóstico y tratamiento, así como por los éxitos logrados en la lucha contra las enfermedades infecciosas.

Sin embargo, a nuestro juicio hasta el momento el gobierno colombiano no ha tomado lo suficientemente en cuenta, como veremos más adelante, esta estructura demográfica en su política económica.

3. La financiación del ciclo vital a través del seguro

Como mencionamos atrás, el ciclo vital tiene sus repercusiones en cualquier sistema económico y precisamente la economía del seguro ha sido diseñada para proteger y formar un capital necesario para la financiación del ciclo vital.

Mientras que los seguros generales ofrecen protección y seguridad para el capital material, garantizando así un eficiente desarrollo económico, los llamados seguros de personas cumplen la función básica de garantizar y proteger al capital humano. Pero a diferencia de los seguros generales, en el seguro de personas se lleva a cabo también una capitalización paulatina y necesaria para reponer la depreciación del capital humano, concepto que analizaremos más adelante.

En el gráfico 5.2 hemos trazado las 3 fases específicas del ciclo vital y los principales amparos que ofrecen las compañías de seguros de vida y sociedades de capitalización para garantizar una evolución armónica de este ciclo. Por tal motivo a continuación haremos un análisis más detallado sobre sus diferentes fases.

A. Primera fase

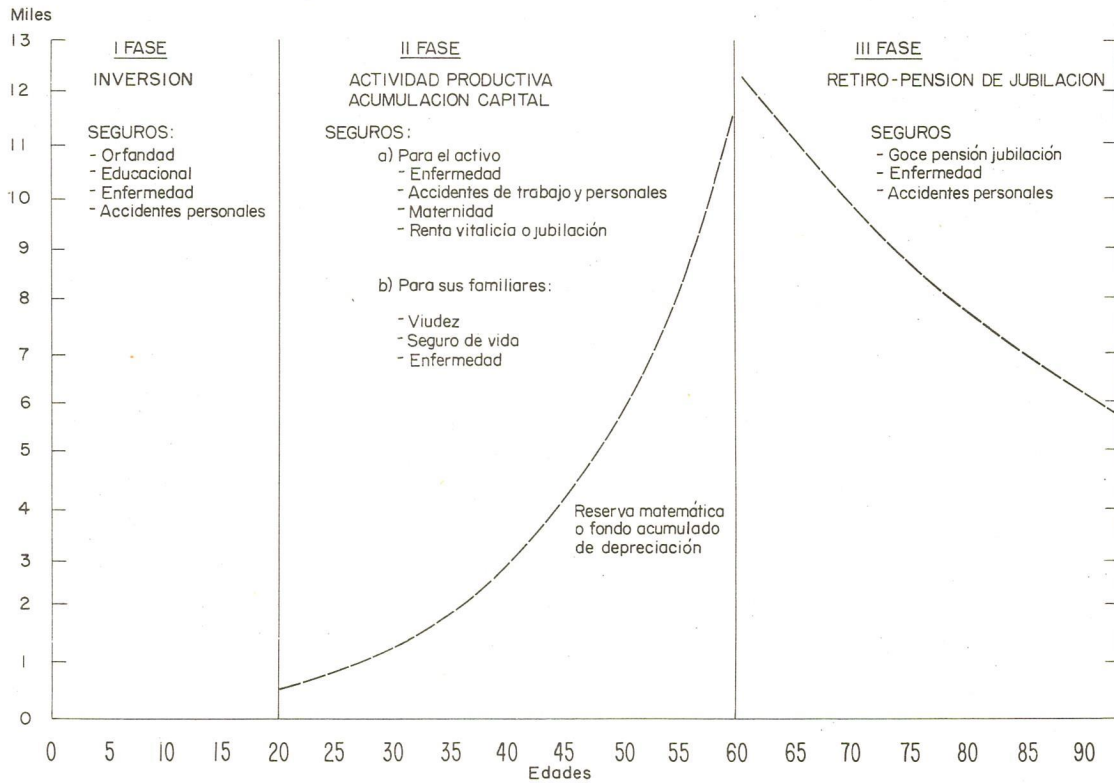
Según anotamos, la primera fase del ciclo vital está comprendida entre los 0 y 15 años de edad, por lo menos en Colombia, aunque lo lógico sería, como sucede en otros países, que dicha fase abarcara hasta la edad de 20 años, porque bajo el punto de vista social y económico, no es conveniente que una persona se sume al proceso productivo antes de completar por lo menos sus estudios secundarios. Esta fase del ciclo puede considerarse como una etapa de inversión, financiada por todos aquellos que son económicamente activos. Sin embargo, es posible que durante dicha etapa se presenten problemas financieros a escala individual y colectiva las cuales son protegidos por diferentes modalidades de seguro.

Entre estas modalidades podemos recalcar los seguros educacionales y de orfandad, previstos expresamente con el fin de garantizar los ingresos de los huérfanos y su educación, lográndose así que dichas personas puedan completar sus estudios y no se vean ante la necesidad de trabajar para sostenerse. Asimismo, la economía del seguro ofrece protección en este ciclo a través de las pólizas de enfermedad, con el fin de mantener intacta la *inversión que efectúen los padres de familia en sus hijos mediante la educación*. Hablando económicamente, podría decirse que la protección, en caso de enfermedad, se asemeja a una *reparación locativa, tendiente a conservar el futuro capital humano*.

B. Segunda fase

En la segunda fase, comprendida entre los 15 y los 60 años de edad, la persona entra al proceso económico activo y en esta forma a financiar a las generaciones venideras

GRAFICO 5.2 – EL SEGURO Y EL CICLO ECONOMICO DE LA VIDA HUMANA



que se encuentran en la primera fase. Aquí también la economía del seguro ha ideado y puesto en práctica mecanismos de protección tales como el seguro de vida, el seguro de pensión de viudez, el seguro de enfermedad, la pensión de jubilación, etc.

Indudablemente el seguro de enfermedad tiene aquí también un carácter de *reparación locativa* para mantener productivo y eficiente al capital humano necesario, mientras que el seguro de invalidez garantiza la remuneración en caso de un *lucro cesante* de capital humano. A su vez, la pensión de viudez o seguro de vida tiende a reemplazar económicamente a la persona activa para garantizar la subsistencia de sus sobrevivientes y familiares.

Finalmente, a través del seguro de jubilación se ofrece una posibilidad de formación de capital indispensable para garantizar una remuneración a partir de la fecha en que la persona activa entra en receso económico.

C. El valor económico de la vida humana y de la fuerza de trabajo

Quizás la etapa más interesante, bajo el punto de vista económico, está constituida por la segunda fase, la cual analizaremos más detalladamente en este capítulo. El capital humano formado intelectual y técnicamente durante la primera fase del ciclo vital, pasa a ser productivo en la segunda, ofreciendo un rendimiento continuo y creciente, indispensable para obtener una combinación óptima con los otros factores de producción, o sea, con el capital material y con la tierra y recursos naturales.

Por tal razón, toda vida humana o fuerza de trabajo tiene un valor comercial y económico, de tal manera que la función del Estado debe ser la de protegerlo y velar por su reposición y mantenimiento, tal como sucede con el capital material. Aquí precisamente tiene su justificación económica la seguridad social, definida como una garantía mínima de subsistencia para todos aquellos que se encuentran en el proceso económico, así como para sus dependientes y familiares. Por motivos bien conocidos, es lógico que la seguridad social gubernamental no deba ni pueda pretender una financiación integral del ciclo vital, sino buscar un complemento a través del seguro privado y ofrecer así un sistema de seguridad social integral.

En otras palabras, el seguro social debe limitarse, y esta es la práctica internacional, a garantizar prestaciones mínimas para los diferentes eventos dejando a la iniciativa privada el campo de acción necesario para complementar dichas prestaciones. Como decíamos anteriormente, al ingresar el hombre a la segunda fase del ciclo económico trae acumuladas una serie de inversiones para constituirse en capital de trabajo productivo durante un transcurso de tiempo, por lo general de 40 años.

De acuerdo con su ingreso anual y tomando una tasa de interés razonable, toda persona activa, es decir, toda fuerza de trabajo posee un valor económico. En otras palabras, en caso de fallecer antes de cumplir su ciclo vital, sus beneficiarios deben poseer un capital tal para que sus rendimientos y parte de éste sean suficientes para garantizar su subsistencia. El mismo principio es aplicable en caso de que este capital humano requiera *reparaciones locativas* (asistencia médica, intervenciones quirúrgicas, drogas, etc.), con el fin de conservar su capacidad productiva.

De acuerdo con el proceso biológico inherente a la vida de toda persona humana, a medida que avanzamos en edad sufrimos un desgaste paulatino de nuestras capacidades físicas e intelectuales, de tal manera que al llegar a la edad de los 60 años, establecida en el sistema internacional de seguridad social como edad de retiro, por lo general la persona no posee la misma capacidad productiva que cuando era joven.

En otras palabras, también el capital humano está sujeto a un desgaste natural y biológico y a nadie se escapa que un sistema económico deba estimular y proteger la acumulación de una reserva de depreciación lo suficientemente alta para que, cuando el activo entre a la tercera fase, o sea, al receso económico o de inactividad, haya reunido los recursos financieros necesarios para garantizar su subsistencia.

En realidad, no se trata exclusivamente de un problema económico, sino también de un problema de justicia social. Es natural que durante la segunda fase del ciclo vital, el valor del capital humano representado por una persona, esté sujeto a un proceso dinámico, el cual se traduce en el aumento de la productividad de dicha persona, logrado mediante mayores conocimientos, experiencia, habilidad, etc., de tal forma que el valor de la vida humana es creciente, lo cual se refleja claramente en el producto del capital humano, o sea, el aumento progresivo de su remuneración a través de salarios u honorarios.

Para hacer un parangón con el capital material, podría decirse que el valor de la vida humana está sujeto a una revaluación continua, característica de las épocas de inflación, de tal modo que las cuotas anuales de depreciación deben tomar en cuenta este factor. Pero a diferencia de la depreciación en el capital material, la cual sirve para reponer la maquinaria y equipos industriales obsoletos, la depreciación del capital humano primordialmente cumple una función social como es la de garantizarle a la persona una vejez tranquila y libre de preocupaciones económicas.

Precisamente, la economía del seguro es la única institución financiera que ofrece para este período de depreciación una protección completa y por tal razón a ello se debe que los seguros de personas hayan recibido en los países industriales un tratamien-

to especial bajo el punto de vista tributario y fiscal³, porque ella está en capacidad de ofrecer la acumulación del capital necesario para hacerle frente a todas las contingencias de la vida en lo que atañe al capital humano y la fuerza de trabajo.

Bajo este enfoque es fácil efectuar las siguientes comparaciones sobre las necesidades de seguro y su tratamiento fiscal. Como el capital humano está sujeto también a *reparaciones locativas* mediante asistencia médica, drogas, intervenciones quirúrgicas, etc., es lógico que el costo de la protección ideada para tal caso, tenga un tratamiento tributario igual al de las reparaciones locativas en el capital material. Hata el momento, nuestra legislación tributaria solo reconoce una porción de los pagos efectuados por el contribuyente, pero no las realizadas a una compañía de seguros para que le ofrezca esta clase de protección.

Asimismo, es lógico que las depreciaciones anuales sobre la vida humana tendientes a formar una reserva de depreciación mediante los amparos de seguros, deberían ser aceptadas como deducible por el fisco para efectos del impuesto de renta y complementarios, tal como sucede en las depreciaciones sobre el capital material, las cuales son aceptadas como costos de la correspondiente empresa, porque la economía doméstica representan también una unidad de producción comparable con las configuradas por las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, etc.

Como puede observarse en el gráfico, 5.2, mediante la combinación de los llamados amparos dotales es posible que las personas activas vayan formando un capital de depreciación suficiente para garantizar su subsistencia durante la fase inactiva, de lo que se deduce que las instancias gubernamentales deberían aceptar estas depreciaciones como deducibles del impuesto a la renta. La determinación del valor del capital humano en realidad no ofrece problema alguno y para resaltar la importancia de este proceso, a continuación presentamos el cuadro sobre el particular, suponiendo que una persona de 20 años ingresa al proceso económico con una remuneración mensual de \$1.000.00, o sea, \$12.000.00 al año y tomando en cuenta que tendrá, durante su vida útil, un aumento de salarios del 10% anual.

Tomando en cuenta que en 1972 el ingreso personal pudo haber llegado a unos 130.000 millones de pesos, el capital necesario para producir un rendimiento del 10% sería entonces de 1.300.000 millones de pesos. Este sería un enfoque estático porque bajo el punto de vista dinámico y suponiendo que la vida útil de las personas actualmente activas en Colombia en promedio sea de 20 años y que la tasa de aumento en los ingresos salariales llegue, también en promedio, a un 10% anual, tendríamos que cuando estos activos alcancen su edad de retiro de 60 años, deben tener acumulado actualmente un capital de \$1.400.000 millones, partiendo de la premisa de que los actualmente activos tienen una edad promedio de 40 años y que solamente un 80% llegará a la edad de 60 años.

Lógicamente se trata de un cálculo muy aproximado y que necesita un mayor refinamiento para llegar a resultados más exactos. Pero en principio, indica la tendencia de las necesidades de seguro en nuestra economía.

Tomando en cuenta las estadísticas de seguro disponibles debemos resaltar que apenas un 20% aproximadamente del ingreso nacional se encuentra cubierto por pólizas de seguro de vida y de las 5.730.000 personas activas, solamente 1.000.000 están amparadas a través del Instituto Colombiano de Seguros Sociales y, estimativamente, otro 1.000.000 a través de las pólizas de vida individual, seguro de grupo y colectivos, es decir, apenas, y en el mejor de los casos, un 30% de la población colombiana activa eco-

³ *Assises Nationales de l'Assurance sur la vie - Fédération Française des Sociétés d'Assurances*, París, junio de 1973.

nómicamente se encuentra amparada, aunque por una suma muy inferior a la de sus necesidades.

CUADRO 5.1 – DETERMINACION DEL VALOR DEL CAPITAL HUMANO

Edad	Vida útil	Sueldo anual	Valor capital humano	Relación sueldo anual necesidades de seguro
20	40	\$ 12.000.00	\$ 480.000.00	40
25	35	19.326.00	676.414.00	35
30	30	31.125.00	933.746.00	30
35	25	50.127.00	1.253.175.00	25
40	20	80.733.00	1.614.660.00	20
45	15	130.016.00	1.950.246.00	15
50	10	209.393.00	2.093.928.00	10
55	5	337.229.00	1.686.146.00	5
60	0	543.111.00	—	—

4. Actual régimen colombiano de seguridad social.

Hemos visto que la economía del seguro, contando con los suficientes estímulos gubernamentales para ello, está en capacidad de generar los recursos necesarios para financiar el ciclo vital de una persona, complementando las prestaciones sociales mínimas del seguro social, mediante los planes de seguro en caso de muerte y seguro de renta vitalicia a partir de la edad de jubilación, así como con los amparos de enfermedad, maternidad, accidentes de trabajo, accidentes personales, invalidez, vejez y muerte. En los gráficos 5.3 y 5.4 se presenta un esquema sobre la llamada brecha de seguridad social, o sea, sobre la diferencia entre lo que otorga el seguro social como amparo básico y las necesidades específicas de seguro. En dicho gráfico se ha partido de un salario equivalente al 100% y en las ordenadas se indican, en función de las diferentes escalas de salarios, los amparos otorgados por el seguro social.

La representación del gráfico 5.3 se refiere al amparo en caso de vejez, mientras que el gráfico 5.4 representa la situación actual respecto al amparo de invalidez y muerte.

Es lógico que el salario bruto no se tome como punto de partida para denotar la brecha de seguridad existente, de tal manera que para tal fin al salario bruto es menester deducirle los impuestos a la renta y cotizaciones al Instituto Colombiano de Seguros Sociales que pagan en promedio las personas activas. En esta forma tenemos que, por ejemplo, mientras que para salarios que fluctúan entre \$1.000.00 y \$5.000.00 mensuales, la deducción por este concepto llega casi al 6%, para un salario que fluctúe entre \$9.000.00 y \$11.000.00, la deducción correspondiente se aproxima a un 15.3%, mientras que para salarios de \$30.000.00 ó más, dicha deducción es de un 30.3%.

Este salario es el que debe servir de base para determinar las necesidades futuras respecto al amparo de vejez, invalidez y muerte, porque bien es sabido que estas pensiones, hasta un determinado límite, no están sujetas ni al impuesto de renta, ni a las cotizaciones por parte del ICSS.

La curva de arriba indica claramente que los recargos por impuestos, de acuerdo con la tasa progresiva, aumenta paulatinamente a medida que aumenta el ingreso mensual. En la curva inferior se ha trazado las prestaciones reconocidas por el ICSS en caso de jubilación, las cuales llegan a un 45% del salario de base, con pequeños incrementos anua-

GRAFICO 5.3 – BRECHA DE SEGURIDAD SOCIAL PARA EL CASO DE VEJEZ

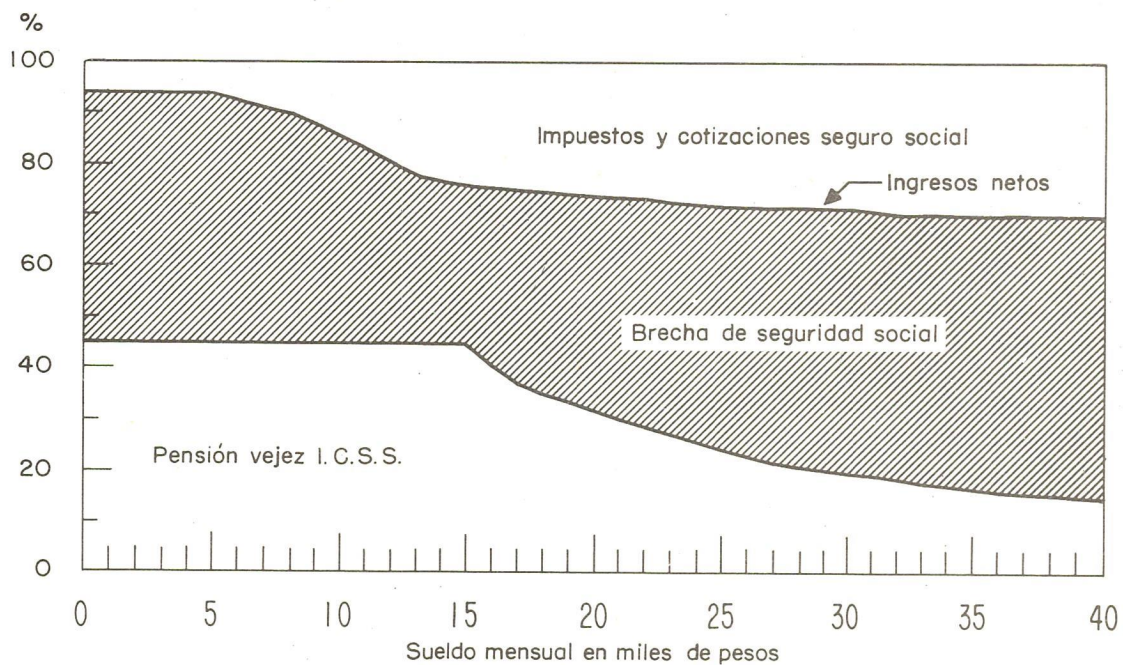
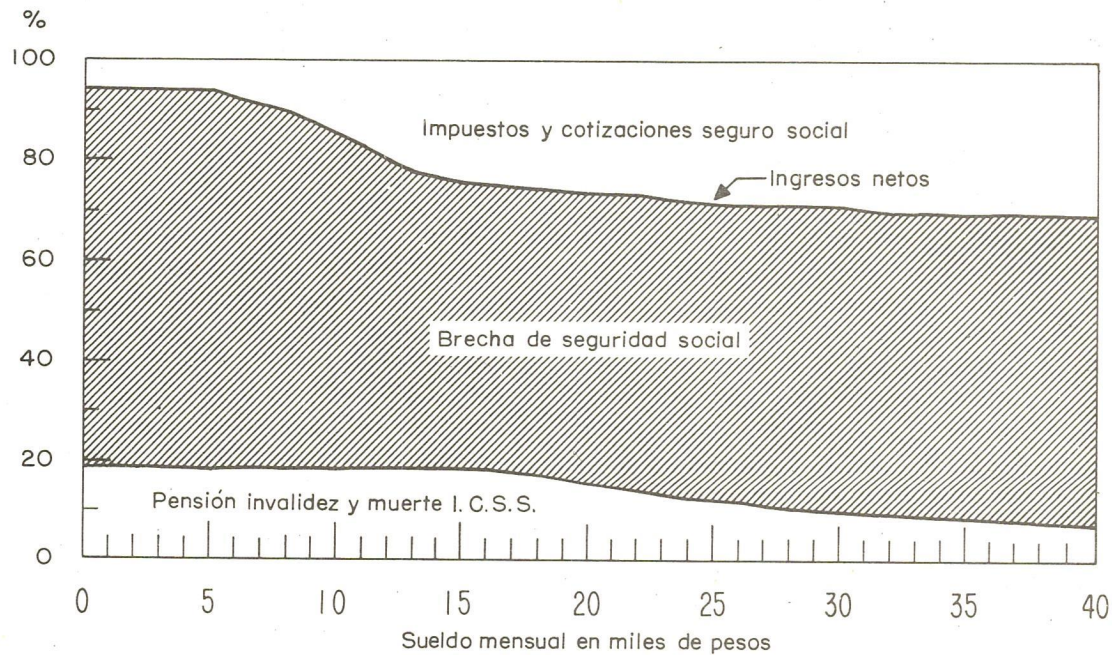


GRAFICO 5.4 – BRECHA DE SEGURIDAD SOCIAL EN CASO DE INVALIDEZ O MUERTE
Ingresos brutos = 100%



les que no han sido considerados en este gráfico y los cuales dependen del número de semanas cotizadas y del número de huérfanos que deja el asegurado.

Hasta un salario de \$15.000.00 mensuales la pensión de jubilación asciende a un 45% de dicho salario, pero a medida que crece el ingreso mensual aumenta también la brecha de seguridad social, de tal manera que para un salario de \$30.000.00 mensuales, por ejemplo, la pensión de vejez del seguro social apenas llega a un 22% para un salario de \$40.000.00 a un 16.4%. La superficie punteada expresa claramente la brecha de seguridad social en nuestra economía, la cual debe ser llenada por la economía privada del seguro y, precisamente, este déficit financiero de los futuros pensionados es satisfecho a través de las pólizas de renta vitalicia y dotales.

En el caso de la prestación social por concepto de viudez y muerte la brecha de seguridad social es todavía mayor porque la prestación del seguro social, en casos generales, apenas llega a un 22.5% del salario básico. A medida que aumentan los ingresos mensuales de las personas aseguradas se incrementa también dicha brecha, de tal modo que los activos con una remuneración superior a \$30.000.00 mensuales apenas tienen amparado el 8.2% de sus ingresos a través del seguro social de invalidez y muerte.

En otras palabras, en caso de invalidarse, sus ingresos se reducirán repentinamente a un 8.2% e igual situación se presentará al fallecer porque su viuda apenas recibirá este porcentaje de los ingresos que percibía su marido.

Debe anotarse que dentro de la filosofía internacional de seguro social solo una parte de la población con ingresos relativamente bajos disfruta de una mayor protección, aunque según puede observar en la gráfica, no es suficiente para garantizarle a la persona, en el momento de entrar en el receso económico, un ingreso mensual al ingreso neto que percibía en su vida.

Es lógico que en estratos económicos menos favorecidos con el régimen de seguridad social sea el de ingresos medios y altos, pero es obvio también que mediante estímulos tributarios al seguro de vida y a los fondos de pensión, el Estado deba estimular a esta clase social y económica, para que efectúe los ahorros necesarios, más aún si se tiene en cuenta que ella posee una alta capacidad de ahorro.

En resumen, tanto bajo el punto de vista económico como social, las instancias gubernamentales deberían apoyar y estimular a la industria del seguro, con el objeto de fomentar esta acumulación de capital, la cual tiene incidencia favorable sobre todo el sistema económico.

5. Funciones de la formación de capital en la economía del seguro.

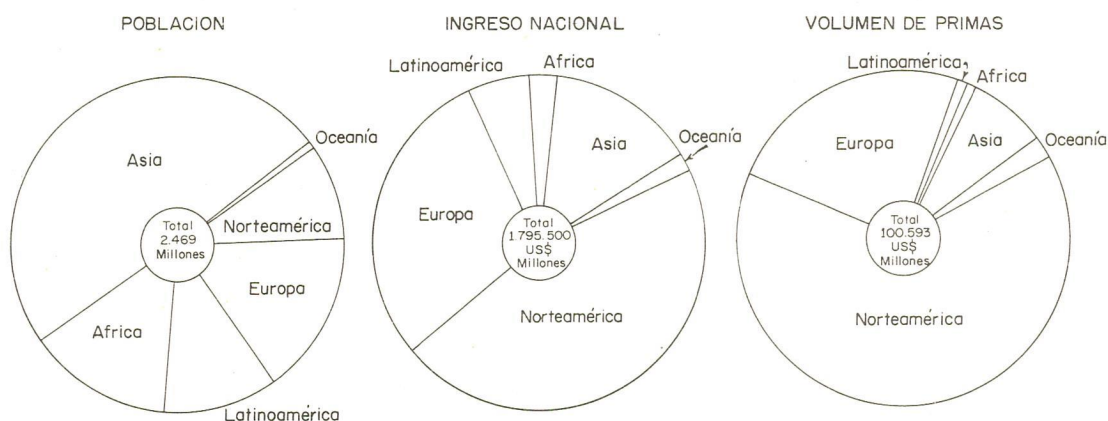
Se ha estimado que la formación de capital en el seguro privado del mundo occidental se acerca a una cifra de 500.000 millones de dólares, de los cuales unos 85.000 millones corresponden a los países de Europa Occidental. Esta evolución tan importante se debe a los estímulos ya mencionados y es así como en los países industriales aumenta cada día más la importancia de la institución del seguro, mientras que en los países subdesarrollados, especialmente en América Latina, el seguro pierde a diario su importancia relativa, según se demuestra en el gráfico 5.5, en el cual se indica la participación porcentual de los principales grupos de naciones respecto a la población mundial, al ingreso nacional mundial y al volumen de primas de seguros.

Específicamente, la acumulación de capital a través del seguro, cumple básicamente 3 funciones bien definidas, a saber:

A. Función de rendimiento

El rendimiento logrado por la economía del seguro en sus inversiones de capital cumple una función importante, tanto para las empresas de seguros como para sus ase-

GRAFICO 5.5 – POBLACION, INGRESO NACIONAL Y VOLUMEN DE PRIMAS EN EL MUNDO 1969
(No incluye los países comunistas)



	Población		Ingreso nacional		Volumen de primas	
	(Millones)	%	Millones de dólares	%	Millones de dólares	%
Asia	1.214	49.1	261.000	14.6	7.500	7.5
Asia sin Japón	(1.112)	(45.0)	(128.359)	(7.1)	(1.100)	(1.1)
Africa	345	14.0	51.000	2.8	900	0.9
Africa sin Sudáfrica	(325)	(13.2)	(37.813)	(2.1)	(308)	(0.3)
Latinoamérica	276	11.2	105.000	5.8	1.250	1.2
Europa Occidental	391	15.8	522.000	29.1	24.000	23.8
Norteamérica	224	9.1	825.500	46.0	65.043	64.7
Oceanía	19	0.8	31.000	1.7	1.900	1.9
Total	2.469	100.0	1.795.500	100.0	100.593	100.0

gurados, porque los cálculos actuariales sobre primas y tarifas están basados en un interés técnico, lo cual significa que los asegurados pagan una prima inferior a la que deberían pagar si no se tomase en cuenta la tasa de rendimiento.

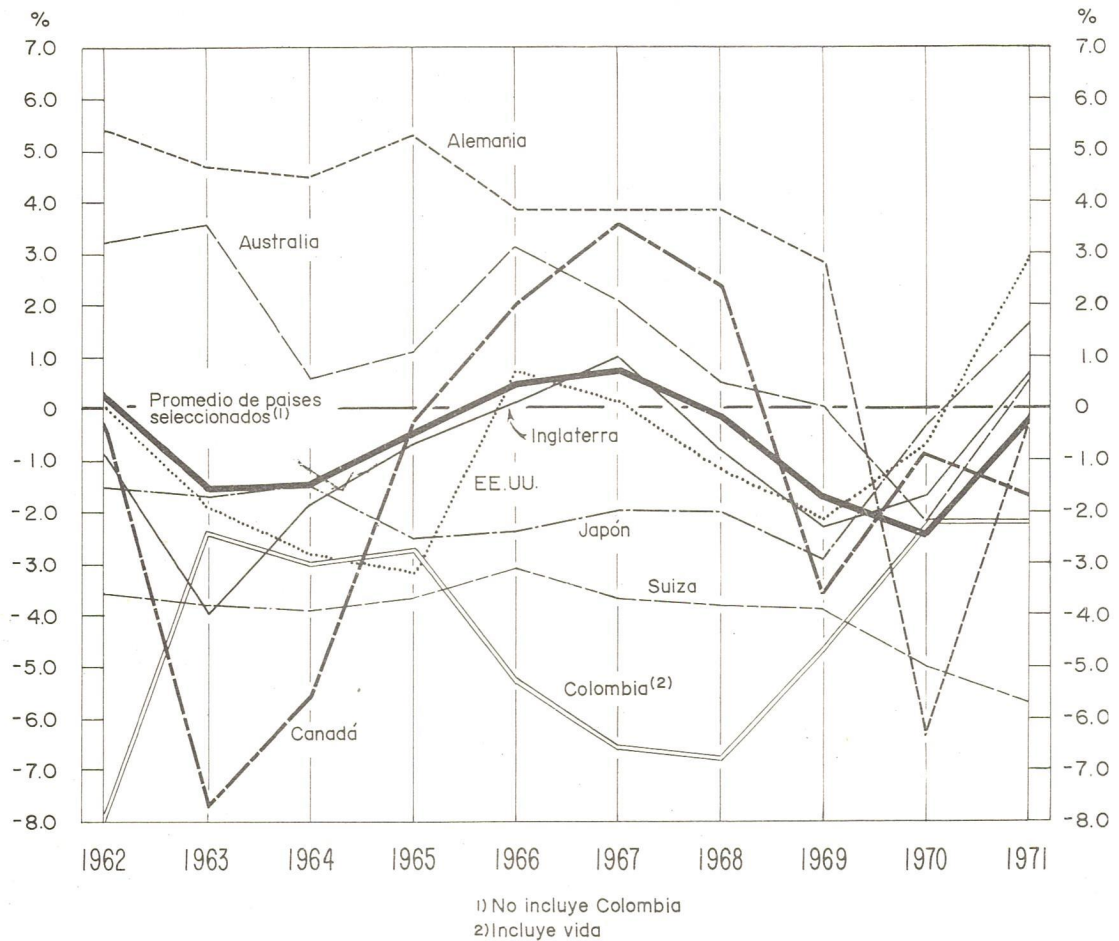
B. Estabilidad en las primas

Tanto en el seguro social como en el privado, los rendimientos de las inversiones de capital garantizan hasta donde es posible que las compañías de seguros no aumenten sus primas a los asegurados, en caso de que se presenten siniestros catastróficos, o una desviación negativa en las bases actuariales en las cuales descansa el cálculo de las tarifas. Como veremos más adelante al analizar los resultados técnicos de las compañías de seguros, la tendencia internacional en todos los mercados de seguros es la de que las aseguradoras registran grandes pérdidas en el negocio de los seguros en sí, pérdidas que compensan precisamente con el rendimiento de las inversiones, es decir, con su utilidad financiera.

Esta tendencia se ve claramente en el gráfico 5.6, donde se reproducen los resultados técnicos a partir de 1972, obtenidos en Alemania, Australia, Estados Unidos, Canadá, Inglaterra, Japón y Suiza, así como el promedio de estos países. Igualmente se ha anotado los mismos resultados en el caso de las compañías colombianas de seguros. La tendencia es siempre significativa porque puede verse claramente que en los países desarrollados la utilidad industrial de las aseguradoras fluctúa entre un $\pm 1\%$ (El caso colombiano ha sido incluido en el gráfico 5.6).

En consecuencia, el patrimonio formado a través de las aseguradoras no solo es de importancia para la economía en sí, sino que también tiene la función de estabilizar el precio del seguro.

GRAFICO 5.6 – RESULTADOS TECNICOS EN PORCENTAJE DE PRIMAS EN SEGUROS GENERALES Y DE ACCIDENTES PERSONALES



C. Función de inversión social

Finalmente, las inversiones de la economía del seguro cumplen una función social y bajo este aspecto han sido canalizadas a través de las inversiones forzosas por el gobierno colombiano. Sin embargo, aquí cabe la pregunta de si es lógico conservar el actual régimen de inversiones forzosas para el seguro privado, habida cuenta de que el seguro social ya cumple esta función y que por su carácter coercitivo y obligatorio no está sujeto a problemas de competencia respecto a otros sistemas de ahorro institucional, de acuerdo con los planteamientos que se presentan en el segundo aparte de este capítulo.

II. Problemas que afectan la formación de capital en la economía del seguro en Colombia.

1. Régimen de inversiones forzosas

Desde el punto de vista del control monetario existen serias dudas sobre la eficiencia y utilidad de los controles económicos a las entidades financieras no bancarias. Las

compañías de seguros y las capitalizadoras, al igual que cualquiera de las otras entidades que componen el mercado financiero nacional, con la excepción evidente de los bancos, son organismos que, al no estar en capacidad para recibir depósitos en cuenta corriente, no pueden crear dinero o influir directamente sobre las fuerzas que promueven o controlan los procesos inflacionarios. Las entidades financieras, a excepción de los bancos, son pues simples canales de captación y distribución de parte del ahorro nacional y su actividad realmente no influye en forma directa sobre las modificaciones que puedan presentarse en el volumen de medios de pago o liquidez del sistema económico. Si bien es cierto que los intermediarios financieros pueden influir sobre la velocidad monetaria, aumentándola mediante su activa participación en el mercado de crédito e inversión, no es menos cierto que el control básico de las tendencias inflacionarias o deflacionarias puede hacerse mediante el control directo de los medios de pago emitidos por el banco central y los bancos comerciales. Así pues, desde un punto de vista monetario, la utilidad de los controles del tipo de las inversiones forzosas sobre los intermediarios financieros a que se refiere este capítulo, carece de un valor práctico.

Las normas que en materia de inversiones forzosas afectan la operación de estas sociedades podrían interpretarse entonces como instrumentos selectivos de crédito, tendientes a orientar los recursos financieros hacia aquellos sectores de la actividad económica que las autoridades monetarias consideran como que tienen prioridad dentro del conjunto de la industria nacional. Realmente, son muchas también las dudas que existen respecto a la utilidad práctica de estos controles pues las fuerzas económicas invariablemente siguen cauces inmodificables, propios del mecanismo del mercado, y obedecen a ellos más que a las normas y regulaciones establecidas por las autoridades monetarias⁴.

Quedaría finalmente considerar las inversiones forzosas como elementos para garantizar la atención oportuna de los pasivos para con el público, representados básicamente en las reservas técnicas y matemáticas de compañías de seguros y capitalizadoras. El establecimiento de un porcentaje adecuado de garantía resulta en extremo difícil de establecer y una determinada proporción resultará excesiva para aquellas empresas que administran los recursos con el debido celo y cuidado que ha garantizado a la industria aseguradora y capitalizadora en Colombia y siempre resultará insuficiente para aquellas empresas que no sigan las políticas administrativas y financieras que recomienda la sana administración de los recursos de terceros. Es por ello por lo que consideramos que no existe mejor sustituto que la adecuada y sana vigilancia de las autoridades competentes sobre las empresas de esta naturaleza, imponiéndose quizá normas mínimas un poco más estrictas sobre los respaldos patrimoniales de los intermediarios financieros, o quizá especificándose en forma un poco más amplia, pero concreta a la vez, los tipos de industria en que pueden invertirse libremente las reservas de estas empresas, incluyendo evidentemente dentro de tales alternativas los valores que actualmente conforman la cartera de inversiones forzosas.

El cambio más importante registrado en la legislación sobre inversiones forzosas en la pasada década, en el año de 1960, se hizo sin embargo para reforzar la política monetaria del gobierno en el sentido de controlar el valor de la oferta monetaria. Pareció al Estado, en aquella época, que estos intermediarios se excedían en el otorgamiento de recursos de crédito a sus clientes y en el volumen de sus inversiones, y decidió reforzar y ampliar mediante el Decreto 1691 de julio 18 el sistema de inversiones forzosas de las compañías de seguros y sociedades de capitalización. Desde esa época el sistema de estas inversiones ha venido a constituir una fuente para cubrir parte de los grandes défi-

⁴ Sobre este tema véase entre otros muchos, Mejía Jaramillo, Hernán, "Sobre la Distribución del Crédito", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, abril de 1964, págs. 433-38.

cit oficiales⁵ y recientemente, mediante el Decreto 2165 de 1972, se orientó un gran volumen de recursos del ahorro privado captado por estas instituciones, hacia la solución del problema de vivienda en el país. Vale la pena, sin embargo, subrayar el hecho de que el fuerte incremento registrado en este tipo de inversiones en el año de 1961, al pasar de un 15 a un 61% en las compañías de seguros de vida, de un 15 a un 54% en los seguros generales y al instituir las en un 40% para las capitalizadoras, como porcentaje de las reservas técnicas o ahorros, obedeció fundamentalmente al interés del Estado de reforzar su política monetaria y arbitrar recursos para los organismos semi-oficiales⁶.

Paradójicamente, en la exposición de motivos presentada por el Ministro de Hacienda de aquella época doctor Hernando Agudelo Villa se leía :

“El Gobierno, al redactar este estatuto, con la asesoría de una comisión de expertos y de manera particular de la Superintendencia Bancaria, tuvo especial cuidado en respetar los criterios expresados al Congreso en la exposición de motivos que sustentó la petición de facultades extraordinarias para modificar el régimen de inversiones de las instituciones de crédito y ahorro. Tales criterios fueron los siguientes:

“1o. No afectar las inversiones obligatorias que hoy financian actividades y obras que no pueden desmejorarse o suspenderse, como los bonos agrarios, las cédulas hipotecarias y los bonos industriales.

“2o. Evitar que el exceso de inversiones forzosas pueda afectar la propia liquidez de las entidades a las cuales se les imponen, tal como en el caso de las cajas y secciones de ahorros que tienen actualmente comprometidos sus depósitos en un 77 por 100, en una variada gama de papeles y valores públicos de bajo rendimiento y de escasa liquidez.

“3o. Reajustar aquellas inversiones forzosas en los casos en que pueda hacerse tal reajuste, sin afectar la liquidez de las respectivas entidades, con el solo fin, de fortalecer las inversiones para el desarrollo industrial, y en general, para los planes de desarrollo, pero en ningún caso con el propósito de arbitrar recursos para saldar déficit presupuestales”.

Mediante las normas establecidas en el Decreto 2165 se limitó sustancialmente la liquidez de estas inversiones toda vez que ellas deben hacerse exclusivamente en bonos de vivienda popular emitidos por el Instituto de Crédito Territorial, totalmente carentes de estas características.

Con anterioridad a la emisión del Decreto 2165, el Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras designado por el Gobierno Nacional había recomendado a éste que las inversiones forzosas se limitasen al 35% de la reserva técnica tanto de las compañías de seguros como de las sociedades de capitalización, como requisito indispensable para mejorar la rentabilidad de tales operaciones e incrementar por consiguiente el volumen de recursos captados por estos organismos.

En efecto dice la Comisión:

“Pero la manera más eficiente de mejorar la rentabilidad del seguro para los ahorradores es modificar el régimen de inversiones forzosas de las reservas técnicas de tal manera que se mejore la rentabilidad de estas... Se considera que valdría la pena aclarar... que las inversiones forzosas de las reservas técnicas no deben ser mayores a 35%⁷.”

⁵ El Decreto 2324 de 1965, por ejemplo, estableció para las compañías de seguros y sociedades de capitalización la obligación de invertir el 3% de sus activos brutos en bonos de desarrollo económico, y hasta la concurrencia de un monto de \$100 millones, creándose en ese momento serias dificultades de tesorería para la industria.

⁶ Para un análisis sobre la relación entre las inversiones forzosas y la política monetaria, véanse: Pieschacón V., Camilo “Inversiones Forzosas, Ahorro Personal y Mercado de Capitales en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, diciembre de 1969, Bogotá, págs. 1761-1771. Uno de los mejores estudios sobre la efectividad de los controles a entidades financieras no bancarias se encuentra en Aschheim, Joseph, *Techniques of Monetary Control*, Baltimore, 1961, págs. 111-134.

⁷ “Informe al Señor Presidente de la República del Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, junio de 1971, pág. 877.

A esta recomendación llegó la Comisión luego de reconocer que:

“Muchas de las reformas propuestas en este informe podrían traducirse más en un cambio en la composición de los activos financieros que en un aumento neto del ahorro agregado a través del sistema financiero. *El estímulo del seguro, al contrario, podría llevar a un aumento importante del ahorro personal*”⁸.

No obstante la expresa y clara recomendación del grupo de consulta, el Gobierno estableció en el Decreto 2165 de 1972 una inversión forzosa del 60% para las compañías de seguros de vida y de 55% para las de seguros generales, es decir 25 y 20 puntos porcentuales más que los recomendados por la comisión, y mediante el Decreto 548 de 1973 se regresó a una inversión del 40% para las sociedades de capitalización, es decir, se mantuvo a los mismos niveles establecidos en el Decreto 1691 de 1960.

Como ya se anotó, los Decretos 2165 de 1972 y 548 de abril 5 de 1973 contienen las normas actuales en materia de inversiones forzosas para las compañías de seguros y sociedades de capitalización.

El primero de ellos establece nuevas obligaciones para las compañías de seguros de vida, seguros generales y sociedades de capitalización y el segundo modificó al primero en el porcentaje de inversión forzosa aplicable a las sociedades de capitalización y al mismo tiempo especifica al tipo de valores que deben adquirir unas y otras para atender parte de las normas establecidas en el Decreto 2165. El cuadro 5.2 complementa uno similar aparecido en uno de los documentos del Simposio sobre el Mercado de Capitales celebrado en Medellín en el año de 1971⁹. Las normas establecidas en el Decreto 2165 se fundamentan en los siguientes puntos:

1. Existe igualdad en las operaciones de seguros y capitalización y por lo tanto estas dos industrias deben estar sujetas al mismo régimen de inversiones forzosas. Como ya se anotó, las autoridades reconocieron la falta de similitud entre las operaciones de aseguradoras y capitalizadoras y se mantuvo para las sociedades de capitalización la inversión del 40% establecida originalmente en el Decreto 1691 de 1960.

2. El Decreto 2165 obliga a las compañías de seguros y sociedades de capitalización a contabilizar sus inversiones forzosas por el precio de adquisición y no por el valor nominal de los valores como venía haciéndose hasta la emisión del Decreto y establece al mismo tiempo un plazo de tres años para que las compañías ajusten sus tenencias de inversiones forzosas, adquiriendo en bonos de vivienda popular del Instituto de Crédito Territorial la diferencia entre el costo de adquisición y el valor nominal de los valores de acuerdo a las cifras de sus balances a 31 de diciembre de 1971, y lo que es más importante, cualquier incremento en la exigencia de inversión por crecimiento en las reservas técnicas o matemáticas.

3. Desde el punto de vista de la utilización de los recursos, las inversiones forzosas de estas entidades se orientarán en el futuro exclusivamente al sector de vivienda, como base del plan de desarrollo económico del gobierno .

A. El valor nominal y el valor de mercado de los valores de inversión forzosa

El Decreto 2165 establece pues que las inversiones forzosas deben computarse por el precio de adquisición y no por el valor nominal de los valores, no obstante que este constituía un derecho adquirido por las compañías de seguros y sociedades de capita-

⁸ Ibid., pág. 876 (El subrayado es nuestro).

⁹ Pieschacón V., Camilo, “La economía del seguro en el proceso de desarrollo económico”, en *El Mercado de Capitales en Colombia*, Banco de la República, Bogotá, 1971, págs. 199-240.

CUADRO 5.2 -- EVOLUCION DEL REGIMEN DE INVERSIONES FORZOSAS PARA LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA,
SEGUROS GENERALES Y SOCIEDADES DE CAPITALIZACION EN COLOMBIA 1931-1973
(Porcentajes)

	SEGUROS DE VIDA			SEGUROS GENERALES			CAPITALIZADORAS ¹					
	1931-40 ⁴	1941-60	1961-71	1971-HOY ⁶	1931-40 ⁴	1941-60	1961-71	1971-HOY	1931-40 ⁵	1941-60 ⁵	1961-71	1971-HOY
1. Sobre capital propio												
a) En títulos de deuda pública		5.00 ²	10.00								0	
b) Cédulas Banco Central Hipotecario			6.25								0	
c) Bonos industriales IFI, agrarios, corporaciones		20.00 ²⁻³	5.00								0	
d) Préstamos vivienda o cédulas del B.C.H.			3.75								0	
Total		25.00	25.00			25.00					0	
2. Sobre ahorros o reservas técnicas												
a) Títulos deuda pública		2.00	24.40			2.00					12.00	
b) Cédulas Banco Central Hipotecario		13.00 ³	15.25			13.00 ³					10.00	
c) Bonos industriales, IFI, agrarios, Corporaciones			12.20								0	
d) Préstamos vivienda popular o Cédulas B.C.H.			9.15								18.00	
e) Bonos ICT												40.00 ⁷
Total		15.00	61.00	60.00 ⁷		15.00	54.00	55.00 ⁷			40.00	40.00

¹ Excluye las operaciones de capitalización del Banco Central Hipotecario, exenta de inversiones forzosas.

² Los porcentajes estipulados son sobre activos.

³ Los porcentajes se refieren a la inversión global, pudiendo elegir las compañías las proporciones que quisieran en los diferentes valores.

⁴ 50% del capital y reservas a fondos en general; libre elección en la clase de inversión.

⁵ No sujetas a inversiones forzosas.

⁶ Esta inversión obligatoria sobre capital queda congelada con los valores requeridos a diciembre 31 de 1971 pero computados al precio de adquisición de los mismos.

⁷ Los porcentajes se aplican sobre aumentos en las reservas técnicas, deducidos los préstamos con garantía del documento, tomados a precio de adquisición.

Del porcentaje para las capitalizadoras, el 65% se invierte en bonos de la Corporación Financiera Popular solo para 1973

lización y el cual había sido claramente reconocido por la Superintendencia Bancaria mediante circular¹⁰.

Los planes de seguro de vida y títulos de capitalización constituyen contratos de ahorro a largo plazo, irrevocables por parte de las compañías y calculados con base en ciertos supuestos, uno de ellos, y quizá el más importante, la tasa o tasas de rentabilidad de las diversas alternativas de inversión en las cuales puede colocar la empresa los recursos de sus reservas técnicas. Por razón del Decreto 2165, de un momento a otro estas compañías vieron aumentado sustancialmente el volumen de recursos financieros que debían aplicar a inversiones de menor rentabilidad y de un mayor costo de adquisición, afectándose por lo tanto desfavorablemente aquellos contratos sobre los cuales se tenían ciertas bases firmes y conocidas en el momento de su emisión. El decreto mencionado viola pues derechos adquiridos por parte de las empresas mencionadas y atenta contra normas elementales del derecho, en el sentido de hacer retroactiva su aplicación a contratos ya suscritos entre las compañías y sus clientes.

Los negocios de seguros y capitalización operan sobre la base de pequeñas diferencias entre los costos y los ingresos, los cuales se multiplican por volúmenes apreciables de operaciones. Cualquier modificación que pueda presentarse ya sea por una disminución en el valor de los ingresos o por un aumento en el valor de los costos financieros o gastos de operación puede resultar en desequilibrios apreciables que afecten la estabilidad y solvencia financiera de quien emite los contratos.

B. La situación respecto a los intereses de las inversiones forzosas

Los beneficios de los tenedores de pólizas y títulos de capitalización representados en las primeras por dividendos, préstamos con garantía de las mismas pólizas e indemnizaciones y en los segundos por los sorteos, anticipos y préstamos de sorteo y finalistas a la terminación de los contratos, son directamente proporcionales a la rentabilidad de las reservas técnicas y a la eficiencia operativa de las empresas. Asumiendo constante esta última, todas aquellas medidas que tiendan a disminuir la rentabilidad de la reserva producen necesariamente cambios desfavorables en los planes disponibles para los nuevos suscriptores de este tipo de contratos.

A 31 de diciembre de 1971 la rentabilidad de los valores de inversión forzosa de las compañías de seguros y sociedades de capitalización puede resumirse como aparece en el cuadro 5.3 con indicación además de los porcentajes que representaba cada uno de tales valores como parte del total de la inversión forzosa.

Como puede apreciarse, la rentabilidad promedio de las inversiones forzosas de las compañías de seguros generales y de vida y de las sociedades de capitalización era del 14.15 por ciento. Estas cifras han sido cuidadosamente analizadas y obedecen a la consideración de los intereses faciales, los precios de adquisición de los valores, los sorteos y las monedas en que se han efectuado las inversiones. Así pues, es fácil comprender que el establecimiento de un valor único de inversión forzosa, como son los bonos de vivienda popular del Instituto de Crédito Territorial, con rentabilidad del 11% anual, 3.15 puntos inferior a la registrada por ellas, influye en forma adversa sobre la situación financiera de las entidades que se han comprometido en contratos a largo plazo sobre supuestos que han dejado de ser ciertos. Este hecho, por otra parte, perjudica seriamente

¹⁰ "92 —Cómputo de los diversos valores para inversiones— El valor por el cual deben computarse los valores diversos para dar cumplimiento a los porcentajes de inversiones obligatorias es el nominal. (Abril 14 de 1955). Casas Morales, Carlos, Superintendente Bancario *Doctrinas y Conceptos sobre Compañías de Seguros y Sociedades de Capitalización*, Imprenta Nacional, Bogotá, Octubre de 1960.

CUADRO 5.3: DISTRIBUCION Y RENTABILIDAD DE LOS VALORES DE INVERSION FORZOSA DE LAS COMPANIAS DE SEGUROS Y SOCIEDADES DE CAPITALIZACION
(Sobre cifras de balances en 31 de diciembre de 1971)

Valores	%	COMPOSICION PORCENTUAL DE LA INVERSION FORZOSA		
		Vida	Generales	Capitalización
	Interés (Según cálculos actuariales)			
Bonos de desarrollo económico. Clases "A" y "B"	12.41	7.30	4.80	2.80
Bonos de desarrollo económico. Clase "C"	9.60	3.00	2.30	3.10
Bonos ganaderos	12.33	2.50	3.40	1.50
Pagarés entidades públicas	19.04	2.00	2.90	2.90
Documentos de deuda externa	16.14	14.80	16.10	11.80
Cédulas hipotecarias 7%	8.75	.23	2.03	2.22
Cédulas hipotecarias 7.5%	9.35	11.03	19.56	8.23
Cédulas hipotecarias 9.5%	11.79	13.85	20.25	30.15
Préstamos hipotecarios	18.00	12.60	5.40	31.50
Bonos industriales	15.66	19.50	17.00	
	TOTAL	86.81	93.74	94.20

como ya se anotó, la colocación de estos valores en el mercado por razón de la disminución que será necesario efectuar en los beneficios de los suscriptores.

C. La operación industrial de los seguros y el producto de las inversiones

En los últimos años se ha presentado un serio fenómeno de deterioro permanente en la operación de la industria del seguro en todo el mundo, y el caso colombiano no solo no constituye una excepción, sino que por el contrario, en nuestro país, la operación se ha visto especialmente afectada en forma adversa en los últimos años, al haber aumentado considerablemente, por una parte los índices de siniestralidad y por otra, los costos de operación de las empresas, incluidos dentro de este último concepto los altos niveles de comisiones pagadas a los agentes colocadores.

El aumento en la siniestralidad se ha hecho especialmente evidente en aquellos ramos donde los siniestros son el resultado de la deshonestidad y relajamiento moral de nuestro pueblo. Con extrema preocupación registran las compañías de seguros tanto nacionales como extranjeras, vinculadas al negocio colombiano, el fuerte incremento en el pago de indemnizaciones en los ramos de robo, manejo y transportes. Respecto a este último, han sido innumerables las gestiones adelantadas, tanto por los aseguradores como por la Asociación Colombiana de Compañías de Seguros "Asecolda" para dar solución al grave problema de la inseguridad en los puertos y aduanas del país. La cifra de siniestralidad en el ramo de transportes registra muy altos índices, sustancialmente superiores a los de años anteriores; algo similar puede anotarse al respecto a la inseguridad de la industria bancaria amparada evidentemente por compañías nacionales.

Al tiempo que se registra un crecimiento muy preocupante en estos índices, las tarifas cobradas por las empresas aseguradoras permanecen constantes y las normas legales relativas a las inversiones forzosas, como ya se anotó, han venido a disminuir la rentabilidad de sus inversiones.

El cuadro 5.4 pone de presente un serio deterioro registrado en las utilidades de la industria aseguradora nacional y una tendencia de disminución en las utilidades si se les

compara con el producto de las inversiones. Vale la pena hacer algunas observaciones respecto a las tasas decrecientes en las principales variables representadas en dicho cuadro y, al mismo tiempo, algunos comentarios respecto a las relaciones existentes entre algunas de ellas. Por una parte, las primas totales pasaron de \$505 millones de pesos en 1962 a \$2.017 millones lo cual, representa una tasa decreciente del 16.8%. Al mismo tiempo la utilidad neta total tan solo se duplicó en el período pasado de \$58 millones de pesos en 1962 a \$124 millones en 1971, lo cual representa un crecimiento a una tasa promedio del 8.8%. En el mismo período el producto de las inversiones pasó de \$100 millones en 1962 a \$169 millones en 1971 lo cual equivale a un crecimiento promedio anual del 6%. En este mismo período, las utilidades se han derivado exclusivamente del producto de las inversiones, pues, como puede apreciarse, en todos los años representados en la serie, se registraron pérdidas netas en la operación técnica, variando entre \$14 millones de pesos en el año de 1963 y \$84 millones en el año de 1968. Se hace pues evidente que las utilidades totales se originan cada vez más en el producto de las inversiones. En el año de 1962 las utilidades representaron un 58% del producto de inversiones, en el año de 1965 un 82%, en el año de 1970 un 78% y en el año de 1971 un 73%; a un ritmo creciente, las pérdidas en la operación de seguros consumen un porcentaje creciente del producto de las inversiones.

Vale la pena finalmente llamar la atención sobre el último renglón del cuadro, donde puede apreciarse que mientras en el año de 1964 las utilidades representaban un 13.3% de las primas, esta cifra ha venido en un deterioro permanente hasta el año de 1971 cuando se registró una relación del 6.1%. Este deterioro en las utilidades de las empresas respecto a su producción pone de presente que entre mayor es la actividad de seguros y por lo tanto la exposición al riesgo de las aseguradoras, menor es la remuneración neta que obtienen por la aceptación de los riesgos.

El deterioro que hemos observado y que se hace evidente en la serie transcrita obedece fundamentalmente a dos factores. Por una parte la siniestralidad ha subido en forma peligrosa, especialmente debido a la existencia de riesgos cada día más azarosos como consecuencia de la industrialización del país, razón por la cual cualquier siniestro resulta de alto valor. La inflación permanente que ha registrado el país en los últimos años ha ocasionado un fuerte desequilibrio entre el valor asegurado de los bienes y su prima correspondiente, con los valores de reposición o reparación. Este fenómeno es especialmente marcado en el seguro de automotores. Finalmente, y por el mismo fenómeno de la inflación, los valores asegurados muy raras veces corresponden al valor real de los bienes, pues los ajustes de valor asegurado no siempre se pueden hacer con la periodicidad y rapidez con que aumentan los precios.

Por otra parte, por los mismos problemas de la inflación, los costos de operación de las compañías de seguros han crecido en una proporción muy superior a la que han crecido sus ingresos. En efecto, tanto los gastos generales como los del personal aumentan a medida que suben los precios en forma casi inmediata, mientras que los ajustes de valores asegurados de los bienes y sus valores reales son muy lentos y los ajustes de tarifas casi imposibles. Por otro lado, Colombia es uno de los países del mundo donde son más altos los gastos de colocación o comisiones a los intermediarios.

2. Carencia de estímulos tributarios

La orientación de la política tributaria es factor decisivo en los resultados socioeconómicos de las diversas actividades que influyen en la comunidad. El manejo de los aspectos tributarios es definitivo en el encausamiento o en el desestímulo de las orientaciones de la actividad privada.

CUADRO 5.4: - RESULTADOS DE OPERACION DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS GENERALES Y SEGUROS DE VIDA
(Millones de pesos)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Primas totales	505	569	638	767	920	1.055	1.274	1.557	1.741	2.017
Ingresos por inversiones	100	86	104	116	133	164	197	213 ¹	171	169
Utilidad neta total	58	72	85	95	85	95	113	142 ¹	133	124
Utilidad o pérdida técnica	(42)	(14)	(19)	(21)	(48)	(69)	(84)	(71)	(38)	(45)
Relación de utilidades totales a ingresos por inversiones (%)	58.0	83.7	81.7	81.9	63.9	57.9	57.4	66.7	77.8	73.4
Relación de pérdida técnica a primas	8.3	- 2.5	- 3.0	- 2.7	- 5.2	- 6.5	- 6.6	- 4.6	- 2.2	- 2.2
Relación de utilidad neta total a primas (%)	11.5	12.7	13.3	12.4	9.2	9.0	8.9	9.1	7.6	6.1

Fuente: ¹ Excluye cerca de \$140 millones por utilidades de una importante aseguradora nacional en traslados internos de activos. Informes de la Superintendencia Bancaria con algunos ajustes de los autores.

En las páginas anteriores se ha sugerido el papel sustancial que puede desempeñar una política adecuada de incentivos tributarios en orden a captar un potencial de ahorro importante.

Pero no solo debe mirarse unilateralmente este aspecto con relación a los posibles ahorradores sino también con relación a la empresa que sirve de medio para la captación y movilización de tan importantes recursos.

A. Política tributaria en relación con los ahorradores.

Una simple comparación de la situación del ahorro movilizado a través de compañías de seguros y sociedades de capitalización evidencia su condición de inferioridad frente a los demás sistemas de ahorro institucional, llámense fondos de inversión, acciones, cajas de ahorro, upac, etc.

No obstante la clara naturaleza del ahorro que reviste la suscripción de seguros de vida y títulos de capitalización y, además, no obstante su importancia como medio de protección social para los miembros de la comunidad, estas formas de ahorro han carecido inveteradamente de los estímulos que desde el punto de vista tributario han merecido, y con razón, las otras modalidades de ahorro.

Solo con la Ley 6a. de 1973 aparece en la legislación colombiana un modesto estímulo al ahorro a través del seguro de vida, al establecerse como exención personal especial un limitado porcentaje de las primas pagadas por el contribuyente. Bien lejos está esta posición nacional de los asumidas por otras legislaciones en las cuales, con fundamentos en claros principios expresados al comienzo de este trabajo, se reconoce al contribuyente una exención ilimitada de las primas pagadas en seguros de vida, accidentes, enfermedad¹¹, o, al menos, en proporción notable a sus cargos familiares¹².

La situación de inequidad de nuestra legislación contrasta claramente con la de justo tratamiento que hacen otras legislaciones y, por ello, igualmente, el limitado monto del ahorro captado en Colombia a través de los seguros de vida contrasta con las grandes reservas de los mercados aseguradores anglosajones y europeos¹³.

¹¹ España, Italia en seguro de vida - ver: *Assises Nationales de l'Assurance sur la vie* - Fédération Française des Sociétés d'Assurances, París, Junio, 1973.

¹² Alemania, Luxemburgo, Suecia, Suiza, Francia en todos los seguros - ver: *Assises Nationales de l'Assurance sur la vie* - Fédération Française des Sociétés d'Assurances, París, junio de 1973.

¹³ *Assises Nationales de l'Assurance sur la vie* - Fédération Française des Sociétés d'Assurances, París Junio 1973.

B. Política tributaria en relación con la empresa aseguradora.

Desde este punto de vista, son evidentes problemas que resultan del tratamiento tributario de la empresa aseguradora: el relativo a los siguientes en liquidación y la carencia de una reglamentación para la reserva de riesgos catastróficos.

a. Siniestros en liquidación

El Decreto 437 de 1960, reglamentario de la Ley 81 de 1960 introdujo, creemos que ilegalmente, una modificación a la forma como se venían declarando los siniestros ocurridos en el año gravable. En un sistema de contabilidad de causación, es lógico que se carguen al ejercicio todos los egresos causados aun cuando no se hayan pagado. Este es el caso de los siniestros ocurridos y en liquidación que aun cuando no se han pagado, sí han ocurrido y afectan el ejercicio corriente. Estos venían declarándose como "Reserva para siniestros pendientes" que la Dirección de Impuestos aceptaba como deducibles con absoluta lógica. Sin embargo el Decreto mencionado introdujo la modalidad de aceptar solo los siniestros pagados o abonados en cuenta, lo cual no es lógico pues por la índole del negocio del seguro todo siniestro tiene un período de ajuste y si este ocurre a finales del año debe hacerse la reserva contra ese ejercicio para pagarlo si se quiere llevar una contabilidad sana en las compañías.

Parece pues indispensable que se acepte tributariamente la "reserva para siniestros pendientes" como una medida sana y conveniente como lo indica la ciencia contable y además porque su eliminación fue una disposición de un decreto reglamentario que sobrepasó la ley.

b. Reserva para riesgos catastróficos

La frecuencia de siniestros catastróficos ha puesto a las compañías de seguros en serios problemas financieros por la necesidad de atender, en el menor tiempo posible, las pérdidas de los asegurados. La existencia de riesgos azarosos cada día mayores y las limitaciones a las compañías de seguros, como se ha hecho en México en relación con el riesgo de terremoto, constituir una "Reserva para riesgos catastróficos" deducibles de la renta.

Esta reserva podría ser equivalente al 10% de las utilidades líquidas, de libre inversión para que pueda ser muy líquida y cumpla así su objetivo.

Parece muy sana y conveniente esta medida en salvaguardia de la solidez y estabilidad de las compañías y en procurar de un eficaz servicio a los asegurados. Ella a su vez, estamos seguros, propiciará una retención más alta de primas en el país con gran beneficio para la balanza de pagos. (Sobre la magnitud de los siniestros catastróficos en el mundo y en Colombia véanse cuadros 5.5, 5.6 y 5.7).

III. Conclusiones y recomendaciones

En Colombia, como se ha tenido la oportunidad de demostrarlo, el proceso de formación de capitales a través de los mecanismos del seguro y la capitalización carece de estímulos adecuados. La ausencia de una política fiscal y de inversiones, clara y audaz, ha subestimado un medio apto para la captación y movilización de grandes recursos económicos y sociales.

En orden a corregir esta situación se sugiere:

- a) Modificar las disposiciones legales vigentes, en relación con las inversiones forzo-

CUADRO 5.5. — LAS GRANDES CATASTROFES NATURALES OCURRIDAS EN 1972

Fecha	País	Catástrofe	Víctimas-daños (en francos suizos)
1 enero	Filipinas	Accidente de autobús	27 muertos
6 "	México	Caída de un DC-6	21 muertos
7 "	España	Caída de un caravelle de "Iberia"	104 muertos
7 "	Francia	Incendio en fábrica aparatos eléctricos	82 millones en daños
7 "	Sudáfrica	Hundimiento por colisión del "Santa Artemis"	5 muertos; 12,9 millones en daños materiales
8 "	Filipinas	Huracán "Kit"	70 muertos
9 "	Hong Kong	Incendio del "Seawise University"	unos 30 millones en daños materiales
9 "	Canadá	Hundimiento del "Doña Anita"	42 muertos
21 "	Alemania	Incendio en una imprenta	44 millones en Interrup. expl.
21 "	España	Hundimiento del "Marathon"	14,6 millones en daños materiales
21 "	Colombia	Caída de un DC-3 de "Satena"	35 muertos
21 "	Colombia	Caída de un avión de la "Urraca"	20 muertos
22 "	Filipinas	Incendio edificio aeropuerto	132 millones en incendio
25 "	EE.UU.	Huracán	41,8 millones en daños asegurados
26 "	Checoslovaquia	Explosión y caída de un DC-9 de la "JAF"	27 muertos
29 "	México	Caída de un avión	25 muertos
30 "	Francia	Explosión en la "Soc. Chimique de Charbonnage"	32,5 millones en interrup. expl.
"	Afganistán	Inundaciones	9 muertos; 1.500 casas destruidas
"	Irán	Tormentas de nieve	cerca de 4.000 muertos
5 febrero	Colombia	Caída de un avión de la "TAC"	21 muertos
7 "	EE.UU.	Incendio en "R.S. Roble Industrial Center"	56 millones en incendio
10 "	Yemen	Inundaciones	35 muertos
18 "	Egipto	Accidente de autobús	70 muertos
24 "	Brasil	Incendio almacén de ventas y oficinas	más de 50 muertos
27 "	EE.UU.	Inundaciones por rotura de una presa	57 muertos
27 "	Japón	Alud	20 muertos
marzo	Perú	Inundaciones	40 muertos, 150.000 desamparados
4 "	Irán	Accidente de autobús	32 muertos
5 "	EE.UU.	Caída de un turboreactor en una casa	18 muertos
6 "	España	Derrumbamiento de un edificio	28 muertos
10 "	Perú	Accidente de camión	23 muertos
15 "	Persia	Caída de un avión danés	112 muertos
19 "	Yemen	Caída de un DC-9	30 muertos
21 "	Japón	Tormenta de nieve	29 muertos
28 "	EE.UU.	Huracanes	31,5 millones en daños asegurados
31 "	Sudáfrica	Accidente ferroviario	38 muertos
1 abril	Portugal	Hundimiento del "Giuseppe Giulietti"	14,4 millones en daños
2 "	Bangla Desh	Huracán	200 muertos, 25 desaparecidos
8 "	Irán	Accidente de autobús	22 muertos
10 "	Irán	Terremoto	cerca de 5.000 muertos
13 "	Brasil	Caída de un avión de la "Vasp"	25 muertos
15 "	Alemania	Incendio en la "Telefunken"	30,7 millones en Interrup. expl.
16 "	Italia	Caída de un avión de la "ATI"	18 muertos
18 "	Etiopía	Caída de un VC-10 de la "EAA"	42 muertos; 35 millones en daños
30 "	EE.UU.	Huracanes	52,3 millones en daños asegurados
2 mayo	EE.UU.	Incendio en una mina de plata	91 muertos
4 "	México	Tormenta de granizo	50 muertos
4 "	Francia	Incendio en fábrica de herramientas	83,8 millones en Interrup. expl.
5 "	Italia	Caída de un DC-8 de "Alitalia"	115 muertos; 41 millones en daños
11 "	Argent./Urug.	Colisión entre el "Royston Grange" y el "Tienchee"	83 muertos
13 "	Japón	Incendio en supermercado	119 muertos
14 "	Egipto	Accidente de autobus	50 muertos
15 "	Alemania	Explosión en una fábrica de papel	28,5 millones en Interrupc. expl.
17 "	Colombia	Deslizamiento de terreno	20 muertos
18 "	URSS	Caída de un AN-10	108 muertos
20 "	Angola	Caída de un avión	20 muertos
22 "	India	Accidente de autobú	47 muertos
24 "	Indonesia	Incendio en el puerto	66 muertos
4 junio	Bangla Desh	Accidente ferroviario	76 muertos
6 "	Rodesia	Explosión en una mina de carbón	434 muertos
11 "	EE.UU.	Inundaciones	más de 200 muertos; 450 millones en daños materiales. 53 millones en daños asegurados
11 "	Grecia	Hundimiento del petrolero "Trader"	17,1 millones en daños asegurados
12 "	Egipto	Hundimiento de un transbordador	32 muertos
14 "	Taiwan	Inundaciones	15 muertos, 28.000 desamparados
15 "	Vietnam	Caída de un CV-880 de la "CPA"	82 muertos; 55 millones en daños
15 "	Italia	Terremoto	
15 "	España	Tormenta de granizo	60 millones en daños a cosechas
16 "	Francia	Accidente ferroviario	107 muertos
18 "	Inglaterra	Caída de un "Trident" de la "BEA"	118 muertos; 56 millones en daños
20 "	Hong Kong	Inundaciones, deslizamientos de terreno	más de 100 muertos
20 "	EE.UU.	Huracán "Agnes"	cerca de 8.000 millones en daños, 370 millones en daños asegurados
25 "	España	Accidente de autobú	22 muertos
25 "	Bangla Desh	Inundaciones	38 muertos
28 "	India	Explosión a bordo del petrolero "Tarsos"	29 muertos; 11,2 millones en daños materiales
28 "	India	Inundaciones	más de 500 muertos
"	EE.UU./Suiza	Infidelidad	36 millones en daños asegurados

CUADRO 5.5 (continuación)

Fecha	País	Catástrofe	Víctimas - daños (en francos suizos)
5 julio	Inglaterra	Incendio en un sanatorio	30 muertos
6 "	España	Caída de un DC-8 de "Iberia"	10 muertos; 12 millones en daños
6 "	Japón	Tormenta	70 muertos
12 "	Filipinas	Huracán "Susan"	70 muertos
15 "	Alemania	Incendio en una fábrica metalúrgica	32.1 millones en interrupc. expl.
16 "	Holanda	Incendio en una imprenta	38.1 millones en Interrupc. expl.
16 "	Camerún	Hundimiento de 3 barcos pesqueros	70 muertos
21 "	España	Accidente ferroviario	76 muertos
21 "	Filipinas	Inundaciones	427 muertos, más de 2.000 millones en daños materiales
29 "	Colombia	Choque de dos aviones en el aire (AVIANCA)	38 muertos
30 "	Bulgaria	Accidente de autobús	39 muertos
1 agosto	Filipinas	Incendio y hundimiento de una lancha motora	más de 100 muertos
4 "	Italia	Incendio en un depósito de aceite	11.9 millones en daños materiales
5 "	Colombia	Accidente de autobús	26 muertos
12 "	Bangla Desh	Colisión entre barcaza carguera y transbordador	200 muertos
14 "	Alemania Este	Explosión y caída de un "Ilyushin-6 de "Interflug"	156 muertos
14 "	Ecuador	Accidente de autobús	31 muertos
15 "	Alemania	Tormenta	180 millones en daños materiales
16 "	India	Caída de un avión de línea	25 muertos
18 "	Corea Sur	Fuertes tormentas	cerca de 300 muertos, 162.000 desamparados
21 "	Sudáfrica	Explosión del "Texanita" tras colisión con el "Oswego Guardian"	45.6 millones en daños materiales
26 "	Francia	Explosión del "Princes Irene" por caída de rayo	6 muertos; 22.8 millones en daños materiales
27 "	Venezuela	Caída de un DC-3 de la "LAV"	24 muertos
28 "	Irán	Accidente de autobús	37 muertos
29 "	India	Accidente de barco	80 muertos
1 septiembre	Canadá	Incendio en un cabaret	37 muertos
8 "	Camboya	Accidente de autobús	más de 50 muertos
12 "	Alemania	Incendio en el depósito de una firma de refrigeración	30 millones en incendio
12/14 "	India	Huracán	52 muertos
13/14 "	Corea Sur	Inundaciones, deslizamientos, rotura de presa	114 muertos
13 "	Malasia	Hundimiento de un transbordador	30 muertos
17 "	Japón	Huracán "Helen"	42 muertos
17 "	Filipinas	Derrumbamiento de un puente	130 muertos
21 "	Filipinas	Incendio del "Kavodoro"	13.7 millones en daños materiales
24 "	Grecia	Incendio en hotel	32 muertos
24 "	EE.UU.	Caída de un F-86 Sabre Jet	21 muertos
27 "	Francia	Incendio en una tienda	149.6 millones en Interrupc. expl.
1 octubre	Sudáfrica	Accidente ferroviario	48 muertos
2 "	Luxemburgo	Incendio en una hilandería de nylon	53.3 millones en Interrupc. expl.
3 "	URSS	Caída de un Ilyushin-18	cerca de 100 muertos
6 "	México	Accidente ferroviario	208 muertos
9 "	Francia	Incendio en una cristalería	35.8 millones en incendio
13 "	IRSS	Caída de un Ilyushin-62	172 muertos
13 "	Uruguay	Caída de un turboreactor	29 muertos
21 "	Grecia	Caída de un YS-11 de la "Olympic Airways"	34 muertos; 11 millones en daños
27 "	Francia	Caída de un Vickers Viscount de la "Air Inter"	59 muertos; 8 millones en daños materiales
30 "	Alemania Este	Accidente ferroviario	25 muertos
30 "	EE.UU.	Accidente ferroviario	45 muertos
31 "	Italia	Caída de un F-27 de la "ATI"	27 muertos; 4 millones en daños
31 "	Turquía	Accidente ferroviario	20 muertos
2 noviembre	Rumania	Explosión de gas en una mina	36 muertos
2 "	Japón	Explosión de grisú en una mina	31 muertos
4 "	Bulgaria	Caída de un avión de línea búlgaro	32 muertos
6 "	Japón	Incendio en un tren	30 muertos
13 "	Oeste Europa	Tormentas huracanadas	54 muertos; más de 500 millones en daños materiales
17 "	Chile	Accidente de autobús	27 muertos
21 "	Singapur	Incendio en un supermercado	12 muertos; 20.4 millones en incendio
28 "	URSS	Caída de un DC-8 de la "Japan Airlines"	60 muertos; 33 millones en daños
1 diciembre	Perú	Accidente de autobús	40 muertos
3 "	España	Caída de un CV-990 de la "Spantax"	155 muertos; 28 millones en daños
3 "	Tailandia	Huracán "Sally"	más de 40 muertos
5 "	Egipto	Caída de un Boeing 707 de la "Egipt Air"	6 muertos; 28 millones en daños
8 "	EE.UU.	Caída de un Boeing 737 de la "United Airlines"	41 muertos; 60 millones en daños
8 "	Paquistán	Caída de un Fokker de la "PIA"	33 muertos
10 "	Bulgaria	Accidente ferroviario	26 muertos
11 "	Indonesia	Accidente de autobús	46 muertos
14 "	Filipinas	Accidente de autobús	24 muertos
19 "	Golfo de Omán	Hundimiento con petrolero del "Sea Star" tras colisión con petrolero	45.6 millones en daños materiales
20 "	EE.UU.	Caída de un DC-9 de la "N.C.A."	9 muertos; 25 millones en daños
23 "	Nicaragua	Terremoto	10.000 muertos; 3.800 millones en daños materiales, 380 millones en otros daños
23 "	Noruega	Caída de un F-28 de la "Braathens"	40 muertos; 17 millones en daños
29 "	EE.UU.	Caída de un Lockheed Tristar de la "E.A."	100 muertos, 237 millones en daños
31 "	Chile	Accidente de autobús	30 muertos
"	Italia	Inundaciones	24 muertos

Fuente: Nota Técnica de Suiza de Reaseguros.

CUADRO 5,6 - RELACION SINIESTROS MAYORES DE \$500.000,00

Año	Mes	Asegurados	Pérdida	Estimada	Localidad
INCENDIO					
72	Enero	Leopoldo Serrano	\$	550.000.00	Copey
72	Enero	Alarcón Botero		1.000.000.00	Cartago
72	Febrero	Energía		1.200.000.00	Bogotá
72	Febrero	M.N. Dragacolomb.		750.000.00	Barranquilla
72	Febrero	Daniel Escobar		700.000.00	El Banco
72	Febrero	Tejicóndor		2.500.000.00	Medellín
72	Abril	Miguel Nagezo		690.000.00	Armenia
72	Abril	Tejinal		550.000.00	Barranquilla
72	Junio	Licorera del Tolima		1.000.000.00	Ibagué
72	Junio	Coop. Financiera - Tejidos. Lidotex		935.050.00	Pereira
72	Julio	Alvaro Ospina		400.000.00	Chaparral
72	Julio	ICA (Mexico)		600.000.00	Cali
72	Julio	Cía. La Alcalis		570.000.00	Zipaquirá
72	Julio	Cacharrería del Pueblo		800.000.00	Barranquilla
72	Julio	Antonio Muñoz Giraldo		750.000.00	Armenia
72	Julio	Plinio Sánchez		500.000.00	Cúcuta
72	Agosto	Empresas Públicas de Neiva		812.000.00	Neiva
72	Septiembre	Plastihules		501.000.00	Bogotá
72	Septiembre	Tejidos Punto Sport		1.126.431.00	Cali
72	Septiembre	Octavio Castaño		1.380.000.00	Pereira
72	Octubre	Luis E. Pinilla		3.500.000.00	Florencia
72	Octubre	Coltejer		2.270.000.00	Medellín
72	Octubre	Arcesio Giraldo A.		731.000.00	Cali
72	Octubre	Tecnoquímica		1.550.000.00	Cali
72	Noviembre	Alfonso Gómez		1.000.000.00	El Banco
72	Noviembre	Félix Doria		700.000.00	Cartagena
72	Noviembre	Pantex		10.590.000.00	Medellín
73	Enero	Alcalis		700.000.00	Mamonal
73	Enero	Teatro Caribe		880.000.00	Cali
73	Marzo	José Riveira		1.000.000.00	Copey
73	Marzo	Estamp. Sulitex		708.000.00	Cali
73	Abril	Holanda Colombia		10.000.000.00	Barranquilla
73	Abril	Textiles Exclusivos		660.000.00	Espinal
73	Abril	José J. Giraldo		600.000.00	Pereira
73	Mayo	Quintal		500.000.00	Barranquilla
73	Mayo	Quintal		3.000.000.00	Barranquilla
73	Mayo	Arturo Salazar		850.000.00	Cartago
73	Junio	Celanese		2.200.000.00	Barranquilla
73	Junio	Ferretería Universal		1.000.000.00	Fusagasugá
73	Julio	Lumitón		20.000.000.00	Barranquilla
73	Julio	Roberto Jiménez		750.000.00	Barranquilla
73	Julio	IFI		2.505.966.00	Bogotá
73	Julio	Xerox		805.000.00	Bogotá
73	Julio	Cond. Avianca.			
		Todos los seguros afectados		50.000.000.00	Bogotá
73	Julio	Incomex		700.000.00	Bogotá
73	Agosto	Elena Gómez G.		1.500.000.00	Barranquilla
73	Agosto	Félix Díaz		600.000.00	Socorro
		Localidad del Socorro			
		Cinco Pólizas		1.270.000.00	Socorro
Sub-total				<u>\$ 146.884.447.00</u>	

Año	Mes	Asegurado	Pérdida Estimada	Localidad
ROBO				
72	Enero	Almacenes Tía	\$ 400.000.00	Cúcuta
72	Enero	Joyería Kunne	1.500.000.00	Bogotá
72	Agosto	Laboratorios Squibb	1.000.000.00	Bogotá
72	Diciembre	Banco de Bogotá	7.420.000.00	Maicao
72	Diciembre	Almacén "SI"	1.000.000.00	Cali
73	Febrero	Banco de Bogotá	565.000.00	Bogotá
73	Mayo	Dromayor	540.000.00	Cali
73	Julio	Manufacturas Tropical	550.000.00	Barranquilla
		Sub-total	\$ 12.975.000.00	
LUCRO CESANTE				
72	Junio	Coop. Finc. Tejidos Lidotex	\$ 400.830.00	Pereira
72	Septiembre	Tejidos Punto Sport	1.044.088.00	Cali
72	Octubre	Tecnoquímica	778.966.00	Cali
72	Noviembre	Pantex (el 100%)	23.000.000.00	Medellín
73	Mayo	Quintal	1.500.000.00	Barranquilla
73	Junio	Celanese	1.500.000.00	Barranquilla
		Sub-total	\$ 28.223.884.00	
TRANSPORTES				
72	Noviembre	Sintéticos S.A.	\$ 580.000.00	Medellín
72	Diciembre	Tejidos Celta	690.000.00	Barranquilla
73	Enero	Fábrica de Bicicletas Monark	513.000.00	Cali
73	Marzo	Empresa de Teléfonos	2.115.000.00	Bogotá
		Sub-total	\$ 3.898.000.00	
MUERTE VIDA				
73			\$ 800.000.00	Medellín
73			850.000.00	Medellín
		Sub-total	\$ 1.650.000.00	
RESUMEN				
		Incendio	\$ 146.884.447.00	
		Robo	12.975.000.00	
		Lucro Cesante	28.223.884.00	
		Transportes	3.898.000.00	
		Muerte Vida	1.650.000.00	
		Gran total	\$ 193.631.331.00	

CUADRO 5.7 – AVIACION—ACCIDENTES CATASTROFICOS 1971-1973
COLOMBIA

AEROVIAS – JUNIO 27 DE 1971

Piloto y dos pasajeros muertos, 4 pasajeros con lesiones graves. Pérdidas por Casco \$500.000.00.

Por responsabilidades: pasajeros fallecidos: \$983.330.00.

Pasajeros lesionados : \$1.346.049.00.

AEROVIAS DICIEMBRE 16 DE 1971

Casco pérdida total : \$3.000.000.00

Piloto y 8 pasajeros muertos. Indemnización por responsabilidad civil : \$3.544.000.00.

AVIANCA – 29 de JULIO DE 1972

Colisión 2 aviones DC-3. Casco pérdida total : \$2.000.000.00

6 tripulantes y 30 pasajeros muertos. Indemnizaciones pagadas : \$11.833.000.00.

Pendientes de pago, aproximadamente : \$2.500.000.00.

AVIANCA – ENERO 30 DE 1973 – AEROPUERTO DE BARAJAS

Averías sufridas durante el aterrizaje. Pérdidas por casco, aproximadamente: US\$1.400.000.00 no hubo lesionados.

sas de compañías de seguros y sociedades de capitalización, limitándolas a un máximo de 35% de sus reservas técnicas y matemáticas;

b) En el mismo sentido, es indispensable devolver a las inversiones forzosas su rentabilidad al menos a los niveles de 1972 y restituir a ellas sus calidades de seguridad y liquidez;

c) Calificar como exención personal especial el valor de las primas pagadas en seguros de vida, accidente, renta vitalicia y en cuotas de capitalización, por un monto igual al reconocido en la ley como exención personal y por personas a cargo del contribuyente. Las primas pagadas en seguros de salud, hospitalización y cirugía deben estimarse como exención personal especial, de la misma naturaleza y por los mismos montos en que se aceptan los pagos a médicos, hospitales, etc.;

d) Los impuestos de timbre que gravan las primas de seguros personales deben eliminarse o al menos disminuirse en forma sustancial. Igual tratamiento deben alcanzar las sumas pagadas a los beneficios del seguro de vida en materia de impuesto de asignaciones;

e) En relación con la empresa-aseguradora y sobre este punto de carácter fiscal, debe regularse la posibilidad de una reserva para riesgos catastróficos con los incentivos fiscales correspondientes y,

f) En fin, debe resolverse en favor de su deducibilidad el punto relativo a la reserva para siniestros ocurridos.

Al hacer estas recomendaciones nos asiste, además, de sus claros fundamentos, la autoridad del Ministro de Economía y Finanzas de la República Francesa, quien en discurso pronunciado el 29 de diciembre de 1972 expresó:

“la política fiscal del seguro de vida habrá contribuido a hacer del ahorro, no solo un medio de conservación del pasado, sino igualmente el resorte esencial de nuestro crecimiento futuro”¹⁴

¹⁴ Assises Nationales de l'Assurance sur la vie - Fédération Française des Sociétés d'Assurances, París, junio de 1973, pág. 40.

Parte III
LA CAPTACION DEL AHORRO
EN COLOMBIA

Capítulo 6

EL AHORRO PERSONAL EN COLOMBIA Y EL PLAN DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Carlos Rodado

I. Introducción

De las Cuentas Nacionales de Colombia se puede deducir que el ahorro doméstico ha sido en promedio de un 17% del producto interno bruto entre los años de 1960 y 1970, con un pico de 19.4% en 1960 y un mínimo de 15.0 en 1963. (Véase el cuadro 6.1). La depreciación ha contado por 51% del total, el gobierno a todos los niveles por 25%, las sociedades de capital 16% y el ahorro privado un 8%. Como se puede ver en el cuadro 6.2, sin embargo, estos promedios ocultan bruscos movimientos. De todos modos la importancia del ahorro personal decreció históricamente durante el período considerado, hasta el punto de que el promedio para 1966-1970 es sólo una tercera parte del promedio para 1960-1965.

CUADRO 6.1 – FUENTES DEL AHORRO DOMESTICO
(Pesos corrientes)

Año	Personal	Sociedades de capital	Gobierno	Depreciación	Total	Total como porcentaje del PIB
1960	506.7	773.9	1.248.3	2.666.9	5.195.8	19.4
1961	824.8	754.6	1.042.7	2.803.8	5.425.9	17.8
1962	1.100.6	787.6	622.6	3.132.8	5.643.6	16.5
1963	609.3	1.232.0	618.2	4.080.8	6.540.3	15.0
1964	393.2	1.368.3	1.496.0	4.304.2	8.013.7	14.9
1965	1.588.9	1.675.9	2.202.8	4.996.0	10.463.6	17.2
1966	- 183.3	2.063.5	3.446.9	6.289.3	11.616.7	15.8
1967	1.217.8	1.969.0	4.001.8	7.110.6	14.299.2	17.1
1968	1.600.1	2.312.4	5.609.5	8.129.6	17.651.6	18.3
1969	- 597.2	3.109.9	7.904.4	9.013.0	19.430.1	17.5
1970	1.600.6	3.419.2	7.660.8	10.220.3	22.900.9	17.5

Fuente: Banco de la República - *Cuentas Nacionales*.

El ahorro de las sociedades de capital ha mostrado muy poca variación, y las reservas para depreciación han tenido una leve tendencia al descenso. El ahorro gubernamental, en cambio, ha aumentado su participación porcentual de 29% en el período de 1960-1965 a 33% en el período 1966-1970.

En general el ahorro doméstico está compuesto por ahorro privado (ahorro de las personas y de la empresa privada) y ahorro público (ingresos del gobierno menos gastos corrientes). El primero busca financiar las inversiones privadas mientras que el segundo se dirige a financiar las inversiones públicas. El ahorro público, obviamente puede ser aumentado a través de aumentos en los ingresos del gobierno y/o por reducciones en los gastos corrientes del sector público.

El presente trabajo hace énfasis en el ahorro personal (de las familias) y las políticas de ahorro personal que emanan de la filosofía general del Plan de Desarrollo Económico y Social.

CUADRO 6.2 – COMPOSICION DEL AHORRO DOMESTICO
POR FUENTES – (% del total)

Año	Personal	Sociedades de capital	Gobierno	Depreciación	Total
1960	9.8	14.9	24.0	51.3	100.0
1961	15.2	13.9	19.2	51.7	100.0
1962	19.5	14.0	11.0	55.5	100.0
1963	9.3	18.8	9.5	62.4	100.0
1964	4.9	17.1	24.3	53.7	100.0
1965	15.2	16.0	21.1	47.7	100.0
1966	-1.6	17.8	29.7	54.1	100.0
1967	8.5	13.8	28.0	49.7	100.0
1968	9.1	13.1	31.8	46.0	100.0
1969	-3.1	16.0	40.7	46.4	100.0
1970	7.0	14.9	33.5	44.6	100.0

Fuente: Cuadro 6.1

II. Composición del ahorro personal en Colombia

1. Los datos

Las series de ahorro en todos los países son de las cifras estadísticas que presentan mayores problemas, y para el caso de los países en vías de desarrollo el problema es aún más grave. En el caso específico de Colombia, la Metodología de las Cuentas Nacionales llega al dato de ahorro personal mediante un procedimiento cuya calidad es dudosa. Como es usual en la contabilización del ingreso nacional, el ahorro se obtiene como un residuo entre el ingreso personal disponible y los gastos de consumo personal. Sin embargo, un factor de incertidumbre adicional es envuelto al calcular el consumo como un residuo entre un estimativo independiente del PIB, al cual se llega mediante índices de producción bruta y valor añadido, y los estimativos de la inversión (pública y privada incluyendo cambio en inventarios), gastos del gobierno, y las exportaciones netas. Como consecuencia de esta metodología, cualquier error en uno de estos componentes causaría, suponiendo que no hay compensaciones, sesgos tremendos en el estimativo de ahorro personal. Dadas las dificultades en la estimación de producción

de bienes de capital local tales como construcción, en los estimativos de depreciación, en las compras de bienes de inversión, en los cambios en inventarios y en la misma balanza comercial, no es extraño encontrar que las cifras de ahorro personal en Colombia muestren tan caprichosa volubilidad, que algunas veces ha llegado a producir estimativos negativos para el ahorro personal.

Para depurar las series de ahorro personal, un trabajo elaborado en el Departamento Nacional de Planeación¹ utiliza la metodología de Flujos de Fondos Financieros con el fin de obtener estimativos más confiables. La nueva metodología hace uso de la información contenida en un estudio del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República², y obtiene estimativos del ahorro de las unidades familiares a través del cambio en la tenencia de sus activos financieros. La esencia de este nuevo procedimiento es que el ahorro debe tomar alguna forma o destino, y esta forma es exac-

CUADRO 6.3 - CAMBIOS EN ACTIVOS FAMILIARES

	marzo/71	marzo/72			Marzo 1971	Marzo 1972	Marzo 1973
	a	marzo/72	marzo/73				
1. Cambio neto en activos financieros	6.226	9.950	60%				
2. Cambio neto en activos financieros en poder del público, base del flujo de fondos	5.304	8.388	58%				
3. Total activos	62.442	72.315	86.465	Total Pasivos	11.843	15.490	19.690
4. Activos en poder del público	47.870	56.654	67.213	Pasivos del público	(9.270)	(12.750)	(14.921)
5. Dinero (billetes más cuentas corrientes no oficiales)	16.987	19.558	23.924	a Banco de la República	106	108	145
6. Depósitos de ahorro	3.541	4.183	6.240	Bancos y caja agraria	600	712	988
7. Depósitos a término (bancos)	140	114	62	BCH (estimativo de No. hipotecas para 1973)	6.725	9.327	10.612
8. Cédulas del BCH (fuera del BCH) e institutos financieros	3.660	4.448	4.829				
8a. Cédulas emitidas	5.742	7.095	9.164	Capitalizadoras(con base en diciembre)	660	740	848
8b. Valor de cédulas en BCH	319	465	917				
8c. Descuento en céd. de 9 y 7,5%	637	802	1.113	Seguros (con base en diciembre)	591	680	777
8d. Valor de cédulas fuera BCH	4.786	5.828	7.134	FAVI desembolsos			320
8e. En institutos financieros (sin FAVI)	1.126	1.380	1.805	Impuestos (con base en diciembre. Para 1973 asumió crecimiento de 40% en impuestos por cobrar y 30% en depósitos).	3.161	3.915	5.990
8f. FAVI	-	-	500				
9. Captación de ahorro - FAVI	-	-	884				
10. Unidades fondos de inversión	1.121	828	765				
11. Reservas técnicas (cédulas de capital del BCH más estimaciones de reservas de capital e ICCS)	4.217	5.257	6.537				
12. Deuda pública	2.060	2.740	3.578				
13. Capital pagado	30.716	35.187	39.646				
13a. Bancos comerciales	1.075	1.096	1.108				
13b. Corporaciones financieras	558	741	664				
13c. Sociedades anónimas más limit. menos en poder de institutos financieros	29.083	33.350	37.874				

Fuente: Hanson, J., op. cit.

¹Se trata de pasivos contraídos.

tamente el incremento de activos netos, despreciando las ganancias de capital. Es de advertir que esta nueva metodología preserva la identidad contable entre ahorro (definido como la abstinencia del consumo) e inversión (el valor de la producción no usada durante el período).

Para efectos de ilustrar qué rubros están contenidos en el cambio de activos financieros netos, se incluye el cuadro 6.3 que contiene los activos y pasivos financieros de las unidades familiares para los años de 1971, 1972 y 1973. Para los cálculos del ahorro

¹ Hanson J, *Estimación de Ahorro Familiar en Colombia*. 1973.² Gómez Riveros, Armando y Schlesinger Daniel, *Análisis Preliminar de las Cuentas de Flujo de Fondos Financieros de la Economía Colombiana, 1962-1969*. Banco de la República, Bogotá, 1971.

CUADRO 6.4 - CALCULOS DE AHORRO PERSONAL
(Millones de pesos)

	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Familias						
ACTIVOS a costo	6.795(5.889)	8.049(7.051)	9.289(8.198)	11.319(1.007)	13.343(11.795)	15.790(14.052)
PASIVOS a costo	852	1.060	1.250	1.465	1.675	1.904
NETO	5.943(5.037)	6.989(5.991)	8.039(6.948)	9.854(8.542)	11.668(10.120)	13.886(12.148)
() = segunda estimación de dinero de familias						
Ahorro durante el año (dif. de neto)		1.046	1.050	1.815	1.814	2.218
Ingresos personales disponibles (Pesos corrientes)						
(B. de R. Cuentas Nacionales)	15.219.8	17.607.4	20.096.0	23.409.3	26.800.3	33.634.1
Por ciento del ahorro		5.9 (5.4)	5.2 (4.8)	7.8 (6.8)	6.8 (5.9)	6.6 (6.0)
Ahorro (pers.) (CN. de B d R)		409.2	506.7	824.8	1.100.6	609.6
Neto activos ingresos personales disponibles	39.1	39.6	40.0	42.1	43.5	41.2

Fuente: Cuadro No 1A y Cuentas Nacionales Banco de la República

personal, se toman los cambios en el *stock* de activos financieros netos entre dos años sucesivos. Este cálculo se presenta en el cuadro 6.4 tomada del estudio del Profesor Hanson. Estos cambios se calculan tomando el valor de ciertos activos financieros que han sido expedidos —dinero, depósitos de ahorro, cédulas del BCH, otros pasivos de instituciones financieras, reservas técnicas de compañías de seguros, deuda del gobierno y capital pagado— y sustrayendo las cantidades que están en manos de corporaciones financieras. Esta diferencia se divide entonces entre el sector de negocios (no financieros) y las unidades familiares. Aunque esta división se asume constante en el tiempo y es escogida arbitrariamente, una división diferente para ciertos activos no cambia sustancialmente las tasas de ahorro. De otro lado los movimientos de esta tasa, en términos porcentuales son casi inafectados por hipótesis alternativas en la distribución. Así por ejemplo, en el cuadro 6.4, se puede ver que haciendo ciertos supuestos sobre esta distribución, la tasa de ahorro es de aproximadamente 6% como promedio para el período. Cuando se cambian los porcentajes de la distribución de dinero, depósitos corrientes y cédulas del BCH que se suponen ser mantenidas por las unidades familiares (de 90 a 45% para dinero, de 40 a 20% para depósitos no oficiales y de 100 a 50% para cédulas del BCH respectivamente) el estimativo de la tasa de ahorro cae a 5% sobre el promedio, aunque sus variaciones de año a año se mantienen. Precisamente los números que están entre paréntesis en el cuadro 6.4 son los valores correspondientes a estos cambios de supuestos en la distribución de los activos financieros entre las familias y los negocios. En el cuadro 6.4 se puede ver también que el *stock* de activos representa alrededor de un 40% del ingreso personal si se mantiene la primera hipótesis, o un 34% si se hacen los ajustes explicados arriba, en la distribución de activos financieros.

Para poder comparar más nítidamente las series de ahorro personal obtenidas por el método tradicional de las Cuentas Nacionales con las halladas por el método de Flujo de Fondos, el cuadro 6.5 presenta la serie histórica de ingreso personal disponible y los ahorros y tasas según uno u otro método.

En el cuadro 6.5 se puede ver que el estimativo de ahorro personal obtenido por el método de Flujo de Fondos es no sólo más estable que el obtenido por el método tradicional de las Cuentas Nacionales sino que es alrededor de tres veces más alto. La mayor estabilidad es consecuencia natural de que el primer método elimina la variabilidad

En cuanto a los desembolsos, el aumento es persistente mes a mes aunque en menor proporción que la captación, observándose un incremento mayor (+81.1%) en el mes de junio con relación a mayo, que el ocurrido en meses anteriores.

Las solicitudes aprobadas necesariamente son menores que las solicitudes recibidas. En las solicitudes recibidas se ve un aumento constante mes a mes. Estas solicitudes eran, en diciembre de 1972, de \$389.6 millones, y en junio de 1973 de \$4.837 millones, lo cual representa un incremento de 1.241 por ciento en todo el semestre. Las solicitudes aprobadas estaban en diciembre de 1972 en \$376.2 millones y en junio de 1973 en \$3.249.6 millones o sea que han tenido un incremento de 864% con relación al saldo de diciembre. En relación con lo dicho consúltese el cuadro 6.6.

En cuanto a la relación porcentual en base a la captación (cuadro 6.7) se puede anotar:

CUADRO 6.6 - CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA - Saldos acumulados (Millones de pesos)

Fecha	CAPTADO			DESEMBOLSOS			VALOR SOLICITUDES APROBADAS			VALOR SOLICITUDES RECIBIDAS		
	Total	Variación absoluta %	Variación ¹ %	Total	Variación %	Variación ¹ %	Total	Variación absoluta	Variación ¹ %	Total	Variación absoluta	Variación ¹ %
Diciembre / 72	187.7			120.0			376.2			389.6		
Enero / 73	462.7	275.0	146.5	184.3	64.3	53.6	606.2	230.0	61.1	787.2	397.6	102.1
Febrero	727.8	265.1	57.3	230.0	45.7	24.8	936.2	330.0	54.4	1.188.1	400.9	50.1
Marzo	983.7	255.9	35.2	319.8	89.8	39.0	1.336.3	400.1	42.7	1.828.7	640.6	53.9
Abril	1.170.3	186.6	89.7	407.4	87.6	27.4	1.561.9	225.6	16.9	2.383.8	555.1	30.4
Mayo	1.756.8	586.5	50.1	530.7	123.3	30.3	2.206.9	645.0	41.3	3.267.9	884.1	37.1
Junio	2.343.6	586.8	33.4	960.9	430.2	81.1	3.249.9	1.043.0	47.3	4.837.8	1.569.9	48.0

¹ Variación con respecto al mes anterior
Fuente: Fondo de Ahorro y Vivienda.

a) Los desembolsos en diciembre de 1972 alcanzaron el índice más alto con respecto a lo captado siendo del 63.9%. En los meses siguientes esta proporción bajó, siendo en junio del 41.0%.

b) El promedio de solicitudes aprobadas con respecto a la captación fue del 138.7%.

c) El promedio de solicitudes recibidas con respecto al ahorro captado fue de 206.4%.

V. Captación y transferencia de ahorro

Las corporaciones de ahorro y vivienda con el sistema de unidades de poder adquisitivo en valor constante (UPAC) han creado una corriente de ahorro que puede ser de ahorro nuevo o de transferencia de ahorro tradicional de otras instituciones.

CUADRO 6.7 - RELACION PORCENTUAL EN BASE A LA CAPTACION

Fecha	Captado	Desembolsos	Solicitudes aprobadas	Solicitudes recibidas
Diciembre/72	100.0	63.9	200.4	207.6
Enero/73	100.0	25.1	131.0	170.1
Febrero	100.0	31.6	128.6	163.2
Marzo	100.0	32.5	135.8	185.9
Abril	100.0	34.8	133.5	203.7
Mayo	100.0	30.2	125.6	186.0
Junio	100.0	41.0	138.7	206.4

Fuente: Informes Fondo de Ahorro y Vivienda; DNP, DAE y UPG

Las fuentes más importantes de captación de ahorro en el sistema financiero tradicional las podemos clasificar en cuatro grandes rubros:

1. Papeles negociables en la bolsa
2. Las cajas de ahorro de los bancos
3. Las cédulas hipotecarias
4. Otras formas de canalizar ahorros

Las tres primeras pueden ser cuantificables. En cuanto a la última, es difícil su estimación por tratarse del crédito extra-bancario y del ahorro captado por las cooperativas y los fondos mutuos que por lo general son organizaciones propias de grupos de trabajadores homogéneos pertenecientes a empresas definidas. Sin embargo, las cooperativas y los fondos mutuos no son un porcentaje considerable del ahorro financiero colombiano.

A continuación se hará un análisis de los datos y variaciones en las inversiones de varias instituciones financieras para deducir así cual es el impacto que sobre ellas ha ejercido la captación de ahorro por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda.

1. Transacciones bursátiles

Las transacciones de la Bolsa de Bogotá incluyen acciones, bonos, cédulas y otras.

Las acciones transadas son las de las clases financieras e industriales. Las acciones financieras son las operaciones efectuadas en papeles de los bancos, las compañías de seguros y los fondos financieros.

Las acciones industriales son las operaciones efectuadas con los papeles de las empresas o sociedades industriales e incluye bienes inmuebles, productos alimenticios, bebidas y tabaco, textiles y cueros, productos minerales no metálicos, metálicos básicos, industrias diversas, comercio y transportes.

Los bonos incluyen Acueducto de Bogotá 1971 y 1972, Còltejer 1972, bonos de desarrollo económico clases "B" y "D", fomento, garantía general al portador y nominativos, ganaderos y pro-urbe.

Otros incluye: certificados de abono tributario CAT, letras de cambio, certificados Ley 83 de 1962 y unidades del Fondo Gran Colombiano. (cuadro 6.8) se puede anotar:

En cuanto a las variaciones porcentuales de las transacciones de la Bolsa de Bogotá, se puede anotar:

a) Comparando el primer trimestre de 1972 y 1973, en 1972 hubo un aumento de 20.1% con respecto al trimestre anterior, mientras que en 1973 el aumento fue de 46.7%. Por lo tanto, se ve una situación favorable del incremento.

En términos absolutos el total transado en el primer trimestre de 1972 fue de \$301.5 millones y en el mismo período de 1973 fue de \$605.2 millones o sea un aumento de más del 100%

b) Comparando el segundo trimestre de los años considerados, la variación respecto al primer trimestre en 1972 fue de 29.7% y en 1973 de -0.9%.

En términos absolutos, en el segundo trimestre de 1972 se transaron \$391.1 millones y en 1973 \$550.6, lo cual representa un incremento del 40.8%, cuando se comparan los respectivos períodos de los dos años.

c) Tomando como término de comparación el primer semestre de 1972 y 1973, se tiene que en valores absolutos, en 1972, se transaron \$692.6 millones y en 1973 \$1.155.8 millones, con un aumento del 66.9%.

d) El 2o. trimestre de 1973 fue el que registró una baja considerable con respecto al trimestre anterior, esto fue ocasionado principalmente por una disminución de \$30 millones en las acciones industriales respecto al trimestre anterior.

Discriminando el total de transacciones bursátiles del primer semestre de 1973 y efectuando la comparación con igual período del año anterior, se encuentran incrementos

CUADRO 6.8 - BOLSA DE BOGOTÁ - RESUMEN DE TRANSACCIONES
(Millones de pesos)

Año y mes	ACCIONES				BONOS Y CEDULAS		OTROS		TOTAL	
	Financieras ¹	Industriales ²	Total Efectivo	Variación %	Valor Efectivo	Variación %	Valor Efectivo	Variación %	Efectivo	Variación %
1971										
Octubre-Diciembre										
Sub-total	30.4	66.6	106.0		31.3		112.7		250.1	
1972										
Enero	11.0	21.8	32.9	+ 25.3	8.5	- 16.7	69.7	+ 138.5	111.1	+ 68.2
Febrero	11.3	28.8	40.1	+ 22.3	6.1	- 28.2	45.9	- 34.1	92.2	- 17.0
Marzo	10.8	26.5	37.3	- 7.0	14.2	+ 132.8	46.7	+ 1.7	98.2	+ 6.6
Sub-total	33.1	77.1	110.3	+ 4.1	28.8	- 8.0	162.3	+ 44.0	301.5	+ 20.1
Abril	10.2	30.7	40.9	+ 9.7	23.4	+ 64.8	70.0	+ 44.9	134.3	+ 36.8
Mayo	12.9	23.3	36.2	- 11.5	28.4	+ 21.4	84.8	+ 21.1	149.5	+ 11.3
Junio	10.1	20.8	30.9	- 14.6	14.2	- 50.0	62.3	- 26.7	107.3	- 28.2
Sub-total	33.2	74.8	108.0	- 2.1	66.0	+ 130.0	217.1	+ 33.7	391.1	+ 29.7
Julio	12.2	25.3	37.5	+ 21.4	17.5	+ 23.2	83.4	+ 34.1	138.4	+ 29.0
Agosto	9.3	22.0	31.3	- 16.5	34.8	+ 98.9	70.4	- 15.7	136.6	- 1.3
Septiembre	9.7	29.9	39.6	+ 26.5	21.9	- 37.1	85.2	+ 21.0	146.7	+ 7.4
Sub-total	31.2	77.2	108.4	+ 4	74.2	+ 12.4	239.1	+ 10.2	421.7	+ 7.8
Octubre	10.3	22.1	32.4	- 18.2	26.8	+ 22.4	90.8	+ 6.6	150.1	+ 2.3
Noviembre	17.5	27.9	45.4	+ 40.1	24.5	- 8.6	66.4	- 26.9	136.3	- 9.2
Diciembre	10.2	22.2	32.4	- 28.6	25.6	+ 4.5	68.2	+ 2.7	126.1	- 7.5
Sub-total	38.0	72.2	110.2	+ 1.8	76.9	+ 3.6	225.4	- 5.7	412.5	- 2.2
1973										
Enero	23.4	29.9	53.3	+ 64.5	39.4	+ 53.9	116.4	+ 70.7	209.1	+ 65.7
Febrero	14.6	57.5	72.1	+ 35.3	36.3	- 8.6	92.4	- 20.6	200.8	- 3.9
Marzo	15.2	66.7	81.9	+ 13.6	26.2	- 27.2	87.3	- 5.5	195.4	- 2.7
Sub-total	53.2	154.1	207.3	+ 88.1	101.9	+ 32.1	296.1	31.4	605.3	+ 46.7
Abril	14.3	36.1	50.4	- 38.5	45.7	+ 74.4	76.6	+ 780.4	172.8	- 11.6
Mayo	17.0	43.0	60.0	+ 19.0	40.5	- 11.4	107.5	+ 40.3	207.9	+ 20.3
Junio	18.5	45.3	63.8	+ 6.3	27.8	- 31.4	78.3	- 27.2	169.9	- 18.3
Sub-total	49.8	124.4	174.2	- 16.0	114.0	+ 11.9	262.4	+ 20.6	550.6	- 9.0
1o. Semestre										
1972	66.3	151.9	218.3		94.8		379.4		692.6	
1o. Semestre										
1973	103.0	278.5	381.5	+ 74.8	215.9	+ 127.7	558.5	+ 47.2	1.155.8	+ 66.9

Fuente: Bolsa de Bogotá. Revista Banco de la República y Departamento Nacional de Planeación.

muy significativos, así: acciones +74.8%; bonos +127.7%; otros (en su mayoría CAT) +47.2%, para un total ponderado de +66.9%.

Las operaciones bursátiles que desde 1970 habían venido experimentando una caída vertiginosa tanto en las transacciones como en los precios, a partir de 1973 han entrado en un impresionante proceso de recuperación, hasta el punto de que para junio de 1973 se había logrado recuperar las disminuciones registradas en más de 2 años (Véase el cuadro 6.9).

En el cuadro 6.10 se puede observar que aproximadamente el 50% de las operaciones de la Bolsa de Bogotá corresponden al rubro "otros".

Comparando los cuatro trimestres de 1972 se tiene que, en el primer trimestre el 36.6% de las operaciones correspondió a acciones y que este porcentaje fué el más alto en cuanto a acciones se refiere en los cuatro trimestres comparados. Los siguientes trimestres presentaron una tendencia porcentual a la baja. Inversamente, la columna de bonos y cédulas presenta una tendencia de aumento porcentual en los cuatro trimestres comparados en 1972.

CUADRO 6.9 – MOVIMIENTO BURSÁTIL DE LA BOLSA DE BOGOTÁ
 Índice: primer trimestre de 1970 = 100

		Acciones valor efectivo	Precios de acciones	Bonos y cédulas valor efectivo	Precios de bonos y cédulas
1970	I	100.0	100.0	100.0	94.1
	II	73.9	94.6	83.6	93.1
	III	81.5	102.6	58.6	93.4
	IV	59.0	97.1	96.4	93.9
1971	I	54.5	93.6	50.0	91.9
	II	58.4	81.6	49.1	92.3
	III	48.1	78.9	44.6	93.1
	IV	41.2	75.4	35.5	92.7
1972	I	42.9	73.3	32.5	93.0
	II	42.0	71.5	90.0	90.3
	III	42.1	71.9	83.9	89.5
	IV	42.8	69.7	91.0	95.3
1973	I	80.5	80.5	115.3	88.6
	II ¹	72.5	80.5	146.2	94.6

¹Incluye abril y mayo

Comparando los dos primeros trimestres de 1973 se observa la misma tendencia anotada en el año 1972. En acciones, una tendencia hacia abajo; y en los bonos y cédulas, una tendencia de aumento porcentual.

De la comparación de los dos primeros de 1972 y 1973, se observa que la tendencia de acciones es de aumento, lo mismo que el de bonos y cédulas.

La columna “otros” presentó una baja en su participación; de 1972, año en el cual “otros” representa el 54.8% de las operaciones de la Bolsa, y en 1973 el mismo rubro representó sólo el 48.3%.

Del análisis anterior puede deducirse que no son comprobables las críticas que se hacen cuando se afirma que el incremento en las transacciones bursátiles del primer semestre de 1973 se debe en su mayor parte a transacciones con certificados de abono tributario. La realidad es la opuesta. El rubro “otros” donde se clasifica el CAT, bajó en su

CUADRO 6.10 – BOLSA DE BOGOTÁ – DISTRIBUCION PORCENTUAL

Período	Total	Acciones	Bonos y cédulas	Otros
Primer trimestre 1972	100.0	36.6	9.6	53.8
Segundo trimestre 1972	100.0	27.6	16.9	55.5
Tercer trimestre 1972	100.0	25.7	17.6	56.7
Cuarto trimestre 1972	100.0	26.7	18.7	54.6
Primer trimestre 1973	100.0	34.3	16.8	48.9
Segundo trimestre 1973	100.0	31.6	20.7	47.7
Primer trimestre 1972	100.0	31.5	13.7	54.8
Primer semestre 1973	100.0	33.0	18.7	48.3

participación dentro del total, pasando del 54.8% que tenía en el primer semestre de 1972 al 48.3% que tuvo en el mismo período de 1973. Además, como puede observarse en el cuadro 6.8 su crecimiento fue menor al de los otros componentes (acciones y bonos), lo mismo que al del total.

Algunas personas han presentado el argumento en la forma de que los fondos han sido desviados de lo que habría sido nuevo capital pagado hacia las unidades de poder adquisitivo constante. Esta posición *aparentemente* resultaría tener soporte si observamos el cuadro 6.3, según la cual el capital pagado en manos no financieras se elevó solamente en 13% entre marzo de 1972 y marzo de 1973, sustancialmente más bajo que el crecimiento del PIB en términos nominales. Entre las compañías inscritas en la Bolsa de Bogotá el capital pagado se elevó solamente en 6.8% aunque este crecimiento fue mucho más alto que el 3.8% de crecimiento registrado en el año anterior⁸. Sin embargo, sería muy difícil argüir que toda la diferencia en estas dos tasas de crecimiento representa un fenómeno de desviación de demanda de fondos de capital pagado hacia las corporaciones de ahorro y vivienda, dejando a las sociedades anónimas estranguladas de fondos. Se debe tener en cuenta al analizar este punto, que una de las mayores fuentes de recursos de las sociedades anónimas ha sido, recientemente, la compra de acciones por parte de las corporaciones financieras, usando préstamos extranjeros. Entre 1962 y 1969 las corporaciones financieras usaron fondos para incrementar sus tenencias de acciones de 36 a 1.676 millones de pesos⁹. Sin embargo, a pesar de los \$1.100.00 millones adicionales del extranjero en 1971 y 1972, las tenencias de acciones de sociedades anónimas por parte de las mencionadas corporaciones se elevaron solamente en \$250.00 millones. En vez de comprar acciones, las corporaciones ahora se han desplazado a comprar bonos y dar aportes a las sociedades anónimas. Para resumir, cuando las unidades familiares bajaron sus compras de acciones en 1961/72, las corporaciones financieras no estuvieron deseosas de comprar el *exceso*, como sí lo habían hecho en 1968/69. En vez de esto, ellas demandaron otros pasivos (papeles) de las sociedades anónimas. Las sociedades anónimas expidieron estos pasivos (generalmente bonos) en vez de tratar de colocar más acciones en el mercado, con lo cual solo cambiaban la distribución de la deuda, sin sufrir reducciones en sus fondos. Para corroborar el argumento de que la declinación en capital pagado fue un fenómeno de oferta más que de demanda, se debe señalar que la construcción de nuevas sociedades durante los dos primeros meses de 1973, cuando el sistema FAVI tuvo realmente su despegue, fue 25% más alto que para los respectivos dos meses de 1972, (\$675 millones US\$638 millones).

2. Depósitos de ahorro en las entidades bancarias

En la serie mensual presentada de enero de 1973 a junio de 1973 inclusive, se puede observar que los depósitos de ahorros de las entidades bancarias presentaron un crecimiento gradual que es, en el total de los depósitos, de 3.3% promedio mensual.

La mayor parte de dichos ahorros es captada por la Caja Agraria como puede verse en el cuadro 6.11. Esta relación se conserva a través de los dos años: así como en junio de 1972 la proporción era de 47.3% para la Caja Agraria, y 52.7% para el conjunto de bancos privados, extranjeros, oficiales y Círculo de Obreros, en junio de 1973 la relación era de 45.6% para la Caja Agraria y de 54.4% para las otras entidades.

Comparando los crecimientos en los primeros semestres de los años en consideración, se encuentra que en 1972 los ahorros de las cajas de los bancos crecieron en +12.5% y en 1973 este crecimiento fue de +13.3%. El crecimiento en los saldos de ahorro en

⁸ Fuente: *Revista del Banco de la República* (Mercado de Valores).

⁹ Gómez Riveros y Schlesinger, op. cit.

CUADRO 6.11 – DEPOSITOS DE AHORRO DE LAS ENTIDADES BANCARIAS
(SalDOS en millones de pesos)

Año y mes	Sub-total ¹	Variación %	Caja Agraria	Variación %	Total	Variación %
Diciembre/71	2.167.4	—	1.980.8	—	4.148.2	—
Enero/72	2.169.5	+ 1	1.981.2	—	4.150.7	1
Febrero	2.186.9	1.0	1.978.8	— 1	4.165.9	4
Marzo	2.204.4	1.0	2.023.2	2.2	4.227.6	1.4
Abril	2.259.7	2.5	2.039.7	1.0	4.299.4	1.7
Mayo	2.297.0	1.7	2.089.7	2.5	4.386.7	2.0
Junio	2.458.8	7.0	2.209.2	5.7	4.668.0	6.4
Julio	2.662.1	8.3	2.248.2	1.8	4.910.3	5.2
Agosto	2.830.6	6.3	2.284.8	1.6	5.115.4	4.2
Septiembre	2.974.0	5.1	2.383.9	4.3	5.357.9	4.7
Octubre	3.107.7	4.5	2.458.0	3.1	5.565.7	3.9
Noviembre	3.110.3	1	2.469.8	4	5.580.1	3
Diciembre	3.216.2	3.4	2.615.3	5.9	5.831.5	4.5
Enero/73	3.442.9	7.0	2.667.0	2.0	6.109.9	4.8
Febrero	3.342.2	— 2.9	2.706.2	1.5	6.048.4	— 1.1
Marzo	3.441.5	3.0	2.798.8	3.4	6.240.3	3.2
Abril	3.410.2	— 9	2.831.3	1.2	6.241.5	1
Mayo	3.510.7	2.9	2.893.0	2.2	6.403.7	2.6
Junio	3.595.3	2.4	3.012.3	4.1	6.607.6	3.2

Fuente: Banco de la República, DANE, DNP y UPG.

¹Incluye: Bancos privados, extranjeros, oficiales y Caja de Ahorro del Círculo de Obreros

1972 fue mucho mayor en el segundo semestre (+24.9%) que en el primero. En el año comprendido entre junio/72 y junio/73, el crecimiento de los saldos llegó al 41.6%.

Como puede verse en la más reciente información sobre los depósitos de ahorro, estas cuentas han estado creciendo a una tasa nominal promedia de 3.3% mensual, superior a la del ingreso en términos nominales. Esto indica que las familias todavía no han completado su proceso de ajuste a las más altas tasas de interés de los depósitos de ahorro establecidas en 1972. Quizás en el futuro, (porque de la información vigente no se

CUADRO 6.12 – SALDOS DE AHORROS 1968-1973
(Millones de pesos)

Período	Saldo de ahorros	Variación absoluta	Variación %
Diciembre/68	2.367.2	—	—
Junio/69	2.426.0	58.8	2.5
Diciembre/69	2.716.2	290.2	10.0
Junio/70	2.941.6	225.4	8.3
Diciembre/70	3.425.5	483.9	16.5
Junio/71	3.718.5	293.0	8.6
Diciembre/71	4.148.2	429.7	11.6
Junio/72	4.668.0	519.8	12.5
Diciembre/72	5.331.5	1.163.5	24.9
Junio/73	6.607.6	776.1	13.3

podría concluir lo mismo) esos depósitos crecerán a la misma tasa del ingreso nominal, o probablemente más baja, si se llegasen a presentar desplazamientos de pequeños ahorradores hacia depósitos en valor constante. Hasta junio de 1973 no se puede decir que ha habido sustitución de depósitos de ahorro por unidades de poder adquisitivo constante.

CUADRO 6.13 – CEDULAS HIPOTECARIAS EMITIDAS Y EN PODER DEL PUBLICO
(Millones de pesos)

Año y mes	Emitidas ¹ (1)	Crecimiento % (2)	En poder del público o en circulación ² (3)	Crecimiento % (4)	(2)		Valor en libros ³ (6)
					(1)	(5)	
Enero/72	6.757.7	—	6.420.4	—	95.0		5.629.4
Febrero	6.959.8	3.0	6.640.5	3.4	95.4		5.822.4
Marzo	7.094.8	1.9	6.630.0	— 2	93.4		5.813.2
Abril	7.192.7	1.4	6.863.0	3.6	95.5		6.021.9
Mayo	7.522.8	4.6	7.155.0	4.2	95.1		6.273.6
Junio	7.442.7	— 1.1	6.862.8	— 4.1	92.0		6.017.4
Julio	7.678.6	3.2	7.094.1	3.4	92.4		6.220.1
Agosto	7.661.1	— 2	7.120.0	4	92.9		6.242.9
Septiembre	7.771.0	1.4	7.236.2	1.6	93.1		6.344.7
Octubre	7.978.0	2.7	7.543.1	4.2	94.5		6.613.8
Noviembre	8.280.7	3.8	7.784.9	3.2	94.0		6.825.9
Diciembre	8.221.6	7	7.719.0	— 8	93.9		6.771.7
Enero/73	8.782.0	6.8	7.936.0	2.8	90.4		6.969.5
Febrero	9.066.6	3.2	8.127.9	3.6	90.6		7.217.0
Marzo	9.164.0	1.1	8.247.0	4	90.0		7.242.6
Abril	8.756.0	— 4.6	7.509.4	— 8.9	85.7		6.600.4
Mayo	8.653.0	— 1.1	7.532.8	1	87.0		6.620.6
Junio	8.419.0	— 2.7	7.224.0	— 4.2	85.8		6.342.7
Julio	8.766.0	4.1	7.378.0	2.1	84.1		6.477.9

Fuente: DMF – DAE – UPG – DNP, donde los datos son tomados del balance del Banco Central Hipotecario.

¹ De septiembre de 1972 a marzo de 1973 las corporaciones de ahorro y vivienda efectuaron inversiones en cédulas por un valor de \$722.3 millones. A principios de abril fueron retirados \$526 millones y luego el resto.

² La columna (3), es el ahorro efectivamente captado, ya que las cédulas son vendidas con un descuento. El valor en libros difiere del valor nominal en el porcentaje de descuento que es de 14% para las cédulas 7, 7.5 y 9.5% de interés anual. Las cédulas del 5.5 y del 1% se venden y compran a la par.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

3. Cédulas hipotecarias emitidas y en poder del público

Respecto a las cédulas del Banco Central Hipotecario, parecen ser el único rubro del mercado financiero que ha descendido desde finales del año 1972, cuando se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda, evidenciándose una sustitución de cédulas por unidades de poder adquisitivo constante.

En el estudio de las cédulas se deben distinguir tres conceptos que algunas veces han dado lugar a alguna confusión. Se debe diferenciar entre cédulas emitidas y cédulas en poder del público; la diferencia es el valor de las cédulas emitidas en poder del mismo Banco Central Hipotecario. Estas tienen la función de existencias en poder del Banco

para atender la demanda¹⁰. Sin embargo, en algunas publicaciones que son fuente usual de datos del sistema bancario, se presenta bajo el rubro "cédulas en circulación" el valor en libros que corresponde a la inversión efectiva en dinero. Difiere del valor nominal en el porcentaje de descuento que es del 14% para las cédulas del 7, 7.5 y 9.5% de interés anual. Las cédulas del 5.5 y 1% se vende y compran a la par.

Del cuadro 6.13 se puede ver cual ha sido la tendencia histórica de los tres conceptos anteriores desde enero de 1972 hasta julio de 1973. Se puede observar, por ejemplo, que entre marzo de 1972 y marzo de 1973, el Banco Central Hipotecario vendió cédulas por valor de \$1.600 millones de pesos y por consiguiente obtuvo alrededor de \$1.400 millones de fondos extras cuando el 14% de descuento sobre las cédulas de 7, 7.5 y 9.5% es deducido. Sin embargo, se debe tener cuidado al mirar las cifras anteriores, ya que desde diciembre de 1972 las corporaciones de ahorro y vivienda efectuaron inversiones en cédulas hipotecarias, que a marzo 30 de 1973 ascendían a \$722.3 millones de pesos, de los cuales a principios de abril fueron retirados \$526 millones. Con esta salvedad se puede ver que prácticamente no hubo incremento en la demanda no financiera por cédulas, entre marzo de 1972 y marzo de 1973.

En abril de 1973 esta falta de demanda del público por cédulas incidió duramente sobre el Banco Central Hipotecario, cuando las corporaciones de ahorro y vivienda vendieron su *stock* de cédulas y las invirtieron en otros pasivos del Banco de la República. Por esta razón, un mes más representativo de la tendencia es el mes de mayo, para el cual la influencia de las corporaciones de ahorro y vivienda desaparece casi en su totalidad. El volumen de cédulas en circulación en mayo de 1973 presenta un nivel algo inferior al alcanzado en octubre de 1972 (véase el cuadro 6.13), lo cual muestra que las cédulas no crecieron como lo habrían podido hacer, de no presentarse la sustitución con unidades de poder adquisitivo constante.

De haber crecido las cédulas al ritmo histórico que traían antes del establecimiento del sistema FAVI, el valor en libros de las cédulas, para mayo de 1973, habría sido aproximadamente de \$7.550 millones. El valor actual recaudado fue de \$6.621 millones, lo que equivaldría a decir que hubo una disminución de \$929 millones, que en el supuesto de que se hubieran ido a UPAC, y no a consumo u otro canal de inversión, representaría aproximadamente un 50% de lo captado hasta mayo de 1973 por las corporaciones de ahorro y vivienda. Sin embargo, *el otro 50% es ahorro nuevo*, y no proviene de sustituciones financieras ya que el movimiento bursátil y las cuentas de ahorro de los bancos comerciales indican que no solo no hubo sustitución en estos rubros, sino que por el contrario tuvieron crecimientos sustanciales.

VI. Sumario del capítulo sobre transferencia o generación de ahorros

Del análisis anterior se desprenden las siguientes conclusiones:

a) Los movimientos bursátiles durante el período diciembre de 1972 a junio de 1973 aumentaron un 66.9% respecto al mismo período del año anterior. Los índices de precios también crecieron vertiginosamente en este período. Esto es, la recuperación notable de los índices de transacciones y de precios tomados en conjunto, no permite detectar que haya habido transferencias entre la bolsa y el sistema de unidades de poder adquisitivo constante.

b) Las entidades bancarias, durante el período estudiado, tuvieron un incremento de sus depósitos de ahorro, que implicaba una tasa de crecimiento promedio de 3.3% mensual (un crecimiento mayor que el ingreso personal en términos nominales) lo cual des-

¹⁰ Banco Central Hipotecario. *Informe del Gerente*. 1970.

carta la posibilidad de sustitución entre cuentas de ahorro de los bancos y del sistema de UPAC, en el período considerado.

c) Respecto a las cédulas del Banco Central Hipotecario se observa que hubo un descenso considerable en las cédulas que habrían podido colocarse en manos del sector financiero, de haber continuado la tendencia histórica existente antes del sistema UPAC. Este descenso que explica solamente un 50% del total de ahorros captados por las corporaciones de ahorro y vivienda, indicaría que solo las cédulas del Banco Central Hipotecario sufrieron el efecto de cambio de precios relativos en el portafolio financiero.

De otro lado, el 50% de lo captado debe atribuirse a otras causas diferentes a la simple sustitución en el sistema financiero. Según los argumentos esbozados en páginas anteriores de este documento, una de las estrategias establecidas e implementada por el plan de desarrollo, la del impulso al sector construcción, tiene un efecto considerable sobre el ingreso. *Precisamente de ese nuevo ingreso ha tenido que generarse ahorro nuevo*, ya que según la filosofía del plan, son precisamente los aumentos en el ingreso los que, cuando se dan las condiciones institucionales que propician la captación, generan aumentos en el ahorro que pueden ser canalizados a sectores estratégicos de la economía. También, el multiplicador de las exportaciones, otra de las estrategias del Plan de Desarrollo, ha generado importantes incrementos de ingreso, que a su turno son fuentes adicionales de ahorro.

Si alguien dijese, que parte del nuevo ahorro ha provenido del sector extrabancario, no estaría atacando al Plan de Desarrollo, ya que precisamente ese Plan, por esencia, por principio y por filosofía buscaba canalizar gran parte de esos ahorros sobre los cuales no había dominio institucional, y que generalmente se destinaban a la financiación de consumo suntuario, actividades especulativas de muy bajo rendimiento social, o inversiones nada prioritarias. Por el contrario, el ahorro captado a través del sistema financiero y canalizado a sectores estratégicos del desarrollo económico es, a través del efecto impulsador sobre el ingreso y de la conversión de la demanda potencial en demanda efectiva por bienes de consumo masivo, el verdadero generador de mejores niveles de ingreso, empleo y consumo para las mayorías nacionales.

La eficiencia del nuevo sistema para captar ahorro o canalizarlo hacia el sistema financiero, se puede apreciar mirando las cifras de captación, según las cuales *el sistema FAVI captó en 6 meses el 50% de lo que el sistema tradicional de cédulas había logrado en 40 años.*

VII. ¿Son las UPAC inflacionarias?

Un incremento en el ahorro es uno de los factores que la teoría económica reconoce como un factor atemperante o de freno al crecimiento en los precios. Sin embargo, una vez implantado el sistema de ahorro con valor constante en Colombia, se han escuchado críticas en el sentido de que ese sistema pudiera ser inflacionario.

Vale la pena aclarar que ha habido varios tipos de críticas. Una de ellas¹¹ sostiene que el Plan de las Cuatro Estrategias es inflacionario porque se queda corto en fuentes de financiación para la construcción de viviendas. Se decía que el Plan sería inflacionario a causa de la inhabilidad de las unidades familiares para levantar los ahorros que pudieran financiar el período de construcción. La voluntad de las familias para ahorrar a través de depósitos de grandes sumas de dinero con las corporaciones antes de la construcción actual de las viviendas, parece anular el criticismo de que la financiación del plan es inflacionaria.

¹¹ *Controversia sobre el Plan de Desarrollo*, CORP, Bogotá 1973.

Otra crítica se refiere a que los efectos directos del sistema de UPAC hayan podido ser inflacionarios. La evidencia estadística muestra todo lo contrario. Lejos de ser expansionista, el sistema de ahorro en valor constante ha representado un factor contraccionista que ha frenado el proceso inflacionario. Esto es, si se tiene en cuenta que la diferencia entre el ahorro captado y los desembolsos por parte de las corporaciones tiene que depositarse en el Banco de la República, el sistema UPAC ha sido uno de los frenos a la expansión monetaria primaria. Como se puede ver en el cuadro 6.14, para el mes de junio de 1973, el efecto contraccionista fue de 7.3% de la oferta primaria. Vale decir, su efecto es mucho mayor que, si por ejemplo, para contraer medios de pago, se suprimen los créditos del Banco de la República al sector cafetero¹².

CUADRO 6.14 – EFECTO CONTRACCIONISTA DE LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

Meses - Años	Contracción	Variación %	Oferta primaria	Contracción de oferta primaria %
Diciembre 1972	67.7	—	18.404	4
Enero 1973	278.4	311.2	17.972	1.5
Febrero	497.8	8.8	16.988	2.9
Marzo	663.9	33.4	17.013	3.9
Abril	762.9	14.9	17.721	4.3
Mayo	1.226.1	60.9	18.429	6.7
Junio	1.382.7	12.8	18.922	7.3

Una última crítica se refiere a los efectos indirectos que el impulso al sector construcción tiene sobre la economía nacional. El argumento se presenta en el sentido de que un aumento considerable de la demanda agregada causado por mayores inversiones en el sector urbano, no acompañado paralelamente de un aumento en la oferta de bienes, trae consigo un aumento en el nivel de precios. Esta crítica, desde el punto de vista de la teoría económica, es indudablemente correcta. Sin embargo, el Gobierno Nacional consciente de este hecho, estableció en el mismo Plan de Desarrollo una tercera estrategia de impulso y fomento a la productividad y producción del sector agropecuario, que es el abastecedor de productos alimenticios de consumo masivo, con el fin de evitar que la oferta de alimentos se rezague respecto a los incrementos de demanda efectiva.

Al mismo tiempo se ha estudiado la interacción de los diferentes sectores, para detectar restricciones o cuellos de botella por el lado de la oferta, y así poder tomar medidas de política económica encaminadas a romper esas restricciones.

De todos modos, los indicadores del crecimiento de los diferentes sectores de la economía dejan traducir una situación bastante optimista por el lado de la oferta (véase el cuadro 6.15). Los crecimientos físicos sectoriales son extraordinarios¹³ y el crecimiento del PIB para toda la economía (cerca al 8%) es una cifra que hace algunos años se consideraba una fantasía econométrica, o en un número visto como privilegio de muy pocos países en el orbe.

¹² Crédito del Banco de la República al Fondo Nacional del Café:

Abril de 1973 \$742.4 millones
 Mayo de 1973 \$735.6 millones
 Junio de 1973 \$730.4 millones

¹³ Una excepción es el sector minería por la baja que ha tenido la producción de petróleo.

CUADRO 6.15 — PIB POR SECTORES A PRECIOS CONSTANTES DE 1958
(Millones de pesos y porcentajes)

Sector	1970		1971		1972 ¹		1973 ²	
	Valor	Crecimiento	Valor	Crecimiento	Valor	Crecimiento	Valor	Crecimiento
Agricultura	10.960.6	4.3	10.950.8	2.2	11.526.7	5.5	12.103.0	5.0
Pesca y caza	135.5	3.5	149.0	10.0	174.3	17.0	177.9	2.1
Silvicultura, tala y corta	117.7	8.2	129.5	10.0	145.0	12.0	155.6	7.3
Minería	1.173.3	- 2.4	1.202.6	2.5	1.130.4	- 6.0	1.073.2	- 5.1
Industria	7.404.1	8.3	7.996.4	8.0	8.764.0	9.6	9.789.4	11.7
Construcción	1.402.1	3.8	1.504.5	7.3	1.579.7	5.0	1.678.2	6.2
Comercio	6.125.7	7.4	6.503.0	6.6	7.052.4	8.0	7.658.9	8.6
Transporte	2.404.4	9.9	2.548.7	6.0	2.765.3	8.5	3.022.2	9.3
Comunicaciones	351.8	11.0	379.9	8.0	410.3	8.0	454.0	10.7
Electricidad, gas	450.3	10.2	509.7	13.2	586.1	15.0	642.9	9.7
Bancos y finanzas	1.432.5	17.8	1.504.1	5.0	1.662.0	10.5	1.966.6	18.3
Alquileres netos vivienda	2.310.4	5.8	2.449.0	6.0	2.595.9	6.0	2.717.6	4.7
Servicios personales	2.652.0	6.8	2.837.6	7.0	3.050.4	7.5	3.226.7	5.8
Servicios de gobierno	1.841.6	9.5	1.942.9	5.5	2.049.7	5.5	2.232.2	8.9
Total PIB	38.492.0	6.7	40.609.7	5.5	43.492.2	7.1	46.898.4	7.8

¹ Año de 1972. Estimativos preliminares del Banco de la República y el Departamento Nacional de Planeación.

² Año de 1973. Proyecciones del Departamento Nacional de Planeación.

VIII. Respuesta a otras dudas sobre el sistema de UPAC

Ha habido otras dudas o críticas sobre el nuevo sistema de unidades de poder adquisitivo constante, que por ser de índole tan variada se han agrupado en una sección aparte, y clasificado bajo diferentes numerales que a continuación se analizan.

1. Capacidad de usuarios para atender sus obligaciones en UPAC

Una de las dudas con respecto al nuevo sistema de ahorro y vivienda se refiere al hecho de que los usuarios serán insolventes para atender a sus compromisos financieros. Las dudas se presentan en el sentido de que los ingresos no subirán a la par de los precios y por lo tanto no podrán pagar el reajuste que la corrección monetaria implica sobre sus obligaciones financieras.

Los datos históricos indican que los salarios de los trabajadores del sector manufacturero y los de los empleados, han crecido en promedio a una tasa superior a la del nivel de precios. Tal vez la duda se presenta ahora debido a la excepcional alza en el nivel de precios durante los últimos meses. Sin embargo, se debe observar que durante los últimos 20 años los cambios en el nivel de precios han presentado bruscas fluctuaciones; es así como en algunos períodos la tasa de inflación sube considerablemente, como en 1963 donde fue de 28%, y otros períodos en donde esa tasa se reduce a un 7% como en 1969. Es decir, la inflación no ha tenido un ritmo constante sino que ha tenido un patrón de variación muy irregular, siendo su promedio anual dominante de solo 10.7% durante los últimos 23 años. Por eso las personas que toman los últimos meses como indicador de lo que tendrán que pagar los usuarios de vivienda en períodos de 15 años, están cometiendo un error metodológico grave, que consiste en evaluar un período largo por los excepcionales picos que en él se han presentado, y no por el valor promedio del período que es lo correcto.

Quizá la confusión de quienes hoy temen un incremento menor en los ingresos respecto a los precios sea consecuencia de la inveterada costumbre que existía en la econo-

mía colombiana de adquirir vivienda con préstamos subsidiarios por el resto de la comunidad. Las pocas personas que se beneficiaban con los préstamos, destinaban, en la medida que transcurría el tiempo, una menor proporción de su ingreso a la amortización de su vivienda, lo cual estaba generando un proceso inequitativo de favoritismo para quienes tenían el privilegio de adquirir crédito en un mercado de ahorros estructuralmente restringida.

Quienes no tenían el privilegio de usar ese mercado restringido y por ende no tenían acceso al subsidio, estaban sometidos a pagar arrendamientos con reajustes temporales semejantes al crecimiento promedio del nivel de precios. Por ejemplo, en los últimos 11 años el crecimiento en el nivel de precios ha sido de 12%, mientras que el índice de vivienda para empleados (constituído en su mayor parte por pagos de arrendamientos) ha crecido en promedio en 11% durante el mismo período.

Finalmente se debe hacer énfasis en que las corporaciones de ahorro y vivienda no presentan un solo sistema rígido de amortización, sino que brindan al usuario del crédito diferentes sistemas, para que él escoja la alternativa que mejor se ajuste a su perfil esperado de ingresos. Hoy en día las corporaciones ofrecen los siguientes sistemas de amortización¹⁴.

1. Sistema gradual
2. Sistema constante a capital
3. Sistema decreciente

El sistema de amortización gradual tiene la característica de que se empieza con cuotas bajas, que van creciendo gradualmente, alcanzando niveles más altos que los de los otros dos sistemas. Las cuotas crecen a un ritmo igual al del nivel de precios. Este sistema es aconsejable para personas jóvenes que tengan buenas expectativas de crecimiento en sus ingresos, de tal manera que la proporción del ingreso destinado a vivienda no se alterará fundamentalmente. El segundo sistema constante a capital, se caracteriza por una amortización fija a capital en unidades de valor constante durante todo el período del préstamo. Las cuotas iniciales son un poco más altas que las del sistema gradual, pero su crecimiento es mucho más reducido. El crecimiento de las cuotas en pesos corrientes es menor que el del crecimiento en el índice de precios. Este sistema es aconsejable para personas que esperan un crecimiento normal de sus ingresos, con el desarrollo económico del país. El tercer sistema de amortización es tal, que la cuota mensual destinada a vivienda sólo aumenta en una proporción determinada de la tasa de crecimiento de los precios. Se basa en el supuesto de que la persona destinará periódicamente una proporción igual de su ingreso al pago de vivienda. Existen varios planes que permiten mucha flexibilidad al usuario del crédito, de acuerdo a su solvencia y capacidad actual, y en base a esta cuota se determina el grado de decrecimiento de la misma de acuerdo a las perspectivas económicas y perfil esperado de ingresos del cliente. En este último sistema de amortización el crecimiento de las cuotas es menor que en los sistemas gradual y constante.

En cualquiera de los sistemas de amortización el pago mensual crece, en el peor de los casos, a un ritmo igual al del nivel de precios. Se puede ver que en dos de los tres sistemas, el crecimiento de las cuotas es menor que el del nivel de precios. Así las cosas, no va a haber dificultad por parte de los deudores, ya que según las series estadísticas los salarios y los ingresos han crecido históricamente a un ritmo igual o superior al del nivel de precios.

¹⁴ Véase *El Sistema de Valor Constante y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda*, que se publica en el capítulo 8 de esta obra.

2. Distribución del ingreso en el nuevo sistema

Se han escuchado otras críticas referentes a los efectos de distribución de ingresos generados por el nuevo sistema. Se alega que los beneficiarios son los ahorradores, y que en este caso son personas de medianos o altos ingresos. La verdad es que el nuevo sistema de valor constante ha abierto las puertas a ahorradores de casi todos los niveles de ingresos. Ahora bien, el hecho de que las personas que más ahorren sean las de medianos o altos ingresos no implica que son sólo esas personas quienes se están beneficiando del nuevo sistema. Precisamente el Decreto 1757 de 1972 obliga a las corporaciones de ahorro y vivienda a destinar el 50% de los ahorros captados, a préstamos para la construcción de viviendas de clase media y popular. Es decir, lo importante no es de donde vienen los recursos, sino hacia donde se están canalizando, y en este caso existe el deliberado propósito por parte del Gobierno, de encauzar gran parte de esos fondos a la provisión de viviendas para personas de recursos escasos.

Naturalmente tiene que haber un cierto atractivo para el ahorrador, constituido en este caso por una tasa de interés real positiva. Pero estímulos han existido, y seguirá habiendo cuando se trate de expandir sectores considerados como claves en el desarrollo económico. Sin embargo, los beneficios no son exclusivamente del sector que recibe los incentivos, ya que precisamente se le considera un sector clave es por la incidencia o repercusión que ese sector tiene sobre el resto de la economía. Muchas de las personas que atacan el sistema de valor constante, defienden por otro lado la devaluación gradual del peso respecto al dólar y el certificado de abono tributario (CAT) que son nítidos incentivos al exportador. Sin embargo, no se puede decir que los beneficios de un mayor volumen de exportaciones sean solo para el exportador. En el caso del sector construcción y de los ahorros canalizados hacia ese sector, los beneficios en términos de generación de empleo y de mayores ingresos (que a su turno se convertirán en demanda por productos de otros sectores) son tan visibles, que es difícil argüir que los beneficios son únicamente para los ahorristas o para los constructores.

Más aún, de los estudios hechos sobre cuantificación del Plan se puede ver que todos los sectores se han beneficiado con el auge de la construcción, y que de los ingresos generados la mayor proporción corresponde a salarios de trabajadores. Respecto a las inquietudes suscitadas en el sentido de que es injusto que no se pague impuesto sobre el reajuste monetario en el sistema de valor constante pero sí en los aumentos por inflación sobre las rentas de trabajo, el Gobierno si reconoce que existe una asimetría que debe ser corregida. Pero se debe advertir, que lo malo no es que el reajuste esté exento de impuestos, ya que ese reajuste no constituye ningún enriquecimiento físico del ahorrador sino sólo una compensación por la pérdida de poder adquisitivo de su dinero, sino que otros reajustes que tienen el mismo objetivo no lo estén. En el caso de los aumentos de salarios por razón de la inflación esos aumentos deberían también estar exentos, puesto que los reajustes son solo diseñados para mantener el valor real del salario constante.

3. Crecimiento del ahorro personal

Otras personas han expresado dudas respecto a que el ahorro personal haya crecido en términos reales o físicos, es decir, en pesos de un determinado año tomado como base. Es difícil definir un índice de precios con el cual deflactar la serie de ahorros expresada en pesos corrientes, y las cuentas nacionales no producen un deflactor del ahorro personal. Sin embargo, usando como deflactor de los ahorros el deflactor implícito de consumo personal que publica el Banco de la República, se obtiene la serie para el ahorro personal en Colombia en pesos constantes de 1958, que muestra el cuadro 6.16.

Como se puede apreciar en el cuadro 6.16, los ahorros personales han crecido sustancialmente no solo en términos monetarios sino también en términos reales. El crecimiento de los ahorros para 1972, fue en términos reales del 64.8%, y para 1973 del 60.6% según una proyección normal, y del 17.0% según una proyección pesimista. En cualquier forma se pueden apreciar crecimientos sustanciales del ahorro personal en términos reales, consistentes con los mayores niveles de producción física generados en los dos últimos años.

CUADRO 6.16 – CRECIMIENTO DEL AHORRO PERSONAL
1960-1973
(Millones de pesos)

Años	Deflactor	Ahorro (pesos corrientes)	Ahorro (pesos constantes 1958)
1960	118.7	1,050.0	938.6
1961	128.5	1,815.0	1,412.5
1962	135.0	1,814.0	1,343.7
1963	165.2	2,218.0	1,342.6
1964	190.3	2,757.0	1,448.8
1965	211.2	2,924.0	1,384.5
1966	237.4	3,219.0	1,355.9
1967	258.4	2,967.0	1,148.2
1968	297.9	3,612.0	1,291.4
1969	299.4	5,309.0	1,773.2
1970	322.0	6,124.0	1,901.9
1971	358.9	4,390.0	1,223.2
1972	411.7	8,298.0	2,015.5
1973 ¹	485.8	11,456.0	2,358.2
1973 ²	485.8	15,729.0	3,237.8

Fuente: Flujo de Fondos, Banco de la República.

¹Proyección baja o pesimista

²Proyección normal

4. Aumento de precio en los materiales de construcción.

Una última inquietud se refiere a la escasez de materiales de construcción que hará crecer el precio de esos materiales usados como insumos en la actividad edificadora. El Gobierno Nacional ha estado permanentemente estudiando cómo marcha la oferta de insumos de la construcción y para tal efecto se ha constituido un grupo de estudios en el Departamento Nacional de Planeación. Se debe recalcar en este punto que, si bien es cierto que a corto plazo se puedan presentar aumentos en los costos del sector de la construcción, a mediano y largo plazo la situación se normalizará. El punto básico es que algunas industrias que suministran insumos y que son en su mayoría de estructura artesanal no tienen capacidad para hacer frente a la nueva demanda. Otras como las del acero, cemento, vidrio, triplex, etc., tienen una estructura de grande empresa industrial y están en proceso de ampliación.

Es decir, a mediano plazo, una vez los empresarios del sector de materiales se convencerán de que existe una demanda continuamente creciente por esos materiales y no con

las bruscas fluctuaciones cíclicas de otras épocas, ensancharán las instalaciones y modernizarán sus equipos y plantas para atender a un mercado en expansión. La consecuencia lógica será una mejora en la tecnología, con una productividad más alta, lo cual normalizará la producción de insumos y estabilizará el costo de los materiales.

De otro lado, el Gobierno está tomando las medidas pertinentes al suministrar crédito no sólo para la financiación de las operaciones de edificación, sino que la política está orientada a extender la financiación a las industrias y servicios vinculados a la industria de la construcción y afines. Es decir, el crédito no será nunca el factor limitante de la expansión de las industrias que producen materias primas para la construcción.

Capítulo 7

EL AHORRO EN EL SISTEMA BANCARIO

Jorge Marmorek R.

I. Introducción

A finales de 1973 los principales índices que permiten medir el crecimiento económico nacional son realmente significativos. El producto bruto nacional se elevó en 1972 en porcentajes superiores a la década anterior; por primera vez las exportaciones llamadas menores alcanzaron a las tradicionales, a pesar del incremento en el precio del café en el mercado exterior; el nivel de ocupación de las principales ciudades ha aumentado substancialmente como resultado de la aplicación de las políticas del Gobierno Nacional, orientadas al fomento de la construcción urbana; y la formación de capitales procedente, tanto de las economías familiares como de las empresas, entró en una etapa de impulso extraordinario por medio de los instrumentos tradicionales de captación de ahorro y por la aplicación de los nuevos sistemas de valor constante.

En el sector agropecuario se inicia una nueva etapa de capitalización al reglamentarse la Ley 5a. de este mismo año, dirigida principalmente a fortalecer la infraestructura del principal sector económico mediante préstamos otorgados a plazos largos que implementarán el proceso de producción agrícola nacional y modificará la estructura del agro colombiano.

El objeto de este capítulo es analizar cuál ha sido el desarrollo del ahorro en el sistema bancario y su verdadera contribución a la evolución económica actual. No se pretende aquí polemizar o criticar, sino señalar objetivamente cuál es la estructura jurídica y económica en que se realiza el desarrollo del ahorro financiero, la evolución del crédito bancario y especialmente la del sector agropecuario canalizado por la Caja de Crédito Agrario.

El comportamiento de los ahorradores, sus motivaciones y sus necesidades, son cuestiones completamente desconocidas por los colombianos.

De ahí que la Caja de Crédito Agrario iniciase una investigación sobre el perfil del ahorrador que incluimos en este trabajo con el propósito de que se logre una mejor motivación de los recursos económicos en Colombia.

NOTA: El estudio que se ofrece en este capítulo fue preparado cuando el autor desempeñaba el cargo de Subgerente Bancario de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero y presentado en el Simposio a nombre de esa Institución.

II. El desarrollo de los ahorros del sistema bancario

1. Las cuentas de ahorro

Aunque la noción de ahorro como ideal humano de previsión y seguridad es casi tan antigua como la humanidad, en Colombia tan solo con la Ley 45 de 1923 se plasmó en organización efectiva para su desarrollo.

En 1926 funcionaban cinco secciones de ahorro con depósitos cercanos a los \$2 millones y en 1935 existían 12 instituciones que fomentaban el ahorro y apenas alcanzaban a \$12 millones los depósitos recibidos. En 1965 las sumas recibidas llegaron a \$1.375 millones con un total de depositantes cercano a tres millones setecientos mil que representaban el 21% de la población colombiana.

Un rápido análisis de la estructura jurídica en que se desenvolvían los ahorros nos permite explicar su lento desarrollo hasta 1965.

a) La banca que surgió en 1923 tenía una orientación estrictamente comercial, principalmente con el propósito de recibir depósitos a la vista y de realizar préstamos a corto plazo.

La simple definición de banco que la ley mencionaba en su artículo 2o. no corresponde a la misión de intermediario de crédito, de pagos y de administrador de inversiones y capitales, servicios éstos que son realizados por la banca en todo el mundo¹. Por ejemplo, en la ley no se previó el desarrollo de bancos de fomento que hoy se ven seriamente limitados en sus actuaciones, por realizar operaciones que no son típicamente de fomento.

El artículo 114 de la Ley 45 constituyó un límite definitivo al impulso del ahorro al señalar como tope máximo que podían recibir las secciones de ahorros en \$3.000.00 para particulares y \$5.000.00 para asociaciones y cooperativas. Aunque posteriormente diferentes normas modificaron los topes iniciales, solo hasta 1965 se eliminó esa práctica retardataria que impidió una efectiva atracción de economía de la colectividad.

2. Estructura de las inversiones forzosas

El segundo factor limitante del crecimiento de los ahorros fue la estructura de inversiones forzosas que obligaba a los bancos a dedicar el 97% de sus disponibilidades en operaciones de baja rentabilidad con un rendimiento cercano al 9.6% y que impidió ofrecer a los clientes un interés más justo.

Este asunto fue tratado por Oscar Alviar en su exposición sobre el mercado de capitales, hace dos años, en la siguiente forma:

“Varias conclusiones surgen al examinar el cuadro de inversiones obligatorias de las cajas y secciones de ahorro. En primer término, la gran variación del tipo de interés en los distintos documentos y que va desde un mínimo de 5% anual para los bonos nacionales consolidados, hasta el 11.2% para los bonos de desarrollo económico. En segundo lugar, el muy bajo interés que en su conjunto estas inversiones reditúan, apenas el 9.6% que es notoriamente inferior al tipo de interés prevaleciente en el mercado. Estas dos circunstancias implican que los pequeños ahorradores están subsidiando con sus fondos, en la actualidad, al gobierno, la construcción urbana, la agricultura, la ganadería y la industria y que se dificulta elevar el tipo de interés que reciben los clientes de las cajas de ahorro sobre los fondos depositados, hoy el 4%, menor inclusive que la tasa histórica de desvalorización monetaria. Esta congelación de un tipo de interés bajo los ahorristas, a más de ser socialmente injusta, no atrae al ahorrador pequeño medianamente culto o que tenga conocimientos rudimentarios de las cuestiones económicas, en perjuicio de la captación total del ahorro por la comunidad.

¹ Artículo 2o. de la Ley 45 de 1923

“Carecen además estas inversiones forzosas de flexibilidad y así, eventualmente, pueden existir sectores que estén ampliamente financiados y continúan recibiendo el aporte de suscripciones por las cajas de ahorro”².

Solamente hasta 1971 con ocasión de la Ley 33 impulsada por el Gobierno Nacional y a iniciativa de la Caja de Crédito Agrario, se logró la modificación del régimen de inversiones y se facultó a la Junta Monetaria para reformar la tasa de interés.

Posteriormente la Corte Suprema de Justicia declaró inexecutable parcialmente la Ley 33 de 1971 y el Gobierno dictó el Decreto 1590, que no solo eliminó las inversiones forzosas de la Caja Agraria, sino en forma igualmente justa las del resto del sector bancario.

3. Incremento de ahorros por eliminación de barreras

De 1965 a 1973 los ahorros captados por el sistema bancario aumentaron cerca de cinco veces, alcanzando en julio de 1973 \$7.008 millones. Este incremento se puede explicar por la eliminación de los topes anteriormente mencionados, la elevación del interés y la participación de 22 instituciones bancarias en la captación con cerca de 2.200 oficinas en todo el país. Es decir, de 1965 a 1973 se establecieron cerca de 900 oficinas bancarias nuevas.

Factor definitivo en la captación fue el Decreto 2349 de 1965 que creó la exención de impuesto de renta y patrimonio sobre las cuentas establecidas o que se establecieran hasta los primeros \$150.000.00. Además se fijó en \$30.000.00 la cuantía inembargable y se elevó a \$50.000.00 la suma que se puede entregar sin juicio de sucesión.

Desafortunadamente, estos topes no se han reajustado de acuerdo con la elevación del costo de la vida a pesar de la exigencia legal que así lo autorizó, siendo esa la ley pionera del sistema del valor constante en el país.

4. Nueva aplicación de las inversiones forzosas.

La elevación de la tasa de interés comentada y eliminación de las inversiones forzosas sobre los depósitos de ahorro motivó su incremento acentuado a partir de mayo de 1972. En el cuadro que a continuación presentamos, se puede apreciar que mientras los depósitos de ahorro en la banca comercial y la Caja Colombiana de Ahorros alcanzaban en la fecha comentada la suma de \$4.386 millones, en noviembre de 1972 llegaron a \$5.580 millones. Es decir, un aumento de \$1.494 millones en solo siete meses.

A finales de 1972 el Gobierno Nacional dictó el Decreto 2218 que implantó de nuevo el régimen de inversiones forzosas, obligando a los bancos comerciales a canalizar sus recursos nuevos en más del 50% en bonos del Instituto de Crédito Territorial. En consecuencia, los bancos comerciales se encuentran sujetos a las siguientes inversiones en sus secciones de ahorros:

1o. En virtud del Decreto 1590 de 1971, las inversiones establecidas por el Decreto 1691 de 1960 quedaron congeladas al nivel existente en 30 de abril de 1972.

2o. La parte de los depósitos no sujeta a dicha inversión y que pudo ser invertida entre mayo y noviembre en las siguientes operaciones:

a) En obligaciones hipotecarias para la construcción y adquisición de vivienda en las condiciones que señala el Decreto 1590 de 1972.

b) En operaciones de fomento cuyo interés fuera hasta el 18%, según la Junta Monetaria.

² Alviar R., Oscar, “Bancos Comerciales y Cajas de Ahorro en los Mercados de Dinero a corto, mediano y largo plazo”, en *El Mercado de Capitales en Colombia*, Banco de la República, Bogotá 1971, pág. 198.

CUADRO 7.1 — DEPOSITOS DE AHORRO
EN EL SISTEMA BANCARIO
(Millones de pesos)

1972	enero	4.151.4
	febrero	4.165.7
	marzo	4.227.7
	abril	4.299.3
	mayo	4.386.7
	junio	4.668.1
	julio	4.910.4
	agosto	5.115.4
	septiembre	5.357.8
	octubre	5.565.7
	noviembre	5.580.0
	diciembre	5.831.6

Fuente: *Revista del Banco de la República*

5. Nuevo régimen para incremento de depósitos

A partir del 1o. de diciembre se estableció un nuevo régimen para el incremento de los depósitos, que una vez deducido el encaje y las inversiones del Decreto 1691 de 1960, deberán utilizar los aumentos en ahorros en la siguiente forma:

- a) En un 55% en bonos de ahorro y vivienda del Instituto de Crédito Territorial; y,
- b) En un 45% en las operaciones permitidas por el Decreto 1590 de 1972 entre mayo y noviembre del mismo año.

En el cuadro 7.2 se puede apreciar cómo la nueva estructura de inversiones forzosas afectó substancialmente la rentabilidad de los ahorros para la banca comercial y aumentó los ahorros al campo de la construcción y de la vivienda.

Como el margen de rentabilidad fue netamente superior entre mayo y noviembre únicamente, los bancos que incrementaron substancialmente sus ahorros durante los siete meses mencionados, se encuentran actualmente en capacidad de participar en las campañas promocionales de ahorro.

6. Límite al crecimiento de las colocaciones

A partir de 1972 la Junta Monetaria inició un sistema de control al crecimiento de los medios de pago fijando límites en la elevación de las colocaciones bancarias. Esta modalidad que tiene sanos fines económicos, pues permite observar a las autoridades monetarias las principales cuentas activas del sistema bancario, impide sin embargo a los bancos una promoción más activa de los depósitos de ahorro por temor a incurrir en exceso sobre los porcentajes autorizados para la utilización de los depósitos de ahorro.

Al estar orientada la utilización de los depósitos de ahorro por la Junta Monetaria, para su promoción sería conveniente el excluir del margen del crecimiento de las colocaciones, las operaciones que tuvieren origen en las secciones de ahorro.

7. Distribución del ahorro en el sistema bancario.

Como antes se anotaba, en los últimos años el ahorro puro nacional ha crecido substancialmente, alcanzando en julio de 1963 la suma de \$7.008 millones. Este crecimiento

to dentro del sistema bancario se debe en primera instancia al esfuerzo realizado por la Caja Colombiana de Ahorros que en diciembre de 1968 tenía depósitos de la comunidad por \$1.137 millones, los cuales en junio de 1973 superaban los \$3.000 millones,

CUADRO 7.2 - RENDIMIENTO DE AHORROS
PARA LA BANCA COMERCIAL

Después del Decreto 2218 de 1972			Rendimiento
0.5 %	En efectivo		0.00
19.5 %	Cédulas B.C.H.	(11.5)	2.24
44.0 %	Bonos de vivienda y ahorro		2.64
36.0 %	Otros	(18.0)	6.48
	TOTAL		11.36
<u>Costos de ahorros</u>			
	Interés promedio pagado ahorros		7.38
	Gastos de operación		3.70
	TOTAL		11.08
Después del Decreto 2218 de 1972 ¹			Rendimiento
0.5 %			0.00
19.5 %		(11.5)	2.24
80.0 %	En operaciones de fomento	(18.0)	14.40
	TOTAL		16.64
<u>Costos de ahorros</u>			
	Interés promedio pagado ahorros		7.38
	Gastos de operación		3.70
	Impuestos		3.70
	TOTAL		11.08

¹ Se excluyen la Caja de Crédito Agrario y Círculo de Obreros que gozan de régimen diferente.

continuando con la mayor participación en los depósitos captados dentro del sistema bancario. Es de destacar cómo cerca del 38% de los ahorros se ha obtenido en localidades con una población inferior a 50.000 habitantes, facilitando así la monetización de sectores marginados de la economía y permitiendo a las autoridades monetarias el control y dirección de su política en los sitios más apartados del país.

En conclusión, el desarrollo de los ahorros tradicionales en un 40.5% en el curso de 1972 y en un 13% únicamente en el primer semestre de 1972, nos señala cómo el impulso dado por el Gobierno Nacional al elevar la tasa de interés en más del 100%, ha producido cambios substanciales en su ritmo de crecimiento y ha permitido a entidades como la Caja de Crédito Agrario fomentar más activamente la producción agrícola nacional sin necesidad de acudir a los tradicionales cupos de redescuento para su expansión.

En los cuadros 7.3 y 7.4 se puede apreciar la evolución del ahorro puro nacional entre Caja Agraria y bancos y el número de oficinas vinculadas a la promoción de las economías de la comunidad.

CUADRO 7.3 - EVOLUCION AHORRO PURO NACIONAL 1968-1973

Año	CAJA			BANCOS			SISTEMA		
	Depósitos	Aumento		Absoluto	Aumento		Absoluto	Aumento	
		Absoluto	%		Absoluto	%		Absoluto	%
Dic. 1968	1.137.226	—	—	1.229.964	—	—	2.367.190	—	—
1969	1.342.102	204.876	18.01	1.374.123	144.150	11.72	2.716.225	349.035	14.74
1970	1.651.343	309.241	23.04	1.774.125	400.002	29.11	3.425.468	709.243	26.11
1971	1.980.844	329.501	19.95	2.167.380	393.255	22.17	4.148.224	722.756	21.10
1972	2.615.316	634.472	32.32	3.216.261	1.048.881	48.39	5.831.577	1.683.353	40.58
1973	3.012.341	397.025	15.18	3.595.368	379.116	11.79	6.607.709	776.141	13.31

¹Junio.

CUADRO 7.4 - COMPARACION DE DEPOSITOS Y NUMERO DE OFICINAS ENTRE LA BANCA COMERCIAL Y LA CAJA AGRARIA 1969-1973
(Miles de pesos)

Año	Nombre	Depósitos	%	No. Oficinas	%
1968	Bancos	1.229.964	51.96	917	59.0
	Caja	1.137.226	48.04	635	41.0
1969	Bancos	1.374.123	50.89	948	59.0
	Caja	1.342.102	49.11	646	41.0
1970	Bancos	1.774.125	51.79	963	59.0
	Caja	1.651.343	48.21	660	41.0
1971	Bancos	2.167.380	52.25	1.338	66.0
	Caja	1.980.844	47.75	680	34.0
1972	Bancos	3.216.261	55.15	1.350 ²	65
	Caja	2.615.316	44.85	703	35
1973 ¹	Bancos	3.595.368	54.41	1.380 ²	66
	Caja	3.012.341	45.59	735	34

¹ Junio² Estimado

III. Depósitos a término y certificados de depósito.

1. *Apresiasi conceptual*

A. Depósitos a término

Dentro de las diversas clases de depósitos recibidos por los establecimientos bancarios y de acuerdo a la terminología seguida desde la publicación de la Ley 45 de 1923,

CUADRO 7.5 — EVOLUCION DEL PORTAFOLIO FINANCIERO DEL SECTOR FAMILIAS (1962-1971)
(Activos del sector familias)
(Millones de pesos)

Clases de activos financieros	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Depósitos a término	126	172	111	166	123	96	91	179	251	176

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, División de Flujo de Fondos.

se conoce como depósito a término el constituido en favor de un banco, que para su retiro total o parcial debe tener en cuenta el plazo mínimo fijado o legalmente presumido. De acuerdo a disposiciones vigentes, cuando no se ha convenido el plazo a término o específico para hacer efectiva la exigibilidad del depósito, su pago no podrá llevarse a cabo antes de 30 días.

B. Certificados de depósito

Entiéndese por tal, aquel documento negociable expedido por el banco a instancia del cliente que confirma el depósito por él efectuado.

2. Tipos de interés.

A. Determinación unificada

Con base en la atribución legal del artículo 5o. de la Ley 16 de 1936, los tipos de interés para las operaciones pasivas de los bancos se han venido fijando mediante acuerdos interbancarios.

En la actualidad se reconocen los fijados por la Asociación Bancaria en noviembre de 1969 y que fueron comunicados a los establecimientos afiliados mediante circular No. 3444 de 1969, expedida por la Asociación.

Los intereses de los depósitos a término fueron señalados según los plazos mínimos de vencimiento y reconociéndose su valor cuando este ocurra.

B. Tasas del 5 y 7%

El Acuerdo Interbancario de 1969 señaló el 5% para los depósitos a plazo fijo no mayor de 90 días, o de plazo indefinido exigibles mediante preaviso mínimo de 31 días o para depósitos con plazo superior a 90 días que se cancelen antes (con aviso previo de 31 días) y del 7% para los depósitos con plazo mayor de 90 días.

C. Tasas del 8 y 8.5%

Cuando la Junta Monetaria elevó los intereses hasta el 8 y 8.5% sobre los saldos mínimos trimestrales en los depósitos de ahorro, los depósitos a término quedaron en condiciones de inferioridad.

La falta de estímulos a través de tasas remunerativas de interés y la condicionalidad a un término mínimo para tener la disponibilidad de los depósitos son factores que bien

pueden explicar el poco desarrollo y aún el estancamiento de este recurso de ahorro nacional.

3. Los certificados de depósito

De reciente creación. Mediante Resolución 69 de 1971, la Junta Monetaria, autorizó a los establecimientos bancarios para emitir *certificados de depósito*, negociables con un plazo no inferior a 180 días. La emisión de estos certificados de depósito buscaba la canalización de los recursos obtenidos hacia el crédito para adquisición de bienes de consumo durable y para el financiamiento de capital de trabajo para la industria.

La cuantía mínima para la emisión de los certificados de depósito es de \$3.000.00, y requiere aprobación previa de la Superintendencia Bancaria del plan de emisión donde se especifique la cuantía, la forma de utilización de los mismos y los plazos e intereses de los depósitos y de las respectivas colocaciones.

Los depósitos redimidos entre los 30 y 90 días devengan un interés del 5% y los que se liberen entre los 91 y 170 días obtienen el 7%. Para aquellos cuya exigibilidad se haga después de los 180 días se les reconoce una tasa del 13%. De lo anterior se observa que los tipos de interés del 5 y 7% para depósitos con vencimiento anterior a 180 días, señalados en el Acuerdo Interbancario de 1969, son acomodados por la Resolución 69 de 1971 de la Junta Monetaria para los constituidos mediante *certificados de depósito*.

Sin embargo al quedar marginada la base del 13% para los superiores a 180 días, la Asociación Bancaria, a fin de unificar y dar base a lo reglamentado por la Junta Monetaria, aprobó el Acuerdo Interbancario del 25 de agosto de 1971 sobre el reconocimiento de la tasa del 13% entre los bancos afiliados, acuerdo que entró en vigencia a partir del 1o. de septiembre siguiente. Los intereses sobre los préstamos bancarios efectuados a las firmas especializadas en ventas a plazos o por instalamentos son los siguientes:

18 a menos de 24 meses	20%
24 a menos de 30 meses	21%
30 a 36 meses	22%

La Resolución 69 de 1971, como hemos podido analizarlo, significó un cambio substancial para el sistema bancario en el manejo de los depósitos a término; sin embargo dicha disposición no ha tenido aplicación a pesar de permitir intereses relativamente altos en alguna compensación con los que se pagaban ordinariamente a la banca para los préstamos de consumo.

Es posible que algunas limitaciones con la resolución y su reglamentación, dificultaran el Acuerdo Interbancario legalmente exigido para elevar los intereses sobre los depósitos a término.

Cuando el compromiso interbancario se obtuvo a finales de 1972, ya se iniciaban las corporaciones de ahorro y vivienda con intereses sobre estos mismos depósitos, notoriamente superiores a los admitidos en la resolución comentada.

El exitoso desarrollo de los depósitos a término por las instituciones financieras que componen el llamado mercado libre de dinero, donde las tasas de interés ofrecidas a los depositantes fluctúan entre el 15 y el 23% con tendencia al 21%³. Nos señala la conveniencia de permitir una elevación en la tasa para este tipo de depósitos.

³ De Pombo, Joaquín, "Algunos aspectos del Mercado Libre del Dinero en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1972, pág. 1574 y ss.

IV. El ahorro contractual

Es el sistema de ahorro que permite recibir depósitos a largo plazo para fines específicos contando con un compromiso determinado con los ahorradores. En Colombia este sistema se conoce por intermedio de las primas de seguros y de las cédulas de capitalización, pero en otros países constituye una de las principales herramientas del sistema bancario para la movilización de ahorro.

El señor Madhusudan Joshi en su artículo *La Función del Ahorro Contractual* resaltaba la importancia de este tipo de ahorro para los presupuestos familiares por permitir protección para las adversidades y la previsión necesaria para la jubilación⁴.

En el cuadro 7.6 podemos observar la importancia que tiene este tipo de ahorro en algunos países.

CUADRO 7.6 — ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS
DE LAS UNIDADES FAMILIARES
(Porcentajes)

	Depósitos (efectivo inclusive)	Ahorro contractual	Valores	Varios
Alemania (1960-65)	54,4	25,8	19,5	0,2
Estados Unidos (1960-64)	54,5	43,2	2,3	—
Japón (1960-65)	66,9	10,3	17,8	5,1
Reino Unido (1962-65)	57,2	56,6	-20,5	6,8
Filipinas (1955-59)	46,9	39,1	14,1	—
India (1963-64)	53,4	27,7	18,9	—

El Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras nombrado por el señor Presidente de la República en 1971 para estudiar los asuntos financieros de mayor influjo en la economía, se refirió en la siguiente forma en relación al ahorro contractual:

“Se estima conveniente permitir en el país, la captación de ahorro, por las secciones respectivas de los bancos comerciales, mediante sistemas contractuales, que tendrían la ventaja de estimular al ahorrador mediante tasas de interés realistas y su posible capitalización, que le permitiría atender gastos futuros necesarios, muchas veces imprevisibles, en educación, vivienda, salud, turismo social, etc., por ejemplo que al contrario de lo que sucede hoy, se pagaría con recursos ya ahorrados y con sus rendimientos, a diferencia de efectuar el gasto sin estos y a elevadas tasas de interés, que gravan cuantiosamente el patrimonio familiar”⁵.

Una respuesta efectiva para su desarrollo en Colombia podría consistir en diferenciar las tradicionales cuentas de ahorro a la vista y las de plazo fijo. Actualmente la tasa de

⁴ Joshi, Madhusudan S., “La Función del Ahorro Contractual” en *Finanzas y Desarrollo*, Vol.9 No. 4, diciembre de 1972, pág. 43.

⁵ “Informe al Señor Presidente de la República del Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras”, *Revista del Banco de la República*, junio de 1971, Bogotá, pág. 872.

interés de los depósitos de ahorros es igual para ambas modalidades, una substancial modificación de su rendimiento lograría canalizar nuevos ahorros hacia los sectores de prioridad en la economía.

V. Las cédulas hipotecarias

1. Introducción

El Banco Central Hipotecario era hasta 1972 el principal impulsor de la vivienda y su crecimiento en los últimos años fue el resultado de la colocación de las cédulas hipotecarias voluntarias y forzosas.

La cédula hipotecaria es un papel de rendimiento fijo, libre de impuestos y con período de duración de veinte años, que se negocia automáticamente por parte del Banco al 86% de su valor nominal.

En un estudio realizado por el CEDE para el Banco Central Hipotecario se describió así su evolución:

“Originalmente el banco colocaba sus cédulas a través de préstamos hipotecarios siendo de cargo del prestatario colocar a su vez estos papeles en el mercado para transformarlos en dinero efectivo.

“En años recientes y hasta febrero de 1968 las cédulas se negociaron en la Bolsa y su precio se mantuvo estable al 86% de su valor nominal. A partir de esa fecha el Banco ha asumido la compra y venta de estos papeles en la ventanilla en todas sus sucursales y agencias, manteniendo el precio del 86%.

“El interés pagado sobre estas cédulas ha sido variable en el tiempo y existen o han existido cédulas con intereses sobre valor nominal desde el 1% hasta el 4,5% anual. Algunos de estos papeles se han emitido en cantidades limitadas, sin embargo, a partir de principios de la década de 1950 el papel predominante para venta al público en general y el de mayor importancia respecto al total de cédulas fue las de cédulas del 7%”⁶.

A partir de 1968 se comenzó a emitir la cédula con intereses del 9.5% anual, ofreciéndose a los tenedores de cédulas del 7% al cambio o a la par por los nuevos títulos.

CUADRO 7.7 – DISTRIBUCION POR DENOMINACIONES
DE LAS CEDULAS HIPOTECARIAS EMITIDAS
(Miles de pesos)

Tasa de interés	Cuantía	Porcentaje
1.0	26	0.00
4.0	10.180	0.12
5.0	943.888	11.48
7.0	233.392	2.48
7.5	356.272	4.33
9.5	6.677.843	81.23
Total	8.221.601	100

Fuente: Balance consolidado Banco Central Hipotecario a diciembre 31 de 1972.

⁶ Rodríguez, Jaime y Pieschacón, Francisco, *La Cédula Hipotecaria y el Ahorro*. CEDE y Programa de Administración, Facultad de Economía, Universidad de los Andes, Bogotá, junio de 1972, edición mimeográfica.

En el cuadro 7.8 se puede apreciar su crecimiento porcentual.

CUADRO 7.8 — CRECIMIENTO PORCENTUAL
DE CEDULAS HIPOTECARIAS EMITIDAS

Período	Tasa anual
1967 — 1968	67.2
1968 — 1969	53.1
1969 — 1970	29.8
1970 — 1971	34.4
1971 — 1972	22.2

2. Reciente desarrollo de las cédulas

La presencia del nuevo sistema de valor constante con instrumentos de captación de ahorro compuestos de un interés efectivo del 5 y 5.5% más la corrección monetaria dada por el índice de precios, ha producido un traslado de cédulas hacia estos nuevos papeles, conforme lo profetizaban todos los estudios del sector financiero.

Si tenemos en cuenta que el Banco presenta índices altos de concentración de cédulas en pocas personas naturales y jurídicas conscientes de la rentabilidad ofrecida por el nuevo sistema, el desenvolvimiento que han tenido las cédulas ha sido errático en el curso del semestre con una disminución efectiva de \$341 millones entre diciembre de 1971 y julio de 1972. Además, mientras el Banco tenía en su poder \$502.6 millones en cédulas en la primera fecha, en julio del mismo año conservaba \$1.387.6 millones por colocar.

Cabe anotar que el resultado que se presenta en las cédulas hipotecarias en el último período hubiera sido crítico si las inversiones forzosas de los bancos comerciales y Caja Agraria, como consecuencia del incremento de sus recursos de ahorros, hubieran presentado paralelamente una disminución. Afortunadamente para el Banco el sistema bancario ha adquirido cédulas por \$700 millones.

Hoy, el rendimiento efectivo de la cédula encuentra un competidor excepcional en las corporaciones de ahorro y vivienda que presentan rendimientos netamente superiores, acompañados de la misma característica que produjeron su éxito, es decir la liquidez y seguridad que dan el respaldo del Gobierno y las instituciones financieras, así como la exención de impuestos sobre el reajuste monetario.

En 1967 sucedió un fenómeno similar al presentado en los últimos 18 meses. En aquella ocasión las cédulas habían perdido participación en el mercado, principalmente por la competencia de bonos gubernamentales y los altos dividendos de las acciones; el aumento en la tasa de interés del 7% al 9% anual trajo el acentuado incremento a que nos referíamos anteriormente.

Ahora, podría repetirse la fórmula aplicada en dicha ocasión; sin embargo, aparecen argumentos como este: que la elevación de la tasa distorsionaría aún más la progresividad del impuesto de la renta, aumentando las ventajas para los grupos de altos ingresos; y que de otra parte podría aumentar la canalización de recursos hacia el sector de la construcción en perjuicio de otros sectores igualmente importantes.

Resulta evidente que el mercado de las cédulas hipotecarias se ha visto venir a menos debido a su precaria posición competitiva frente a otros papeles que hoy son asequibles

para el público. Para poder tener una visión de lo que puede ser su futuro mediato e inmediato, vale la pena analizar su rentabilidad comparativa dentro del mercado de valores colombiano.

3. Rentabilidad de la cédula hipotecaria frente a los depósitos a término y los bonos UPAC.

Para determinar la rentabilidad neta de los diferentes valores analizados se tomarán en cuenta cuatro factores que influyen en una u otra manera sobre esta variable y que enumeramos a continuación:

- i = Tasa nominal de interés anual
- d = Tasa de corrección monetaria anual (UPAC)
- x = Tasa marginal de impuesto a la renta
- j = Tasa marginal de impuesto al patrimonio

A. Los bonos UPAC.

La rentabilidad bruta para estos bonos está representada por la tasa de corrección monetaria (d) más la tasa nominal de interés (i). Sin embargo, esta tasa de interés se aplica sobre el valor revaluado del bono, es decir, después que se le ha aplicado la corrección monetaria. De esta manera la rentabilidad bruta puede representarse así:

$$R_b = d + (1 + d) i$$

Dado que estamos interesados en la rentabilidad neta del bono, debemos ahora descontar los diferentes impuestos que la ley les asigna.

Teniendo en cuenta que la corrección monetaria (d) es exenta de impuesto a la renta, solo debemos restarle la tasa marginal de impuesto al patrimonio (j). El interés bruto $(1 + d) i$ no es sin embargo, exento de impuesto de renta; de esta manera, la rentabilidad neta proveniente del interés que se paga sobre el bono, es igual a $(1 - t) (1 + d) i$. Resumiendo, tenemos que el tanto por ciento de rentabilidad neta puede ser expresado así:

$$R_n = (d - j) + \left\{ (1 - t) (1 + d) i \right\} 100$$

Utilizando esta relación se elaboraron al cuadro 7.9, que nos muestra las rentabilidades netas correspondientes a diferentes tasas de inflación y de impuesto de renta.

La primera parte del cuadro 7.9, para una tasa marginal de impuesto de patrimonio de 1.5% máxima, es aplicable a las personas naturales, la segunda, sin impuesto de patrimonio, se aplicaría a las sociedades anónimas.

Como no se considera para la obtención de estas cifras que los intereses se paguen por trimestres vencidos a tasa proporcional, es evidente que las rentabilidades netas son un poco inferiores a lo que efectivamente ocurre en realidad; por este motivo utilizaremos el mismo criterio en los análisis posteriores, para no desvirtuar la base de comparación.

B. La cédula hipotecaria del 9.5%

En este caso la corrección monetaria no se considera, dado que existe una exención total de impuesto de renta y patrimonio, el cálculo se hace muy simplificado. La tasa

CUADRO 7.9 – RENTABILIDAD DE LOS BONOS UPAC

j = 1.5%

Tasa inflación	Tasa interés	Tasa marginal impuesto de renta					
		10 %	20%	30%	36%	40%	50%
6%	5.5	9.75	9.16	8.58	8.23	8.00	7.42
7%	5.5	10.80	10.21	9.62	9.27	9.03	8.44
8%	5.5	11.85	11.25	10.66	10.30	10.06	9.47
9%	5.5	12.90	12.30	11.70	11.34	11.10	10.50
10%	5.5	13.95	13.34	12.74	12.37	12.13	11.53
11%	5.5	15.00	14.38	13.77	13.41	13.16	12.55
12%	5.5	16.04	15.43	14.81	14.44	14.20	13.58
15%	5.5	19.19	18.56	17.93	17.55	17.30	16.66

j = 0.0%

6%	5.5	11.25	10.66	10.08	9.73	9.50	8.92
7%	5.5	12.30	11.71	11.12	10.77	10.53	9.94
8%	5.5	13.35	12.75	12.16	11.80	11.56	10.97
9%	5.5	14.40	13.80	13.20	12.84	12.60	12.00
10%	5.5	15.95	14.84	14.24	13.87	13.63	13.03
11%	5.5	16.50	15.88	15.27	14.91	14.66	14.05
12%	5.5	17.54	16.93	16.31	15.94	15.70	15.08
15%	5.5	20.69	20.06	19.43	19.05	18.80	18.16

de interés es de 9.5% sobre el valor nominal de la cédula y calculándola sobre el valor real tenemos:

$$r = \frac{i}{1-0.14} \times 100 = \frac{0.095}{0.86} \times 100$$

$$r = 11.05\%$$

Esta rentabilidad resulta independiente de las tasas marginadas de impuesto y para conservar la consistencia en el análisis no se ha considerado el efecto que se produce al cancelar los intereses trimestralmente.

C. El depósito a término

Hemos analizado los papeles sujetos al valor constante como también aquellos exentos totalmente de impuestos, resultando interesante examinar los depósitos a término que no se ven beneficiados ni por la corrección monetaria ni por la exención de impuestos.

Su rentabilidad bruta corresponde al interés corriente determinado por la tasa nominal i ; para obtener la rentabilidad neta debemos deducir el efecto de impuesto a la renta $(1 - t) i$ y el efecto del impuesto al patrimonio j . La relación puede expresarse así:

$$r = (1 - t) i - j$$

Aplicando esta relación a diferentes tasas de interés nominal y considerando diversos niveles de inflación y de impuesto de renta se obtiene el cuadro 7.10 que muestran la rentabilidad neta de estos papeles. La sección superior del cuadro corresponde a una tasa marginal de impuesto de patrimonio de 1.5%; la inferior a una tasa de 0% para el impuesto mencionado.

CUADRO 7.10 – RENTABILIDAD DE PAPELES NO EXENTOS
NI SUJETOS A VALOR CONSTANTE

$j = 1.5\%$						
Interés nominal %	Tasa marginal impuesto de renta					
	10%	20%	30%	36%	40%	50%
14	11.10	9.70	8.30	6.90	5.50	7.46
15	12.00	10.50	9.00	7.50	6.00	8.10
16	12.90	11.30	9.70	8.10	6.50	8.74
17	13.80	12.10	10.40	8.70	7.00	9.38
$j = 0.0\%$						
12	10.80	9.60	8.40	7.20	6.00	7.68
13	11.70	10.40	9.10	7.80	6.50	8.32
14	12.60	11.20	9.80	8.40	7.00	8.96
15	13.50	12.00	10.50	9.00	7.50	9.60

Hernán Avendano Cruz

4. Conclusiones

Analizando la primera parte del cuadro 7.9 podemos observar que para las personas con el máximo de impuestos al patrimonio en tasas de inflación inferiores o iguales a 7.0% anual las cédulas resultan más rentables que los bonos UPAC; para una inflación del 8.0% la preferencia prevalece solo si la tasa marginal de impuesto a la renta es superior al 20% anual; con una inflación del 9% las cédulas son más rentables que el bono UPAC únicamente para aquellos casos en que la tasa marginal de impuesto a la renta alcanza un valor máximo del 50%.

Para todas las tasas de inflación superiores al 9.0% anual los bonos UPAC resultan categóricamente más rentables que las cédulas hipotecarias independientemente de la posición tributaria de las personas o sociedades.

La segunda parte del cuadro 7.9 nos muestra esta misma relación pero para personas con tasa marginal de impuestos al patrimonio igual a 0.0%. Como es de esperarse, la superioridad de los bonos UPAC sobre las cédulas resulta más marcada en este caso.

Todos los cálculos para el cuadro 7.9 se hicieron con base en un interés nominal del 5.5% anual que se reconoce en los bonos UPAC. Sin embargo, las corporaciones de ahorro y vivienda ofrecen también la cuenta de ahorros UPAC que reconoce el 5.0% pero permite una completa liquidez y disponibilidad de los depósitos. Esta disminución de 0.5% permite una ligera ventaja para las cédulas en los niveles más bajos de inflación; sin embargo, examinando la realidad económica del país hoy en día, resulta bastante improbable que esta tasa se acerque siquiera tangencialmente a dichos niveles lo que anula toda posibilidad de la cédula para competir a las tasas actuales. De desearse la perdura-

bilidad de la cédula a largo plazo, una solución alternativa tendría que ser adoptada. Esta podría consistir en limitar el sistema de valor constante al uso de los bonos a término permitiendo a la cédula abarcar este sector residual del mercado para que la liquidez total y permanente pese en mayor proporción que el aspecto meramente rentable.

En el cuadro 7.11 se han querido analizar las tasas de interés nominal que tendrían que ofrecer las cédulas hipotecarias para equiparar su rentabilidad con los bonos UPAC asumiendo un nivel de inflación del 10% anual. Los cálculos se han hecho para las diferentes posiciones tributarias de renta y patrimonio.

CUADRO 7.11 – TASA QUE DEBERIA TENER LA CEDULA
(inflacionaria = 10%)

Tasa de impuesto al patrimonio	Tasa marginal de impuesto a la renta					
	10%	20%	30%	36%	40%	50%
$j = 1.5\%$	12.00	11.47	10.96	10.64	10.43	9.92
$j = 0.0\%$	13.20	12.76	12.25	11.93	11.72	11.21

Es conveniente ahora analizar la situación rentable de las cédulas frente a certificados a término y otros papeles no exentos de impuestos y ajenos al valor constante. El cuadro 7.10 nos muestra los niveles de rentabilidad de estos papeles para las diferentes posiciones tributarias de renta y patrimonio. Como observación general podríamos anotar que estos valores superan a las cédulas solo en aquellos casos en que la tasa marginal de impuesto a la renta es menor del 10% anual. Desde luego, el análisis de situaciones particulares pueden revelar conveniencias diferentes; sin embargo, como conclusión de tipo general, es válida.

En el caso específico de los depósitos a término con 13.0% de interés anual las cédulas los superan ampliamente desde el punto de vista de su retorno sobre la inversión, lo que explica el poco éxito obtenido por esos certificados.

Es evidente ahora, que la cédula hipotecaria encuentra su verdadera competencia en el bono de valor constante. El Banco Central puede mejorar su posición perfeccionando la calidad de sus servicios, agilizando sus trámites y creando nuevas sucursales. Sin embargo, su situación competitiva frente a las corporaciones de ahorro y vivienda es tan precaria que solo adoptando una fórmula que permita una mayor rentabilidad a la inversión de los clientes de las cédulas, puede evitar una disminución masiva de sus recursos por este concepto.

Quizás la única solución realista para el Banco, consista en el aumento de la tasa de interés de sus cédulas. Para obviar el problema tributario, este aumento tendría que estar sujeto a los impuestos de renta y patrimonio. La intención de este análisis no ha sido otra que la de invitar a un más profundo estudio de estas recomendaciones que permita esclarecer la viabilidad última de las mismas.

VI. La financiación por intermedio de los instrumentos tradicionales

1. La Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero.

Esta institución es un banco de fomento destinado a financiar la producción agraria, industrial y minera. Es la entidad financiera más importante del país por el volumen de

sus operaciones y por la extensión de sus servicios. Cuenta con 750 oficinas y con 421 almacenes de provisión agrícola. La incorporación de la Caja Colombiana de Ahorros a sus activos la constituyó en el instituto de ahorro más grande del país al controlar casi el 50% del ahorro puro nacional. Los objetivos de su política de crédito son:

A. Sociales

a) *Financiación de minifundistas*

En 1970 el país tenía 765.000 minifundistas sin acceso al crédito bancario. La Caja ha estructurado su política de crédito fundamentalmente para llevar recursos a ese sector de productores.

b) *Eliminación del crédito de usura.*

Los minifundistas sin crédito bancario son productores de subsistencia cuya fuente de financiación la constituye el crédito extrabancario denominado de usura por las elevadas tasas de interés que se cobran.

c) *Democratización del crédito.*

La estructura del crédito agropecuario presentaba en 1970 una concentración de créditos por regiones y por patrimonio. Esto se traducía en una desviación del crédito hacia las zonas más ricas del país y hacia los productores de mayor capital. Por esto uno de los objetivos de la Caja es la democratización del crédito que consiste básicamente en una distribución más justa de los recursos, de acuerdo con las necesidades reales del productor y del producto.

d) *Vivienda rural y electrificación.*

Un impulso a la producción agropecuaria implica un desarrollo de las condiciones básicas de la existencia humana. Sin vivienda, educación y servicios, difícilmente un pueblo puede ser productivo en su trabajo. Esto explica la financiación sistemática que la Caja de Crédito Agrario está dando a la vivienda rural, y adquiere un mayor sentido por falta de organismos especializados que impulsen este tipo de vivienda.

B. Económicos

a) *Aumento de la producción.*

Financiando a los productores minifundistas la Caja incorpora grandes volúmenes de producción al mercado. Esto porque el crédito que ofrece viene acompañado de asistencia técnica y plazos de acuerdo a las necesidades específicas de cada producto.

b) *Incremento de la productividad*

Aumentar los recursos financieros del sector agropecuario no garantiza el crecimiento del sector, es necesario impulsar la asistencia técnica particular y oficial. Por esto la Caja de Crédito Agrario prevé en sus costos financiables este tipo de inversión.

c) Excedentes exportables

La sustitución de importaciones no asegura el fortalecimiento del ahorro nacional; es necesario exportar para incrementar el ahorro y ampliar la capacidad de compra en el mercado internacional. La estructura monoexportadora de nuestra economía hasta la década del 60 cuyo único producto era el café ha sido modificada con el desarrollo de la exportación diversificada y en el caso concreto del sector agropecuario, la ganadería; el banano, el algodón y las flores presentaron un dinamismo especial durante los últimos años.

C. Clasificación de los empresarios agrícolas.*a) Pequeño empresario*

Se entiende por este tipo de empresario el agricultor, ganadero, artesano o pescador que reúne las siguientes condiciones:

Patrimonio bruto, incluido el de su cónyuge o compañera, inferior a \$500.000.00.

Moralidad comercial.

Capacidad de trabajo comprobada.

Administración directa y personal de la finca.

Auténtico empresario agropecuario o industrial, es decir que derive de la actividad agrícola, ganadera, pesquera o industrial el 80% de su ingreso y dedique a esa actividad la mayor parte de su tiempo.

b) Mediano empresario

Se denomina así; al productor cuyo patrimonio bruto, incluido el de su cónyuge o compañera, sea superior a \$500.000.00 sin exceder de \$2.500.000.00.

c) Gran productor

El productor cuyo patrimonio bruto es superior a \$2.500.000.00.

D. Criterios desarrollados para la democratización del crédito.*a) Distribución de los recursos.*

Distribución justa de los recursos de acuerdo a las necesidades reales del productor y del producto. Para esto se diseñó un mecanismo basado en límites de cuantía y costos financiables por producto. Con esto se busca evitar la concentración de recursos en pocos productos y elevar la tasa de reinversión agropecuaria obligando a los productores a completar el costo de la inversión utilizando parte de las ganancias de la cosecha anterior.

b) Asociación por el crédito.

El marginamiento económico del campesino es una consecuencia de su aislamiento social; la Caja de Crédito Agrario, está impulsando el crédito asociativo como instrumento integrador de la producción y de su infraestructura. A este tipo de crédito tiene acceso el pequeño productor con lo cual sirve como elemento de socialización rural.

E. Desarrollo del crédito agropecuario

El sector agropecuario ha sido financiado fundamentalmente por préstamos otorgados por la Caja Agraria, los bancos nacionales, el Instituto Colombiano de la Reforma Agraria —INCORA—, y las corporaciones financieras.

En 1971 y 1972 la Caja Agraria participaba con más del 50% del total de los créditos entregados al sector agropecuario y su cartera total al finalizar el último año alcanzaba la suma de \$6.557 millones con un crecimiento de 1962 a 1972 del 492% a precios corrientes pero solo del 156% a precios constantes.

Un estudio realizado por la Entidad sobre la composición de sus clientes de crédito al finalizar 1972 indicaba que de 442.388 usuarios de la Institución, el 90.7% eran pequeños empresarios que tenían el 59% del valor total de los préstamos, tal como se puede apreciar en el cuadro 7.12.

Con el propósito de financiar íntegramente al pequeño usuario, la Entidad reformó su política de crédito permitiendo una mayor capacidad del endeudamiento a los pequeños agricultores, al eliminar los tradicionales márgenes de balance y de garantía y facilitar la entrega de los préstamos con la sola firma del prestatario. De esta manera se ha roto el círculo vicioso en que se encontraba el campesino de bajos ingresos, que por no tener garantías no se le otorgaban los créditos suficientes para trabajar su predio.

CUADRO 7.12 — CARTERA VIGENTE SEGUN EL PATRIMONIO BRUTO DE LOS USUARIOS
(Millones de pesos)

Clase de usuarios según el patrimonio bruto	U s u a r i o s				C a r t e r a v i g e n t e			
	Año 1971		Año 1972		Año 1971		Año 1972	
	No.	%	No.	%	No.	%	No.	%
Pequeños	384.744	89.4	401.277	90.7	2.988	57.3	3.567	59.1
Medianos	38.777	9.0	37.361	8.4	1.323	25.4	1.551	25.7
Grandes	6.734	1.6	3.742	0.9	903	17.3	920	15.2
T O T A L	430.255	100.0	442.380	100.0	5.214	100.0	6.038	100.0

Fuente: Caja de Crédito Agrario Industrial y Minero, *Informe de Gerencia*.

Esta política implantada a partir de 1970 ha sido complementada con una descentralización total de la cartera y su bondad se aprecia, tanto por los nuevos prestatarios vinculados al crédito en un número superior a 88.000 desde 1970, como por los incrementos presentados en la producción agrícola por parte de los pequeños empresarios rurales en el curso de los últimos dos años.

F. Préstamos nuevos para el sector agropecuario.

Con el propósito de observar cuál ha sido el incremento de los recursos nuevos otorgados al campo, hemos ordenado los últimos diez años por sectores de inversión, presentándose un crecimiento regular desde 1963 en los créditos dados a la agricultura con excepción de 1970, año en que por limitaciones en los recursos, la Caja se vió obligada a suspender temporalmente sus financiaciones a mediano y largo plazo.

Como se puede apreciar en el cuadro 7.13, los préstamos para la agricultura muestran aumentos substanciales en 1971 y 1972, alcanzando en el último año la suma de \$3.012 millones, es decir, seis veces más que los otorgados por la misma Caja en 1963.

Los créditos otorgados para la ganadería han tenido un desarrollo cíclico con substanciales aumentos hasta 1968 pero notable disminución en su participación y sus cuantías en los años siguientes y solamente en el último año los créditos entregados para este sector aumentaron notoriamente, alcanzando un total de \$1.096 millones:

CUADRO 7.13 – PRESTAMOS NUEVOS POR INVERSIONES PRINCIPALES 1963-1972
(Millones de pesos)

Año	Agricultura	Ganadería	Industria y minería	otros	Total
1963	513.930.3	590.805.7	10.532.0	4.725.1	1.129.993.1
1964	697.787.1	624.621.6	24.577.0	18.266.9	1.365.252.6
1965	863.389.7	375.156.7	58.639.3	27.780.6	1.324.966.3
1966	1.070.502.0	564.558.8	58.213.2	17.843.1	1.711.117.1
1967	1.325.552.2	641.441.0	71.507.9	24.743.7	2.063.214.8
1968	1.746.678.5	937.492.2	99.096.8	12.485.4	2.795.752.9
1969	2.464.880.5	859.920.7	115.982.9	2.796.4	3.443.490.5
1970	2.460.446.6	697.471.6	159.655.9	6.581.7	3.324.157.8
1971	2.858.802.6	645.834.3	192.508.4	7.171.8	3.704.317.1
1972	3.011.834.3	1.096.852.7	559.609.2	4.933.2	4.673.229.4

Fuente: Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, *Informe de Gerencia*.

G. Importancia del ahorro en los programas de crédito de la Caja Agraria.

Si analizamos retrospectivamente la cartera de la Institución y sus recursos financieros a partir de junio 30 de 1971 hasta junio 30 de 1973, observamos que la cartera tuvo un crecimiento anual en términos absolutos en cuantía superior a los \$1.000 millones con un incremento total de 2.174 millones en los períodos considerados, lo cual representa el 43.8% respecto a junio 30 de 1971; mientras los recursos financieros se elevaron en \$2.113 millones con un crecimiento del 35.2%.

Se observa que los recursos ordinarios alcanzaron un aumento de \$1.645 millones equivalente al 30%, mientras que los extraordinarios se incrementaron en \$468 millones, presentando un crecimiento del 21%. En consecuencia se produjo una acelerada autofinanciación, principalmente por el aumento de los depósitos de ahorros y cuentas corrientes, que en junio 30 de 1973, aportaban el 67% de esa fuente.

El aporte de los depósitos de ahorros con su marcado crecimiento, superior a 100% en junio 30 de 1973 con respecto a junio 30 de 1971, representa el 41.7% de los recursos ordinarios, el 27.8% del total de los recursos y el 31.6% del total de la cartera. Estos resultados nos permiten afirmar que los depósitos de ahorro constituyen el soporte financiero para los futuros programas de crédito y en especial para el pequeño y mediano agricultor, como puede apreciarse en el cuadro 7.14.

2. El Crédito del Banco Central Hipotecario.

Desde la fecha de su iniciación en 1932, hasta el presente, el Banco ha contribuido substancialmente a las financiaciones de vivienda de los estratos medios y en cierta me-

CUADRO 7.14 — APOORTE NETO DE LOS DEPOSITOS DE AHORRO A LA CARTERA TOTAL
Y A LOS RECURSOS FINANCIEROS DE LA CAJA AGRARIA
(Miles de pesos)

Junio 30	Cartera total	Recursos financieros			Aporte de ahorros	Representación % Departamentos en:		
		Ordinarios	Extra- ordinarios	Total		Recursos ordinarios	total recursos	Cartera total
1971	4.958.366	3.766.182	2.221.059	5.987.211	1.126.515	29.9	18.8	22.71
1972	6.061.366	4.348.302	2.587.327	6.935.629	1.540.319	35.4	22.2	25.41
1973	7.132.553	5.410.894	2.689.228	8.100.122	2.254.497	41.7	27.8	31.60

didada, para familias de bajos recursos mediante el otorgamiento de préstamos hipotecarios con las siguientes características:

A. Crédito popular

Se denomina así al tradicional crédito hipotecario. Estos préstamos se otorgan para compra de casa, vivienda nueva o usada, y para el pago de deudas contraídas sobre operaciones hechas para los fines arriba descritos.

Características de estos préstamos:

- a) Cuantía : hasta el 100%
- b) Especie : cédulas hipotecarias
- c) Intereses : 10% anual
- d) Plazo : hasta 15 años
- e) Avalúo : No debe exceder de \$120.000.00 el avalúo pericial de la finca ofrecida en garantía.
- f) Posición familiar del solicitante: Es condición necesaria que el solicitante sea cabeza de grupo familiar.
- g) Necesidad de los recursos: El solicitante debe ser persona que necesite el préstamo para adquirir su vivienda.
- h) Sin vivienda : No pueden ser beneficiados con este tipo de préstamos los solicitantes que tienen casa propia. De la misma manera quedan inhabilitados los solicitantes cuyos cónyuges sean propietarios de la habitación.

B. Crédito ordinario.

Con este nombre se reconocen los préstamos para construcción o compra de casa nueva.

Características:

- a) Avalúo : No debe exceder de \$500.000.00 la finca ofrecida en garantía.
- b) Cuantía : Hasta el 70% del avalúo pericial
- c) Especie : Cédulas hipotecarias de

- 1) Del 14% anual para viviendas con avalúo pericial de \$120.000.00 a \$400.000.00
 2) Del 15% anual para viviendas avaluadas entre \$400.000.00 a \$500.000.00
 e) Plazo : 12 años.

C. Crédito especial.

Se otorga:

- a) Para financiar la adquisición de vivienda usada de más de un año de construida.
 b) Ampliaciones del mismo inmueble o para reparaciones urgentes.
 c) Para el pago de impuestos y deudas que graven el inmueble.

D. Desarrollo histórico de los créditos del Banco Central Hipotecario

La cartera ordinaria del Central Hipotecario pasó de \$1.535 millones en 1967 a \$8.096 millones al finalizar diciembre de 1972, es decir, un crecimiento porcentual del 427% en ese período, siendo 1970 y 1971 los años de mayores aumentos relativos absolutos y donde las cifras de los préstamos efectivamente liquidados fueron superiores conforme se observa en el cuadro 7.15.

CUADRO 7.15 — VALOR PRESTAMOS LIQUIDADOS
 POR EL BANCO CENTRAL HIPOTECARIO 1967-1972
 (Millones de pesos)

Año	Valor	Indice 1967 = 100	Variación relativa	Variación relativa anual
1967	286	100	—	—
1968	1.039	363	263 %	263%
1969	1.538	538	438 %	48%
1970	2.638	922	822 %	72%
1971	3.264	1.141	1.041 %	24%
1972	2.144	7.497	7.397 %	- 34%

Fuente: Banco Central Hipotecario, *Informe de Gerencia*.

Los tres principales sectores que el Banco fomenta han tenido la siguiente evolución de diciembre de 1968 a julio de 1973:

a) Crédito para vivienda

Se presentan dos etapas en el período que corresponde a este estudio. La primera hasta 1971 de acelerado crecimiento en las operaciones financiadas que coinciden con el aumento de las cédulas colocadas y una segunda etapa de reducción del crédito y por consiguiente en las soluciones habitacionales. En el total del período comentado se financiaron cerca de 109.000 viviendas, equivalente a más de 2/3 del total de habitacionales realizadas por el Banco desde su fundación, siendo 1971 el año en que mayor número

ro de unidades habitacionales fueron financiadas, como podemos apreciar en el cuadro 7.16.

CUADRO 7.16 – CREDITO DEL BANCO CENTRAL HIPOTECARIO PARA VIVIENDA 1968-1973.

	Unidades habitacionales	Valor (millones de pesos)	Promedio pesos
1968	13.024	1.039.8	79.837
1969	16.103	1.538.1	95.516
1970	23.146	2.638.9	114.011
1971	27.217	3.264.9	119.958
1972	19.717	2.144.1	108.744
1973 (julio 31)	10.027	1.124.9	112.182

Fuente: Banco Central Hipotecario

b) El crédito para constructores y para adquisición de vivienda.

Esta modalidad de financiación presentó de diciembre de 1968 a julio de 1973 características similares en su proceso de crecimiento al crédito de vivienda, es decir, aumentos regulares hasta 1971 y disminuciones continuas a partir de 1972. Este tipo de crédito que se atiende con recursos del Decreto 687 de 1967 ha permitido financiar más de 40.000 unidades habitacionales en los años que este comentario cubre.

La reducción en los créditos ordinarios y de constructores ocurridas en 1972 y lo corrido de 1973 se explica por la sensible disminución en los recursos del Banco que solamente en 1972 bajaron en comparación con 1971 del 38.4% al 18.4% en su crecimiento relativo.

Otra razón para tener en consideración fue el exceso de colocaciones realizadas en el año de 1971, aumento que obligó al Banco a restringir sus compromisos posteriormente.

CUADRO 7.17 – CREDITO DEL BANCO CENTRAL HIPOTECARIO PARA CONSTRUCCION Y ADQUISICION DE VIVIENDA

	Construcción		Adquisición de vivienda ampliaciones, reformas y otros	
	Unidades habitacionales	Valor (millones de pesos)	Unidades habitacionales	Valor (millones de pesos)
1968	6.074	560.4	6.950	479.4
1969	7.502	647.3	8.601	890.8
1970	10.274	1.441.5	12.872	1.197.4
1971	11.684	1.775.1	15.533	1.771.8
1972	6.695	858.8	13.022	1.285.3
1973 (Julio 31)	3.238	426.7	6.789	698.2

Fuente: Banco Central Hipotecario.

te y por último modificó los topes y límites para poder acudir a los créditos mencionados fijando el Banco metas prioritarias de orden social en sus préstamos y eliminando los llamados créditos especiales. (Véase el cuadro 7.17).

c) Crédito para construcción directa

El tercer grupo de soluciones de vivienda fomentado por el Banco lo constituyen las construcciones realizadas directamente, Entre 1968 y 1972 su proceso muestra el siguiente desarrollo, siendo conveniente señalar que el cuadro se refiere a construcciones terminadas y que cuando se adjudica la construcción se clasifica en el grupo de adquisiciones de vivienda. un resumen puede apreciarse en el cuadro 7.18.

CUADRO 7.18 – CREDITO DEL BANCO CENTRAL
HIPOTECARIO PARA CONSTRUCCION DIRECTA

	Unidades habitacionales	Valor (millones de pesos)
1968	130	19.5
1969	399	72.9
1970	62	9.1
1971	425	68.8
1972	294	115.0

Fuente: Banco Central Hipotecario.

En conclusión el desarrollo de los créditos del Banco Central Hipotecario ha sido afectado substancialmente por el estancamiento de sus recursos y en especial por la evolución de la cédula hipotecaria. Siendo el Banco un instrumento de gran importancia para el financiamiento de las ciudades intermedias, conviene precisar claramente sus funciones para evitar la continuación de este ciclo de depresión.

VII. Motivaciones e incentivos de los instrumentos tradicionales de captación.

1. Marco teórico.

A lo largo de la historia, los economistas han buscado una definición de ahorro. Para visualizar su concepto con mayor claridad, el ahorro ha sido clasificado en función de múltiples factores. Tomando en consideración la forma que adopte el mismo, se ha dividido en ahorro financiero y en ahorro no financiero; según quien lo realiza, la clasificación más utilizada discrimina cuatro sectores: familias, empresas, gobierno y sector externo y algunos autores lo presentan según se produzca voluntariamente o en forma obligatoria, pero todos parecen coincidir en que el ahorro es una variable dependiente del ingreso de las personas o entidades que lo constituyen. Basándonos en este consenso, podríamos aceptar como definición general de ahorro para los fines de este estudio, la parte de ingreso que no se consume o el excedente de la producción corriente sobre el consumo.

A. Tres teorías sobre ahorro y consumo.

Las tres teorías generales sobre ahorro y el consumo son: la teoría del *ingreso absoluto*, la teoría del *ingreso relativo* y la teoría del *ingreso permanente*. A pesar de que difieren radicalmente en interpretación tienen algunas propiedades comunes. Una de esas características es precisamente la generalidad. Cada una de ellas ha sido utilizada para establecer conclusiones a niveles individuales y agregados. Sin embargo, todas fueron desarrolladas inicialmente analizando comportamientos individuales para luego generalizar; este hecho las hace especialmente interesantes para nuestros propósitos. Como último preámbulo antes de entrar a describirlas es conveniente aclarar que las mencionadas teorías estudian la influencia del ingreso como variable aislada sobre el consumo y el ahorro conservando constantes las demás variables que influyen también en el comportamiento de los individuos.

a) Teoría del ingreso absoluto

“... los hombres están dispuestos, como regla general y en promedio, a aumentar su consumo a medida que su ingreso aumenta, pero no tanto como aumenta su ingreso”⁷. Su autor el economista J.M. Keynes, quien matemáticamente la expresó de la siguiente manera:

$$S = a + bY + cZ + U$$

donde: S representa el ahorro, Y el ingreso, Z el conglomerado de otras variables y U el término estocástico; todas las demás letras (a, b, c) son parámetros.

b) Teoría del ingreso relativo.

Su supuesto básico es que la tasa de ahorro depende no del nivel del ingreso sino de la posición *relativa* del individuo en la escala del ingreso⁸. Fue propuesta por Dorothy Brady y Rose Friedman. Matemáticamente se puede expresar así:

$$\frac{S}{Y} = a + b \frac{Y}{Y_0}$$

donde S y Y representan el ahorro y el ingreso individual respectivamente y $\frac{Y}{Y_0}$ representa el ingreso promedio de la comunidad.

Duesamberry teniendo en cuenta los comportamientos psicológicos de los individuos, quienes tienen tendencia a conservar su nivel de vida, introdujo algunas modificaciones a la teoría de Friedman, reemplazando el ingreso promedio, por el mayor ingreso obtenido, aduciendo que las personas procuran mantener el nivel más alto de vida alcanzado. La forma matemática quedaría así:

$$\frac{S}{Y} = a + b \frac{Y}{Y_0}$$

⁷ Ferber, Robert, “Research on Household Behavior”, en *American Economic Review*, Vol. 52 (marzo de 1962) pág. 21.

⁸ Ferber, op. cit., pág. 23.

donde Y_0 representa el mayor nivel de ingreso alcanzado.

David propuso otra modificación a esta teoría argumentando que la gente se acostumbra a un *nivel de consumo* antes que a un nivel de ingreso y por esta razón debería utilizarse como referencia el nivel de consumo y no el correspondiente nivel de ingreso.

c. Teoría del ingreso permanente.

La teoría más reciente fue sustentada por Franco Modigliani y Milton Friedman⁹. El supuesto fundamental que utilizan estos autores consiste en que la gente recibe ingresos permanentes y transitorios:

$$Y = Y_p + T_t$$

y por consiguiente la función de consumo depende de ambos tipos de ingreso.

$$C = C_p + C_t$$

donde el consumo permanente (C_p) es una fracción constante del ingreso permanente (Y_p)

$$C_p = K \quad Y_p$$

siendo K una constante que actúa en función de otras variables diferentes del ingreso.

La teoría concluye que el ingreso transitorio y el permanente, el consumo transitorio y el permanente, el ingreso transitorio y el consumo transitorio están intercorrelacionados; es decir:

$$R_{yt} - y_p = R_{ct} \quad c_p = R_{yt} - c_t,$$

2. Investigaciones de campo.

El impulso que el Gobierno Nacional le ha dado al mercado de capitales y específicamente a los ahorros, ha creado la necesidad de investigar las motivaciones e incentivos para el ahorro individual.

Como fruto de esta política contamos hoy con tres investigaciones de campo. La primera realizada entre mayo de 1967 y mayo de 1968 por el doctor Rafael Prieto Durán como parte de un programa de investigación de gastos e ingresos familiares, adelantado por el Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE) de la Universidad de los Andes.

Un informe general de esta investigación fue presentado en el Simposio sobre el Mercado de Capitales celebrado en marzo de 1971,¹⁰ por esta razón centraremos nuestro análisis en los dos trabajos posteriores.

La segunda investigación forma parte de un estudio titulado *Algunos Aspectos del Mercado de la Cédula Hipotecaria*. Este estudio fue ejecutado por la Facultad de Admi-

⁹ Para ampliar sobre el tema pueden consultarse: Friedman, Milton. *A Theory of the Consumption Function*, 1957; Friedman, "Model of Consumer Behavior. A Survey" en *Economic Journal*, diciembre de 1972; Brumberg y Modigliani, Franco, *la Economía Post-Keynesiana*, Cuniyara.

¹⁰ Prieto Durán, Rafael, "El Consumo y el Ahorro Familiar en cuatro ciudades Colombianas", en *El Mercado de Capitales en Colombia*, Banco de la República, Bogotá 1971, pág. 69.

nistración de la Universidad de los Andes en coordinación con el CEDE y a solicitud del Banco Central Hipotecario^{1 1}.

La tercera investigación se llevó a cabo por el señor Felipe Encinales Silva, funcionario de la Caja Colombiana de Ahorros de la Caja de Crédito Agrario con la colaboración de la Universidad de los Andes, y se titula *Por qué ahorran los bogotanos*^{1 2}.

A. Objetivos.

Aunque las tres investigaciones se referían al mismo tema, su enfoque difiere marcadamente.

El estudio del Banco Central analiza las principales motivaciones de las personas hacia el ahorro y su efecto en el *tipo* de ahorro que realizan.

Las investigaciones de la Caja Agraria analiza las motivaciones de sus *clientes* y sus efectos en las *cuantías* que estos confían a la Institución.

Hemos dividido los resultados obtenidos en tres etapas a saber: factores socio-económicos, motivaciones e incentivos.

CUADRO 7.19 — RELACION ENTRE LOS FACTORES SOCIO-ECONOMICOS Y EL VOLUMEN DE LOS DEPOSITOS DE AHORROS DE LOS CLIENTES DE LA CAJA COLOMBIANA DE AHORROS EN BOGOTA¹

Factor	RELACION CONCLUIDA
Ingreso	El volumen de ahorro de las personas aumenta a medida que crece el volumen de sus ingresos mensuales.
Edad	Las personas tienden a ahorrar en mayor cuantía a medida que aumenta su edad.
Sexo	Los hombres ahorran en mayor proporción que sus congéneres las mujeres.
Casa propia	Las personas que tienen casa propia son más dadas a ahorrar mediante cuentas de ahorro y en mayor proporción que las que no la tienen.
Número de hijos	Esta variable no muestra dependencia significativa con el volumen de ahorros.
Estudios	Esta variable no muestra dependencia significativa con el volumen de ahorros.
Ocupación	Las personas mejor ubicadas laboralmente tienden hacia mayor nivel de ahorro.
Antigüedad en el empleo	Las personas con mayor antigüedad en su empleo tienden a ahorrar en mayor cuantía.
Aceptación de la cuenta	El que las personas no acepten tener una cuenta de ahorros cuando efectivamente la tienen es independiente del volumen de sus depósitos.

¹Conclusiones del estudio realizado por la Caja Agraria.

¹¹ Haaslock, Jürgen, Schlesinger, Lucía Cruz de y Mejía Díaz-Granados, Alfonso, *Algunos aspectos del Mercado de la Cédula Hipotecaria*. CEDE y Programa de Administración, Facultad de Economía, Universidad de los Andes, Bogotá, junio de 1972, edición mimeográfica.

¹² Encinales Silva, Felipe "Por qué ahorran los Bogotanos", Tesis de grado, Facultad de Administración de Empresas. Universidad de los Andes, Bogotá, 1974, edición mimeográfica.

CUADRO 7.20 — RELACION ENTRE LOS FACTORES SOCIO-ECONOMICOS Y EL TIPO DE AHORRO EFECTUADO¹

Factor	RELACION CONCLUIDA
Ingreso	El ahorro financiero aumenta substancialmente en los primeros niveles de ingreso para luego decaer bruscamente en los niveles siguientes.
Pagan arriendo	Las personas que pagan arriendo muestran una mayor tendencia a ahorrar financieramente.
Ocupación	Las personas económicamente inactivas muestran mayor proporción de ahorro financiero.
Educación	A medida que aumenta el nivel de educación hay cierta tendencia a utilizar los sistemas de ahorro financiero.
Estado civil	Los solteros muestran una mayor tendencia a ahorrar financieramente.
Edad	Independencia entre la edad y el tipo de ahorro efectuado.
Número de personas a cargo	Independencia de esta variable y el tipo de ahorro efectuado

¹Conclusiones del estudio realizado por el Banco Central Hipotecario.

B. Factores socio-económicos.

Los cuadros 7.19 y 7.20 muestran las variables socio-económicas analizadas en las dos investigaciones y las conclusiones alcanzadas.

Refiriéndonos al marco teórico anteriormente expuesto, la investigación de la Caja comprobó, con un alto grado de confiabilidad, la incidencia que tiene el nivel de ingreso mensual de sus clientes en volúmenes depositados. El análisis de las demás variables mostró una gran consistencia con esta conclusión: así vemos, que a mayor edad y mejor empleo las personas se encuentran en un nivel de ahorro superior.

Resulta interesante observar cómo un alto porcentaje de las personas encuestadas negaron tener activos financieros, cuando su nombre y dirección habían sido tomados de la tarjeta de su propia cuenta. Se concluyó que este hecho es independiente del volumen de los depósitos de los cuenta-ahorristas.

Paralelamente, el estudio del Banco Central Hipotecario corroboró la importancia del ingreso en la decisión de ahorrar financieramente y concluyó que el nivel de educación también afecta la categoría de ahorro que se realiza; es razonable suponer que un mayor nivel académico permita un conocimiento superior sobre las diferentes formas de ahorro financiero.

Curiosamente la edad de los individuos y el número de personas a su cargo no mostraron una dependencia significativa con el tipo de ahorro utilizado.

C. Motivación.

Dentro de sus enfoques respectivos, ambas investigaciones analizaron las diversas razones que influyen en la decisión de ahorrar.

La investigación del Banco Central Hipotecario concluyó, que las personas cuyo móvil de ahorro era la rentabilidad lo hacían en bienes tangibles y aquellas que lo efectuaban

CUADRO 7.21 – RELACION ENTRE LA CATEGORIA DEL AHORRO Y LA RAZON PARA EFECTUARLO¹

Razón	RELACION CONCLUIDA
Compras de bienes tangibles.	Las personas con esta motivación, mostraron baja tendencia a ahorrar financieramente.
Rentabilidad	Existe una moderada tendencia a ahorrar no financieramente en las personas con esta motivación
Facilidad	Las personas con esta motivación tienden a ahorrar financieramente.
Seguridad	Aquellas personas que buscan seguridad en el ahorro tienden a hacerlo financieramente.
Costumbre y tradición	No mostró un nivel significativo de dependencia.
Previsión	No mostró un nivel significativo de dependencia.

¹Conclusiones del estudio realizado por el Banco Central Hipotecario.

CUADRO 7.22 – DISTRIBUCION DE LAS FRECUENCIAS DE LAS RAZONES PARA AHORRAR¹

Orden	Objetivo	Frecuencia	Porcentaje individual	Porcentaje acumulativo
1	Provisión para la vejez	213	25.06	25.06
2	Educación propia o de los hijos	188	22.18	47.24
3	Urgencias e imprevistos	149	17.53	64.77
4	Hacer un capital	97	11.41	76.18
5	Adquirir o mejorar un inmueble	73	8.59	84.77
6	Establecer un futuro negocio	67	7.88	92.65
7	Compra un bien determinado diferente de vehículo	30	3.53	96.18
8	Otros	17	2.00	98.18
9	Comprar un vehículo	16	1.88	100.06
	TOTALES	850	100	

¹Conclusiones del estudio realizado por la Caja Agraria.

considerando la seguridad y la facilidad lo hacían en activos financieros. El cuadro 7.21 nos presenta un esquema de las principales conclusiones alcanzadas.

El cuadro 7.22 nos permite observar cómo los clientes de la Caja Colombiana de Ahorros son motivados principalmente por el deseo de conservar su dinero para su vejez, la educación de los hijos y para las urgencias o imprevistos.

El cuadro 7.23 nos muestra la relación observada entre estas tres razones y algunas características socio-económicas. Podemos apreciar cómo solamente las *urgencias e imprevistos* dependen en forma significativa del volumen de los ahorros o de los ingresos mensuales.

CUADRO 7.23 — RELACION ENTRE LAS TRES MOTIVACIONES MAS IMPORTANTES Y ALGUNAS CARACTERISTICAS SOCIO-ECONOMICAS¹

Característica	Provisión para la vejez	Educación propia o de los hijos	Urgencia e imprevistos
Volúmenes de ahorro	Independiente	Independiente	Mayor motivación a menor volumen.
Sexo	Independiente	Independiente	Femenino en mayor proporción.
Edad	A mayor edad mayor motivación	Independiente	Independiente.
Ingresos	Independiente	Independiente	A mayor ingreso menor tendencia por esta motivación
Número de hijos	Esta motivación disminuye con el aumento del número de hijos	Aumenta con el número de hijos	Independiente
Estado civil	El 50% de las personas con esta motivación son viudos	Independiente	Independiente
Educación académica	Mayor nivel académico menor motivación	Mayor nivel académico menor motivación	Independiente

¹Conclusiones del estudio realizado por la Caja Agraria.

D. Incentivos.

La investigación realizada por la Caja nos indica cómo sus clientes de ahorros dan importancia significativa a las siguientes características del sistema ahorro tradicional:

- a) Los préstamos bancarios.
- b) Los sorteos periódicos.
- c) La solidez y buen nombre de la Institución.

El total de respuestas para estos tres incentivos acumulan el 46.2%, resultado que se ha venido utilizando en la publicidad realizada por la Institución en 1973. El cuadro 7.24 presenta los diferentes incentivos confrontados con el volumen de ahorro efectuado por los clientes de la Caja. Es importante observar cómo cinco de las nueve razones que motivan a las personas a tener una cuenta, inciden independientemente de su volumen de ahorros.

Igualmente la investigación del Banco Central Hipotecario encontró relaciones muy precisas entre las características de los sistemas de ahorros y la forma como las personas lo efectúan. De nuevo observamos cómo cuatro de los siete incentivos analizados señalan un grato insignificante de dependencia que no nos permite establecer relaciones entre las dos variables.

CUADRO 7.24 – RELACION DE LA PREFERENCIA POR LOS INCENTIVOS Y EL VOLUMEN DE LOS AHORROS DE LOS CLIENTES DE LA CAJA AGRARIA

Incentivo	RELACION CONCLUIDA
Exención de impuestos	Tiende a disminuir en los primeros volúmenes de ahorro para luego aumentar acentuadamente en los niveles posteriores.
Solidez y buen nombre de la Institución	Aumenta a medida que pasamos a volúmenes de ahorro superiores.
Conservación del poder adquisitivo	Aumenta a medida que pasamos a volúmenes de ahorro superior
Préstamos bancarios	Tiende a disminuir en los primeros volúmenes de ahorro para luego aumentar en los niveles posteriores.
Liquidez	La preferencia por este incentivo resulta independiente de los volúmenes de ahorro.
Sorteos	La preferencia por este incentivo resulta independiente de los volúmenes de ahorro.
Facilidad y poco trámite	La preferencia por este incentivo resulta independiente de los volúmenes de ahorro.
Inembargabilidad	La preferencia por este incentivo resulta independiente de los volúmenes de ahorro.

CUADRO 7.25 – IMPORTANCIA DE ALGUNAS CARACTERISTICAS DE LOS SISTEMAS DE AHORRO Y SU INCIDENCIA SOBRE EL TIPO DE AHORRO PREFERIDO¹

Características	Tipo de ahorro preferido
Valorización	No financiero
Exención tributaria	Financiero
Sorteos	Financiero
Préstamos	Independiente
Interés alto	Independiente
Solidez	Independiente
Poco papeleo	Independiente

¹Conclusiones del estudio realizado por el Banco Central Hipotecario.

VIII. Conclusiones generales y recomendaciones.

1. *Los ahorros del sistema bancario.*

Los ahorros del sistema bancario pasaron de \$3.425 millones en diciembre de 1970 a \$7.008 millones en julio de 1973, crecimiento que en términos relativos fue superior al 100% y que se debió principalmente al reajuste de las tasas de interés reconocidas sobre depósitos de las secciones de ahorro. Otro factor importante en su aumento, fue la eliminación total de las inversiones forzosas de la Caja de Ahorros, durante un lapso del año de 1972, cambio que determinó una activa campaña del sistema bancario en la promoción del ahorro puro, ofreciendo estímulos adicionales para sus clientes y abriendo nuevas oficinas que han facilitado la vinculación de sectores antes marginados de la economía monetaria.

Los nuevos ahorros captados por el sistema bancario significaron recursos de extraordinaria importancia para el desarrollo agrícola y el industrial, así como para la atención del consumo popular y se sugieren a lo largo del estudio algunas reformas a su actual estructura para continuar su ritmo creciente de desarrollo. Los cambios sugeridos son los siguientes:

a) Reajuste de acuerdo con el incremento en los precios en los topes fijados para exenciones de renta y patrimonio y en las cuantías inembargables permitidas por el Decreto 2349 de 1965 a las cuentas de ahorros.

b) Eliminación definitiva de las nuevas inversiones forzosas aplicadas sobre las secciones de ahorro desde noviembre de 1972 por el Decreto 2218, por constituir rigideces que impiden la promoción organizada del ahorro puro nacional.

c) Exclusión del margen de crecimiento en las colocaciones bancarias autorizadas por la Junta Monetaria, las operaciones realizadas con fondos de ahorros, por representar una limitante adicional para su captación.

d) Facilitar el desarrollo del ahorro contractual en el sistema bancario mediante la diferenciación de las cuentas de ahorro a la vista y las realizadas a término.

e) Elevación substancial de la tasa de interés autorizada para los certificados de depósito por la Resolución 69 de 1971 de la Junta Monetaria, para ofrecer a los depositantes del sistema, rendimientos similares a los existentes para otros papeles que se negocian en el mercado de capitales.

2. *La cédula hipotecaria.*

El desarrollo de la cédula hipotecaria fue extraordinario desde 1967 hasta 1971; sin embargo, en el curso de 1972 y en lo que va corrido de 1973 su ritmo de colocaciones ha sido inferior a los años anteriores, principalmente por la presencia del nuevo sistema de valor constante con instrumentos que ofrecen alta rentabilidad, liquidez y la misma confianza de la cédula por estar respaldadas por el Gobierno y las más importantes instituciones financieras.

En 1967 el desarrollo de la cédula presentaba una situación similar a la comentada, siendo corregida esa disminución con la elevación de la tasa de interés efectiva.

Con el objeto de no distorsionar la progresividad del impuesto de renta dadas las ventajas tributarias que tiene ese título, podría estudiarse la elevación de sus rendimientos sujetándolos a un gravamen.

En el trabajo que se comenta¹³ se analiza cómo para tasas de inflación superiores al

¹³ Rodríguez y Pieschacón, op. cit.

10%, los bonos del nuevo sistema de valor constantes son más rentables que las cédulas independientemente de la posición tributaria de sus poseedores.

3. La financiación por intermedio de los instrumentos tradicionales.

Los depósitos de ahorros de la Caja Colombiana de Ahorros llegaron a \$3.012 millones en junio 30 de 1973 con un incremento del 32.3% durante el año de 1972 y del 15% únicamente en el primer semestre de 1973. Si a la anterior cifra, presentada en los ahorros de la Caja Agraria, le deducimos el encaje legal y las inversiones obligatorias vigentes hasta diciembre de 1971, apreciamos que los recursos de ahorro utilizados en crédito de la Institución llegaban en junio 30 de 1973 a la suma de \$2.254 millones representando el 31.69% del total de la cartera vigente.

El crédito del Banco Central Hipotecario ha sido fundamental en la financiación de vivienda para los estratos medios y en buena parte para las familias de bajos ingresos. En el estudio citado¹⁴ se aprecia cómo de diciembre de 1968 a julio de 1973 el Banco financió 109.000 unidades habitacionales mediante sus préstamos ordinarios para vivienda y más de 40.000 soluciones de vivienda con el crédito para constructores. Sin embargo, su ritmo de crecimiento ha decaído substancialmente por la reducción ocurrida en los recursos de esa institución.

Siendo el Banco el instrumento adecuado para una política de vivienda dirigida a las ciudades intermedias se recomienda una modificación en la tasa de interés para las cédulas, para evitar un resquebramiento de esta importante Institución, pionera en el mercado secundario de hipotecas en Sur América.

4. El perfil del ahorrador

El capítulo sobre las motivaciones e incentivos de los instrumentos tradicionales constituye un nuevo aporte al estudio del *perfil del ahorrador* por ser su resultado producto de largas investigaciones de campo recientemente efectuadas.

El Banco Central Hipotecario analizó prioritariamente las principales motivaciones de las personas hacia el ahorro y su efecto en el *tipo* de inversión que ellos realizan.

La investigación de la Caja Agraria examinó las motivaciones de sus clientes y sus efectos en las *cuantías* que estos confían a la Institución.

¹⁴ Encinales, op. cit.

Capítulo 8

EL SISTEMA DE VALOR CONSTANTE Y LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

Gabriel Rosas y
Luis Guillermo Soto

I. Introducción

La vivienda, conjuntamente con el alimento y el vestido, constituye parte esencial de los bienes denominados necesarios o básicos para cualquier ser humano. Es característica de los pueblos subdesarrollados la escasez de este bien, escasez que reduce aún más su ya bajo nivel de bienestar y que por la misma estructura la economía determina su alto costo.

Colombia no constituye una excepción al anterior planteamiento; antes por el contrario, podemos afirmar sin temor a equivocarnos, que nuestro país se destaca por constituir la vivienda uno de los bienes relativamente más escasos, y por lo tanto, presentar niveles elevados de precios. El hecho de que la relación entre el valor de los arrendamientos mensuales y el valor total de la vivienda alcance porcentajes hasta del 3%, sobre todo en las clases bajas, es una prueba fehaciente del déficit habitacional. Según cálculos recientes, el déficit para este año se ha estimado en 650.000 viviendas, y de continuar el ritmo de construcción presentando los mismos índices observados en los últimos 5 años, para 1980 la situación mostraría la alarmante cifra de 1.300.000 viviendas. En lo que toca con este aspecto cabe notar que la gran mayoría del pueblo colombiano destina un alto porcentaje de su ingreso, muchas veces superior al 40%, a la satisfacción de tal necesidad.

Resulta preocupante observar cómo día a día este problema se va haciendo más agudo por la alta tasa de crecimiento de la población y por el desplazamiento o migración del campo hacia las ciudades. El desmesurado crecimiento urbano constituye, sin lugar a dudas, uno de los problemas más críticos a que se ven abocados hoy en día los países, no solamente por la presión de servicios que estas gentes demandan, sino también por el pesado lastre del desempleo que su mismo crecimiento engendra.

Como respuesta a tan inquietante situación el Gobierno estructuró el Plan de Desarrollo conocido comúnmente como las Cuatro Estrategias, las cuales engloban la actual política económica y social de Colombia. De dichas estrategias dos se han considerado

prioritarias y sus características coinciden en la posibilidad de un acelerado crecimiento, aprovechándose de una demanda potencial fácilmente transformable en demanda real. Por una parte, las exportaciones se dirigen a satisfacer las exigencias del mercado externo y, por obvia consecuencia, a obtener los recursos de cambio exterior indispensables para el desarrollo; y de otra, la construcción, principalmente la de vivienda, se centra en la satisfacción de la creciente demanda interna.

A juicio del Gobierno, el desarrollo acelerado de la industria de la construcción —estrategia básica— implica la solución de una serie de problemas económicos y sociales que en forma resumida se pueden enunciar así:

- a) Una reducción sustancial del déficit habitacional, hecho que trae como consecuencia la disminución del costo relativo por solución debido al aumento en la oferta;
- b) El alivio en proporción significativa de la tasa de desempleo, en razón de que la construcción es una de las industrias caracterizadas por la utilización de técnicas intensivas de mano de obra con ninguna o escasa calificación;
- c) La elevación del nivel de ingreso y por ende del poder de compra de la comunidad, con lo cual se constituye en elemento dinámico del desarrollo; y,
- d) La motivación empresarial para crear industrias abastecedoras de insumos, generando de esta manera un efecto multiplicador decisivo para el avance económico.

Por lo que hace relación a la magnitud de los recursos, era indispensable lograr la canalización de sumas cada vez mayores para romper el tradicional cuello de botella del sector. Actuando dentro de este contexto, y ante la imposibilidad de arbitrar recursos oficiales, y la ausencia de suficiente capital privado, motivada por la baja rentabilidad que tenían los ahorros invertidos en la financiación de la construcción, debido a que las tasas reales de interés eran negativas por el proceso inflacionario, se diseñó un mecanismo de estímulo que permite canalizar hacia la industria de la construcción buena parte del ahorro privado. Este mecanismo es el sistema de valor constante.

II. El valor constante

1. Descripción del sistema

Por medio de los Decretos 677 y 678 de 1972, el Gobierno creó el sistema de valor constante que cubre tanto a los ahorros que capta como a los préstamos que destina a la construcción urbana.

El sistema garantiza que el valor del dinero no se deteriora en el tiempo, sea cual fuere el grado de inflación, ya que tiene reajuste periódico de acuerdo con el incremento del costo de vida. Este reajuste se basa en un promedio del índice de precios al consumidor —obreros y empleados—, elaborado por el Departamento Nacional de Estadística —DANE—. En igual sentido, el sistema protege al inversionista al crearle una motivación real que lo impulsa a ahorrar y encauzar ese ahorro hacia la construcción de vivienda.

Por otro lado evita que las entidades financieras intermediarias, corporaciones y asociaciones de ahorro, se descapitalicen, tal como ocurrió anteriormente con otros organismos que cumplieron una magnífica labor social, pero que vieron mermadas sus disponibilidades por la simple razón de que recibían en términos reales menos de lo que habían prestado. Además, permite que con la recuperación de los créditos otorgados a largo plazo las instituciones financien otras viviendas de características similares.

El valor constante establece en sí un equilibrio real entre el sector que ahorra y el sector que utiliza los fondos.

2. Aspectos institucionales.

En los decretos enunciados el Gobierno autorizó la creación de una serie de instituciones que son las encargadas de cumplir los objetivos del sistema. Su estructura institucional y legal descansa en cuatro organismos básicos, a saber:

- a) Junta de Ahorro y Vivienda.
- b) El Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI—
- c) Las corporaciones de ahorro y vivienda.
- d) Las asociaciones mutualistas de ahorro y préstamo.

A. La Junta de Ahorro y Vivienda

Es el organismo rector y tiene como funciones principales la promoción, dirección y coordinación del sistema en sus aspectos administrativos y financieros.

B. El Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI—

Constituye el organismo financiero; opera con características muy similares a las de un banco central, ya que, como lo estipula el Decreto 677, las corporaciones pueden re-descontar sus operaciones de crédito para obtener recursos adicionales que les permitan ampliar el ámbito de su gestión. Asimismo, las corporaciones pueden depositar en el FAVI sus excesos de liquidez.

En la actualidad, dado el poco tiempo de funcionamiento de las corporaciones, la función principal ha sido esta última; es decir, ha servido de receptor de los excesos de liquidez, reconociendo un interés de 2 puntos por debajo de lo que las corporaciones pagan a los ahorradores, más la corrección monetaria.

C. Las corporaciones de ahorro y vivienda.

Son intermediarios financieros privados cuyo objeto es el de captar el ahorro y canalizarlo hacia la industria de la construcción dentro del sistema de valor constante, por medio de préstamos, a corto, mediano y largo plazo.

Actualmente existen en funcionamiento siete corporaciones que son:

- la Corporación Central de Ahorro y Vivienda
- Grancolombiana
- Davivienda
- Colpatria
- Del Valle
- Concasa
- Las Villas

Para garantizar su control el Gobierno dispuso que su vigilancia estuviera a cargo de la Superintendencia Bancaria.

D. Las asociaciones mutualistas de ahorro y préstamo.

Asociaciones sin ánimo de lucro y carácter mutual cuya finalidad es la de promover el ahorro privado con destino a la financiación de vivienda de tipo económico.

En la actualidad no está funcionando ninguna asociación mutualista.

III. Captación de recursos

La captación de recursos se hace a través de dos modalidades:

- a) Por medio del certificado de ahorro de valor constante
- b) Por medio de la cuenta de ahorro de valor constante.

En estas dos modalidades los títulos expedidos al público las cantidades se expresan en UPAC, lo mismo que su correspondiente equivalencia en moneda legal, a la fecha de expedición del respectivo documento.

1. Certificados de valor constante.

Son depósitos a término no inferior a 6 meses, que ganan un interés del 5.5% efectivo anual sobre el valor reajustado. Los certificados se expiden por una cantidad igual o superior a 100 unidades de poder adquisitivo constante.

2. Cuentas de ahorro de valor constante.

Funcionan en forma similar a una cuenta de ahorro del sistema bancario, con la única diferencia de que siempre están expresadas en unidades de valor constante. El ahorrador puede retirar o invertir dinero cuando quiera. Intereses y reajuste diario.

Las cuentas de ahorro devengan una tasa de interés efectiva del 5% sobre el saldo diario, siempre y cuando la respectiva cuenta tenga un saldo superior a dos unidades UPAC.

El ahorrador puede pactar con la respectiva corporación la periodicidad para recibir los intereses y el reajuste monetario.

Los intereses devengados en ambas clases de títulos no son exentos de impuestos. En cambio la corrección monetaria que se cause sí lo está. Se puede afirmar que el ahorro invertido, tanto en cuentas como certificados, constituye hoy por hoy la mejor alternativa de inversión existente. Esto tiene como causas el interés reconocido 5 y 5.5% respectivamente, la corrección monetaria que podemos situarla hoy en día en un 18%; la exención tributaria de esta corrección; su liquidez; y por último, la solidez y seriedad del sistema.

IV. Operaciones de crédito

Todos los recursos de las corporaciones de ahorro y vivienda están destinados a la construcción, especialmente de vivienda.

Los créditos otorgados por las corporaciones pueden dividirse en dos grandes modalidades:

- 1) Créditos individuales
- 2) Créditos a constructores

1. Créditos individuales.

Estos créditos se otorgan a cualquier persona que desee construir su vivienda, adquirir una vivienda ya existente nueva o usada y renovar o subdividir las ya existentes.

Cuando se trata de la adquisición de una vivienda ya usada, el vendedor del inmueble tiene que comprometerse a invertir el producto de la venta, en la adquisición o construcción de otra vivienda. Se exceptúan de esta condición las viviendas usadas que tengan un valor inferior a 1500 UPAC.

Las corporaciones prestan el 70% del valor total de la vivienda incluyendo el lote, concediendo un plazo de 15 años y cobrando una tasa de interés del 8.5% efectivo anual.

La garantía exigida en esta modalidad, así como en la modalidad de los constructores, es la hipotecaria sobre el inmueble financiado.

2. *Créditos a constructores.*

Las corporaciones conceden préstamos a constructores para ejecución de proyectos de construcción de vivienda, proyectos de urbanización, proyectos de renovación urbana y proyectos de construcción en general.

A los constructores se les financia hasta el 70% del valor del proyecto incluido el valor del lote, concediéndoles un plazo para su cancelación igual al programado para la terminación de la obra y 6 meses más. Este período se considera normal para hacer la comercialización de las unidades construidas.

Para esta modalidad la tasa de interés que se cobra es del 9% efectiva anual.

V. *Sistemas de amortización*

Uno de los aspectos que causó inquietud y mala imagen del sistema de valor constante fue la equivocada presentación que se le hizo, por ciertos sectores, de la forma como habrían de amortizarse los préstamos. Al inicio, se presentó como única forma de amortización la modalidad conocida como "gradual", que tiene la particularidad de empezar con cuotas muy bajas, pero que al final adquieren valores altos. Este sistema puede ser ventajoso para ciertas personas pero para otros puede no ser el más adecuado.

Posteriormente se han concebido otros sistemas, los cuales encajan mejor dentro de las condiciones de los usuarios.

Actualmente las corporaciones aplican las siguientes:

- 1) Sistema gradual
- 2) Sistema constante o capital
- 3) Sistema decreciente

La persona usuaria del crédito puede escoger la alternativa que esté más de acuerdo con sus condiciones socio-económicas actuales y esperadas.

1. *Sistema de amortización gradual.*

Tiene la característica de que se empieza con cuotas bajas, que van creciendo gradualmente alcanzando niveles más altos que las de los otros dos sistemas. El ritmo de crecimiento de las cuotas en pesos corrientes es igual al ritmo de crecimiento de los precios, es decir que depende totalmente de la tasa de inflación.

Asimismo, el saldo insoluto en pesos comienza a decrecer después que en los otros dos sistemas.

El sistema de amortización gradual es aconsejable para aquellas personas jóvenes que tengan perspectivas de un crecimiento alto en sus ingresos futuros, lo cual podría asegurarles que la proporción de ingreso dedicado a la amortización del crédito no variará fundamentalmente.

2. *Sistema de amortización constante.*

Se caracteriza por una amortización fija a capital en unidades de valor constante durante todo el lapso del préstamo. Las cuotas iniciales son un poco más altas que las del sistema gradual, pero su incremento es también más atenuado. La tasa de crecimiento de las cuotas en pesos corrientes es menor que el ritmo de crecimiento de los precios.

El saldo en pesos comienza a decrecer antes que el sistema gradual. En este sistema de amortización la gente hace un pequeño esfuerzo adicional al principio, obteniéndose a cambio un crecimiento posterior de las cuotas muy moderado. Se acomoda bien a aquellas personas que esperan un ritmo de crecimiento de sus ingresos normal, ocasio-

nado por el mismo desarrollo económico. Es entonces válido suponer que la proporción del ingreso dedicado a vivienda se mantendrá constante a través del plazo estipulado, ya que el crecimiento moderado de las cuotas corresponde en forma proporcionalmente menor que al crecimiento de los ingresos.

3. Sistema de amortización uniformemente decreciente.

Tiene como objetivo lograr que la cuota mensual destinada a vivienda, solo aumente en una proporción determinada de la tasa de crecimiento de los precios. Este sistema se basa en el supuesto de que la persona debe destinar periódicamente una proporción de su ingreso al pago de vivienda y que dicha proporción se mantendrá constante durante todo el plazo.

Existen varios planes que dan mucha flexibilidad al usuario del crédito. Cada uno de ellos predetermina la primera cuota, de acuerdo con su capacidad actual, con base en esta cuota se determina el grado de decrecimiento de la misma de acuerdo con las perspectivas económicas y el plazo de su vencimiento.

En todos estos planes el crecimiento de las cuotas en pesos corrientes es menor al crecimiento de las cuotas en los sistemas gradual y constante.

Otros de los puntos relevantes son, de una parte, que permite seleccionar el valor de la primera cuota de acuerdo a la situación socio-económica del solicitante, sin que esto afecte el monto del crédito, ni el plazo; y por la otra que facilita además, por parte de las corporaciones prestatarias una recuperación más rápida del capital, con lo cual se puede financiar mayor número de viviendas.

Como puede observarse, los tres planes de amortización que se ofrecen en el sistema se acomodan muy bien a las diferentes posibilidades y situaciones económicas de cualquier persona, haciendo accesible este crédito a muchos sectores de la comunidad que por otros sistemas no podrían tenerlo.

VI. Ventajas del sistema de valor constante

1. Creación de ahorro.

Quizás una de las principales contribuciones del sistema de valor constante a la economía nacional lo constituye el aumento del ahorro personal que el sistema logrará en efecto, aunque en su primera etapa buena parte de los recursos fueron el fruto de la liquidación de otras inversiones, los factores que a continuación analizaremos harán que el ahorro a nivel de las familias se incremente en forma sustancial y esta clase de ahorro ocupe el lugar que le corresponde de acuerdo al desarrollo del país

A. Percepción de un interés positivo.

El ahorrador recibirá siempre un interés positivo por su dinero. Hasta la aparición del Decreto 677 de 1972, era casi un axioma en Colombia que el ahorro personal no estaba condicionado por la tasa de interés, pues en términos keynesianos se decía que dicho ahorro correspondía más al motivo preocupación que al motivo especulación. La realidad fue que al pasar la tasa de interés nominal anual del 4% al 8.5%, para los depósitos en cajas y secciones de ahorro, estos aumentaron en un 40% en el primer año, porcentajes que aún deflactados representan un crecimiento extraordinario. Como quiera que el sistema de valor constante está basado en la descomposición de los componentes del tipo de interés, o sea que el ahorrador está seguro de recibir el 5% o 5.5% anual después

de reconocerle el deterioro del poder de compra de la moneda, esto traerá una afluencia de ahorro nuevo al sistema.

B. Disminución de la tendencia al consumo presente

El ahorrador tendrá un motivo para abstenerse del consumo presente. Actualmente las corporaciones no tienen pactado el ahorro contractual, o sea, aquel que da derecho a un préstamo automático al completar determinado porcentaje del valor de la vivienda que se desea adquirir, tampoco exigen mantener un promedio significativo en cuenta de ahorro o certificado antes de aprobar un crédito, la gente asume que llenados determinados requisitos el crédito es casi automático. Como quiera que uno de los motivos más fuertes para ahorrar es la posibilidad de adquirir vivienda, el contar con financiación para la suma faltante hará que aumente considerablemente el ahorro destinado a satisfacer esta necesidad.

Es muy posible que las corporaciones una vez desembolsadas las sumas actualmente en su poder, empiecen a exigir a la clientela que mantengan una inversión por un tiempo determinado para obtener un puntaje que cuente a su favor en la aprobación y desembolso del crédito.

C. Aceleración del proceso de amortización

El hecho de no ser un crédito subsidiado hará que las amortizaciones sean más rápidas. Antes de la aparición de las corporaciones de ahorro y vivienda, solo se conocía el sistema de amortización gradual cuya cuota era igual para los 10, 15 ó 20 años de plazo del préstamo. Dichas cuotas estaban calculadas sobre tasas de intereses por lo general inferiores a las de mercado, ya que buena parte de los fondos provenían de inversiones forzosas, en las cuales el tipo de interés no contaba, a su vez, los inversionistas voluntarios eran subsidiados en buena parte por el Estado, pues la gran mayoría correspondía a personas o sociedades con altas tasas de tributación.

La situación descrita hacía que los deudores no estuvieran interesados en efectuar abonos extraordinarios a sus deudas y los ingresos extraordinarios que obtenían —liquidación de cesantías, primas, etc.— los dedicaban a consumo.

Por otra parte, como no existía financiación para compra de casa usada, el propietario sabía que a medida que bajaba el valor de la hipoteca, su propiedad era menos vendible y por tanto su precio disminuía.

La aparición de las corporaciones de ahorro y vivienda traerá a nuestro juicio las siguientes consecuencias en relación a este tópico.

a) El deudor sabe que su crédito no es subsidiado y por tanto destinará sus ahorros e ingresos extraordinarios a abonar a la deuda, pues equivale a efectuar una inversión al tipo de intereses del mercado. Esto hará que la rotación de los recursos de las corporaciones sea mayor y las soluciones de vivienda más numerosas.

b) Como existe forma de financiar la compra de casa usada, estas no perderán valor al disminuir la hipoteca que pesa sobre ellas y el propietario estará dispuesto a hacer abonos extraordinarios a su deuda.

2. Acceso al crédito.

La proporción financiada por las corporaciones en cada solución de vivienda, hace que más colombianos tengan acceso al crédito hipotecario a largo plazo.

La financiación que concedía el Banco Central Hipotecario, si bien era subsidiada, era escasa y a fin de multiplicar su efecto disminuyó en proporción extrema la parte finan-

ciada de cada vivienda, llegándose en muchas situaciones a cuotas iniciales hasta del 70%, que pueden calificarse como de las más altas del mundo.

El posible comprador de una vivienda de \$500.000.00 por ejemplo, debía ahorrar —después de impuestos— \$350.000.00 para ser sujeto de un crédito de \$150.000.00. En caso de que alguien empezara a ahorrar para completar tal suma, al ajustarla, la vivienda tendría ya un precio bastante más alto, haciendo casi imposible su adquisición.

En la actualidad, a ese mismo ahorrador las corporaciones le facilitan un crédito de hasta el 70% del valor del inmueble y le conceden un plazo de 15 años para cubrirlo.

Además los intereses son deducibles, cuando en el ejemplo el ahorro debía hacerse después de impuestos.

Creemos que este sencillo ejemplo prueba la bondad del sistema en lo que atañe a acceso al crédito.

3. Reordenamiento del sector de la construcción.

La experiencia en países que han contado con crédito creciente y continuo para el sector de la construcción y en especial para el comprador final, ha sido el de que la industria experimenta un reordenamiento en su estructura y sistemas así:

A. Reorientación hacia la especialización y la economía de escala.

La industria se orienta hacia la especialización y la economía de escala. En efecto, solo con construcciones masivas se logran abaratar factores tales como diseño e inventoria, y se consiguen con las firmas productoras de materiales, descuentos significativos, por volumen de pedido y tal vez más importante que esto, por la utilización en grande escala de módulos uniformes en artículos tales como puertas, ventanas, cocinas etc. Por otra parte, empiezan a especializarse funciones como diseño, cálculo de estructuras, ventas, etc., orientando a las personas hacia aquellos campos para los cuales son más aptas, lo cual aumenta por tanto la productividad del sector.

Cuando las firmas constructoras cuenten con un flujo de fondos adecuado para el desarrollo de los diferentes programas, tratarán de disminuir el período de venta ofreciendo a los precios mínimos, las viviendas construídas, pues su utilidad estará en los volúmenes de venta y no en la utilidad bruta de cada vivienda. El cliente a su vez será más exigente pues tendrá oportunidad de escoger entre un número mayor de viviendas.

B. Regulación del mercado laboral en la construcción.

Una de las críticas que se hace a la estrategia de desarrollar la construcción como motor de desarrollo económico, es la de que se escogió una industria en la cual la relación laboral no es estable, como lo es por ejemplo en la textil, química, etc. Si revisamos cuál ha sido en los últimos 5 años el comportamiento del crédito para adquisición de vivienda, encontramos que este ha sido cíclico o sea, han existido períodos de abundante crédito —años 69 y mitad de 1970— y períodos muertos, como fueron el año 1971 y la casi totalidad de 1972, en estas circunstancias ninguna firma de construcción urbana podía enganchar trabajadores en forma permanente.

Es de esperar que la iniciación de un período de fuerte crecimiento en la industria y de gran estabilidad en el suministro de recursos, estabilice la actividad constructora, organice las firmas dedicadas a esta actividad y traiga como consecuencia la contratación del personal con contratos de trabajo a largo plazo.

Otra consecuencia favorable que aparecerá con la estabilización de dicha industria y la creciente competencia, será la calificación de la mano de obra mediante su capacita-

ción que se dificulta en la actualidad debido a la excesiva movilidad de la misma y a la no vinculación permanente a una empresa.

4. *Desarrollo de la industria que produce insumos para la construcción.*

Si bien es cierto que a corto plazo el sistema de valor constante ha hecho que se aumenten los costos del sector de la construcción, esta puede haberse debido a que la mayoría de las industrias que le suministran insumos no tienen capacidad para hacer frente a la nueva demanda, pues en muchas de ellas tienen una estructura artesanal. Otras como la del acero, cemento, vidrio, triplex, etc., tienen una estructura de grande empresa industrial y están en proceso de expansión.

A mediano plazo, y una vez que los industriales que proveen el sector se convengan de que existe una demanda continua y creciente, ensancharán y modernizarán sus fábricas para ajustarse al mercado; la resultante será una gran mejora tecnológica en el sector, que aumentará sensiblemente la productividad y traerá como consecuencia la normalización de la producción y la estabilización del precio de los materiales.

5. *Descentralización.*

La crítica más corriente que se hizo al sistema en su inicio, fue la de que sería un factor de concentración de recursos en los grandes centros y más concretamente en Bogotá. A esta conclusión se llegaba cuando se analizaban el crecimiento de las ciudades y la valorización de la propiedad en cada una de ellas, mostrando cómo en muy pocas, el valor de la propiedad crecía por encima o en igual forma a la desvalorización de la moneda en términos de poder adquisitivo interno. Sin embargo, el argumento fallaba pues, en buena parte, la propiedad no se valorizaba por falta de crédito para construcción de viviendas y especialmente para la adquisición de las mismas.

Desde los primeros momentos se observó que existía una demanda de crédito insatisfecha y capacidad económica suficiente para atender el costo de la financiación, no solo en las cuatro principales ciudades sino en otras tales como Bucaramanga —que hoy cuenta con 3 oficinas de corporaciones— Cartagena, Manizales, Cúcuta, Buga, etc., en donde las solicitudes de crédito suman ya cantidades apreciables.

6. *Estímulo a la movilidad social.*

La escasez de crédito para el sector de construcción y especialmente para el usuario final de vivienda, hicieron que se adoptara como política el que tanto el Banco Central Hipotecario como el Instituto de Crédito Territorial —ICT— solo financiaran vivienda nueva, política ésta lógica cuando el crédito es subsidiado y escaso.

Los decretos que dieron origen a las corporaciones de ahorro y vivienda prevén la financiación de vivienda usada, siempre que el producto de la venta se destine a construcción o a compra de vivienda nueva, con lo cual los recursos siempre se destinarán a fomentar la edificación de nuevas unidades.

Por ser difícil la movilización de la propiedad raíz, la gente adquiriría vivienda para prácticamente toda la vida y en algunos períodos como en la iniciación de la vida matrimonial y en una última etapa cuando los hijos se establecen por su cuenta, la vivienda es subutilizada.

La facilidad para la transacción de casa usada hará que las soluciones de vivienda se busquen para períodos más cortos con una eficiente utilización de la propiedad.

La financiación masiva de vivienda permitirá así mismo cambiar de lugar de residencia a medida que se mejora el ingreso. Igual cosa puede decirse de que proporcionará la mo-

vilidad dentro del país, pues el poder vender fácilmente su vivienda en una ciudad y adquirirla con igual facilidad en la nueva sede de actividades, logrará el que las personas cambien de residencia más fácilmente, ingresando a un mercado de empleo nacional y no local como lo es en buena parte por esta causa.

VII. Obstáculos al sistema

En la formulación de los planes de desarrollo, los arreglos institucionales que consulten las prioridades de los objetivos programados constituye factor determinante para su cabal ejecución. No basta idealizar a través de una selección técnica de medios y de fines, de conformidad con unas normas, lo que habrá de ser el proceso de desarrollo. Se hace necesario también conformar una estructura administrativa e institucional que responda adecuadamente a los imperativos del plan propuesto. Si esto no ocurre, la perspectiva de obtener resultados acordes con las necesidades se hace cada vez más distante, a tiempo que se produce una distorsión en los esfuerzos aplicables a las soluciones.

Frente a las anteriores consideraciones, el ordenamiento institucional responsable de apoyar la ejecución de la primera de las estrategias del Plan de Desarrollo debe ser objeto de atención prioritaria, dado que la situación por la cual atraviesa representa un obstáculo para los propósitos esbozados. En forma general, las dificultades se localizan al nivel de mecánica de procedimiento en notarías y oficinas de registro; en la racionalización de los factores técnicos aplicables al análisis de los planos; y, en la organización funcional de las dependencias encargadas de tramitar licencias y boletines de nomenclatura. De una parte, es evidente que el sistema de notariado y registro no ha evolucionado al ritmo que las circunstancias imponen; estamos frente a mecanismos obsoletos que no consultan los avances de la técnica moderna ni están acordes con el desarrollo mismo de los negocios y vienen entabando, a pesar de los esfuerzos realizados en este campo, la rápida evacuación de los préstamos. De igual manera, las dependencias municipales, cuya intervención en estos asuntos es fundamental, no se han sabido preparar para soportar con éxito la presión que se deriva del aceleramiento en la actividad constructora.

En el ámbito de la producción de determinado bien o servicio, desempeña papel principal la calificación de las alternativas que se tienen a disposición. No es cosa nueva que, cualquiera que sea la forma como se mida, la productividad varía de sector a sector e, inclusive, de establecimiento a establecimiento; ello, porque no existe una sola técnica de producción, sino que hay varias. Por conveniencia estratégica, digámoslo así, la orientación de las técnicas a que hemos aludido se rige por la identificación de factores fácilmente mensurables, lo cual, en ciertos casos, engendra el marginamiento de elementos intangibles que son en oportunidades más importantes que los meramente cuantitativos. Particularmente notable es esta tendencia en el sector público, donde con frecuencia se olvida un elemento fundamental de las técnicas de producción: las formas de organización.

Constituye un hecho incontrovertible el que, a diferencia de lo que acontece en la actividad privada, las formas de organización del Estado ofrecen una evidente rigidez como consecuencia de los innumerables requisitos que hay que llenar para poner en funcionamiento reformas de tipo organizacional. Trámites ante el órgano legislativo, dilatación en oportunidades por pura mecánica política, y formalidades de carácter legal, también en veces llevadas hasta extremos insospechados, dificultan la rápida adaptación del aparato administrativo a los naturales cambios del país. Esta circunstancia, naturalmente, conlleva retrasos en el desarrollo de iniciativas que tienen como fundamento la organización. En nuestro sentir, la mayor parte de las dificultades que hoy enfrenta el sistema de ahorro y préstamo reside en este punto.

Dentro de un esquema diferente, las actitudes psicológicas de las personas, en su momento, actuaron como limitante relativo del plan. Hoy, este factor está desapareciendo; con todo, es bueno advertir que no obstante existir clara disposición para dar satisfacción plena a una necesidad, que en nuestro medio es casi de tipo primario, impera cierta desconfianza en las personas en cuanto a la capacidad que tienen de generar ingresos cada vez más crecientes. Aunque luego de hacer algunas reflexiones caen en la cuenta de que su nivel de entradas efectivamente evoluciona con el tiempo, hay un sentimiento derrotista que debe ser combatido con una terapia dinámica de divulgación, la cual, por supuesto, debe contar con el ingrediente fundamental: la confianza en el país.

Parecería inocua, a juicio de ciertas personas, la observación anterior; empero, no existe la menor duda de que en esta nueva etapa, cuando finalmente el país resolvió romper los cauces tradicionales de subsidio a la vivienda y enderezó los objetivos hacia una política real de tasas de interés, se hace necesario incursionar en el campo del análisis y la consideración de los elementos psicológicos tan caros a la decisión de las inversiones.

Finalmente, habría que anotar la dificultad surgida de la rígida aplicación de una norma contenida en las disposiciones legales. Se trata de la prohibición de operar a través de agencias bancarias u oficinas financieras de entidades gestoras.

El espíritu de la medida trata, con buen sentido, de darle su propia fisonomía al nuevo mecanismo y de encuadrarlo dentro de un marco de especialización definido. Sin embargo, pensamos que no es dable extremar su aplicación, en razón de que para ciertos casos es bueno aliviar el costo financiero que representa la organización de oficinas en plazas donde el movimiento no permite gastos elevados, pero que sí aconseja llegar a ellas a efecto de ampliar el cubrimiento geográfico del sistema de ahorro y préstamo. Juzgamos que en la determinación de los márgenes de rentabilidad, importantes para la promoción privada del programa, puede pesar la consideración aludida en tal forma que se llegue a negar la oportunidad de extender los beneficios a ciudades potencialmente aptas para un desarrollo acelerado. Por eso, creemos, debe estudiarse la posibilidad de facultar a las corporaciones para canalizar sus negocios por conducto de agencias bancarias que, entre otras cosas, son prenda de garantía para el país por su comprobada eficiencia.

Capítulo 9

ANÁLISIS DEL SISTEMA DE VALOR CONSTANTE

Francisco Pieschacón Velasco

I. Introducción.

La instauración del sistema de valor constante para ahorros y préstamos se constituyó en el hecho sobresaliente de los últimos años en el mercado de capitales. El sistema no es nuevo en Colombia pues ya en 1967 se creó un instrumento financiero sujeto a corrección monetaria, los bonos de valor constante para seguridad social. Estos sin embargo sólo pueden ser adquiridos por el Instituto Colombiano de Seguros Sociales, se reajustan anualmente aplicándoles el 70% de la variación del índice de precios al por mayor del comercio en general, pagan 6% de interés y se amortizan en cuotas anuales durante 25 años.

En 2 de mayo de 1972 el Gobierno expidió los Decretos 677 y 678 por medio de los cuales estableció el valor constante para ahorros y préstamos y autorizó el funcionamiento de las corporaciones de ahorro y vivienda destinadas a captar y colocar recursos con destino a la construcción. Luego en 17 de julio del mismo año, por Decreto 1229 creó la unidad de poder adquisitivo constante, UPAC, base del sistema y que debe ser utilizada por las corporaciones para llevar todas las cuentas y registros. Su valor inicial en 15 de septiembre de 1972 fue de \$100 y se reajusta diariamente de acuerdo con las variaciones del índice nacional de precios al consumidor elaborado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística —DANE—.

El establecimiento de un instrumento financiero sujeto a corrección monetaria, una de las más importantes medidas en materia económica tomadas en los últimos años, como se dijo, ha suscitado la natural polémica, en caso de determinaciones con implicaciones tan profundas, sin que hasta el momento y en la medida de nuestro conocimiento se haya abordado el tema de una manera global. Este es precisamente el objetivo de nuestro estudio para lo cual comenzaremos analizando los efectos que la inflación produce sobre el mercado de capitales, el sistema tributario, el mercado de la vivienda y otros de una economía. Luego revisaremos el instrumento corrección monetaria como

NOTA: Este estudio fue elaborado y presentado en el Simposio a título personal y por lo tanto las opiniones y comentarios en él expresados no comprometen a institución alguna.

elemento para neutralizar las distorsiones producidas por la inflación para, por último, entrar a evaluar el sistema colombiano de valor constante.

II. Efectos de la inflación.

Como primer paso nos hemos propuesto analizar los efectos de la inflación, entendida como aumento continuado en el nivel general de precios y considerada por muchos como el cáncer de un sistema económico.

No pretendemos ser exhaustivos y nos concentraremos primordialmente en las distorsiones causadas por ésta en el mercado de capitales, pasando luego revista a las más importantes en el aspecto fiscal, el mercado de la vivienda, la distribución del ingreso y la asignación de los recursos para inversión. Es conveniente dejar en claro que en este aparte no trataremos un caso concreto sino que hablaremos en términos generales.

1. En el mercado de capitales.

Parece que la forma más conveniente de analizar este punto es dividir el tema en dos partes. La primera, por el lado de la oferta, tiene en cuenta a los ahorradores y prestamistas y por ende el volumen de ahorro financiero generado por la economía, mientras que la segunda, por el lado de la demanda de los recursos, hace relación fundamentalmente a los usuarios del crédito.

A. Oferta de recursos — Ahorro financiero

Partiendo de la definición: ahorro es la parte del ingreso que no se consume y considerando que a nivel individual ciertos bienes durables, automóviles, joyas, radiolas, etc. no se consideran de consumo, se puede decir que el ahorro de una persona toma tres formas principales: adquisición de activos financieros, compra de bienes durables y compra de bienes de capital. Para el mercado de capitales la forma de ahorro que interesa es la primera o sea la adquisición de activos financieros, que a su vez depende de lo que suceda con las otras dos formas y el ahorro total.

Mucho se ha discutido y escrito sobre los factores determinantes del ahorro. Para Keynes,

“los hombres están dispuestos, por regla general y en promedio a aumentar su consumo a medida que su ingreso crece, aunque no tanto como el crecimiento de su ingreso”¹,

es decir que el ahorro depende básicamente del ingreso absoluto. Para otros como Dorothy Brady y Rose Friedman la tasa de ahorro depende no del nivel absoluto del ingreso sino de la posición del individuo en la escala de ingreso, o sea del ingreso relativo. Un tercer grupo de personas, entre ellos Franco Modigliani y Milton Friedman, considera que el ahorro depende fundamentalmente del ingreso permanente y es una fracción constante de éste. El ingreso de un individuo es igual al ingreso permanente más el ingreso transitorio².

Del estudio de las diferentes teorías sobre el ahorro se concluye que el factor más importante en su determinación es el ingreso, ya sea absoluto, permanente o relativo. Sin-

¹ Keynes, J.M., *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica, México, Buenos Aires 1965, pág. 93.

² Ferber, Robert, “Research on Household Behavior”, en *Reading in Macroeconomics*, Norman F. Keiser, Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1970.

embargo no es el único factor pues existen otros muchos como la tasa de interés, el tamaño de la familia, la distribución por edades de la población, etc. y la consideración de plazo, pues es diferente cuando se habla de corto o largo plazo.

Para nosotros lo esencial, de lo hasta aquí expuesto, es que la tasa de interés no parece ser un factor muy importante en la determinación del volumen de ahorro de un individuo, por lo menos en el largo plazo. No suena muy convincente decir que una persona restringe sus gastos en alimentación, vivienda, vestuario, etc., por el sólo hecho de encontrar en el mercado de capitales tasas más altas de interés. Sin embargo la composición del ahorro sí está determinada en gran medida por la rentabilidad del mismo. Una vez que alguien se ha decidido a ahorrar determinada suma, observa con detenimiento las posibles formas de invertir financieramente su ahorro, teniendo en cuenta los factores de liquidez, seguridad, rentabilidad, que el papel sea nominativo o al portador, etc.

Dijimos que el ahorro de un individuo A_T puede considerarse conformado por tres componentes: ahorro financiero A_F , ahorro en bienes durables A_B y ahorro en bienes de capital A_K es decir $A_T = A_F + A_B + A_K$. Por otra parte para la economía en su conjunto la adquisición de bienes durables no tiene el carácter de ahorro, aunque individualmente sí lo tenga y por lo tanto lo que a nivel global interesa son las otras dos formas de ahorro: financiero y en bienes de capital que entren en uso. Estas dos formas son las que hacen posible aumentar la producción de la economía. Es en este punto donde la tasa de interés real cobra especial importancia; cuando ésta es positiva para los activos financieros la gente tenderá a adquirirlos, mientras que cuando es negativa preferirá adquirir bienes durables que al menos den un interés real de cero.

Visto lo anterior, entramos a analizar las distorsiones que sobre el ahorro causa la inflación: disminución del volumen de ahorro, canalización hacia la adquisición de bienes durables, detrimento del ahorro privado en relación al público, expropiación a los ahorradores, son a nuestro juicio los principales.

Cuando se vive un proceso inflacionario las personas y empresas ven disminuir día a día el poder de compra de su ahorro financiero y optan por buscar formas de ahorro que les proteja su dinero. La primera alternativa que se les presenta es la de comprar finca raíz, moneda extranjera u otros bienes que conserven un valor real; automóviles, joyas, etc., que como anotamos anteriormente a nivel individual puede considerarse ahorro pero a nivel global no constituye ahorro. Las empresas por su parte muy frecuentemente deciden invertir sus excesos de liquidez en bienes de capital, materias primas o incrementar sus inventarios de productos. Cuando se invierte en bienes de capital para proteger el ahorro, muy frecuentemente se crea una capacidad instalada ociosa. La consecuencia de todo esto es una disminución del ahorro productivo de un país. Principalmente del ahorro financiero, pues, si como vimos, el ahorro total es igual al ahorro financiero más el ahorro en bienes durables más el ahorro en bienes de capital y el primero disminuye a la par que el ahorro en bienes durables y de capital permanece igual o aumenta, el ahorro financiero tendrá que disminuir. Por otro lado como veremos

Otra disminución del ahorro se presenta al decrecer el ingreso disponible del sector privado por efecto de una mayor tributación. Como consecuencia del proceso inflacionario los aumentos de salarios nominales, aunque en términos reales permanezcan invariables, llevan a los individuos a escalas más altas de tributación generándose una transferencia de ingreso del sector privado al público. Se puede presumir que la disminución del ahorro privado se compensa y aún se supera por el aumento del ahorro público. Sin embargo esto no parece ser lo corriente. Stanley Please, economista de la London School of Economics y asesor de la División de Financiamiento del Desarrollo Interno del Banco Mundial en su artículo *El ahorro mediante la tributación: ¿Realidad o Espejismo?* muestra cómo casi todo el aumento de los ingresos fiscales se traduce en aumento del gasto público.

“En India, el Gobierno de la Unión ha aumentado sus ingresos en Rs 9.000 millones desde 1960-61, y sin embargo, menos del 5 por ciento de ese aumento (Rs 440 millones) ha sido en forma de recursos invertibles. En tanto que los Rs 9.000 millones representan aproximadamente un 5 por ciento del PNB, el aumento en la corriente de ahorros ha sido tan sólo del 0.6 por ciento del PNB. Lo sucedido en Ceilán ha sido aún más deprimente, ya que el aumento en el esfuerzo impositivo desde 1950 ha sido igualado por una disminución casi constante de los ahorros estatales. En 1963-64 estos últimos fueron insuficientes para cubrir las empresas estatales, lo que dió como resultado un desahorro neto para el conjunto del sector estatal. En Perú el nuevo esfuerzo impositivo ha quedado igualado por una disminución del 18 por ciento en el ahorro público, durante un período en el que el PNB aumentó en un 60 por ciento. Así, pues, el ahorro público bajó del 4 por ciento al 2 por ciento del PNB”.³

A la transferencia de ingreso vía impuesto se suma la expropiación del ahorro de las personas en beneficio del Estado a través del establecimiento de inversiones forzosas en papeles del Gobierno a las instituciones financieras captadoras de ahorro, recursos que muy frecuentemente son destinados por el sector público a financiar el gasto y no la inversión.

Para las empresas el fenómeno es parecido. Cuando los sistemas de depreciación se basan en costos históricos, el proceso inflacionario hace que aparezca como ganancia la descapitalización de la empresa que, cuando va a efectuar la reposición del capital, encuentra que las reservas formadas no cubren sino un porcentaje más o menos pequeño del costo de la maquinaria y equipo por reponer. Por otra parte la tributación se hace sobre ganancias nominales y no reales.

Existe además un subsidio de los ahorradores a los usuarios de ese ahorro que difícilmente se dan cuenta que lo reciben y no se sabe a qué sectores socio-económicos de la población va. Si, como debe ser, dividimos la tasa nominal de interés en dos partes: tasa real de interés y tasa de inflación, cuando esta última es mayor que la tasa de interés nominal, la tasa real de interés es negativa. ¿Qué significa esto? . Sencillamente que el ahorrador o prestamista pierde dinero mientras el prestatario gana por el sólo hecho de conseguir un préstamo. Generalmente las personas de altos ingresos son las que más acceso tienen al crédito y las que por ser más concientes de la inflación ahorran menos en activos financieros, en términos relativos, al menos.

B. Demanda de recursos - Crédito

Por el lado de la demanda de recursos la inflación produce fundamentalmente una distorsión que puede sintetizarse en la siguiente frase: *endeudarse es un buen negocio, la inflación trabaja para uno hasta tal punto que le pagan por deber*. Como vimos, si la tasa de inflación es mayor que la nominal de interés, el real es negativo. Citemos un ejemplo: conseguimos un crédito de \$100.000 al 15 por ciento, compramos un lote. Al año los precios han subido un 25%, vendemos el lote en \$125.000 y pagamos la deuda y sus intereses —\$115.000— luego por haber obtenido un crédito no solo no pagamos sino que ganamos \$10.000. Este sencillo caso nos explica por qué en economía inflacionaria siempre existen presiones por crédito, y este nunca es suficiente. ¿Quiénes pagan los platos rotos? Los que tienen la linda cualidad de ahorrar.

La reacción del ahorrador ante la situación mencionada es realizar su ahorro en valores reales o por cualquier medio cobrar un interés más alto, cosa que generalmente hacen los intermediarios financieros pero en su provecho y no en el del ahorrador.

Por otra parte, como generalmente la tasa nominal de interés está controlada por la autoridad monetaria a niveles bajos, la demanda de crédito es muy grande. Las empre-

³ Please, Stanley, “ El Ahorro mediante la Tributación: Realidad o Espejismo?”, en *Finanzas y Desarrollo*, volumen IV, número 1, marzo de 1967, pág. 29.

sas para proteger su capital de trabajo lo invierten en aumentos de capacidad instalada, inventarios de materias primas y productos, y solicitan créditos para capital de trabajo acrecentando así la demanda ante una, cada vez menor, oferta de recursos.

C. Las distorsiones sobre la inversión.

Probablemente la principal distorsión que sobre la inversión produce la inflación, en una economía con abundancia de mano de obra y desempleo, consiste en la utilización de métodos productivos que utilizan menos mano de obra por unidad de capital, es decir métodos capital-intensivos. Este fenómeno se presenta por existir un control sobre el precio del capital, en otras palabras sobre la tasa de interés, ejercido por la autoridad monetaria que, equivocada e ingenuamente, busca por este medio evitar aumentos adicionales de los precios, al no permitir que uno de los factores de la producción se encarezca y las empresas asuman mayores costos que trasladarían al consumidor.

Al mantener la tasa de interés nominal controlada ante el aumento del nivel general de precios la tasa real de interés tiene que bajar y aún hacerse negativa, pues como lo anotamos anteriormente se parte de la igualdad, tasa real de interés = tasa nominal de interés - tasa de inflación. Es prudente recordar que las decisiones de inversión se toman en consideración a la tasa real y no a la nominal, atendiendo a que nadie invierte para obtener ganancias nominales y pérdidas reales.

Cuando la tasa real de interés es negativa el productor está recibiendo un subsidio por la utilización del capital. En contraste la mano de obra, debido a las presiones sindicales, sociales, etc., logra aumentos en el nivel real de los salarios, o al menos que las pérdidas sean de poca monta. Como resultado se obtiene un aumento en el precio relativo del trabajo P_k/P_l que lleva a los inversionistas a preferir la máxima utilización del capital y la mínima posible de mano de obra.

Por otra parte, los inversionistas de los países en desarrollo encuentran que la nueva tecnología aplicada en la mayoría de los países industrializados, es precisamente intensiva en el uso de capital, pues para éstos el factor relativamente escaso es la mano de obra. Se facilita en esta forma a los productores de economías en vías de desarrollo el uso de éstos métodos productivos. Aún más, en muchos pasos las subsidiarias de empresas extranjeras son forzadas a utilizar las técnicas impuestas por las casas matrices, en virtud de que a éstas les interesa vender equipos que les resultan tecnológicamente obsoletos, aunque no sean los más adecuados para el país que los recibe, encontrando que esta actitud resulta subsidiada por las bajas tasas de interés.

Otra de las importantes distorsiones resulta de la actitud de muchos de los ahorradores que, ante la falta de instrumentos de ahorro financiero con rendimiento real positivo, optan por invertir personalmente su ahorro, generalmente en forma improductiva para la economía. Tal es el caso de compra de divisas, joyas, automóviles, lotes improductivos, etc.

2. Efectos fiscales.

La inflación genera una serie de distorsiones sobre el sistema impositivo de un país, dependiente de la estructura del sistema y de la intensidad y duración del proceso inflacionario, de carácter cualitativo y cuantitativo. Las primeras se refieren primordialmente a la creación de inequidad en la tributación y las segundas al pago de impuestos sobre ganancias ilusorias.

A. Inequidad de los impuestos.

Los tratadistas sobre hacienda pública consideran que un sistema impositivo debe cumplir los requisitos de equidad horizontal y vertical. Para Richard A. Musgrave, el

principio de igualdad o equidad horizontal, quizá más ampliamente aceptado en la imposición, es el de que las personas en situaciones iguales deben ser tratadas de modo igual⁴. La equidad vertical se refiere a cómo debe diferir la imposición de las personas en situaciones diferentes. Sobre esta última no hay consenso y es más de carácter subjetivo. Sin embargo, aquí utilizaremos el criterio que dice que a mayor renta la tributación debe ser una mayor proporción de ésta.

Partiendo de un sistema tributario equitativo horizontal y verticalmente veamos como un proceso inflacionario lo distorsiona convirtiéndolo en inequitativo. A medida que un individuo va obteniendo aumentos de salario que compensen exactamente la inflación —en términos reales el salario permanece constante— su renta asciende en la escala impositiva pasando a tributar en una mayor proporción. En contraste una persona que haya alcanzado el nivel más alto en la escala impositiva seguirá tributando la misma proporción aunque su ingreso aumente. En esta forma se rompe la equidad vertical y se va presentando una mayor concentración del ingreso.

La equidad horizontal se rompe con excesiva frecuencia y de múltiples maneras; una de éstas es debida a que, en la mayoría de los casos, las exenciones personales, por personas a cargo y muchas deducciones: arrendamientos, colegios, etc., se establecen en sumas arbitrarias fijas. A manera de ejemplo, veamos lo que sucede con dos personas que parten de situaciones iguales, es decir teniendo la misma renta gravable, pero para una de ellas las exenciones representan el 50% del ingreso y para la otra el 10%; ante aumentos del ingreso nominal que compensen exactamente una inflación del 20%.

La persona A tiene una renta bruta de \$200.000, deducciones y exenciones por \$100.000 y renta gravable de \$100.000. Un aumento a \$240.000 —20%— en la renta bruta le deja en \$140.000 de renta gravable o sea un aumento de esta de 40%.

La persona B tiene una renta bruta de \$111.111 deducciones y exenciones por \$11.111 y renta gravable de \$100.000. Un aumento de 20% le coloca en \$133.333 de renta bruta que al restarle los \$11.111 por deducciones y exenciones arroja una renta gravable de \$122.222 o sea un incremento de 22.2%.

La primera persona ve subir su renta gravable en 40% en tanto que para la segunda el aumento será de 22%. —Nótese que la renta gravable sube más que el aumento de precios—. De esta forma la equidad horizontal se ha roto pues la situación real de las personas no ha variado.

B. Tributación sobre ganancias e ingresos ilusorios.

Cuando analizamos los efectos que un proceso inflacionario produce sobre el mercado de capitales, vimos cómo se genera una transferencia de ingreso del sector privado al público, que disminuye la capacidad de ahorro del primero, sin que en la generalidad de los casos se compense con un aumento del ahorro público. Ahondaremos aquí un poco sobre el tema, abordándolo desde el punto de vista fiscal

Como anotamos en párrafos anteriores, cuando las personas logran que sus ingresos permanezcan invariables en términos reales, a pesar de una elevación nominal de los mismos que contrarreste el aumento en el nivel general de precios, ver que van ascendiendo en la escala impositiva y cada vez se les hace más difícil ponerse a paz y salvo con el fisco. Esta circunstancia arroja como resultado un aumento muy importante en la morosidad, que analizaremos más adelante.

Es justo que los individuos tributen cada día más a pesar de no mejorar su situación real? Por tratarse de un juicio de valor no le daremos respuesta. Diremos sí, que ante

⁴ Musgrave, Richard, A. *Teoría de la Hacienda Pública*, Aguilar S.A., Madrid 1968, pág. 166.

tal situación la actitud natural de los contribuyentes es la de buscar, por todos los medios posibles, la evasión fiscal, que como consecuencia lógica trae una corrupción del aparato recaudador de impuestos. La mencionada evasión es más fácilmente realizada por las personas de mayores ingresos y por quienes obtienen rentas diferentes a sueldos y salarios, que comúnmente son los más controlados por la mayor sencillez en hacerlo. Otra transferencia, esta vez de rentas capitalizadas (patrimonio), que trae consigo la inflación, proviene de la venta de activos reales —casas, lotes—. La mayoría de los sistemas tributarios consideran renta, la diferencia entre el valor de venta y compra de una vivienda efectuada por una persona. En este caso realmente no existe un ingreso, es apenas una *ganancia ilusoria*, ya que los valores de venta y compra se expresan en unidades monetarias de diferente poder adquisitivo. El sector privado trata, en la práctica, de defenderse contra esa injusticia fiscal por un mecanismo de evasión: la subfacturación generalizada de las transacciones inmobiliarias.

Como si todo esto fuera poco, la inflación crea un impuesto al ahorro de las personas, que beneficia a los prestatarios y al gobierno. Cuando un individuo compra papeles del Estado con tasas reales de interés negativas, la mayoría de las veces, esta transfiriendo parte de su patrimonio al mismo. En resumen, poner el dinero a servicio de la comunidad implica en muchos casos una pérdida para quien lo hace.

Para las empresas, como lo anotamos al tratar las distorsiones que un proceso inflacionario produce en el mercado de capitales, se genera una tributación sobre ganancias que no son tales, simplemente consisten en la diferencia de valoración de la depreciación a costos reales e históricos, que no se tiene en cuenta en el cálculo de la utilidad para efectos fiscales.

El considerar como ganancias algo que no lo es trae como segunda consecuencia, para las empresas, que sean gravadas por exceso de utilidades, inexistentes en la práctica. El proceso se convierte en inflacionario al reaccionar las empresas y trasladar la mayor parte de los impuestos a los consumidores a través de aumento de los precios. Por otra parte, las empresas se ven obligadas a crear una serie de reservas y emplear gran parte de las utilidades para financiarse, dejando poco margen para la distribución, lo cual no permite, en muchos casos, que las acciones compitan con otros instrumentos de captación de ahorro.

C. Retraso en el pago de impuestos y evasión.

Una de las pocas alternativas que encuentran los individuos para hacer menos onerosa la tributación, cuando ésta comienza a elevarse ininterrumpidamente por el proceso inflacionario, es retardar lo máximo posible el pago de los impuestos, resarciéndose así, en parte, de la excesiva carga impositiva que se les ha creado. A mayor grado de inflación mayor demora en los pagos y a mayor demora menor tributación real, con el consiguiente perjuicio para los mismos contribuyentes porque el Estado recurre al crédito inflacionario para cumplir compromisos. Cuando la incidencia del sistema impositivo es muy fuerte una de las actuaciones más lucrativas, unas veces por necesidad y otras por negocio, es evadir impuestos. Para hacerlo se crean infinidad de trucos basados en recursos judiciales, en algunos casos, mientras que en otros se utilizan métodos que corrompen el sistema recaudador con todos los efectos que esta situación implica.

Para terminar la parte fiscal anotemos que frecuentemente se dice que un proceso inflacionario genera determinadas consecuencias sobre la recaudación tributaria de un país, las cuales se asemejan a un semi-estabilizador automático. De hecho, un impulso inflacionario exógeno provoca una reacción anti-inflacionaria endógena, el aumento más que proporcional de la recaudación tributaria.

Sin embargo, el efecto mencionado no llega a ser relevante cuando los impuestos indirectos representan una alta proporción del sistema tributario. Además en muchos casos

el impuesto de renta sobre las empresas es más importante que el de los individuos. Evidencia de este hecho es presentado por el Brasil⁵

3. *Efectos sobre el mercado de la vivienda.*

Cuando se presenta un aumento en el nivel general de precios, los gobiernos muy ingenuamente creen que actuando sobre los efectos van a frenar la inflación, cuando lo que debiera hacerse es buscar las causas, o mejor, actuar sobre ellas, dado que muy frecuentemente se conoce perfectamente que la responsabilidad recae en el gobierno, por la utilización de la imprenta como medio de financiar sus déficit fiscales. Uno de los precios sobre los que se ejerce control es el de los alquileres de vivienda, cuyos resultados pasamos a analizar.

A. Congelación de arrendamientos.

La razón de controlar el precio de los arrendamientos parte del hecho de que éstos representan una importante proporción de los gastos efectuados por las personas. Además su aumento crea una serie de malestares sociales que los gobiernos tratan de evitar. Pero qué consecuencias trae, económicamente hablando, una actitud de esta naturaleza?

En primer lugar los propietarios de inmuebles ven disminuir su renta real. Se produce una transferencia de éstos hacia los inquilinos. Al convertirse en un mal negocio poseer casas o apartamentos para arrendar se origina un desinterés en la compra de los mismos que agrava el déficit habitacional no solo cuantitativo; también cualitativo. Frecuentemente los dueños de viviendas, cuyos alquileres están congelados, optan por no efectuar ninguna reparación locativa, que debe ser realizada por el inquilino originando un aumento del arrendamiento o sucede lo que en la Alemania de post-guerra, muchas residencias llegaron a la casi total destrucción por la errada política de frenar los arrendamientos.

En segundo lugar, surgen entonces los mecanismos, ideados por los propietarios, para evadir la congelación; sobre-arriendos cobrados por fuera, elevación de los arrendamientos iniciales que compensen los más bajos del futuro, etc. Al disminuir la demanda de viviendas para arrendar y por lo tanto la construcción, se hace más fácil que los futuros inquilinos, ante la escasez, acepten toda clase de procedimientos extralegales sobre los cánones de arrendamiento. Resultado de esto, aquellos que logran cobrar en términos reales, más o menos la misma suma, ven facilitada la evasión fiscal.

B. Atrofia del mercado de hipotecas.

Por ser la hipoteca una operación crediticia de largo plazo, con tasas nominales de interés, muy frecuentemente, sujetas a máximos legales, ante un proceso crónico de inflación tiende a desaparecer casi completamente del mercado. Quedan en éste unas cuantas instituciones, normalmente estatales, que en términos reales se van descapitalizando al trasladar sus recursos a los beneficiarios de préstamos hipotecarios.

Al comienzo de una inflación, los particulares tratan de defenderse de ésta con una serie de artificios. Uno de los más comunes consiste en otorgar la hipoteca con un descuento para así elevar la tasa nominal de interés. Sin embargo a largo plazo es muy difícil predecir, con cierto grado de validez, la tasa de inflación. Es de común ocurrencia

⁵ Chacel, Juan; Simonsen, Mario Henrique; y Wald, Arnaldo, *A Correção Monetária*, Apec Editora S.A., Sao Paulo, Río de Janeiro, 1970, pág. 37-45.

que la estimación se quede corta ocasionando pérdida a los prestamistas quienes resuelven abandonar esta clase de operaciones. Lo mismo ocurre en caso que el financiador sea el propio vendedor. La única diferencia radica en que no se trabaja con un descuento y en su lugar se aumenta el precio de venta del inmueble, que para el caso es lo mismo.

En consecuencia, el mercado de hipotecas se restringe, tornando muy difícil la adquisición de vivienda propia. Si a esto sumamos, como lo anotamos anteriormente al hablar de la congelación de arrendamientos, la cada vez menor oferta de residencias en alquiler, hallamos una de las principales causas del problema habitacional de la mayoría de los países que lo sufren.

Aún a riesgo de volvernos cansones anotamos, una vez más, cómo el actuar sobre los efectos de la inflación y no sobre sus causas, trae aparejado un problema mayor al que se trata de resolver. En este caso buscando que para las personas no sea muy costoso el alojamiento sólo se logra que lo consigan con mayor dificultad y a mayores precios de los establecidos por la autoridad que se convierten en meramente teóricos.

C. Distorsiones en la demanda de viviendas.

Visto que un proceso inflacionario continuo acompañado de un control de ciertos precios: tasa de interés, arrendamientos, etc., desinteresa la adquisición de viviendas para uso propio se deduce que la demanda de construcciones o se disminuye o tiene algún otro fin. En la realidad hay una mezcla de éstos. Nos interesa saber qué otro motivo impulsa a la gente a adquirir inmuebles.

No es difícil descubrir que, en las condiciones anotadas, una buena parte de la demanda de viviendas es simplemente resultado de la posibilidad para algunas personas de obtener préstamos hipotecarios subsidiados. En síntesis, lo que ocurre es que cuando algunas personas, por status social, políticos, etc., pueden lograr crédito, resuelven aprovecharlo para ganarse el subsidio, oculto para muchos, que este lleva. Qué clase de inmueble se compre, no significa mucho, lo importante es hacerse a un bien real mientras se cuenta con un pasivo monetario, y entre mayor sea éste, mejor.

Otro motivo para demandar viviendas, bajo esta clase de circunstancias, es el de proteger ahorros. Aquí no interesa tanto que los arrendamientos estén o no congelados. Esta clase de demanda proviene casi exclusivamente de personas que tienen ahorro a largo plazo, para la vejez; formar un patrimonio a los hijos, etc.

Los dos motivos anotados nos muestran una importante distorsión en la demanda de viviendas, pues se hace para fines completamente diferentes a los que debe ir dirigida la construcción. A esto se agrega que aún en el caso de personas que buscan adquirir inmuebles para uso propio, salvo raras excepciones, el criterio que prevalece en la elección de la unidad particular que se compra, es el determinado por el volumen de recursos del crédito obtenibles y no, como sería lógico que sucediera, las necesidades a satisfacer. Fenómeno que explica en gran medida la existencia de lujosas residencias, principalmente en países menos desarrollados.

III. Corrección monetaria, un intento para neutralizar las distorsiones de la inflación.

Dentro de las múltiples definiciones de inflación nosotros hemos tomado una de las más sencillamente enunciadas: *Inflación es un aumento continuado en el nivel general de precios.* Esta tan, a primera vista, sencilla definición encierra una inaudita complejidad que proviene del doble papel que en las economías modernas desempeña el papel moneda: unidad de cuenta y unidad de cambio y medida de valor. Recurramos a Patinkin para que nos defina estos dos sentidos del dinero:

“Primero, un sentido abstracto como unidad de cuenta, que nos sirve únicamente a efectos de cómputo y estadística. Esta unidad abstracta de cuenta no tiene existencia física, y no coincide con ninguno de los bienes de la economía. El ejemplo más conocido de esta clase de unidad es el que se da en Inglaterra con la guinea.

“Segundo, el carácter del dinero como unidad de cambio y medida de valor. Para este servicio del dinero se empleó el papel moneda; y éste es el tipo de dinero que se puede guardar en caja”.⁶

Esta distinción es, a nuestro modo de entender, clave cuando queremos comprender el por qué de la corrección monetaria puesto que ignorarla lleva a confusiones al hablar del precio, principalmente, el del dinero, cuando en realidad hay más de una clase de precios.

“Al igual que ocurre con el dinero, también hay dos tipos de precios. Llamaremos *precios de cuenta* a los que sean medidos en relación a la unidad abstracta de cuenta. Los que sean medidos en relación a la unidad de cambio serán llamados *precios monetarios*, *precios absolutos*, o, simplemente, precios. Además de éstos, existen los *precios reales* y los *precios relativos*. Estos últimos son los que nos dan el precio de una mercancía en relación al precio de otra”.⁷

Por último veamos cómo nos define Patinkin el dinero y sus diferentes precios, que por estar tan íntimamente ligados en el papel moneda, se los confunde más frecuentemente de lo que podría pensarse.

“No se debe olvidar que el papel moneda es un bien como otro cualquiera y, por consiguiente, también tiene su precio de cuenta, que variará de acuerdo con la unidad que empleamos.

“El papel moneda también tiene su precio monetario pero, por definición éste es siempre la unidad”.⁸

Aclarados estos conceptos pasemos a ver en qué consiste la corrección monetaria, no sin antes advertir algunos hechos y establecer ciertas definiciones que utilizaremos. El poder adquisitivo del papel moneda o dinero está determinado por el precio de cuenta y no por el precio monetario, que como vimos en las citas, es siempre igual a uno. Además es bueno dejar sentado que el precio de cuenta no tiene ningún sentido en el mercado.

Cuando hablemos de precios, sin especificar nada más, nos estaremos refiriendo a los precios monetarios. En el caso del dinero utilizaremos siempre el término poder adquisitivo del dinero como sinónimo del precio de cuenta.

Debe tenerse presente que aunque el dinero desempeña la función de medida de valor, ésta es determinada por su precio de cuenta. Son muchas las confusiones que a este respecto existen cuando se habla de la determinación de los precios en el mercado por el libre juego de la oferta y la demanda. Con una última cita a Patinkin abandonaremos el tema para no volvernos demasiado tediosos.

“Así hay al menos un ejemplo explícito de la forma en que la insensibilidad válida de la demanda ante cambios proporcionales en los precios de cuenta se convierte ocultamente en los precios monetarios. Es decir, la afirmación válida de que la demanda depende únicamente de la relación de los precios de cuenta está confundida explícitamente con la afirmación, no válida, de que depende únicamente de las relaciones existentes entre los precios monetarios”.⁹

⁶ Patinkin, Don, *Dinero, Interés y Precios*. Aguilar S.A., segunda edición, Madrid, 1963, pág. 16

⁷ Patinkin, Don, op. cit., pág. 14.

⁸ Patinkin, Don, op. cit., pág. 15.

⁹ Patinkin, Don, op. cit., pág. 215.

Volviendo a nuestra definición de inflación nos damos cabal cuenta de la complejidad que encierran las ingenuas palabras *nivel general de precios* pues en la vida práctica se utiliza, simultáneamente, como unidad de cuenta y unidad de cambio y medida de valor la unidad de papel moneda. Es por esto que cuando suben los precios de cuenta de los bienes y servicios también suben los precios monetarios, excepto el del dinero que pierde en esta forma poder adquisitivo. Evitar esta situación es lo que se pretende con el mecanismo de la corrección monetaria.

Es preciso anotar aquí que en los cada vez más complejos sistemas económicos modernos, hay una infinidad de mecanismos de naturaleza muy similar al dinero: bonos, pagarés, etc., que representan dinero o al igual que éste un poder de compra, con la adición de un interés, que no es otra cosa que el pago por la utilización de dicho poder de compra durante determinado período.

1. Antecedentes históricos.

El concepto de corrección monetaria tal y como lo entendemos y hemos definido no es nuevo. Hoy se reconoce a Alfred Marshall como preconizador de la idea, que se encuentra en sus declaraciones ante la Royal Commission on the Depression of Trade and Industry en 1886, y en un artículo *Remedies for fluctuation of general prices* en 1887, según lo anota Javier Márquez¹⁰.

Hacemos aquí un paréntesis en nuestro recuento histórico para aclarar por qué nosotros no consideramos, como muchas personas ingenuamente lo hacen, que los bienes físicos puedan tener corrección monetaria. Si el precio de un artículo permanece estático mientras el de los demás aumenta, en un mercado de competencia perfecta, es porque la producción del mismo requiere menos cantidad de esfuerzo productivo o, como diría Marx, menos tiempo socialmente necesario. También podría ser porque los consumidores lo consideren un bien inútil y no lo demanden.

Continuando el relato de Márquez, el siguiente autor que ha recibido crédito como precursor de la idea ha sido Keynes, quien en sus declaraciones ante el Committee on National Debt and Taxation, en 1924 expresó:

“Sugiero que se emitan bonos cuyo capital e interés no se paguen en una suma fija de esterlinas, sino en una suma tal de esterlinas que tengan un valor fijo en términos de mercancías de acuerdo con un número índice. Creo que debería establecerse un número índice oficial para tal finalidad siguiendo los lineamientos del patrón tabular recomendado hace mucho tiempo por el Dr. Marshall y todo el mundo, incluso en Tesorería, debería poder ofrecer préstamos cuyo interés y principal fueran pagaderos de acuerdo con los movimientos del número índice”¹¹.

Como podemos deducir, desde mucho tiempo atrás los economistas se preocuparon por la pérdida de poder adquisitivo del dinero y buscaron la forma de reintegrárselo.

En el desarrollo de la idea de los bonos de poder adquisitivo constante, después de Keynes, se encuentran G.L. Bach y R.A. Musgrave, quienes en un artículo publicado en 1941¹² establecen casi todos los elementos del pensamiento actual, del que Summer H. Slichter es el principal representante. La literatura sobre esta clase de bonos es hoy extensísima.

¹⁰ Márquez, Javier, Bonos de Poder Adquisitivo Constante en *Trimestre Económico*, enero-marzo de 1954, México pág. 6.

¹¹ Márquez, Javier, op. cit., pág. 7.

¹² Bach, G.L., y Musgrave, R.A., A stable purchasing power bond. *The American Economic Review*, vol. XXXI, No. 1, marzo 1941, págs. 23-35.

2. Experiencia de algunos países.

Los bonos de poder adquisitivo constante han sido utilizados en infinidad de países, tanto desarrollados como en vías de desarrollo. En algunos casos con éxito y por el contrario en otros. Al pasar revista de algunas experiencias nos fijaremos preferentemente en países con un grado de desarrollo similar al de Colombia, por ser su experiencia más provechosa.

En Alemania fueron usados, en gran escala, después de la primera guerra mundial y no volvieron a aparecer sino hasta inmediatamente después de la segunda guerra, cuando hubo una racha de experimentaciones con bonos reajustables. Hacia los años cincuenta varios países: Austria, China Comunista, Francia, Finlandia y Suecia, los utilizaron. Muchos fueron los índices empleados para el reajuste de tales bonos, entre los que se pueden citar: índice de precios de los bienes de consumo y productos industriales, del costo de la vida, de cotización del dólar, etc.

Las aplicaciones más recientes se encuentran, en la mayoría de los casos, en países de menor grado de desarrollo como Israel, Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay, que tienen o han tenido en los últimos años altas tasas de inflación. Ante el creciente aumento de los precios, a nivel mundial, en los últimos meses y días ha resurgido el interés por esta clase de papeles en casi todos los países del orbe.

A. La experiencia de Israel.

Israel fue el primero en usar la técnica de ligar a un índice, el de la cotización del dólar, la deuda del Gobierno, hecho que ocurrió en 1948. Más tarde, en 1954, se estableció el mismo sistema para ahorros e hipotecas, pero utilizando el índice del costo de construcción, para ahorros y el de costo de vida para préstamos. Veamos algunos guarismos que nos permitan evaluarlo.

De 1950 a 1966, la inversión pública y privada en construcción de viviendas totalizó 3.700 millones de dólares aproximadamente, lo que significó 585.000 nuevas casas y 65.000 soluciones temporales. De 1961 a 1965 se construyeron, en promedio, 42.000 unidades anualmente, en 1967 esta cifra bajó a 18.000 pero en 1968 volvió a elevarse a 24.000.

A pesar del éxito que estas cifras puedan mostrarnos, surgieron presiones políticas muy importantes para conceder ayuda a los propietarios a costa del gobierno, ante la imposibilidad de muchos de pagar sus préstamos. En 1967 se abolió la corrección a las hipotecas concedidas por los bancos hipotecarios con fondos del gobierno. El 28 de noviembre de 1967 se hizo lo mismo con los préstamos otorgados con recursos propios por dichos bancos.

Uno de los errores cometidos en Israel fue ligar la deuda del gobierno, con un índice externo como fue la cotización del dólar. La devaluación de la libra israelí, el 9 de febrero de 1962, trajo serias repercusiones sobre la corrección con base en la cotización del dólar. Fue prácticamente la causa determinante del abandono del sistema.

B. La experiencia del Brasil.

Es esta una de las más interesantes que se hayan presentado en país alguno. La Ley de usura, promulgada en 1933, que prohibía intereses nominales superiores al 12% anual y el proceso inflacionario crónico sufrido por el Brasil, habían distorsionado de tal manera el mercado de capitales, que los recursos financieros, en términos reales, a largo plazo disminuían considerablemente. Ante tal situación y las distorsiones provocadas por la inflación —inversión en inmuebles, compra de moneda extranjera, etc.— se resol-

vió establecer tasas de interés más realistas y flexibles y fue así como nació la corrección monetaria.

La corrección monetaria fue establecida en julio de 1964, año en que sólo se crearon dos tipos de títulos sujetos a ésta: las obligaciones reajustables del Tesoro Nacional ORTN y las letras inmobiliarias LI. En julio de 1965 la Ley 4.728 extendió la corrección monetaria a un gran número de títulos y colocaciones. Las compañías de seguros sólo fueron autorizadas a emitir contratos con cláusulas de esta naturaleza en noviembre de 1966.

El establecimiento de la corrección monetaria en el mercado de capitales del Brasil, trajo un rápido aumento de los ahorros financieros como lo muestran las siguientes cifras del cuadro 9.1.

CUADRO 9.1 – AHORRO FINANCIERO DE PARTICULARES
EN EL BRASIL
(Millones de cruzeiros de diciembre de 1968)

Año	AFP %		Sistema habitacional	Depósitos a plazo	Letras de cambio
	YPD (1)	Total			
1963	1.63	2.186.2	3.9	1.149.1	479.4
1964	3.23	2.870.3	1.4	933.2	830.3
1965	2.59	3.175.0	1.5	976.7	1.481.0
1966	2.68	3.869.8	34.0	1.627.0	1.367.8
1967	4.54	5.693.0	280.7	1.870.5	2.603.5
1968	6.60	8.631.5	832.5	2.396.6	4.657.0

(1) $AFP = \frac{\text{ahorro financiero de particulares}}{\text{ingreso disponible del sector privado}} \times 100$

Fuente: Banco Nacional de Habitación.

Aunque las cifras de Cuentas Nacionales muestran un descenso del ahorro nacional en el bienio 1965/66, se cree que es debido principalmente al estancamiento transitorio del ritmo de crecimiento de la economía en esos años. Los últimos datos disponibles son los de 1968 y revelan una recuperación importante del ahorro nacional.

Para fomentar el ahorro se han dado una serie de incentivos fiscales, logrando así que la bolsa de valores no haya presentado grandes bajas. En la actualidad se estudia la creación de inversiones institucionales como podría ser el Banco Nacional de Habitación.

Es muy importante destacar que en el Brasil la corrección monetaria se ha extendido a un buen porcentaje de la actividad económica, evitando crear nuevas distorsiones. Es así como la mayor parte de los activos financieros, el sistema impositivo, el comercio exterior, etc., gozan de este mecanismo. A pesar de la alta tasa de inflación que existía en el momento de su implantación, cerca de 94%, ésta se ha reducido considerablemente, 20% aproximadamente en 1972. Empero, es conveniente destacar que en dicho país la presión inflacionaria venía siendo el déficit gubernamental y éste se ha reducido.

Al considerarlo de interés, por ser en Colombia, la construcción el sector que se ha pretendido activar en primera instancia, lo que se está realizando mediante el mecanismo de la corrección monetaria, como anexo a este capítulo presentamos un análisis del sistema financiero para la vivienda en el Brasil.

Los problemas que se presentaron con los prestatarios, fundamentalmente de carácter psicológico, fueron resueltos con una paciente campaña, casi a nivel individual, de educación sobre el sistema. Un aspecto muy importante es el de la corrección del saldo deudor con el índice de salario mínimo y el seguro de plazo. Una mayor explicación se encuentra en el aparte VI de este capítulo.

3. Aspectos macroeconómicos.

Los resultados que sobre una economía puede producir el establecimiento de la corrección monetaria dependen de lo extensiva que ésta sea. Puede crearse en un solo sector; el externo por ejemplo, o puede implantarse en parte de un sector, tipo fijo de cambio para algunas importaciones y variable para otras. Para nuestros efectos consideraremos el caso de una corrección generalizada.

Convertir en flexibles las bastantes rígidas tasas nominales de interés es, a nuestro modo de apreciar, la gran bondad de la corrección monetaria o ajuste del poder adquisitivo. Es muy conocido el hecho de que las tasas de interés no son fácilmente manejables en la práctica, especialmente en los países con menor grado de desarrollo, ni para aumentarlas ni para reducirlas. Por el contrario la corrección monetaria efectúa este ajuste automáticamente.

Así como cuando se vive un proceso inflacionario las tasas de interés encuentran dificultades para ajustarse a los niveles adecuados, produciendo una serie de imperfecciones que hemos venido describiendo, al disminuir el ritmo de crecimiento en los precios los escollos para reducir las tasas de interés son también muy grandes y por lo tanto el costo real del capital se aumenta a niveles altos en demasía, trayendo problemas a la inversión real.

El problema anteriormente citado se hace crítico con los papeles a largo plazo cuando artificialmente se mantiene su precio. Un inversionista que en época de fuerte inflación ha adquirido un instrumento financiero a largo plazo, con tasa nominal de interés alta y real moderada, ve que al disminuir la tasa de inflación la tasa real de interés se hace muy llamativa y no venderá su activo. Esto puede crear excesos de recursos en los intermediarios financieros que no encuentran mercado por su alto costo.

Los otros aspectos macroeconómicos que una corrección monetaria suficientemente generalizada tiene, son los de corregir las distorsiones causadas por la inflación. Como sobre ésto ya se ha hablado suficientemente, nos parece innecesario repetir aquí todas las consideraciones hechas.

4. Aspectos microeconómicos.

Sobre los individuos y empresas, la corrección monetaria trae ventajas para los propietarios del capital y desventajas para los usuarios. Se conforma así un proceso de disputas en que cada grupo quiere salir beneficiado. Muy frecuentemente las personas no se dan cuenta que en esa lucha se parte de posiciones erradas tales como la del prestatario que, pretendiendo conseguir dinero barato para la adquisición de vivienda propia, presiona por bajas tasas de interés sin darse cuenta que con esto solo logrará que no haya recursos en cantidades suficientes para poder conseguir su préstamo.

Se presenta entonces la frecuente situación en que aquello que, para alguien y a corto plazo parece muy conveniente, resulta contraproducente a largo plazo.

Por otra parte aunque con el sistema de corrección monetaria se eliminan una serie de subsidios que pueden ser aconsejables, la forma en que se otorgan los convierte en ocultos, indiscriminados y no fácilmente cuantificables. En caso de justificarse la existencia de dichos subsidios lo mejor es hacerlo directamente, dirigiéndolos a quienes realmente los necesitan y dosificándolos a las cantidades adecuadas.

La corrección monetaria es a nuestro juicio algo así como un mal necesario, ella desaparece automáticamente cuando los precios se estabilizan. Sin embargo es un mecanismo de difícil aplicación que cuando se utiliza sin las debidas precauciones son mayores los males que causa que los que elimina. Resulta entonces peor la medicina que el mal.

IV. La corrección monetaria en Colombia.

Recordemos que como corrección monetaria entendemos el proceso mediante el cual se hace que el dinero, y por ende los títulos representativos del mismo, conserven su poder adquisitivo en bienes y servicios requeridos para satisfacer las necesidades materiales, espirituales, etc., del ser humano, fin último de todo proceso económico.

Como vimos, al aumentar la cantidad de dinero sin el correspondiente incremento en relación a alguna unidad dada, mientras que los precios de cuenta de los bienes y servicios permanecen invariados, produce inflación, es decir aumento en los precios monetarios.

En Colombia ha sido característico, históricamente, el financiamiento de los déficit fiscales a base de la imprenta de billetes. Ante tal actitud del gobierno, justificada por políticos y técnicos como única forma de satisfacer la creciente demanda de servicios públicos, es imposible frenar la inflación. Por fortuna el Estado colombiano ha reconocido, al menos implícitamente, su incapacidad o imposibilidad de reducir el gasto público o encontrar recursos no inflacionarios para financiar su déficit y ha optado por aplicar, aunque solo en algunos sectores, el mecanismo de la corrección monetaria para eliminar las distorsiones de la inflación. El primer sector con corrección monetaria fue el externo.

1. La tasa de cambio.

Los primeros activos financieros sometidos a corrección monetaria en el país fueron las monedas extranjeras. La tasa de cambio determina el poder adquisitivo del peso colombiano en el exterior y a su vez el de cada una de las monedas extranjeras en el país. Cuando, con inflación interna y estabilidad de precios externa, se mantiene fija la tasa de cambio, el peso colombiano pierde poder adquisitivo internamente y lo conserva en el exterior. Por otro lado las monedas extranjeras pierden poder adquisitivo en Colombia y lo conservan en sus países —se supone que no tienen inflación— presentándose así problemas de balanza de pagos, aumentan las importaciones y disminuyen las exportaciones. Se crean entonces una serie de prohibiciones a la importación, pero como las exportaciones se reducen cada vez más y más se llega por fin a la devaluación, o sea, devolverle a las monedas extranjeras su poder de compra.

En el caso de existir un tipo de cambio libre, el mecanismo funciona automáticamente. La corrección monetaria sobre las monedas extranjeras es por tanto de vieja data. En épocas ha sido el mecanismo de oferta y demanda quien la ha determinado, otras veces, cuando existe control de cambios se ha hecho por la autoridad monetaria.

A partir de 1967, con la expedición del Decreto-Ley 444 se ha venido aplicando una devaluación o corrección monetaria a las divisas, lenta y en magnitudes determinadas por la Junta Monetaria, a la que ha dado en llamarse *devaluación con gotero*. Por otra parte, se aplicó una corrección monetaria parcial a la tasa de cambio al crear el certificado de abono tributario CAT para las llamadas exportaciones menores. Este instrumento es simplemente un medio de elevar el tipo de cambio para algunas exportaciones. Una corrección monetaria parcial en el sector exportador y por lo tanto con posibilidad de crear imperfecciones en el comercio exterior colombiano.

2. Bonos de valor constante para seguridad social.

Los activos financieros que en segundo lugar se sometieron a corrección monetaria son los aportes de los trabajadores, para los riesgos de vejez, invalidez y muerte, al Instituto Colombiano de Seguros Sociales, los cuales conforman la reserva matemática de éste por dichos conceptos y cuya evolución podemos ver en el cuadro 9.2.

CUADRO 9.2 — RESERVAS MATEMATICAS DEL ICSS

Riesgos de vejez, invalidez y muerte (Millones de pesos)			
Período	Reservas	Variación	
		\$	%
1967	187	—	—
1968	487	300	160.4
1969	881	394	80.9
1970	1.492	611	69.4
1971	2.171	679	45.5
1972	2.981	810	37.3

Fuente: Flujos de Fondos. Investigaciones Económicas. Banco de la República.

Como lo anotamos en la introducción, los bonos de valor constante para seguridad social se crearon para que el Instituto Colombiano de Seguros Sociales, exclusivamente, invierta las reservas matemáticas citadas. Estos se reajustan en el 70% de la pérdida de poder adquisitivo del peso, medida a través del índice de precios al por mayor del comercio en general en el país, elaborado por el Banco de la República. Pagan un interés del 6% anual, calculado sobre su valor reajustado. Se amortizan en 25 años. Los recursos de estos bonos se le entregan al IFI y al Banco Central Hipotecario. Ver Decreto 687 de 1967.

Hay una característica muy importante en estos bonos *un impuesto oculto a la pensión de jubilación*, que afortunadamente se ha corregido en gran medida. La forma en que este impuesto se establece es muy sencilla. La corrección monetaria no es trasladada al aportante y propietario de la reserva técnica, pues su pensión de jubilación no se somete a corrección monetaria y por lo tanto el equivalente a la pérdida de poder adquisitivo de la pensión es trasladada al ICSS, en tanto que los supéavit originados, en el Instituto de Fomento Industrial —IFI— y el Banco Central Hipotecario, por la administración de estos recursos deben ser trasladados al gobierno según los decretos pertinentes.

3. Las unidades de poder adquisitivo constante — UPAC

La creación de este instrumento como una de las principales medidas de implementación del Plan de Desarrollo Económico y Social, objeto del presente capítulo, marca un decidido paso en la generalización del sistema de corrección monetaria. Sin embargo se abrigan serias dudas sobre el objetivo que se persiguió al implantar el sistema. Si se trata simplemente de utilizarlo como medio de canalizar ahorro a determinado sector, nos parece que se está cometiendo en parte, un error de procedimiento. Si por el contrario se pretende que sea un primer paso en la generalización de la corrección monetaria parece ser acertado.

Al ir avanzando en el análisis macro y microeconómico del sistema de valor constante para ahorros y préstamos destinados a la construcción, veremos el porqué de la anterior apreciación. En nuestra mente no se abriga el deseo de establecer discusiones bizantinas; buscamos solamente ayudar a esclarecer hechos más que concéptos, para así brindar, a quienes tienen en sus manos el poder tomar decisiones, una herramienta que creemos les puede ser útil y por ende al país.

En forma similar a como lo hicimos al tratar el tema de las distorsiones que un proceso inflacionario lleva aparejadas, observemos los efectos que ha traído el denominado sistema UPAC. Comenzaremos con algunos aspectos macroeconómicos: el ahorro, la canalización del ahorro financiero, las distorsiones sobre la inversión. Luego seguiremos con algunos aspectos microeconómicos para, después de pasar revista a los efectos monetarios y fiscales, entrar a determinar las fallas del sistema colombiano de valor constante.

A. Aspectos macroeconómicos.

Son a nuestro juicio, macroeconómicamente hablando, tres los aspectos que deben ser estudiados. El primero trata de ver si la implantación del sistema ha generado ahorro y en qué magnitud, o si solo se ha presentado una transferencia de recursos anteriormente ahorrados, para lo cual se mirarán las cifras de ahorro financiero por entidades. El segundo, es observar qué ha sucedido o puede suceder en la inversión, en sentido real y no financiero. El tercer aspecto se refiere a los efectos monetarios y fiscales, principalmente ver si el sistema es o nó inflacionario y qué ha ocurrido hasta ahora en ese sentido.

Presentaremos a lo largo de esta sección, análisis de dos tipos: de corto y largo plazo. Resultados que a corto plazo pueden parecer deseables se convierten muchas veces en contraproducentes en el largo plazo. Este último es el que, en definitiva, más nos interesa y diremos por qué.

Al analizar muchos de los tan en boga *milagros económicos*. El milagro alemán, el milagro japonés, el milagro brasileño, etc., hemos encontrado que tienen casi sin excepción un denominador común: la continuidad en su política económica y si no total, al menos en un gran porcentaje.

a) Ahorro y ahorro financiero en Colombia.

Cuando vimos los efectos que sobre el ahorro produce un proceso inflacionario dijimos que: ahorro total = ahorro financiero más ahorro en bienes de capital más ahorro en bienes durables $A_T = A_F + A_K + A_B$ o sea que $A_F = A_T - A_K - A_B$. Para la determinación del ahorro financiero se necesita, pues, en primer término, establecer el ahorro total y surgen entonces una serie de problemas ya analizados en un trabajo anterior, algunos de cuyos apartes se transcriben a continuación.

“Surge en primer término la dificultad de definir lo que es ahorro. Tradicionalmente se ha considerado que ahorro es la parte del ingreso que no se consume o el excedente de la producción corriente sobre el consumo. No obstante, de estas definiciones nacen preguntas tales como: ¿deben considerarse en el ingreso las ganancias y pérdidas de capital? Debe considerarse la adquisición de bienes durables por los consumidores como consumo o como gasto de capital? . Para evitar estos problemas y los creados por el método que se utilice en la medición del ahorro, analizaremos en primer lugar algunos conceptos y luego daremos las definiciones que van a utilizarse. Siguiendo a Tamagna¹³ se considera que el *ahorro* es igual al

¹³ Tamagna, Frank M. *Conceptos y Metodología de Estimación del Ahorro* CEMLA, México, Mimeo Preliminar.

ingreso menos los gastos en bienes de consumo (excluyendo de este grupo los bienes de consumo duradero) y servicios. De acuerdo con esta definición una persona o entidad que tenga un saldo positivo entre ingresos corrientes y gastos de consumo es un ahorrador y podrá utilizar este ahorro para adquirir bienes de capital, durables o activos financieros.

"Hemos llamado *ahorro financiero* de una persona o entidad a la parte de su ahorro que dedica a la adquisición de activos financieros. Si consideramos la economía dividida en sectores, al sumar el ahorro financiero de cada uno de los elementos que forman el sector, obtenemos el ahorro financiero del mismo. Como dentro de un sector dado pueden existir personas que tengan un desahorro o ahorro negativo, por ser sus gastos de consumo (excluyendo bienes durables) superiores a sus ingresos corrientes, a la suma algebraica del ahorro y el desahorro de todos los elementos que pertenecen al sector lo denominamos *ahorro financiero neto del sector*. Es frecuente también que personas que poseen un ahorro positivo, al adquirir bienes de capital y durables en cantidad superior a su ahorro pasen a tener un ahorro financiero negativo —desahorro financiero—.

"En ciertos sectores como empresas, por su misma naturaleza, el ahorro financiero neto es negativo mientras que en otros como familias es positivo. La consolidación total del ahorro financiero neto para la economía en conjunto dará cero, pues lo que es un activo financiero para un sector será un pasivo financiero para otro. Si excluimos el sector externo tendremos el *ahorro financiero neto nacional*, que generalmente será negativo para las economías en proceso de desarrollo, e igual en valor absoluto al ahorro externo. Cuando se trata de medir el ahorro de cualquier unidad económica se puede optar por dos sistemas:

a) Partiendo del estado de pérdidas y ganancias, establecer la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes.

b) Partiendo del balance, establecer la diferencia entre la variación de todos los activos y la variación de los pasivos.

"Cualquiera que sea el sistema utilizado, teóricamente debe llegarse al mismo resultado, pero en la práctica esto se hace muy difícil ya que al trabajar por el sistema de pérdidas y ganancias, es decir diferencia entre ingresos y gastos corrientes, no se están incluyendo ganancias de capital realizadas ni revaluaciones de activos que sí son incluidos cuando se trabaja con base en los balances. Por lo tanto sería necesario hacer los ajustes correspondientes y no es frecuente contar con la información estadística necesaria.

"Otro problema que encontramos al estudiar el ahorro es el referente a los datos. En países con bajo grado de desarrollo, frecuentemente, las cifras de ahorro total se obtienen en forma residual entre ingreso y consumo y por lo tanto en ellos se acumulan todos los errores y omisiones. Cuando se habla de ahorro financiero se utiliza como fuente las cuentas de flujo de fondos.

"Las cifras de los flujos de fondos adolecen de muchas fallas, entre otras razones por ser hasta ahora un primer intento sujetos a continuas y cada vez más detalladas revisiones. Una de las principales fallas es su cobertura, pues quedan fuera de su alcance una serie de intermediarios financieros del llamado mercado extrabancario, institucionalizados y no.

"La falta de cobertura de las cifras de ahorro financiero es un hecho que muy frecuentemente se pasa por alto al realizar estudios sobre este tema. Causa ésta que nos impide creer en las elasticidades del ahorro respecto a la tasa de interés y muchas de las conclusiones de trabajos tales como el de J.A. Hanson *Estimación del Ahorro Familiar en Colombia*. Es preciso por lo tanto distinguir entre *ahorro financiero total* y *ahorro financiero medible o medido*"¹⁴

Cuando por cambios en la tasa de interés de algún activo financiero aumenta el ahorro financiero medible, se afirma que hay una elasticidad de éste con respecto a la tasa de interés. ¿Pero es realmente cierto que el ahorro financiero total ha aumentado? . No se tratará de una transferencia de ahorro no medido a ahorro medido? . Sospechamos que esta última sea la realidad, no lo afirmamos pues no existen elementos suficientes para sustentar en forma seria la tesis, aunque los indicios al respecto están en favor de la misma.

¹⁴ Rodríguez, Jaime, y Pieschacón, Francisco, *La Cédula Hipotecaria y el Ahorro* CEDE y Programa de Administración Facultad de Economía, Universidad de los Andes. Bogotá, junio 1972.

Todo lo anteriormente expuesto nos lleva a establecer una afirmación categórica. Con las cifras disponibles, en Colombia nadie puede decir a ciencia cierta que el sistema de valor constante ha aumentado el ahorro total de la economía. Tampoco se puede afirmar que el ahorro financiero es mayor o menor ahora que antes de la implantación del sistema. Lo único que se puede anotar, sin lugar a discusiones, es la incidencia que sobre cierta clase de activos financieros ha tenido. La generalización al ahorro financiero y total será más o menos aceptable, dependiendo de cómo se haga. Por lo tanto afirmaciones tales como: *El sistema de valor constante ha generado ahorro por \$3.000 o más millones*, son infundadas y en algunos casos tendenciosas. Lo mismo ocurre cuando se dice que no ha generado ahorro.

i) Ahorro obligatorio vs. voluntario.

Antes de seguir adelante queremos plantear la existencia de un fenómeno que afecta el volumen de ahorro de una economía. Se trata de las formas obligatorias de ahorro, que es necesario distinguir de las formas voluntarias. Las primeras han ido ganando importantes volúmenes de ahorro en detrimento de las segundas.

“En general puede decirse que la formación de ahorro por acción voluntaria de los individuos se está convirtiendo en menos importante comparada con el ahorro contractual obligatorio”¹⁵.

Las formas obligatorias de ahorro pueden definirse como aquellas estipuladas en leyes, así como en acuerdos colectivos y contratos de trabajo. Las más importantes de éstas son los aportes que exigen a los individuos y empresas, generalmente manejados por los gobiernos como parte de sus programas de seguridad social. Estas formas obligatorias de ahorro tienen por objeto la satisfacción de necesidades futuras y por lo tanto tienden a que los individuos no ahorren para proveer esas necesidades.

El ejemplo más importante de ahorro obligatorio en Colombia lo constituye el seguro de vejez, invalidez y muerte del Instituto Colombiano de Seguros Sociales, establecido en 1967, que arroja reservas técnicas de 2.981 millones de pesos en el año de 1972; cifra que se incrementará notablemente con la extensión del número de personas cobijadas por el ICSS como se observa en el cuadro 9.2.

La implantación del sistema de ahorro obligatorio crea un elemento importante de distorsión en la libre competencia por la captación de ahorro, entre las instituciones financieras privadas y el Estado, que puede ser inconveniente por las ventajas que se otorgan al sector público. Debe observarse muy cuidadosamente, sin desconocer la importancia y el carácter social de estos sistemas, si las ventajas otorgadas no distorsionan en forma grave la asignación de los recursos de capital y disminuyen la productividad de este recurso, escaso en la mayor parte de las economías.

ii) Traslación de ingreso al sector público.

Al revisar los efectos de la inflación sobre el ahorro encontramos que uno de los principales es la disminución del privado por la transferencia de ingresos al Estado. Para mostrar los resultados nada mejor que los cuadros 9.3 y 9.4 presentados en la Revista de Seguros Asecolda en un artículo titulado *Efectos del Impuesto de Renta y de la Infla-*

¹⁵ Tamagna, Frank M., op.cit., pág. 17.

*ción sobre el Ingreso Personal*¹⁶. Tomamos el caso del contribuyente II que en 1961 ganaba \$5.000 mensuales.

CUADRO 9.3 – VARIACIONES DEL INGRESO Y DEL GRAVAMEN 1961-1971
Contribuyente II

(1) Año	(2) Sueldo mensual	(3) Ingreso anual	(4) Gravamen total	(5) (4)/(3) %	(6) Días trabajados para impuesto
1961	5.000	70.000	4.804	6.9	29
1962	5.500	77.000	5.664	7.4	31
1963	6.050	84.700	6.929	8.2	34
1964	6.655	93.170	8.567	9.2	39
1965	7.321	102.494	10.680	10.4	44
1966	8.053	112.742	13.021	11.6	49
1967	8.858	124.012	15.727	12.7	53
1968	9.744	136.416	19.475	14.3	60
1969	10.718	150.052	23.643	15.8	66
1970	11.790	165.060	28.414	17.2	72
1971	12.969	181.566	33.769	18.6	78

Fuente: Véase en la nota 16.

Las cifras son tan demostrativas de los hechos que todo comentario a ellas sobra. Lo único que subrayamos es lo importante que sería extender la corrección monetaria al sistema impositivo para lograr aumentar el ahorro privado.

iii) Ahorro global y corrección monetaria.

Como vimos, la inflación está causando un traslado de ingresos del sector privado hacia el público que es importante. No creemos que Colombia se constituya en excepción cuando se dice que este mayor ingreso del Gobierno se destina principalmente al consumo, como observamos que sucede en la mayoría de los países. (Ver pág. 233).

De lo anterior concluimos que la corrección monetaria en Colombia, aún no ha beneficiado el ahorro por este aspecto, al no haberse extendido su aplicación al sistema tributario. Indicio que nos ha hecho pensar que su implantación no ha sido con miras a eliminar las distorsiones creadas por la inflación, como lo dijimos anteriormente, y simplemente se trata de un medio de canalizar recursos hacia la construcción. Caso este último, que en lugar de estar corrigiendo podría generar nuevas y peligrosas anomalías.

Una indudable ventaja del sistema de valor constante es estimular el ahorro financiero que, a pesar de lo anteriormente anotado, pueden hacer los individuos, en detrimento del ahorro en bienes durables. Qué ha logrado la UPAC en su primer año de existencia, es prácticamente imposible decirlo. Del volumen de ahorro captado, por las corporaciones de ahorro y vivienda, cuánto es simple transferencia y cuánto nuevo ahorro es lo que nos proponemos evaluar en las siguientes páginas.

La incidencia del sistema de valor constante sobre el ahorro total de la economía muy probablemente será benéfico, por la reducción del consumo de bienes durables

¹⁶ Asociación Colombiana de Compañías de Seguros, Asecolda, "Efectos del Impuesto de Renta y de la Inflación sobre el Ingreso personal", *Revista de Seguros* No. 34-35, marzo-abril, mayo-junio de 1973, Bogotá.

CUADRO 9.4 — INGRESO ANUAL DESPUES DE IMPUESTOS¹
Contribuyente II

Año	\$ Corrientes		\$ Constantes	
	Valor	Ind.	Valor	Ind.
1961	65.196	100	65.196	100
1962	71.336	109	67.584	104
1963	77.771	119	59.167	91
1964	84.603	130	55.654	85
1965	91.814	141	55.549	85
1966	99.721	153	51.673	79
1967	108.285	166	51.523	79
1968	116.941	179	51.729	79
1969	126.409	194	52.243	80
1970	136.646	210	52.611	81
1971	147.797	227	51.315	79

¹ Se ha trabajado con los siguientes supuestos:

Bases para liquidar los impuestos: El gravámen lo hemos liquidado de acuerdo con las normas que han regido durante el período y según estas bases:

El ingreso anual de cada contribuyente es igual a 14 sueldos.

Deducciones por aportes al ICSS y por impuesto de fomento eléctrico.

Exenciones personales por el contribuyente, su esposa y cuatro hijos.

Rentas exentas el equivalente a 1.5 sueldos, por concepto de vacaciones y prima de servicios.

División de rentas. Se tuvo en cuenta la división de rentas con la esposa, según el artículo 13 de la Ley 81 de 1960.

Se han aumentado los sueldos en un 10% anual, que es la tasa promedio de crecimiento de los precios, es decir el sueldo mensual, en términos reales, permanece constante. Como deflactor se utiliza el Índice Nacional de Precios al Consumidor —Empleados— que elabora el Departamento Nacional de Estadística — DANE.

Fuente: Véase en la nota 16.

anteriormente citada. Aunque los individuos sigan ahorrando lo mismo ahora tienen más incentivos para hacerlo en forma financiera, adquiriendo UPAC, proceso que generará nuevo ahorro en sentido macroeconómico.

Sin embargo es muy prematuro dar cifras por dos razones: la primera es la corta vida del sistema de valor constante, período para el cual no se tienen cifras definitivas, ni aún estimaciones, de cuentas nacionales. La segunda se debe a que el cambio de los patrones de comportamiento de los individuos no se efectúa en el corto plazo.

No obstante, lo que sí podemos es analizar el ahorro financiero medible y tratar de dilucidar lo que está sucediendo con él. Hablamos de medible pues hay un gran sector de instituciones e intermediarios financieros que no se toman en cuenta en la elaboración de cifras, por una serie de razones que no es del caso entrar a enumerar aquí. Son todas las entidades y personas que trabajan en el mercado libre del dinero, extrabancario, parabancario o como quiera llamárselo. Una evaluación preliminar del volumen de recursos manejados por este mercado fue realizada por el Banco Mundial y los sitúa entre 5.200 y 7.500 millones de pesos¹⁷

¹⁷ *The Extrabank Market in Colombia, A preliminary survey*, Washington, noviembre de 1972, mimeo.

CUADRO 9.5 — AHORRO POR SECTORES ECONOMICOS
(Millones de pesos y porcentajes)

Años	Total	Familias		Empresas		Gobierno		Exterior		
		Variación	Variación	Variación	Variación	Variación	Variación	Variación		
1963	3.763.7	—	609.3	—	1.232.0	—	618.2	—	1.304.2	—
1964	5.297.8	40.8	393.2	-35.5	1.368.3	11.1	1.946.0	142.0	1.590.3	21.9
1965	5.746.2	8.5	1.588.9	304.1	1.675.9	22.5	2.202.8	47.2	278.6	-82.5
1966	8.751.1	52.3	-183.3	-111.5	2.063.5	23.1	3.446.9	56.5	3.424.0	1.129.0
1967	8.230.4	-6.0	1.217.8	764.4	1.969.0	-4.6	4.311.1	25.1	732.5	-78.6
1968	12.276.6	49.2	1.600.1	31.4	2.312.4	17.4	5.609.5	30.1	2.754.6	276.1
1969	13.702.2	11.6	-597.2	-137.3	3.109.9	34.5	7.904.4	40.9	3.285.1	19.3
1970	17.910.0	30.7	1.600.6	368.0	3.419.2	9.9	7.660.8	-3.1	5.229.9	59.2
1971	22.521.8	25.7	788.5	-50.7	5.186.9	51.7	7.730.07	0.9	8.815.7	68.6

Fuente: Cuentas Nacionales, Investigaciones Económicas del Banco de la República.

En el cuadro 9.6 puede apreciarse al ahorro financiero por sectores, elaborado con base en las cifras de los flujos de fondos más con carácter informativo que cualquier otra cosa. Entre otras razones porque cubre hasta el 31 de diciembre de 1972, fecha en que las corporaciones de ahorro y vivienda sólo habían captado \$187 millones aproximadamente.

CUADRO 9.6 — AHORRO FINANCIERO POR SECTORES ECONOMICOS
(Millones de pesos y porcentajes)

Año	AHORRO FINANCIERO					DESAHORRO FINANCIERO				
	Total	Variación	Familias	Variación	Exterior	Variación	Empresas	Variación	Gobierno	Variación
1963	2.854	—	2.736	—	118	—	1.790	—	1.064	—
1964	5.505	92.9	3.323	21.5	2.182	1.749.2	3.541	97.8	1.964	84.6
1965	6.828	24.0	3.556	7.0	879	-59.7	2.393	-32.4	1.322	-32.7
1966	6.177	-9.5	4.306	21.1	1.871	112.9	5.393	125.4	784	-40.7
1967	8.021	29.9	4.083	-5.2	3.938	110.5	4.099	-24.0	3.922	400.3
1968	9.900	23.4	4.647	13.8	5.253	33.4	6.081	48.4	3.819	-2.6
1969	11.198	13.1	6.620	42.5	4.570	-12.8	6.998	15.1	4.200	10.0
1970	12.151	8.5	6.548	-1.1	5.603	22.4	8.421	20.3	3.730	-11.2

Fuente: Análisis Preliminar de las Cuentas de Flujo de Fondos Financieros de la Economía Colombiana, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.

iv. Corrección monetaria, tasa de cambio y ahorro externo.

Hasta ahora nos hemos venido refiriendo casi exclusivamente al ahorro nacional y es conveniente por tanto detallar algunos aspectos del ahorro externo. Las cifras de Cuentas Nacionales nos muestran el crecimiento de éste a partir de 1968, llegando en 1971 a representar el 39.2% del ahorro interno. —Cuadro 9.7—.

CUADRO 9.7 — AHORRO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Composición porcentual)

Años	A H O R R O				
	Total	Familias	Empresas	Gobierno	Exterior
1963	100.0	16.2	82.8	16.4	34.6
1964	100.0	7.4	25.8	36.8	30.0
1965	100.0	27.6	29.2	38.3	4.9
1966	100.0	-2.1	23.6	39.4	39.1
1967	100.0	14.8	23.9	52.4	8.9
1968	100.0	13.0	18.8	45.7	22.5
1969	100.0	-4.4	22.7	57.7	24.0
1970	100.0	8.9	19.1	42.8	29.2
1971	100.0	3.5	23.0	34.3	39.2

Fuente: *Cuentas Nacionales* —Departamento de Investigaciones Económicas — Banco de la República y cálculos del autor.

Por otra parte, las cifras de ahorro financiero de las cuentas de flujos de fondos del Banco de la República nos dan la siguiente participación sectorial. —cuadro 9.8—. Este cuadro nos permite deducir que el ahorro financiero externo explica, en muchos años, el auge del ahorro en el país, y sin embargo muy frecuente e ingenuamente se olvida la existencia del exterior y se piensa en un vigoroso aumento del ahorro nacional cuando en verdad tal incremento no ha existido o se debe fundamentalmente al resto del mundo.

Factor de primordial importancia, en la determinación del volumen de ahorro y ahorro financiero interno, lo constituye el ritmo de devaluación y su comparación con las tasas de interés existentes. Si estas son altas en relación a la devaluación, la colocación de recursos externos en el país, la demora en los pagos al exterior por importaciones y el endeudamiento externo para inversiones financieras; se convierten en negocios muy rentables.

Este fenómeno parece presentarse en Colombia en los actuales momentos en que la tasa nominal de interés de las unidades de poder adquisitivo constante está determinada, en más del 70%, por las tasas de inflación. Ante una rentabilidad de aproximadamente 30% de las UPAC, la tasa de devaluación tan sólo llega al 8% anual, otorgando al inversionista extranjero un rendimiento de 20% que no encuentran fácilmente en ningún mercado financiero del mundo. La rentabilidad de las divisas la calculamos con base en la fórmula:

$$R_d = \frac{1 + i}{1 + T_d}$$

Donde:

- R_d = rentabilidad de las divisas en Colombia,
- i = tasa nominal de interés en Colombia
- T_d = tasa de devaluación.

Al existir el control de cambios se dificulta la entrada al país de divisas para inversiones financieras directas. No obstante, los medios de lograrlo en la práctica son muchos: retrasos en el pago de importaciones, concesión de créditos innecesarios a impor-

CUADRO 9.8 – AHORRO FINANCIERO POR SECTORES ECONOMICOS
(Participación porcentual)

Años	A H O R R O F I N A N C I E R O			
	Total	Familias	Entidades Financieras	Externo
1963	100.0	61.7	35.6	2.7
1964	100.0	76.4	-25.7	49.3
1965	100.0	87.1	-9.0	21.9
1966	100.0	66.7	4.6	28.7
1967	100.0	53.4	-4.6	51.2
1968	100.0	40.4	14.0	45.6
1969	100.0	54.7	6.9	38.4
1970	100.0	52.5	10.3	37.2
1971	100.0	33.7	15.1	51.2
1972	100.0	61.9	1.6	36.5

Fuente: *Flujos de Fondos* – Departamento de Investigaciones Económicas – Banco de la República.

tadores, préstamos para capital de trabajo en cuantías superiores a las realmente necesarias, etc.

Cuantificar el ahorro financiero generado por este movimiento de capital extranjero es muy difícil. Sin embargo los indicadores de la existencia del fenómeno son muchos, entre los que descuellan: inoperancia de las resoluciones de la Junta Monetaria para acelerar los pagos al exterior, el gran crecimiento del endeudamiento externo privado, el interés de organismos y empresas internacionales de vincular capitales a la economía colombiana en el sector financiero. La mayoría de estos recursos son a corto plazo, por tanto muy inestables y capaces de generar peligrosos movimientos en las reservas internacionales del país con sus consecuencias inflacionarias.

b) *Canalización del ahorro financiero.*

Los principales instrumentos de captación de ahorro en Colombia han sido por muchos años los siguientes:

- i) Depósitos de ahorro en la Caja Colombiana de Ahorros y los bancos comerciales.
- ii) Cédulas hipotecarias del Banco Central Hipotecario.
- iii) Bonos de desarrollo económico.
- iv) Acciones de las sociedades anónimas.
- v) Depósitos a término en los bancos comerciales.
- vi) Bonos de las corporaciones financieras.
- vii) Pólizas de seguro de vida.
- viii) Cédulas de capitalización.
- ix) Unidades de los fondos de inversión
- x) Pagarés de particulares e instituciones financieras para bancarias.
- xi) Depósitos en cuenta corriente en los bancos comerciales.
- xii) Otros, hipotecas, letras, etc.

En los últimos años han aparecido dos nuevos instrumentos, el CAT y los depósitos en unidades de poder adquisitivo constante UPAC.

De no existir inversiones inter-institucionales de las entidades financieras, la determinación del ahorro financiero sería una perogrullada, bastaría sumar lo captado por cada uno de estos instrumentos. Esto es precisamente lo que muchos *ingenuos* hacen para determinar el ahorro financiero del país.

Una característica de casi todos los activos financieros colombianos, especialmente los papeles de renta fija, es la de ser a corto plazo, por lo menos en la práctica, dado que existe una equivocación muy marcada sobre el aspecto liquidez. Se cree que si a un instrumento de captación no se le da absoluta liquidez primaria este es incolocable en el mercado, cuando en la realidad lo importante para el inversionista es obtener su dinero cuando lo necesita, sin consideración a que sea el mercado primario o secundario el que le dé liquidez.

Este equivocado concepto de liquidez ha llevado a crear una serie de fondos de sustentación con una manera muy peculiar de actuar, mantener el precio aunque para ello sea necesario recomprar toda la emisión del papel que se trate. Para nosotros los fondos de sustentación sólo deben servir para evitar transacciones especulativas, pero no para impedir que la cotización suba o baje buscando una rentabilidad acorde con las circunstancias, que es lo que la teoría económica enseña.

Pero lo más preocupante de otorgar garantía de recompra es la distorsión que se crea en el mercado de capitales al captar recursos de corto plazo para prestarlos a largo y mediano plazo. Esta imperfección del mercado es muy acentuada en el caso de los préstamos hipotecarios. Como veremos, este error, que también se cometió con las unidades de poder adquisitivo constante, es el causante de muchos problemas de liquidez de las instituciones financieras. La anterior situación, para nosotros, es equivalente a la de una sociedad anónima que garantizara recompra de sus acciones. Nos podemos imaginar lo que sucedería si, ante el resultado adverso de un año, los poseedores de dichas acciones resolvieran salir de ellas, se necesitaría vender hasta el escritorio del gerente para poder comprarlas. Por risible que parezca ésta es más o menos la actitud que se toma con muchos de los valores de renta fija en Colombia.

Otro concepto no bien entendido o por lo menos no aplicado correctamente es el de la tasa de interés y por consiguiente la rentabilidad de un título. Hemos hablado ya de la tasa nominal de interés y la descompusimos en dos partes: tasa de inflación y tasa real de interés.

La tasa de inflación, o parte de la tasa nominal de interés que así denominamos, no es ninguna retribución a nadie. Es solo el indicativo de las unidades monetarias que debemos agregar para conservar el poder de compra del dinero objeto de transacción en el mercado de capitales.

La tasa real de interés es la verdadera retribución, a quien cede un poder adquisitivo, por el uso durante un período de ese poder. No utilizamos el término precio del dinero porque nos parece que se presta a equívocos con el precio de cuenta y el precio monetario del mismo. Pero la tasa real de interés encierra otros dos elementos que la determinan: riesgo y liquidez. Por lo tanto podríamos escribir. Tasa real de interés = pago por riesgo + pago por tiempo o liquidez + pago por uso de un poder de compra.

El pago por riesgo puede asemejarse a una prima de seguro en que el prestamista desempeña la función de compañía de seguros. Cada período en que recibe sus intereses está recibiendo la prima, con la cual puede formar la reserva técnica necesaria para autopagarse el siniestro, que en este caso consiste en la no devolución de la deuda. Por lo tanto este componente de la tasa real de interés se determina, automáticamente, por la experiencia de los prestamistas, algo equivalente a la elaboración de una tabla de mortalidad.

El pago por tiempo, que está determinado por la liquidez, es algo semejante. Sólo que aquí el siniestro es, para el prestamista, perder alguna oportunidad mejor para su

dinero, por lo cual cobra una prima de seguro contra esta mejor oportunidad. Aunque estas consideraciones un poco teóricas no se las hacen los inversionistas de ésa forma, están implícitas en la fijación de la tasa real de interés en el mercado.

Y estos hechos son los que en Colombia no se tienen en cuenta para la fijación, por parte de la autoridad monetaria, de las tasas nominales de interés. El primer error consiste en no dejar que el mercado determine la tasa al pretender controlarla como forma de reducir la inflación. La segunda equivocación es fijar las mismas rentabilidades a papeles con diferente riesgo y liquidez.

Dejando un poco de lado las disquisiciones teóricas; entremos a ver la evolución de los principales activos financieros del país desde la implantación del sistema de valor constante viendo antes algunas de sus principales características.

i) Depósitos de ahorro en el sistema bancario

Es este el instrumento más tradicional y generalizado que existe en Colombia, utilizado fundamentalmente por personas de un nivel educacional y de ingreso bajo. Existe sin embargo un buen número de ahorradores de ingreso medio y medio alto, semi-analfabetas en gran porcentaje. Se trata, pues, de un medio utilizado por una categoría especial de personas, que responde más a estímulos económico-sicológicos que a los de puro carácter económico.

Los depósitos de ahorro que hasta mayo de 1972 devengaban un interés del 4% anual, pagadero por trimestres vencidos sobre saldo mínimo del período, pasaron a ganar 8.5% anual. Esta elevación de la tasa de interés trajo un aumento vertiginoso en esta clase de depósito que al pasar de \$4.299.37 millones en abril 30 de abril de 1972 a \$6.783.6 millones en julio 31 de 1973, significó un incremento de cerca de \$2.500 millones en sólo 15 meses, como lo muestra el cuadro 9.9.

Aunque a primera vista parezca que este aumento se debió a la mejora en el rendimiento, a nuestro entender, lo que originó tal crecimiento fue la campaña publicitaria, sin antecedentes, realizada por los bancos y la Caja Agraria, campaña que tiene como origen y ésta es una afirmación a priori, la mayor rentabilidad que para el sistema bancario representó el cambio en las inversiones forzosas, efectuado a raíz del aumento al 8.5% en el interés pagado a los depositantes, en el mismo mes de mayo de 1972 y posteriormente. Al encontrar los bancos una atractiva veta de posibles utilidades resolvieron aprovecharla al máximo. Empero, en el mismo mes se estableció el sistema de valor constante que restaba posibilidades y por eso se recurrió a la fabulosa campaña publicitaria que se realiza, muy bien dirigida a la categoría de personas que mencionamos, ofreciendo seguro, rifas, crédito, etc.

Este último elemento, el crédito, es básico pues el deseo del público de acceso a este, especialmente para la adquisición de vivienda y cierta clase de bienes de consumo durables, es un motivo que impulsa a la gente a ahorrar. Se observa así cómo una ascendente demanda de crédito es responsable, al menos en parte, del aumento en el ahorro. Este fenómeno, más importante de lo que pudiera pensarse, se ha descuidado bastante en nuestro país.

Por lo anteriormente anotado, se puede deducir que la creación del sistema de valor constante no trae implicaciones en esta clase de ahorros. Si bien esto es cierto a corto plazo, la situación puede cambiar en el largo plazo a medida que el nivel cultural de la gente se eleve.

ii) Cédulas Hipotecarias del Banco Central Hipotecario.

Sin lugar a dudas este es el papel de renta fija que en el mercado goza de mayor prestigio, ganado a lo largo de más de 40 años, entre inversionistas financieros y que a pesar

CUADRO 9.9 – DEPOSITOS DE AHORRO EN EL SISTEMA BANCARIO
(Miles de pesos)

Fin de:	Total	Banco Popular	Resto de Bancos	Caja de Crédito Agrario	Círculo de Obreros	Sub-total excluye al Banco Popular	
1962	Diciembre	876.518	70.592	307.078	468.862	29.986	805.926
1963	Diciembre	1.047.400	77.658	355.106	581.498	33.138	969.742
1964	Diciembre	1.214.106	86.476	410.043	680.481	37.106	1.127.630
1965	Diciembre	1.396.916	150.761	472.016	734.778	39.361	1.246.155
1966	Diciembre	1.705.107	220.505	572.750	865.700	46.152	1.484.602
1967	Diciembre	1.989.561	312.795	682.955	941.900	51.911	1.676.766
1968	Diciembre	2.367.190	341.106	829.624	1.137.226	59.234	2.026.084
1969	Diciembre	2.716.225	325.182	978.909	1.342.102	70.032	2.391.043
1970	Diciembre	3.425.468	431.141	1.261.163	1.650.983	82.181	2.994.327
1971	Diciembre	4.148.224	538.875	1.533.816	1.980.844	94.689	3.609.349
1972	Enero	4.151.439	560.861	1.513.122	1.981.154	95.502	3.590.578
	Febrero	4.165.703	581.169	1.509.730	1.978.757	96.047	3.584.534
	Marzo	4.227.679	564.163	1.542.351	2.023.233	97.942	3.663.516
	Abril	4.299.329	594.911	1.566.743	2.039.677	97.998	3.704.418
	Mayo	4.386.708	600.699	1.597.679	2.089.718	98.612	3.786.009
	Junio	4.668.074	664.096	1.693.619	2.209.220	101.139	4.003.978
	Julio	4.910.363	784.281	1.776.555	2.248.246	101.281	4.126.082
	Agosto	5.115.383	812.811	1.914.179	2.284.785	103.608	4.302.572
	Septiembre	5.357.809	884.027	1.981.827	2.383.892	108.063	4.473.782
	Octubre	5.565.661	890.172	2.108.584	2.458.017	108.888	4.675.489
	Noviembre	5.580.037	842.412	2.159.359	2.469.781	108.485	4.737.625
	Diciembre	5.831.577	695.216	2.405.033	2.615.316	116.012	5.136.361
1973	Enero	6.109.955	921.860	2.404.051	2.667.012	117.032	5.188.095
	Febrero	6.048.469	822.378	2.401.355	2.706.212	118.524	5.226.091
	Marzo	6.240.309	822.176	2.497.127	2.798.848	122.158	5.418.133
	Abril	6.241.523	780.288	2.508.118	2.831.269	121.848	5.461.235
	Mayo	6.403.749	835.051	2.552.507	2.893.042	123.149	5.568.698
	Junio	6.607.667	790.067	2.677.532	3.012.341	127.727	5.817.600
	Julio	6.783.587	846.872	2.722.089	3.086.761	127.865	5.936.715

Fuente: Balances de los bancos.

de las críticas que puedan hacerse ha prestado invaluable servicios al público y la economía nacional.

Al observar su evolución destaca el rápido crecimiento de la colocación en los años de 1968 y 1969, que se explica por el aumento de la tasa nominal de interés¹⁸ del 7 al 9.5 por ciento.

Hay que tener presente que los ahorradores en este papel, a diferencia de los depositantes en cuentas de ahorro, son personas que actúan con más sentido económico, sin llegar a decir que el ciento por ciento.

¹⁸ Aquí se habla de la tasa nominal de interés en dos sentidos: primero en el que hemos venido utilizando, y segundo para diferenciar la de la tasa efectiva, que es nominal en el sentido que venimos empleando, y la que se presenta cuando un papel de renta fija tiene un valor de mercado diferente al nominal del título que usualmente se la denomina tasa de interés nominal para indicar que ésta refiere a dicho valor y no al de mercado.

De este gran incremento, ¿qué se debió a nuevo ahorro y qué a traslado de recursos anteriormente colocados en otros activos financieros? Sobre esto se ha discutido y se discute mucho. Algunos trabajos como el de Hanson¹⁹ han tratado de esclarecer el punto llegando a conclusiones que, por no tener presente que se trabaja con ahorro financiero medible, son muy poco demostrativas de la realidad.

El trabajo citado en el párrafo anterior concluye que del aumento en la colocación de cédulas por el incremento de la tasa de interés tan solo el 22.4% es explicado por nuevo ahorro en 1968. Para 1969 y 1970 los porcentajes son 38.3% y 21.2%. El resto se debe al crecimiento natural del ahorro y a traslación. Para nosotros estos porcentajes son excesivamente altos y provienen, como dijimos, a no tener presente que se utilizan cifras de ahorro financiero medible y no total, entre otras cosas.

CUADRO 9.10 – EMISION Y COLOCACION DE CEDULAS HIPOTECARIAS
(Millones de pesos, valor nominal)

		Emisión	En poder del BCH.	Circulación	Equivalente en pesos	Variación	
						\$	%
1962	Diciembre	787.8	10.0	777.8	668.9	—	— 18.9
1963	Diciembre	939.9	15.0	924.9	795.4	126.5	18.9
1964	Diciembre	1.179.1	19.0	1.160.1	997.7	202.3	25.4
1965	Diciembre	1.251.4	15.5	1.235.9	1.062.9	65.2	6.5
1966	Diciembre	1.359.6	18.2	1.341.4	1.153.6	90.7	8.5
1967	Diciembre	1.636.7	20.0	1.616.7	1.390.4	236.8	20.5
1968	Diciembre	2.611.2	85.4	2.525.8	2.172.2	781.8	56.2
1969	Diciembre	3.998.7	101.5	3.897.2	3.351.6	1.179.4	54.3
1970	Diciembre	5.186.5	148.9	5.037.6	4.332.3	980.7	29.3
1971	Diciembre	6.973.5	655.1	6.318.4	5.433.8	1.101.5	25.4
1972	Enero	6.757.8	337.4	6.420.4	5.521.5	87.7	1.6
	Febrero	6.960.0	319.4	6.640.5	5.710.8	189.3	3.4
	Marzo	7.094.8	464.8	6.630.0	5.701.8	— 9.0	— 0.2
	Abril	7.192.8	324.7	6.868.1	5.906.6	204.8	3.6
	Mayo	7.522.9	367.8	7.155.1	6.153.4	246.8	4.2
	Junio	7.442.8	579.9	6.862.9	5.902.1	—251.3	— 4.1
	Julio	7.678.6	584.5	7.094.1	6.100.9	198.8	3.4
	Agosto	7.661.2	541.1	7.120.1	6.123.3	22.4	0.4
	Septiembre	7.771.0	534.8	7.236.2	6.223.1	99.8	1.6
	Octubre	7.978.1	434.9	7.543.2	6.487.1	264.0	4.2
	Noviembre	8.280.8	495.8	7.785.0	6.695.1	208.0	3.2
	Diciembre	8.221.6	502.6	7.719.0	6.638.3	—56.8	— 0.9
1973	Enero	8.782.1	846.0	7.936.1	6.825.0	186.7	2.8
	Febrero	9.066.7	848.7	8.218.0	7.067.5	242.5	3.6
	Marzo	9.164.1	917.0	8.247.1	7.092.5	25.0	0.4
	Abril	8.756.2	1.246.5	7.509.7	6.458.3	—634.2	— 8.9
	Mayo	8.652.5	1.119.7	7.532.8	6.478.2	19.9	0.3
	Junio	8.418.0	1.195.0	7.224.0	6.212.6	—265.6	— 4.1
	Julio	8.765.5	1.387.8	7.377.7	6.344.8	132.2	2.1

Fuente: Banco Central Hipotecario.

¹⁹ Hanson, J.A., *Estimación del Ahorro Familiar en Colombia*. Departamento Nacional de Planeación, noviembre de 1972, Bogotá.

Así como en 1968 y años siguientes la cédula resultó beneficiada en detrimento de otras formas de ahorro, la implantación del sistema de valor constante está produciendo traslado de esta hacia depósitos y bonos en UPAC. Este efecto indeseable por los problemas que trae, especialmente de índole monetaria, se debe en gran medida a la garantía de recompra de la cédula, liquidez total en el mercado primario, que como anotamos anteriormente es una característica de nuestros valores de renta fija, conjuntamente a la liquidez total de las cuentas de ahorro en UPAC, además de lo ya dicho sobre la no diferenciación de la tasa de interés para papeles de corto, mediano y largo plazo.

De la observación de las cifras presentadas en el cuadro 9.10 estadísticos, deducimos que la traslación de ahorro captado por las cédulas es apreciable. Desde diciembre 31 de 1972 a junio 31 de 1973 su colocación total ha descendido en cerca de \$295 millones, al pasar de \$6.638.3 a \$6.344.8, a pesar de existir inversiones de las corporaciones de ahorro y vivienda cercanas a los \$250 millones o sea \$80 millones más de lo que tenían en diciembre 31.

La disminución en la circulación de la cédula se ha visto amortiguada por el gran aumento de los depósitos de ahorro, que tienen un encaje de 20% así, 0.5% en efectivo y el resto, 19.5% debe invertirse en cédulas, excepción hecha del Banco Popular que lo realiza en bonos de ahorro y vivienda del Instituto de Crédito Territorial. Por este concepto la colocación de cédulas en este período enero-julio 1973 es aproximadamente \$156 millones.

iii) Bonos de desarrollo económico clase "B".

La importancia económica de este instrumento de captación de ahorro por parte del gobierno es de primer orden. Permite el financiamiento de la inversión pública sin recurrir a la emisión, lo que equivale a decir sin generar presiones inflacionarias. Desde el primer ensayo de emitir este bono en 1960, se han hecho importantes esfuerzos para acreditarlo en el mercado con resultados bastante buenos.

Por ser de características muy similares a las de la cédula, todo lo dicho con relación a ella sobre garantía de recompra y efectos del sistema de valor constante, puede extenderse al bono. Desde diciembre de 1972 en que la circulación arrojaba \$1.603.3 millones tan solo ha subido 65.7 millones, para colocarse en agosto 31 de 1973 en \$1.669.0 millones, a pesar del aumento de la colocación forzosa en los Institutos descentralizados. El cuadro 9.11 ilustra sobre el particular.

Existe aquí un problema de corto plazo de grandes dimensiones. Para el año de 1973 se presupuestaron gastos por \$1.300 millones, que deberían ser cancelados con el producto de la colocación, por la misma suma de bonos de desarrollo económico clase B. Hasta agosto 31 de 1973, solo se había logrado colocar algo así como \$220 millones, cifra que según vimos apenas alcanzó a compensar las amortizaciones y reventas de emisiones anteriores. Se crea de esta manera un factor expansionista de los medios de pago muy importante precisamente en momentos en que hay que buscar financiación a la cosecha de café por salir en pocos días.

Para que el bono de desarrollo lo mismo que la cédula subsistan, es necesario aumentarles la rentabilidad, ojalá teniendo en cuenta las anotaciones que, sobre la tasa de interés, hemos hecho. A menor liquidez mayor tasa. Los mecanismos para hacerlo son varios y es conveniente entrar a analizarlos con miras al futuro. Uno de ellos puede ser el de pagar una sobretasa por permanencia.

iv) Acciones

Las acciones pueden, teóricamente, considerarse como el primer instrumento financiero existente en el mercado de capitales sujeto a cierta clase de corrección monetaria.

CUADRO 9.11 -- EMISION Y COLOCACION DE BONOS DE DESARROLLO ECONOMICO CLASE "B"

Año	Fecha		Emisión vigente	En Fondo de		En bóveda	Circulación	Equivalente en S	Variación		
	Año	Mes		Sustentación					S	%	
1966	Diciembre		88.7	—	13.8	74.9	71.2	—	74.0	—	
1967	Diciembre		152.9	—	—	152.9	145.2	74.0	103.9		
1968	Diciembre		370.2	9.7	—	360.5	342.5	197.5	136.0		
1969	Diciembre		604.9	56.4	82.7	465.8	442.5	100.0	29.2		
1970	Diciembre		857.5	98.7	—	758.8	720.9	278.4	62.9		
1971	Diciembre		1.434.3	125.1	377.7	931.5	884.9	164.0	23.7		
1972	Enero		1.430.9	81.2	305.3	1.044.4	992.2	107.3	12.1		
	Febrero		1.414.5	104.8	263.1	1.046.6	994.3	2.0	0.0		
	Marzo		1.396.6	103.0	218.6	1.075.0	1.021.2	27.1	0.3		
	Abril		1.396.6	84.9	82.4	1.229.3	1.167.8	146.6	14.4		
	Mayo		1.380.2	71.5	1.5	1.307.2	1.241.8	74.0	6.3		
	Junio		1.361.8	74.4	—	1.287.4	1.223.0	—	18.8	-1.5	
	Julio		2.002.7	59.5	215.6	1.727.6	1.641.2	418.2	34.2		
	Agosto		1.990.2	106.2	69.2	1.814.8	1.724.1	82.9	5.1		
	Septiembre		1.974.9	145.2	7.5	1.822.2	1.731.1	7.0	0.4		
	Octubre		1.955.4	88.3	—	1.867.1	1.773.7	42.6	2.5		
	Noviembre		1.949.5	157.1	—	1.792.4	1.702.8	-70.9	-4.0		
	Diciembre		1.933.8	246.1	—	1.687.7	1.603.3	-99.5	-5.8		
	1973	Enero		1.920.4	168.8	—	1.751.6	1.664.0	60.7	3.8	
		Febrero		1.907.7	182.6	—	1.725.1	1.638.8	-25.2	-1.5	
		Marzo		1.891.6	171.5	—	1.720.1	1.634.1	-4.7	-0.3	
		Abril		2.371.1	203.0	474.0	1.694.1	1.609.4	-24.7	-1.5	
Mayo			2.364.8	139.5	403.0	1.822.3	1.731.2	121.8	7.6		
Junio			3.148.2	198.1	1.203.0	1.747.1	1.659.7	-71.5	-4.1		
Julio			3.134.1	198.5	1.119.0	1.816.6	1.725.8	66.1	4.0		
Agosto			3.098.5	267.9	1.073.7	1.756.9	1.669.0	-56.8	-3.3		

Fuente: Instituto de Fomento Industrial. Departamento de Bonos.

Sin embargo el índice que se aplica a cada una es diferente y depende de la clase de empresa que se trate, de la rentabilidad del capital en la misma, etc.

Afirmamos esto basados en que por lo general las acciones están respaldadas por el capital físico: maquinaria y equipo, lotes y construcciones, etc. de las sociedades anónimas que las emiten. La cotización de la acción, al menos teóricamente, sube con la inflación al aumentar el precio monetario de los bienes que la respaldan. Sin embargo factores tales como el cobro de impuestos sobre ganancias irreales o *ilusorias*, que van traspasando el patrimonio al Estado, originan el traslado de tales impuestos a los accionistas quienes, en esta forma, no ven subir la cotización de la acción. El análisis completo es mucho más complejo pero nos interesa principalmente dejar sentadas ciertas características de éstos.

Se puede argumentar que el precio de una acción está dado por la oferta y la demanda, determinado por factores como la rentabilidad, solidez de la empresa, etc. Esta correcta afirmación solo es una forma diferente de enfocar el problema. La oferta y la demanda son función de la rentabilidad de la acción que depende de las utilidades netas y éstas a su vez, en empresas que bajo condiciones impositivas con estabilidad de precios son rentables, están dadas, primordialmente por los impuestos y la tasa de inflación.

Una característica que diferencia las acciones de los demás papeles del mercado colombiano es su liquidez. Es tal vez el único instrumento que no goza de liquidez prima-

ria, como es lógico, en esta clase de activos financieros. Lo mencionamos porque este hecho no se tiene en cuenta al comparar rentabilidades.

Esta última característica hace que al analizar los efectos que sobre las acciones haya tenido el sistema de valor constante se comenta, más frecuentemente de lo pensado, el error de creer que son ahorro totalmente transferible, cuando sólo podría realizarse disolviendo sociedades. Por lo mismo, muy comúnmente se utilizan, erradamente, comparaciones de volumen de transacciones para indicar mayor o menor volumen de captación de ahorro, sin pensar que una transacción bursátil implica ahorro y desahorro. En síntesis, el ahorro colocado en acciones sólo puede salir, hablando global y no individualmente, al disolverse, o rebajar el capital una sociedad. La colocación de nuevas emisiones es la captación de nuevo ahorro por las sociedades anónimas.

El proceso inflacionario venía haciendo imposible a las sociedades anónimas la colocación de nuevas acciones, situación que mejoró un poco durante el primer semestre de 1973, \$106.6 millones colocados en el primer semestre, de \$137 millones emitidos, debido a la ley de estímulos tributarios. Sin embargo la alta rentabilidad de las unidades de poder adquisitivo constante tornará muy difícil la colocación de nuevas emisiones, por lo menos mientras la tasa de inflación se mantenga a los niveles actuales.

Del estudio de los cuatro anteriores activos financieros, muy sintéticamente, podemos deducir: los bonos y cuentas de valor constante han drenado apreciable cantidad de recursos de varios de los principales activos financieros. Por lo tanto parte importante de los \$2.650 millones, aproximadamente, captados hasta agosto 11 por las corporaciones de ahorro y vivienda son traslación y no generación de ahorro. Apreciaciones de intermediarios financieros del mercado extrabancario indican una disminución en su captación de alrededor de \$500 millones. Sólo hasta tener las cuentas de flujos de fondos podrá cuantificarse el efecto del nuevo sistema sobre al ahorro financiero medible.

v) Distorsiones en la inversión.

Vimos al tratar la inflación cómo esta distorsiona la inversión de los recursos. Uno de los efectos más perniciosos es el cambio en la relación capital-trabajo del aparato productivo que se hace muy grande relativamente hablando. Sobre este aspecto la corrección monetaria parcial que se ha introducido en la economía colombiana por medio del sistema de valor constante no elimina la mencionada distorsión. Por el contrario crea una imperfección más al aumentar el costo de capital en el sector construcción por naturaleza intensivo en mano de obra, mientras que por el contrario se sigue dando crédito subsidiado a la industria, la agricultura, etc.

Quizá la más importante de las imperfecciones creadas por las unidades de poder adquisitivo constante, es el desestímulo a la inversión productiva con rendimiento inferior a las mismas lo cual significa que muchos productores pueden optar por no realizar esfuerzos en el campo de producción, sujetos a grandes riesgos algunas veces, y colocan sus recursos en UPAC.

En el aspecto regional se pueden presentar graves problemas si no se canalizan, por otros medios, buena cantidad de recursos para la construcción y demás actividades productivas. El fenómeno tiene sus raíces en la diferente pérdida de poder adquisitivo del dinero de una región a otra.

En regiones donde el índice de precios muestre variaciones inferiores al promedio nacional, la tendencia será hacia la colocación de recursos en unidades de poder adquisitivo constante, y el no uso de estos para financiarse. Es algo así como la distorsión producida por el tipo de cambio, referido a una especie de tipo de cambio inter-regional que es preciso estudiar en detalle.

B. Aspectos microeconómicos.

Analizaremos ahora la incidencia de la corrección monetaria sobre oferentes y demandantes de recursos financieros. En primer lugar veremos la situación del ahorrador en unidades de poder adquisitivo constante y en segundo lugar del usuario de crédito para vivienda bajo este sistema.

a) Ahorradores

Por el lado de los ahorradores una de las críticas más oídas es la referente a los incentivos dados a este activo financiero. Se dice que beneficia principalmente a personas de altos ingresos y que distorsiona completamente el mercado de capitales. En el primer aspecto la crítica es cierta solo parcialmente. Claro que sin lugar a dudas la inmensa mayoría de los recursos captados por las corporaciones de ahorro y vivienda proviene de personas de altos ingresos; pero ¿qué sucede cuando un ahorrador de ingresos altos no encuentra en el mercado activos financieros que conserven su poder de compra? Lo más corriente es que estas personas coloquen su dinero en el exterior o lo utilicen en la adquisición de lotes de engorde, casas y toda clase de bienes de poca o ninguna productividad para la comunidad. El problema no radica en reconocer que la inflación desestimula el ahorro sino en la inflación misma. Nada se obtiene con cerrar los ojos a la realidad y tratar de corregir efectos en lugar de causas. El problema no está en eliminar una injusticia contra el ahorrador que pone su dinero al servicio de la comunidad sino en hacerlo para una sola clase de ahorro. Desde este punto de vista, el ajuste monetario debe hacerse para toda clase de ahorro: cuentas de ahorro, cédulas de capitalización, seguros de vida, bonos de desarrollo, etc., etc.

Es precisamente el establecimiento del valor constante en una sola clase de activos financieros el que produce la distorsión en el mercado de capitales y por lo tanto la crítica en este sentido es completamente válida. Pero la solución no es terminar con el ajuste monetario sino extenderlo a toda clase de ahorros, como se dijo a tomar el camino alternativo de ajustar las tasas de interés a niveles más acordes al ritmo de inflación y con la flexibilidad necesaria tanto para subir como para bajar.

b) Prestatarios

Al estudiar el problema por el lado de los usuarios de los recursos, puede pensarse que el aumento en el costo de estos es muy gravoso. Sin embargo, lo que sucede al otorgar crédito sujeto a corrección monetaria es simplemente que se elimina un subsidio, que generalmente no es recibido por personas de bajos ingresos. En cambio, cuando una institución financiera otorga créditos sin ajustes monetarios no puede conceder plazos muy largos, pues la pérdida del poder de compra del dinero trae como consecuencia una recuperación de capital en términos reales muy baja, y se elimina en esta forma la posibilidad de otorgar créditos a plazos de 20 a 25 años que harían más accesible la adquisición de vivienda para personas de ingresos bajos.

Otra forma de hacer más accesible la vivienda para las personas de bajos ingresos es la de disminuir la cuota inicial, o en otras palabras financiar un mayor porcentaje del valor de la vivienda, porcentaje que tiende a disminuir a medida que la tasa de inflación es más alta.

Se plantea que una persona que obtiene un crédito con ajuste monetario, puede ver que su ingreso no aumente en la misma proporción. Para este caso —que no parece ser el más general de acuerdo con las cifras con que se cuenta— existe la posibilidad de optar por sistemas de amortización que eviten el problema. Además, si la persona no tiene vivienda, el arrendamiento puede aumentar más rápidamente que el ingreso a pesar de la teórica congelación de los cánones de arrendamiento.

Un ejemplo histórico que muestra cómo el problema de incapacidad de pago de los prestatarios no se presenta en las clases sociales que tienen acceso al crédito en valor constante se aprecia en el cuadro 9.12, que se refiere a las viviendas construidas por el Banco Central Hipotecario en el barrio Polo Club, de Bogotá. La cuota que en 1958, comenzó con un valor de \$477.83, hubiera ascendido en 1972, según la tasa de inflación histórica, a \$1.936.00 cuota de ninguna manera elevada si se observa la variación en el nivel salarial y el costo del arrendamiento de tales inmuebles, que en 1972 se situaba alrededor de \$3.000.00.

CUADRO 9.12 – CUOTAS Y SALDOS PARA PRESTAMO HIPOTECARIO
EN VALOR CONSTANTE, POR \$50.000
Interés 8% anual – Plazo 15 años

Años	Tasa de inflación	Cuota mensual	S A L D O S	
			Inicial	Final
1958	13.2	477.83	50.000.00	48.201.02
1959	8.3	540.90	54.563.55	52.358.12
1960	5.8	585.79	56.703.84	54.117.17
1961	8.2	619.77	57.255.97	54.292.08
1962	4.9	670.59	58.744.03	55.270.94
1963	25.9	703.45	57.979.22	54.033.54
1964	16.7	885.64	68.028.23	62.648.36
1965	7.9	1.033.54	73.110.64	66.311.25
1966	116.7	1.115.19	71.549.84	63.604.36
1967	8.5	1.301.43	74.226.29	64.184.27
1968	7.5	1.412.05	69.639.93	57.840.02
1969	7.0	1.517.95	62.178.02	48.440.32
1970	7.0	1.624.90	51.831.14	35.911.83
1971	11.4	1.737.89	38.425.66	19.978.26
1972	—	1.936.00	22.255.78	—

Como hecho curioso se presenta una dualidad de pensamiento y obra, cuando se trata de colocar los recursos captados por el sistema de valor constante.

Se piensa que una de las fallas del sistema tradicional de financiamiento de vivienda es la disminución continua de la parte del ingreso destinada por las personas a atender su obligación hipotecaria; sin embargo, cuando se elaboran los planes de amortización para el nuevo sistema se utilizan toda clase de ingenios para asemejarlo al tradicional.

Tal actitud es, para nosotros, inconsecuente; o los salarios mantienen su poder adquisitivo o lo pierden. En el segundo caso no se ha debido implantar la corrección monetaria. En el primero, más cercano a la realidad, no es razonable proceder en tal forma. En las primeras épocas de la adquisición de vivienda, es cuando las personas encuentran mayores dificultades económicas por financiación de la cuota inicial, gastos notariales, de registro, pago de impuestos, dotación de la nueva vivienda de elementos tales como cortinas, etc.

El proceder que estamos mencionando implica, por otra parte, sacar del mercado gran número de personas. A este respecto existen dos interesantes documentos de los asesores de la Junta de Ahorro y Vivienda, en donde se concluye:

“Para un crédito en UPAC de cualquier magnitud, el tamaño del mercado se reduce significativamente al aplicar el sistema de pagos decrecientes en UPAC. Pero dicha disminución

es mayor, en cuanto se refiere al número de unidades familiares que quedan por fuera del sistema, en los estratos de bajos ingresos"²⁰.

C. Aspectos monetarios y fiscales.

a) Fiscales

Al observar la rentabilidad del dinero colocado en unidades de poder adquisitivo constante, cuadros 9.13, 9.14 y 9.15, encontramos los siguientes hechos: primero, la rentabilidad real neta de los impuestos —rentabilidad real neta = tasa neta de impuestos - tasa de inflación— de las UPAC varía, según la categoría del contribuyente y la tasa de inflación entre 3.54%, para una tasa de inflación de 9% y marginal de impuesto de 25%, a 2.55% para tasas de 30% y 50% respectivamente. Es interesante anotar aquí que el crédito real es mayor para personas de menores ingresos, o sea, el impuesto es progresivo. Segundo, cuando consideramos las tasas equivalentes, es decir, aquellas que deben rendir los papeles que no gocen de exención tributaria, se pierde la progresividad de los impuestos.

CUADRO 9.13 — RENDIMIENTO ANUAL DE LA UPAC EN % CON INTERESES DEL 5.5%

		En el mes	Anual según el del mes	Mensual promedio considerando los 12 últimos meses transcurridos ¹	Anual según el mensual promedio
1972	Septiembre	1.42	18.44	1.42	18.44
1972	Octubre	1.42	18.59	1.42	18.44
1972	Noviembre	1.65	21.70	1.47	19.12
1972	Diciembre	1.79	23.73	1.55	20.21
1973	Enero	1.93	25.78	1.62	21.26
1973	Febrero	1.48	19.28	1.60	20.98
1973	Marzo	1.27	16.35	1.55	20.29
1973	Abril	1.58	20.70	1.55	20.33
1973	Mayo	2.62	36.39	1.67	22.01
1973	Junio	1.97	26.38	1.72	22.90
1973	Julio	2.15	29.08	1.78	23.48
1973	Agosto	2.22	30.10	1.79	23.74
1973	Septiembre	2.26	30.76	1.86	24.74
1973	Octubre	2.20	29.86	1.92	25.70

¹ De agosto 1973 hacia atrás se consideraron los meses transcurridos.

Fuente: Índice Nacional de Precios al Consumidor —DANE— y cálculos del autor.

En el cuadro 9.15 se observa que entre mayor sea la tasa impositiva de una persona la tasa equivalente es mayor, lo cual, significa que el sistema impositivo es regresivo. Los resultados aparentemente contradictorios que se obtienen del análisis de los cuadros tienen una sencilla explicación.

²⁰ Asesores de la Junta de Ahorro y Vivienda, documentos A-1 y A-2, de 9 y 10 de agosto de 1973, mimeo, Bogotá.

CUADRO 9.14 – RENTABILIDAD DEL DINERO COLOCADO EN CERTIFICADOS DE AHORRO DE VALOR CONSTANTE DEL 5.5%
–Tasas netas de impuesto–

Tasa de inflación	Tasa marginal del impuesto a la renta ¹					
	25%	30%	35%	40%	45%	50%
10	13.54	13.23	12.93	12.63	12.33	12.03
11	14.58	14.27	13.97	13.66	13.36	13.05
12	15.62	15.31	15.00	14.70	14.39	14.08
13	16.66	16.35	16.04	15.73	15.42	15.11
14	17.70	17.39	17.08	16.76	16.45	16.14
15	18.74	18.43	18.11	17.80	17.48	17.16
16	19.78	19.47	19.15	18.83	18.51	18.19
17	20.83	20.51	20.18	19.86	19.54	19.22
18	21.87	21.54	21.22	20.89	20.57	20.25
19	22.91	22.58	22.25	21.93	21.60	21.27
20	23.95	23.62	23.29	22.96	22.63	22.30
21	24.99	24.66	24.33	23.99	23.66	23.33
22	26.03	25.70	25.36	25.03	24.69	24.36
23	27.07	26.74	26.40	26.06	25.72	25.38
24	28.12	27.77	27.43	27.09	26.75	26.41
25	29.16	28.81	28.47	28.13	27.78	27.44
26	30.20	29.85	29.50	28.30	28.81	28.47
27	31.24	30.89	30.54	30.19	29.84	29.49
28	32.28	31.93	31.58	31.22	30.87	30.52
29	33.32	32.97	32.61	32.26	31.90	31.55

¹ Para todos los cálculos se supuso una tasa marginal del impuesto al patrimonio 1%.

Hemos considerado que una tasa nominal de interés está formada por dos componentes principales; tasa de inflación o de pérdida de poder adquisitivo del dinero y el rendimiento real del capital. Si la tasa nominal de interés es de 24% y la de inflación 20% se tiene:

Tasa de inflación	20%
Tasa real de interés	<u>4%</u>
Tasa nominal de interés	24%

Aquí radica el problema de la contradicción y depende de considerar o no que la parte de la tasa nominal correspondiente a la inflación debe estar gravada, o por el contrario, exenta. En el primer caso, al establecer exenciones a ciertos papeles esta es mayor para las personas, de altos ingresos y es por esto que para obtener un determinado rendimiento real neto, dichas personas necesitan encontrar papeles con más elevados rendimientos de lo que sería necesario a gentes de ingresos menores. El sistema impositivo sería regresivo en este caso.

CUADRO 9.15 – RENTABILIDAD DEL DINERO COLOCADO EN CERTIFICADOS DE AHORRO DE VALOR CONSTANTE DEL 5,5%
– Tasas equivalentes –

Tasa de inflación	Tasa marginal del impuesto sobre la renta ¹					
	25%	30%	35%	40%	45%	50%
10	19.39	20.33	21.43	22.72	24.24	26.06
11	20.77	21.81	23.03	24.43	26.11	28.10
12	22.16	23.30	24.62	26.17	27.98	30.16
13	23.55	24.79	26.22	27.88	29.85	32.22
14	24.93	26.27	27.82	29.60	31.73	34.28
15	26.32	27.76	29.40	31.33	33.60	36.32
16	27.71	29.24	31.00	33.05	35.47	38.38
17	29.11	30.73	32.53	34.77	37.35	40.44
18	30.49	32.20	34.18	36.48	39.22	42.50
19	31.88	33.69	35.77	38.22	41.09	44.54
20	33.27	35.17	37.37	39.93	42.96	46.60
21	34.65	36.66	38.97	41.65	44.84	48.66
22	36.04	38.14	40.55	43.38	46.71	50.72
23	37.43	39.63	42.15	45.10	48.58	52.76
24	38.83	41.10	43.74	46.82	50.45	54.82
25	40.21	42.59	45.34	48.55	50.18	56.88
26	41.60	44.07	46.92	50.27	54.20	58.94
27	42.99	45.56	48.52	51.98	56.07	60.98
28	44.37	47.04	50.12	53.70	57.95	63.04
29	45.76	48.53	51.71	55.43	59.82	65.10
30	47.15	50.01	53.31	57.15	61.69	67.16

¹ Para todos los cálculos se supuso una tasa marginal del impuesto al patrimonio del 1%a.

En cambio cuando se considera que no debe gravarse la parte de intereses que corresponde a inflación, el sistema no es regresivo. Esto es lo que se ha hecho con el nuevo sistema de ahorro y vivienda. Se gravan solamente los ingresos que corresponden a intereses reales. En esta forma se ha dado una ventaja a los ahorradores en UPAC que no se ha extendido a los que ahorran bajo otros sistemas.

Desde el punto de vista de los ahorradores no se ve la razón que justifique esta anomalía. Porque no se procede en la misma forma con las demás clases de ahorro.

En nuestra opinión y a pesar de los posibles efectos anti-inflacionarios de una tributación sobre ingresos nominales, el sistema contrario, o sea el de no gravar los ajustes monetarios, aunque éstos no se reconozcan en forma explícita, es más equitativa y trae consigo una mayor captación de ahorro financiero a través de los canales controlables por la autoridad monetaria. Evita el ahorro en forma improductiva para la comunidad.

Los demás problemas que la tributación en Colombia trae sobre el ahorro, se han eliminado solo en forma parcial, mientras no se aplique la corrección monetaria al sistema impositivo los problemas, ya analizados en el aparte de este capítulo subsisten y no los repetiremos aquí.

b) Aspectos monetarios

Este es uno de los aspectos de mayor relevancia en los actuales momentos en que el país atraviesa por una apreciable aceleración de la tasa inflacionaria. Para nosotros, los problemas monetarios generados por la implantación del sistema de valor constante son consecuencia de la excesiva liquidez otorgada, en el mercado primario, a las unidades de poder adquisitivo constante y su alta rentabilidad. El problema se presenta cuando, debido a una tasa de inflación alta, el rendimiento en el sistema de valor constante es elevado en comparación a los demás del mercado del dinero y de capitales o viceversa. En el primero de los casos los recursos colocados en instituciones como el Banco Central Hipotecario pasan rápidamente a las corporaciones de ahorro y vivienda, produciendo por consiguiente iliquidez en dicho Banco, viéndose la autoridad monetaria en la necesidad de otorgar crédito a través del Banco Emiscr, creándose así una expansión primaria que genera presiones inflacionarias y por lo mismo mejores expectativas de rendimiento de las UPAC y mayores traslados. El proceso puede presentarse en sentido contrario pero de todas maneras se recurrirá al Banco de la República en busca de liquidez, sea para las entidades diferentes a las corporaciones o para éstas.

Hasta la fecha, la expansión primaria debida a la implantación del sistema de valor constante se ha reflejado casi exclusivamente en disminución de depósitos del Banco Central Hipotecario en el Banco de la República (cuadro 9.16) por un lado, y por el otro, se ha producido una contracción por los depósitos hechos en el Fondo de Ahorro y Vivienda por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda (cuadro 9.17). Sin embargo, la aceleración de los desembolsos de las corporaciones hará que en pocos meses los \$1.200 millones depositados en el FAVI salgan de este Fondo, generando una expansión primaria por esa cantidad.

CUADRO 9.16 — DEPOSITOS DEL BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
EN EL BANCO DE LA REPUBLICA EN MONEDA NACIONAL
(Millones de pesos)

Meses	1972	Meses	1973
Julio	319.5	Enero	549.6
Agosto	207.0	Febrero	361.8
Septiembre	278.4	Marzo	715.3
Octubre	457.4	Abril	246.9
Noviembre	519.7	Mayo	403.1
Diciembre	293.0	Junio	21.6
		Julio	321.6

Fuente: Banco de la República.

Mucho se discute sobre si la UPAC es inflacionista o nó. Para lo cual no existe una respuesta definitiva; todo depende de la tasa de inflación y el grado de liquidez de los papeles existentes en el mercado. Creemos que, aunque la corrección monetaria generalizada es deflacionista, neutra o inflacionista, según que el proceso inflacionario sea alto, moderado, o bajo, las presiones inflacionarias aumentan a medida que el sistema sea de aplicación más restringida, y se otorgue mayor liquidez, como ocurre en Colombia. De no tomarse medidas sobre liquidez del sistema de valor constante y otros papeles, tendremos que: si la inflación baja, salen recursos de las corporaciones súbitamente. Los

CUADRO 9.17 — DEPOSITOS DE LAS CORPORACIONES
DE AHORRO Y VIVIENDA EN EL FAVI
(Millones de pesos)

Abril	770.1
Mayo	1.194.5
Junio	1.227.5
Julio	1.275.0

Fuente: Banco de la República.

recursos pasan a cédulas, bonos, etc., las corporaciones presionan crédito en el Banco Emisor; se genera inflación; retornan recursos a las corporaciones; y las demás instituciones acuden al crédito inflacionario, agudizándose así el proceso. Esta posibilidad existe y es conveniente meditar sobre ella.

V. Conclusiones y recomendaciones.

Como aporte a mejorar el sistema de valor constante presentamos aquí un resumen de anotaciones y algunas recomendaciones. Estimamos que cuando un sistema nos parece bueno, la forma más efectiva de ayudarlo y mejorarlo no es dedicarnos a alabarlo y defenderlo porque sí; porque nos gusta. Por el contrario, debemos analizar fría, serena y objetivamente sus pros y contras y es eso precisamente lo que hemos pretendido hacer. Dicho esto veamos algunas anotaciones al sistema colombiano de valor constante y las recomendaciones que encontramos prudente hacer.

Consideramos acertado eliminar las distorsiones que un proceso inflacionario trae consigo. Somos partidarios de métodos automáticos, corrección monetaria o tasas de interés libres, con el mínimo control, el estrictamente necesario. Nos parece más viable en la práctica el método de ajuste monetario por los problemas políticos que surgen en la variación de las tasas de interés.

En Colombia se están cometiendo los siguientes errores:

- a) No diferenciar en la tasa real de interés sus componentes;
- b) Pensar que activos financieros con diferente riesgo y diferente liquidez deben rentar lo mismo;
- c) Confundir liquidez primaria y secundaria, lo que ha llevado a la inexistencia de papeles de largo plazo;
- d) Creer que sin garantía de recompra en la fuente, no se pueden colocar emisiones de papeles de renta fija;
- e) Mantener el valor de los papeles de renta fija aún a costa de recomprar toda una emisión;
- f) Producir inequidades horizontales y verticales en el sistema impositivo, denominando en distinta forma lo que es idéntico: tasa de interés a secas y corrección monetaria más tasa de interés;
- g) Generar distorsiones al crear un papel con una alta tasa nominal de interés sin aumentar las otras;
- h) A través del mecanismo de corrección monetaria, pagar mayores tasas reales de interés a las regiones con mayor estabilidad de precios;
- i) Medir el poder adquisitivo del dinero con base en cuatro artículos principalmente, papa y carne, entre ellos;

j) Utilizar un mecanismo de fomento al ahorro como medio para asignar recursos, método a todas luces inconveniente.

Estos son en nuestro modo de ver, los principales errores en que se ha incurrido al tomar decisiones sobre el mercado de capitales y que no se han evitado en la creación del nuevo sistema de ahorro y préstamo para vivienda en términos valor constante, mal conocido como *el sistema UPAC*.

En vista de lo anterior nos permitimos hacer las siguientes recomendaciones divididas en dos grupos. Un primer conjunto que cubra las más urgentes y por lo tanto las denominamos de corto plazo y un segundo grupo que por tener mayor cobertura y ser de mayores implicaciones debe ser estudiado con más detalles.

1. Recomendaciones de corto plazo.

a) Disminuir la liquidez primaria de las cédulas hipotecarias y bonos de desarrollo económico clase "B". Esto puede hacerse estableciendo una prima de permanencia que otorgue cuatro o cinco puntos más de interés, en forma escalonada, según la permanencia.

b) Poner un tope a las cuentas de ahorro en valor constante. No parece aconsejable que sea inferior a \$20.000 ni superior a \$50.000.

c) Prohibir la emisión de bonos de valor constante con madurez menor de un año y diferenciar el 5.5% actual de acuerdo con la liquidez del bono. Ejemplo: 2% para bonos a un año; 3% para bonos a más de un año y menos de tres; 4% para bonos a más de tres años y menos de 5; 5% para más de cinco años.

d) Aplicar la corrección monetaria a la escala impositiva, tanto de personas como de empresas.

e) Aplicar la corrección monetaria a los depósitos de ahorro tradicionales.

f) Estructurar el sistema financiero para la construcción y adquisición de viviendas, mediante el otorgamiento a todas las categorías de personas de un crédito más barato en las ciudades intermedias.

g) Los subsidios a clases de menores ingresos deben hacerse directamente, con aportes del gobierno a los intermediarios financieros para cubrir parte de la cuota inicial. Estas sumas deben ser entregadas con el producto del préstamo.

2. Recomendación a largo plazo.

Debe crearse un comité de no más de 5 técnicos que, con base en los trabajos presentados en el Simposio sobre el Mercado de Capitales de 1971 y en el Simposio sobre Ahorro y Crédito que se realizó en octubre de 1973, elabore un estatuto del mercado de capitales en Colombia. Tal estatuto se someterá a la crítica y análisis de las instituciones financieras para que, discutido y modificado en cuanto se considere necesario, sea aprobado y promulgado por la autoridad competente.

VI. APENDICE

Sistema financiero para la vivienda en el Brasil.

El sistema financiero habitacional del Brasil fue creado con la finalidad de promover y facilitar la construcción y adquisición de casa propia, especialmente a las clases de menor ingreso.

El sistema, concebido para estimular la iniciativa privada en el sector construcción, buscando que el gobierno tenga que hacer lo mínimo posible en este campo, se basa en el supuesto de que existe o se puede lograr un gran volumen de ahorros financieros privados por medio de incentivos y que serán canalizados a través del sistema sin perjuicio de los demás sectores de la economía.

Toda la actividad del sistema financiero habitacional se ejerce en tres niveles: financiamiento de la producción de materiales de construcción, financiamiento de la construcción de unidades habitacionales y financiamiento de su comercialización.

1. Organismos que conforman el sistema.

A. Banco Nacional de Habitación, BNH, que tiene las funciones de banco central del sistema de ahorro y préstamo y banco de inversión.

B. Servicio Federal de Habitación y Urbanismo órgano de asistencia técnica en el campo habitacional.

C. Organos de promoción y crédito, de carácter público y de economía mixta, tales como las cajas económicas federales y estatales, las cajas militares y las compañías de habitación popular COHABs.

D. Fundaciones y cooperativas mutuas sin fines de lucro, como las asociaciones de ahorro y préstamo, reglamentadas y fiscalizadas por el Banco Nacional de Habitación.

E. Sociedades de crédito inmobiliario, de carácter privado con fines de lucro.

El Banco Nacional de Habitación, creado por la Ley 4.380 del 21 de agosto de 1964, opera exclusivamente como órgano orientador, disciplinador y de asistencia financiera, siéndole prohibido operar directamente en financiamiento, compra, venta o construcción de habitaciones. Le competen entre otras:

a) Fijar las condiciones generales, en cuanto a límites, plazos, retiros, intereses, seguro obligatorio, de los depósitos, en el sistema financiero habitacional.

b) Establecer las condiciones generales que deberán satisfacer los préstamos otorgados por el Sistema Financiero Habitacional en cuanto a límites, plazo, condiciones de pago, seguros, intereses y garantías.

c) Dictar normas y fiscalizar el funcionamiento de las sociedades de crédito inmobiliario.

d) Reglamentar, registrar, autorizar el funcionamiento y fiscalizar las fundaciones, cooperativas, asociaciones mutualistas y demás formas asociativas para la construcción o adquisición de casa propia, sin fines de lucro.

A finales de 1971 el Banco Nacional de Habitación fue transformado en empresa pública con un capital de 1.000 millones de cruzeiros. Actúa como banco de segunda línea, operando en todos los sectores por intermedio de sus 900 agentes, que se encargan de la parte ejecutiva.

2. Captación de recursos para el sistema.

Los principales instrumentos de captación de recursos para el sistema financiero habitacional son: el Fondo de Garantía del Tiempo de Servicio, FGTS; letras inmobiliarias, LI; cédulas hipotecarias y libretas de ahorro.

A. Fondo de Garantía del Tiempo de Servicio.

Es la fuente principal de recursos del Banco Nacional de Habitación. Por ley todos los empleadores están obligados a depositar en el Fondo y a nombre de los empleados, el 8% del valor de los salarios pagados. Estos fondos están sujetos a corrección monetaria y devengan intereses, actualmente a una tasa del 6.6% anual.

B. Letras inmobiliarias

Son emitidas principalmente por las sociedades de crédito inmobiliario. Tienen preferencia sobre los activos de dichas sociedades en relación a cualquier otro pasivo, inclusive los de naturaleza fiscal.

Hay dos tipos de letras inmobiliarias: de renta y de ahorro. Las de renta son emitidas en valores unitarios patronados de Cr \$100 y sus múltiplos. Pueden ser nominativas o al portador con plazo mínimo de rescate de 3 años y máximo de 10. Rinden intereses al 8% anual y están sujetas a corrección monetaria; partidas que pueden retirarse trimestralmente.

Las letras inmobiliarias de ahorro son emitidas en unidades patrón de capital UPC, al portador o nominativa con plazo mínimo de rescate de un año. Los intereses, a razón de 8% anual, y la corrección monetaria a que tienen derecho se capitalizan trimestralmente. En esta modalidad de letras, los intereses y la corrección monetaria se calculan sobre valores corregidos.

Las letras inmobiliarias son libremente transferibles por simple entrega cuando son al portador, o por endoso cuando son nominativas.

Cuando se desea recuperar el importe de una letra inmobiliaria antes del plazo establecido, ésta podrá sufrir descuento o no, dependiendo de la institución financiera de que se trate.

C. Cédulas hipotecarias.

Son emitidas por el acreedor hipotecario, pero compareciendo una institución financiera que garantice la idoneidad jurídica y económica de la misma. En la cédula debe constar el inmueble que garantiza la deuda. Pueden ser integrales o fraccionarias según representen la totalidad o parte del crédito que los origina.

Las cédulas hipotecarias pueden pagar intereses de 10% si operan dentro del Sistema Financiero Habitacional, y 12% cuando operan fuera de él. Se utilizan para la compra y venta de casas, apartamentos, lotes, como para préstamos en dinero respaldados por hipotecas.

Como las cédulas hipotecarias hacen parte del Sistema Financiero Habitacional, el Banco Nacional de Habitación se ha propuesto la creación de un mercado de compra y venta de cédulas, para darles la mayor liquidez.

D. Libretas de ahorro.

Son emitidas por las sociedades de crédito inmobiliario, por cajas económicas y las asociaciones de ahorro y préstamo. Los depósitos realizados mediante este sistema están garantizados por la institución que expide la libreta; devengan intereses al 6% anual que en unión de la corrección monetaria a que tienen derecho se capitalizan por trimestres civiles; no pueden ser retirados antes de 180 días, so pena de perder los intereses.

En las asociaciones de ahorro y préstamo los titulares de la libreta son asociados de la entidad, por ser éstas de naturaleza mutual, —sin capital—, y por tanto además de reci-

bir los intereses y la corrección monetaria, participan de las utilidades bajo la forma de dividendos.

3. *Aplicación de los recursos.*

Las instituciones que integran el Sistema Financiero Habitacional del Brasil SFH, colocan los recursos captados concediendo préstamos hipotecarios a sus clientes, generalmente, dentro de las normas de plazo, tasa de interés, etc., fijadas por el Banco Nacional de Habitación. Los créditos otorgados por fuera de las citadas normas no tienen acceso al refinanciamiento otorgado por el Banco.

Los créditos a productores, transportadores y distribuidores de materiales de construcción pueden tener garantía hipotecaria sobre maquinaria y aún otra clase de garantías.

El Banco Nacional de Habitación mantiene dos grandes programas de financiamiento: programas de financiamiento habitacional y programas complementarios.

A. Los programas de financiamiento habitacional.

Se distinguen fundamentalmente en cuanto a la forma de actuación; como banco de inversión o como banco central del Sistema Brasileño de Ahorro y Préstamo.

El Banco Nacional de Habitación, en su calidad de banco de inversión por intermedio de los diversos agentes del Sistema Financiero Habitacional, concede financiamiento a través de 3 programas:

Programa de Financiamiento Popular del Mercado Urbano, destinado a conceder financiamiento hasta por valor de 200 unidades patrón de capital, por unidad de vivienda.

Programa de Financiamiento Económico del Mercado Urbano, destinado a conceder financiamiento entre 200 y 400 unidades patrón de capital, por unidad de vivienda.

Programa de Financiamiento Medio del Mercado Urbano, para conceder financiamiento superior a 400 unidades patrón del capital por unidad de vivienda.

Los agentes que actúan en estos programas son: compañías de habitación popular, cooperativas habitacionales, empresas que ejecutan proyectos habitacionales para sus empleados y bancos comerciales.

Aunque no forma parte de los programas de Financiamiento Habitacional, se considera dentro de él al subprograma RECON-financiamiento o refinanciamiento al consumidor de materiales de construcción por generar habitaciones a corto plazo.

En su calidad de banco central del Sistema Brasileño de Ahorro y Préstamo SBPE, el Banco Nacional de Habitación, estimula y garantiza las operaciones de las entidades del sistema que son: cajas económicas, sociedades de crédito inmobiliario y asociaciones de ahorro y préstamo.

B. Programas complementarios.

Dentro de los programas complementarios del Banco Nacional de Habitación se distinguen fundamentalmente el de financiamiento de materiales de construcción y el de financiamiento para saneamiento.

a) FIMACO.

El programa de financiamiento de materiales de construcción FIMACO tiene como función primordial la de permitir que la oferta de materiales de construcción pueda ha-

cer frente al aumento de la demanda, causado por el crecimiento de la industria de la construcción, evitando un aumento en los precios con su inmediato reflejo en el costo de las viviendas. Este programa se desarrolla a través de tres subprogramas.

i. RECON.- Financiamiento o refinanciamiento del consumidor de materiales de construcción, destinado a dinamizar el mercado de éstos, permitiendo su compra al contado y en consecuencia reduciendo el costo de los mismos.

ii. REINVEST.- Financiamiento o refinanciamiento de las inversiones en activo fijo de las empresas productoras, transportadoras y distribuidoras de materiales de construcción, destinado a permitir el aumento de la oferta de los mismos.

iii. REGIR.- Financiamiento o refinanciamiento de capital de trabajo del productor de materiales de construcción, destinado a atender el crecimiento de las necesidades de este capital, consecuencia del aumento de la producción.

b. Saneamiento

El programa de financiamiento para saneamiento se cumple principalmente a través de dos subprogramas.

i. REFINAG.- Refinanciamiento de sistemas de abastecimiento de agua.

ii. REFINESG.- Refinanciamiento de sistemas de alcantarillado.

En el cuadro 9.18 se presentan las características que deben tener los préstamos de acuerdo a la clase de institución que los realiza. Cualquiera que sea el agente, los saldos deudores están sujetos a corrección monetaria, lo mismo que la cuota a pagar, que en general no puede ser superior al 25% de la renta familiar.

4. Corrección monetaria y formas de pago.

Todo préstamo concedido dentro del Sistema Financiero Habitacional está sujeto a corrección monetaria del principal de la deuda. La corrección se efectúa el primer día de cada trimestre civil (1o. de abril, 1o. de julio, 1o. de octubre, 1o. de enero) de acuerdo con la variación de las obligaciones reajustables del Tesoro Nacional, que están sujetas a corrección monetaria, según la relación.

$$D = \frac{O_n}{O_n - 1} \times d$$

Donde:

D = Nuevo saldo deudor

d = Antiguo saldo deudor

O_n = Valor de las obligaciones reajustables del tesoro en el trimestre n

O_{n-1} = Valor de las obligaciones reajustables del tesoro en el trimestren-1.

La cuota mensual de amortización es corregida de acuerdo a dos criterios, principalmente.

El primer criterio consiste en aumentar la cuota en la misma proporción en que aumenta el saldo deudor y en las mismas fechas, con este criterio el préstamo se paga en el tiempo fijado. Sin embargo, especialmente para las personas de baja renta, el salario puede aumentar más lentamente que la cuota llegando a representar ésta una proporción muy grande del presupuesto familiar y por lo tanto creando mora en el pago.

Para evitar los problemas citados se ha utilizado un segundo método consistente en ajustar la cuota de amortización de acuerdo a la variación del salario mínimo, aumentando el plazo de la deuda. Como este sistema puede traer como consecuencia la prolon-

CUADRO 9.18 — PRINCIPALES CARACTERISTICAS DEL FINANCIAMIENTO DE VIVIENDAS EN EL BRASIL

Institución	Beneficiarios	Financiamiento máximo como porcentaje del valor de la vivienda	Valor máximo de la vivienda en salarios mínimos	Plazo máximo años	Interés anual
Compañías de habitación popular	Personas con renta inferior a 3 salarios mínimos	100	75	20	4%
Fundaciones	Personas con renta hasta de 3 salarios mínimos	100	250	15	8%
Cooperativas habitacionales	Trabajadores, a través de asociaciones de clase, con renta de 1.5 a 5 salarios mínimos a través de	85	130	20	7%
Empresas	Empleados con renta de 1.5 a 20 salarios mínimos	100 ¹	—	15	8%
Cajas económicas	Personas con renta entre 3 y 20 salarios mínimos	90	60	15	10%
		82	100		
		76	200		
		70	300		
64	400				
Cajas militares	Servidores militares	57	—	200 (meses)	8%
Sociedades					
Sociedades de crédito inmobiliario	Personas con renta entre 2.5 y 20 salarios mínimos	80	500	10	10%
Asociaciones de ahorro y préstamo	Personas que ahorran en estas asociaciones	—	500	7 a 15	10%

¹Con contribución de la empresa.

gación del plazo por períodos muy grandes, se ha creado el Fondo de Garantía de Variaciones Salariales, que cubre el saldo pendiente de pago cuando se vence el *plazo máximo*. —150% del plazo inicialmente contratado— mediante el abono de una suma adicional, equivalente a una cuota mensual.

Parte IV
LA ASIGNACION DE RECURSOS
PARA EL DESARROLLO

Capítulo 10

EL CREDITO DE FOMENTO A LA INDUSTRIA EN COLOMBIA

Miguel Angel Gonzalez

I. Presentación.

El presente trabajo tiene como objetivo principal analizar algunos de los problemas que plantea el crédito de fomento a la industria, su evolución y sus resultados en Colombia. Se ha escogido el período 1960-1973, ya que en estos años, además de la acción de la banca oficial de fomento y de la banca privada en favor de la industria nacional, surgieron y se fortalecieron las corporaciones financieras hasta llegar a su importante posición actual en el mercado financiero.

Para los propósitos del trabajo se ha entendido el crédito de fomento a la industria en su sentido más amplio, como aquel destinado en forma específica a uno o varios de los aspectos del desarrollo industrial y que es dirigido a ese fin por las entidades suministradoras de los fondos. Por tanto, se analiza no solo el crédito a mediano y largo plazo, sino también el de corto plazo y el destinado a capital de trabajo; esto explica el que se haya considerado, entre otros, como crédito de fomento el otorgado por el Fondo de Promoción de Exportaciones a corto plazo.

Más que llegar a conclusiones definitivas sobre un tema tan importante, en el que intervienen tantos y tan complejos factores, el propósito del trabajo ha sido el contribuir en alguna forma a la clarificación del debate planteado sobre las incidencias del ahorro y crédito en la coyuntura económica actual y futura del país.

II. Introducción.

1. *Formación de capital.*

Algunos conocidos economistas hacen énfasis en que la acumulación de capital es el factor que principalmente influye en la tasa de crecimiento. Rostow y Lewis, entre

NOTA. El presente capítulo proviene de la ponencia elaborada por el autor, leída tanto en el Simposio como en la XI Convención Nacional Bancaria y IV Convención Nacional de Instituciones Financieras, a nombre de la Corporación Financiera Colombiana.

otros, señalan explícitamente un aumento en la tasa de inversión productiva sobre el diez por ciento del ingreso nacional como un requisito necesario para el despegue económico de un país.¹

Aunque sería una exageración mirar el desarrollo económico como un asunto de simple acumulación de capital sin considerar otros factores, como el espíritu empresarial, la preparación de trabajadores y administradores, etc., sin embargo estas cosas difícilmente son posibles sin un aumento en el acervo de capital.

El ahorro interno es la fuente más segura de inversión para romper el círculo vicioso de la pobreza y el subdesarrollo, pero la inversión produce diferentes resultados según las industrias en que se halla y la forma de utilización. Por tanto, para que un país pueda formular un acertado plan de desarrollo debe conocer los aspectos cuantitativos y cualitativos del ahorro y la inversión y de sus efectos sobre la producción y el consumo.

El proceso de la formación de capital comprende tres pasos: 1.- El aumento en el volumen de ahorros reales, de modo que se puedan destinar recursos a propósitos de la inversión; 2.- El encauzamiento de tales ahorros a través del mecanismo financiero y crediticio, de modo que se puedan obtener fondos de inversión de una amplia gama de fuentes y que estén a disposición de los inversionistas; 3.- El acto de la inversión misma, en el cual los recursos son usados para aumentar el acervo de capital. El presente estudio encuadra más directamente dentro del segundo paso.

Además conviene tener en cuenta que cuando una economía se va desarrollando, el tamaño de sus unidades industriales y comerciales tiende a expandirse; la cantidad de auto-financiación tiende a disminuir y se hace un uso mayor del mercado monetario para financiar las operaciones de los negocios. El resultado es entonces un aumento en las operaciones del sistema bancario (préstamos, anticipos, inversiones, etc.), las cuales tienden a aumentar más rápidamente que el ingreso nacional. Tal ha sido la observación recogida en varios países en vía de desarrollo.

Además de la escasez de mano de obra calificada, y de personal de dirección, de falta de espíritu empresarial, de las dificultades inherentes a la balanza de pagos, de la limitación del mercado interno y de la infraestructura deficiente, la industria nacional se enfrenta al obstáculo de la escasez de recursos de capital y su dificultad para movilizarlos hacia la inversión productiva.

El ahorro interno es el que financia la proporción mayor de las inversiones industriales.

El logro de un rápido crecimiento industrial, unido a una amplia distribución de la propiedad en el sector, hace necesario el desarrollo de eficientes instituciones financieras propias y de mercados de capital.

En el país el mayor uso de los recursos financieros y el fortalecimiento de una base industrial más diversificada ha ido creando la demanda de servicios financieros especiales, lo que plantea la necesidad de un tipo más perfeccionado de intermediarios financieros, sobre todo destinados a operar a mediano y largo plazo.

Las causas principales de la insuficiencia de capital son el bajo ingreso *per-capita* y una desfavorable relación de intercambio que disminuye el ingreso de divisas y aumenta el precio de los bienes importados.

Entre los sectores de la economía, la industria es quizás el sector más sensible a la insuficiencia de ahorro para la financiación de capital, dada su alta densidad de inversión y la necesidad de grandes sumas para la operación eficaz y completa de sus unidades de producción.

¹ Lewis, W. Arthur, "Economic Development with unlimited supplies of Labor" en *The Manchester School*, mayo de 1954.

Como efecto de escasez de capital la industria colombiana se ve obligada a recurrir a diversas fuentes de captación de ahorro y financiación, con características diversas, algunas de ellas muy onerosas y difíciles de obtener.

Las empresas acuden a dos fuentes de capital: las endógenas o fuentes de capital propias de la misma empresa, constituidas especialmente por sus ganancias no distribuidas y las reservas para depreciación y agotamiento de capital (autofinanciamiento y reinversión) y las exógenas o externas, formadas por los recursos destinados a aportes y aumentos de capital y que se obtienen mediante el crédito. El trabajo se concentra principalmente en las segundas, si bien se hacen referencias indirectas a las primeras en diversas partes del estudio. Las fuentes de capital propias han provenido de la capitalización de utilidades en un 60% y en segundo lugar de las reservas para depreciación (alrededor del 20%) y de las provisiones para pasivos estimados (menos del 10%). Entre las principales fuentes de financiación externas se destaca la emisión de acciones. En una muestra industrial realizada por la Asociación Nacional de Industriales —ANDI— esta fuente de recursos ascendió al 40% del total de recursos externos; durante el período 1960-1966 representó el 65% de los fondos externos a las propias empresas, bajando a menos del 30% entre 1966 y 1972, lo que en cifras absolutas pasó de \$2.000 millones en 1960-1966 a menos de \$1.500 millones en el período 1966-1972².

Las fuentes externas de financiamiento industrial provenientes de las diversas formas de crédito (préstamos, anticipos, avales, garantías, etc.) han sido suministradas en su mayor parte por la banca privada y las corporaciones financieras, sobre todo desde cuando se le permitió a la primera participar más activamente en el financiamiento industrial, especialmente en las formas de largo y mediano plazo, en virtud del Decreto 384 de 1950, adicionado por los Decretos 1760 de 1951 y la Resolución 40 de 1961, de la Junta Monetaria.

No obstante la importancia creciente de la banca en la movilización de recursos, ella ha visto limitada su participación en la formación de capital por dos causas principalmente: la primera por las limitaciones impuestas a su operación de parte del Estado y la segunda, por la mayor captación de ahorro del sector oficial y de otros intermediarios financieros. A pesar de su aporte, la banca comercial solo ha intervenido como fuente secundaria de financiación para la industria, ya que a excepción de recursos transitorios para mantenimiento de liquidez o para operaciones corrientes de capital de trabajo, los bancos en general no están en condiciones de conceder los recursos en el volumen y condiciones de riesgo y plazo que requiere el desarrollo industrial del país, aunque en recientes años se registra un aumento apreciable en su cartera a mediano y largo plazo, explicable por el acceso a líneas especiales de crédito de fomento, como el Fondo Financiero Industrial y el Fondo para Inversiones Privadas. Las corporaciones financieras mantienen tradicionalmente el porcentaje más alto a largo y mediano plazo.

2. La oferta de crédito industrial.

El sector industrial ha visto disminuir su participación dentro del conjunto del financiamiento bancario. El crédito de los bancos a la industria manufacturera bajó del 20% del total en 1966 al 11% en 1972, que es la participación más baja entre todos los sectores, como lo muestra el cuadro 10.1

Por otra parte los préstamos de los bancos comerciales privados a la industria revelan un crecimiento muy variable en los últimos quince años. (cuadro 10.2).

² ANDI, *Muestra Industrial*, 1973, cuadro No. 6.

CUADRO 10.1 – DISTRIBUCION DEL CREDITO VIGENTE POR ACTIVIDADES ECONOMICAS

Sectores	1966		1967		1968		1969		1970		1971		1972	
	Millones de pesos	%	Millones de pesos	%	Millones de pesos	%	Millones de pesos	%	Millones de pesos	%	Millones de pesos	%	Millones de pesos	%
Agricultura	1.936.9	18	2.202.2	17	2.569.1	17	2.831.1	16	3.133.0	14	3.937.0	14	4.311.1	14
Ganadería	1.915.6	18	2.283.3	18	2.893.5	19	3.433.7	19	3.682.4	16	3.998.0	14	4.331.0	13
Comercio	1.798.3	17	2.146.2	17	2.547.3	17	2.676.4	15	3.137.2	14	3.667.9	13	4.263.9	13
Industria	2.087.6	20	2.443.4	20	2.562.8	17	2.844.3	15	3.897.2	13	3.193.8	11	3.575.9	11
Construcción	1.864.9	17	2.178.5	17	3.005.2	20	4.232.4	23	6.299.2	28	8.976.7	32	9.403.4	29
Otros	1.019.8	10	1.372.3	11	1.591.1	10	2.179.3	12	3.357.0	15	4.197.6	15	6.613.8	20
TOTAL	10.623.1	100	12.626.0	100	15.168.9	100	18.197.1	100	22.506.0	100	27.971.9	100	32.799.1	100

Fuente: Banco de la República, *Análisis Preliminar de las Cuentas de Flujo de Fondos Financieros de la Economía Colombiana*.

CUADRO 10.2 – PRESTAMOS DE LA BANCA PRIVADA
A LA INDUSTRIA 1960-1973
(Millones de pesos)

Años	Cartera industrial
1960	590
1961	737
1962	825
1963	1.193
1964	1.396
1965	1.487
1966	1.706
1967	1.942 ¹
1968	2.344
1969	2.619
1970	2.727
1971	3.004
1972	3.310
1973 Mayo	3.796

¹ A partir de 1967 las cifras se refieren exclusivamente a industria de transformación que incluye: fomento de exportaciones, Fondo de Inversiones Privadas, Fondo Financiero Industrial, capital de trabajo, Resolución 24/64 de la Junta Monetaria y otros.

Si se deflactaran estas cifras, para corregir los efectos producidos por las alzas de los precios y las devaluaciones monetarias, se llega a la conclusión de que el crédito bancario de fomento a la industria ha aumentado muy poco y a veces ha registrado una variación negativa en los últimos años. (cuadro 10.3).

Se observa, sin embargo, que en el período mayo de 1972-mayo de 1973 los recursos de crédito canalizados hacia el sector industrial aumentaron considerablemente a una tasa del 28.6% (\$844 millones), más alta que la del crédito destinado a la agricultura y ganadería que aumentó en el mismo período, a un ritmo de 9.8% (\$327 millones)³.

³ Asociación Bancaria de Colombia, *Informe Financiero*, julio de 1973, pág. 18.

El crédito industrial de los bancos comerciales, a partir de 1960, presenta un crecimiento del producto interno bruto generado por el sector industrial, medidos ambos a precios constantes de 1958, como se observa en el cuadro 10.4 En efecto, mientras la producción industrial en promedio y a precios constantes ha crecido alrededor del 7.5% anual, el crédito bancario destinado a estimular dicha producción tan solo ha aumentado a una tasa anual del 1.9% en promedio.

CUADRO 10.3 – PRESTAMOS VIGENTES DE LOS BANCOS
CON DESTINO A LA INDUSTRIA¹

Años	A precios Corrientes	Variación %	A precios constantes	Variación %
1966	2.087.6	—	2.087.6	—
1967	2.443.4	17.0	2.287.8	9.6
1968	2.562.8	4.9	2.257.9	- 1.3
1969	2.844.3	11.0	2.348.7	4.0
1970	2.897.2	1.9	2.223.5	- 5.3
1971	3.193.8	10.2	2.231.9	0.4
1972	3.575.9	12.0	2.167.2	- 2.9

¹ Deflactor, índice de precios al por mayor
Fuente: Banco de la República.

Contrasta con esta cifra la de mayor y más rápido aumento del crédito industrial concedido por las corporaciones financieras del país, el cual ha ido aumentando a partir de 1964 a una tasa anual promedio del 26%. Estas cifras indican que las corporacio-

CUADRO 10.4 – CREDITO DE FOMENTO A LA INDUSTRIA¹
(Miles de millones de pesos)

Año	Producto interno bruto de la industria manufacturera			Cartera industrial						
	Precios corrientes	Precios constantes ¹	Variación % anual	Bancos			Corporaciones financieras			
				Precios corrientes	Precios constantes	Variación % anual	Precios corrientes	Precios constantes	Variación % anual	Total Precios corrientes
1960	4.9	4.1		0.7						
1961	5.6	4.3	4.8	0.9	0.740					
1962	6.7	4.6	6.9	1.0	0.800	8.0				
1963	9.0	4.8	4.3	1.4	0.887	11.0				
1964	10.3	5.2	8.3	1.7	0.917	3.0	0.4	0.215		2.1
1965	12.0	5.4	3.8	1.8	0.897	- 2.0	0.5	0.249	15.0	2.3
1966	14.2	5.7	5.5	2.1	0.892	- 1.0	0.6	0.254	2.0	2.7
1967	15.6	6.0	5.2	2.3	0.914	2.5	1.0	0.397	56.0	3.3
1968	17.5	6.4	6.6	2.5	0.935	2.3	1.5	0.561	41.0	4.0
1969	20.3	6.8	6.2	2.6	0.911	- 3.0	2.3	0.606	43.0	4.9
1970	24.2	7.4	8.8	2.7	0.879	- 3.0	2.9	0.944	17.0	5.6
1971	28.5	8.0	8.1	3.0	0.890	1.3	3.7	1.098	16.0	6.7
1972	35.7		9.3	3.3			4.9			8.2

¹ Si en vez de tomar, para efectos de comparación, la cartera bancaria con destino a la industria, se toma la serie de préstamos nuevos y se deflacta, las conclusiones no sólo no varían, sino se confirman aún más. La tasa de crecimiento promedio de los préstamos nuevos a la industria en términos constantes es de -1.025% anual. (Véase el cuadro 10.5).

² Deflactado por el índice de precios al por mayor.

nes financieras están cubriendo cada vez más la necesidad insatisfecha de crédito industrial que no pueden atender los bancos privados, hasta tal punto que en la actualidad alrededor del 60% del crédito para el desarrollo industrial del país es otorgado por ellas.

La relación de crédito bancario a producción va en descenso de 14.7% en 1966 a 10% en 1972, como se observa en el cuadro 10.6. Simultáneamente se presenta una disminución relativa del crédito bancario de fomento en los últimos cinco años; mientras que en 1968 la industria participaba del 26% del total de la cartera del sistema bancario, para mayo último dicha participación tan solo fue del 22.7%. Una tendencia similar se observa en el crédito agrícola, que pasó del 26% al 21.9% en el mismo período. En mayo de 1973 el 69% del crédito bancario se distribuía en la siguiente forma:

Crédito comercial	24.0%	\$ 4.013 millones
Crédito industrial	22.7%	3.796 millones
Crédito agropecuario	21.9%	3.651 millones

Si se toma un espacio de tiempo todavía más amplio se confirma aún más cómo la proporción del crédito industrial en Colombia ha permanecido casi estática dentro del sistema bancario. Este, destinaba la industria el 21% de su cartera total (\$845 millones), de un total de cartera de \$2.251 millones. En 1968 la cartera industrial representaba el 25%, mientras que en mayo de 1973 era tan solo del 22.7% (\$3.796 millones de una cartera de \$16.667 millones).

Durante todo el período, se han desarrollado sistemas más selectivos de crédito, como el Fondo Financiero Industrial, el Fondo de Inversiones Privadas y los créditos del Banco Mundial a través de las corporaciones financieras. En la actualidad existen en el país 10 corporaciones privadas y 7 oficiales, con un valor total de sus activos, a marzo de 1973, de \$12.979 millones, \$2.671 millones de capital y reserva, \$7.611 millones de crédito concedido y \$2.401 millones de inversiones.

CUADRO 10.5 — PRESTAMOS NUEVOS DE LOS BANCOS A LA INDUSTRIA
(Millones de pesos y porcentajes)

Año	Precios corrientes	Precios constantes de 1958	Tasa de incremento
1964	2.445	1.319.5	
1965	2.654	1.323.0	0.2
1966	3.011	1.279.1	- 3.4
1967	3.628	1.442.5	12.7
1968	3.810	1.425.4	- 1.2
1969	4.149	1.454.8	2.0
1970	4.711	1.535.0	5.5
1971	4.500	1.335.7	- 13.0
1972	4.539	1.189.8	- 11.0
		Promedio	- 1.025

Fuente: Banco de la República.

En esta forma la limitación del crédito industrial ha sido suplida, principalmente, por las corporaciones financieras, como se analizará más adelante; préstamos del Instituto de Fomento Industrial —IFI—; con líneas especiales; de la Corporación Financiera Po-

pular y del Banco Popular (Ley 49 de 1959); por préstamos para importación de equipos (Resolución 9 y 39 de 1973 de la Junta Monetaria); préstamos del Fondo de Promoción de Exportaciones, Proexpo, directos y por conducto de los intermediarios financieros; préstamos de las compañías de seguros; préstamos con bonos industriales del Banco Central Hipotecario; descuento de bonos de prenda de almacenes generales de depósito; emisión de obligaciones propias de las empresas industriales y su colocación en el mercado de capitales y por el crédito extrabancario.

Las empresas por otra parte, ante la limitación del crédito y al verse envueltas en un proceso de descapitalización relativa y de endeudamiento, a corto plazo, se ven obligadas a acudir al crédito de proveedores en búsqueda de recursos a corto plazo, con el fin de lograr plazos más amplios en el pago de sus facturas.

Todo esto quizás tenga sus raíces en la falta de un fuerte sector de inversionistas institucionales que en los países avanzados constituyen el mecanismo más importante en la financiación empresarial.

Con miras a estimular la actividad industrial manufacturera, incorporando en ella la de los medianos y pequeños industriales, la Junta Monetaria ha tomado durante los últimos meses medidas que benefician directamente a este sector: La inversión de un punto de encaje de los establecimiento de crédito en bonos del IFI, la creación de un cupo para capital de trabajo, la reducción de los depósitos previos de importación, el otorgamiento de préstamos para capital de trabajo de industrias manufactureras, financiamientos para empresas exportadoras a través de Proexpo, todo ello por un monto superior a los \$1.000 millones.

La Ley 6 de 1973 tiene la intención de estimular la inversión en sociedades anónimas, mediante incentivos; sin embargo, este incentivo no parece haber logrado su objetivo plenamente.

CUADRO 10.6 – COMPARACION ENTRE LA PRODUCCION INDUSTRIAL Y EL CREDITO DE LA BANCA DESTINADO AL SECTOR (Millones de pesos)

Años	Crédito industrial	Producción Manufacturera	Relación porcentual de crédito a producción
1966	2.087,6	14.212,8	14,7
1967	2.443,4	15.661,7	15,6
1968	2.562,8	17.550,0	14,6
1969	2.844,3	20.348,2	14,0
1970	2.897,2	24.210,9	12,0
1971	3.193,8	28.569,0	11,2
1972	3.575,9	35.711,2	10,0

Fuente: Banco de la República, *Cuentas Nacionales*, e información directa del Departamento de Investigaciones Económicas.

La industria en general, ha ido creciendo de modo similar al consumo interno con relativa amplitud de financiamiento a largo plazo para la importación de maquinaria y equipo, con plazos de 5 hasta 15 años, pero con una notoria limitación en cuanto a aumentos de capital mediante la colocación de nuevas acciones y una restricción en cuanto a préstamos a corto plazo. En estas circunstancias y dado el creciente endeudamiento de las empresas de los últimos años se hace urgente estimular la compra de ac-

ciones en sociedades anónimas con el fin de proveer a la industria de mayores recursos que le permita una mayor capitalización y en esta forma llegar a una base más sólida para poder asumir nuevas responsabilidades de crédito y endeudamiento, así como las corporaciones financieras deben proseguir una acción aún más vigorosa en la formación de nuevas empresas industriales.

3. *La demanda global de crédito en Colombia.*

A lo largo de la última década aparecen varios factores como estimulantes de la demanda de crédito, entre los cuales se destacan los siguientes:

El aumento y dispersión geográfica de la población.

El mejoramiento y multiplicación de los servicios bancarios.

El control de las entidades monetarias sobre los tipos de interés del crédito.

La diversificación y consolidación de diversos tipos de inversiones rentables, como la tierra, la propiedad raíz, etc.

La creciente aspiración de las gentes a mejorar su nivel de vida, y en consecuencia sus niveles de consumo.

El aumento de la producción agrícola e industrial y de otros servicios como el transporte, servicios personales, etc.

El creciente deseo de las personas de realizar operaciones de especulación cuando aumentan las posibilidades de valorización de determinado tipo de bienes, con el propósito de lograr esa valorización y obtener un superávit económico.

La presencia de un proceso real o previsible de inflación en todo el mercado monetario o en un determinado sector de la economía. El economista Lewis sostiene que este fenómeno es la clave de varias formas agudas de inflación en América Latina y Africa.

Todos estos factores que desarrollan la demanda de crédito en las diversas modalidades han predominado en Colombia. Se trata no solo del aumento de las necesidades insatisfechas de crédito, sino del aumento de la demanda efectiva del mismo, estimulada por la multiplicación y diversificación de los agentes dispuestos a pagarlo y a asumir los riesgos y costos que conlleva.

Hay que mencionar, además, el fenómeno creciente de la iliquidez de muchas unidades de producción, que impulsa a las empresas a acudir cada vez más al mercado de dinero para obtener crédito. Este fenómeno es, a su vez, el resultado de la disminución de las posibilidades de ahorro disponible por parte de las personas y las empresas, con sus propios ingresos corrientes, mientras que el sector oficial de la economía se capitaliza cada vez más en virtud de los impuestos. Al analizar las cuentas y balances de las más importantes empresas industriales, se aprecia un aumento en la relación de pasivos a capital.

No pocas empresas industriales en Colombia han tenido que acudir al crédito al verse envueltas en un proceso de endeudamiento causado por el encarecimiento de las materias primas nacionales, y de los insumos importados, las devaluaciones sucesivas, los aumentos de salarios, la presión tributaria y el control de precios a sus productos. Ante tantas exigencias y sin poder aumentar adecuadamente su capital, las industrias se han visto forzadas a hacer empréstitos continuos. Basta con observar el comportamiento de las 25 empresas industriales privadas más grandes, en el período 1957-1967. Estas cifras del cuadro 10.7 muestran el proceso de descapitalización de la industria y deterioro de su rentabilidad.

CUADRO 10.7 — DESCAPITALIZACION DE LA INDUSTRIA
Y DETERIORO DE SU RENTABILIDAD

	1957	%	1967	%
Capital, superávit y reservas	\$ 1.157.6	62.3	\$ 4.938.0	56.1
Pasivos	533.9	28.7	3.229.9	36.6
Utilidades	168.0	9.0	650.9	7.3
	\$ 1.859.5	100.0	\$ 8,818.8	100.0

En general, en la industria colombiana, se observa una desproporción entre el elevado volumen de inversiones en activos fijos y las posibilidades crecientes de utilizar estos medios de producción para abastecer los nuevos mercados, frente a una crónica escasez de capital de trabajo, agudizada en los últimos años por la inflación, el alza en los precios de insumos y materias primas, el control de precios sobre sus productos y las crecientes cuotas que los impuestos sustraen al margen de utilidades brutas.

Estos factores han contribuido al bajo nivel de recursos asignados a la industria, disponibles a bajo costo, al inadecuado aprovechamiento de las dotaciones industriales, y a una insuficiente absorción de mano de obra.

Una de las explicaciones del aumento de inversiones en activos fijos de las empresas industriales radica en el proceso de inflación y en las distorsiones causadas por él en el proceso productivo. En efecto, en presencia de una fuerte tendencia al alza de precios sobre todo de materias primas, y de insumos importados, las personas y las empresas ven disminuir su poder de compra y acuden a formas de ahorro que las defiendan, para lo cual deciden invertir sus excesos de liquidez en bienes de capital, materias primas o incrementar sus inventarios. Este fenómeno explica posiblemente el aumento de la capacidad de producción en algunos bienes de producción industrial. Esto ha conducido lógicamente a una disminución de la capacidad de ahorro productivo, especialmente financiero.

Por otra parte la inflación hace aparecer como ganancia la descapitalización de las empresas, pues cuando estas deciden efectuar la reposición de capital, encuentran que las reservas no alcanzan a cubrir sino una parte reducida del costo total de los equipos por reponer. Además los impuestos que pagan se hacen sobre las ganancias nominales y no reales.

Según estimaciones hechas por la ANDI⁴ el valor de los activos fijos productivos de la industria fabril colombiana, depreciados a precios corrientes de 1967, asciende a 45 mil millones de pesos. Se advierte, muy razonablemente, que la vida media de estos activos es de 15 años, teniendo en cuenta no sólo la vida física sino de productividad económica y la obsolescencia tecnológica; resulta que sería necesario destinar cada año unos 3.000 millones de pesos para depreciarlos. La verdad es que a la industria sólo le permite la legislación impositiva para estos fines, unos 900 millones, lo que representa tan sólo un 2 ó 3% del valor total de las ventas brutas de industria, a precios de fábrica, cifra que es, de todos modos insuficiente. Hay que tener en cuenta, además, la imposibilidad de la industria de amortizar las pérdidas de un ejercicio en los siguientes, lo que frecuentemente la coloca en difíciles situaciones.

⁴ XXV Asamblea de la Asociación Nacional de Industriales. — ANDI—.

En resumen, frente a exigencias cada vez más grandes, y sin poder aumentar proporcionalmente su capital, las industrias se han visto obligadas a acudir al crédito, lo que en ocasiones ha afectado su estructura financiera y disminuido su rentabilidad.

Como consecuencia se puede afirmar que el mercado de dinero en el país es un sistema de alta generación crediticia, saturada de demanda, cuya expansión de más crédito es muy limitada.

4. *El tipo de interés.*

Otra de las señales de desequilibrio entre las necesidades de crédito y la limitación de su oferta es la existencia de un proceso de dispersión de las tasas de interés. En el período de 1957 a 1972 la tasa de interés anual para préstamos ordinarios, o más de 90 días, las más comunes en la banca comercial, se duplicó, pasando de 8% en 1957 al 14% en 1972.

Las tasas de interés efectivas vigentes que perciben algunos intermediarios financieros, fijadas por la autoridad monetaria, muestran una gran heterogeneidad entre el 6 y 20% al año, según el destino y plazo del préstamo, a pesar de estar dirigidas hacia un mismo sector económico. (cuadro 10.8). Tales tasas no parecen responder a una política lógica respecto a plazos y su nivel es inferior, en muchos casos, al del mercado.

Recientemente se ha presentado una sustitución de papeles de bajo rendimiento hacia otros de más rentabilidad, como en el caso del CAT y las UPAC, lo que ha ampliado aún más la estructura de tasas de interés. Añádase a esto el impacto de las nuevas tasas de interés del mercado extrabancario, a niveles más altos y crecientes, que desestimulan el mercado institucional y distorsionan todavía más dicha estructura, encareciendo aún más el costo del dinero. Esta estructura influye negativamente sobre el ahorrador, desestimulándolo, porque recibe un bajo rendimiento, y sobre el adecuado suministro de financiación al sector empresarial, el cual no consigue los recursos necesarios por fallas en el sistema de distribución del dinero.

Los propios asesores de la Junta Monetaria están de acuerdo en que:

“el proceso de intervención generalizada y de fijación arbitraria de las tasas de interés ha ido confundiendo las fuentes de recursos de los mercados —capitales y dinero— hasta un punto en que probablemente se hayan invertido sus naturales funciones: el Banco de la República ha ido aumentando las líneas de crédito a largo plazo y los bancos han incrementado su actividad de financiamiento de inversión; a su vez la financiación típica de corto plazo, por ejemplo los préstamos de cartera comercial, han sido tomados en alguna medida por el mercado extrabancario”⁵.

El resultado final de los problemas señalados, particularmente el de la rigidez de las tasas de interés se puede concretar en el hecho simple de que la demanda por crédito excede apreciablemente las disponibilidades. El problema, sin embargo, no es tanto, muchas veces, de cantidad sino de distribución de crédito, porque la asignación del mismo no va a actividades productivas sino especulativas.

Esta acentuada heterogeneidad en las tasas de interés, tanto para el ahorro como para los préstamos tiene su explicación: a) en el hecho de ser un instrumento de política monetaria en manos del Estado, destinado a lograr una mejor y más justa distribución de recursos entre los diversos sectores económicos; b) en razones de tipo fiscal; y c) en el régimen de inversiones forzosas.

En este punto conviene señalar que aunque el crédito no es capital, sí cumple una función redistributiva de capital, ya que contribuye a la transferencia de bienes y servi-

⁵ Ortega, Francisco José, *Notas sobre políticas recientes en materia de moneda y crédito*, que se publica en el capítulo 2 de esta obra, pág. 37

CUADRO 10.8 - TASAS PORCENTUALES DE INTERES O RENDIMIENTO DE ALGUNOS
ACTIVOS FINANCIEROS

Detalle	Tasa de interés nominal				Tasa interés efectivo
	1969	1970	1971	1972	1972
1. Depósitos de ahorros	4.0	4.0	4.0	8.0-8.5	7.0
2. Depósitos a término:					
a) 6 a 24 meses	7.0	7.0	7.0	8.0-8.5	8.9
b) 8 meses y a término indefinido	5.0	5.0	5.0	8.0-8.5	8.9
3. Certificados de depósito a término:					
a) 30 a 90 días	—	—	5.0	5.0	5.0
b) 91 a 179 días	—	—	7.0	7.0	7.0
c) 180 días o más	—	—	13.0	13.0	13.0
4. Cédulas Banco Central Hipotecario:					
a) Cédulas de capitalización	4.0-14.0	4.0-14.0	4.0-14.0	4.0-14.0	(con sorteo)
b) Cédulas hipotecarias (7.0 y 9.5%) ¹	9.0	9.3	9.4	9.4	11.1
5. Bonos nacionales de deuda pública:					
a) Desarrollo económico, clases "D" "E" "C"	5.0-8.0	5.0-8.5	5.0-8.5	5.0-8.5	6.9
Clases "A" y "B"	11.0	11.0	11.0	11.0	12.1
b) Bonos agrarios clase "B"	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
clase "A"	7.0	7.0	7.0	7.0	7.2
c) Bonos nacionales consolidados y bonos subsidio de transporte	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1
d) Bonos Ley 21 de 1963 y bonos ganaderos	8.0	8.0	8.0	8.0	8.1
e) Bonos Fondo Nacional de Ahorro	11.0	11.0	11.0	11.0	11.5
6. Bonos de empresas privadas:					
a) Bonos del Acueducto de Bogotá.	—	—	12.0	12.0	12.6
b) Vivienda y urbanización	15.0	15.0	15.0	15.0	20.8
c) Bonos fomento corporaciones financieras	—	—	—	16.0	18.0
d) Bonos Coltejer	—	—	—	12.0	21.0
7. Certificados abono tributario (CAT) ²					
a) 3 meses (productos elaborados)	—	—	—	11.7	11.7
b) 6 meses (productos agrícolas)	—	—	—	13.8	13.8
c) 12 meses	17.0	16.5	17.1	—	—
8. Acciones (Bolsa de Bogotá):					
a) Acciones industriales sin valorización	10.9	10.0	14.7	14.4	14.4
b) Acciones financieras sin valorización	10.7	10.6	14.4	16.1	16.1

¹ Tasa de interés ponderada² Rendimiento sobre valor a la par.

Fuente: Disposiciones económicas vigentes y estimaciones según las características de algunos activos. No incluye efecto fiscal.

cios disponibles entre los grupos y las empresas y por tanto facilita una mejor distribución y empleo de los bienes productivos, cuando se concede con independencia del capital del prestatario. De lo contrario contribuye, aún más, a concentrar los ingresos en quienes ya poseen el capital.

Dentro de los principios de una economía de libre empresa el interés del dinero o costo del crédito, se interpretaba frecuentemente como la recompensa del prestamista por privarse de liquidez en un tiempo determinado y era fijado por el libre juego de la oferta y la demanda en las economías monetarizadas.

En las últimas décadas la tasa de interés se ha convertido en un decisivo instrumento de política económica manejado con independencia por las autoridades monetarias del Estado y destinado a cumplir una importante misión canalizadora y reguladora de las actividades económicas y financieras con miras al bien general del país. En Colombia, la Junta Monetaria determina y orienta debidamente las actividades monetarias y en especial el crédito hacia los sectores prioritarios mediante líneas especiales canalizadoras del mismo.

III - La evolución del crédito de fomento industrial en el período 1960-1972

1. Instituciones de crédito.

Básicamente el crédito de fomento es otorgado por el Banco de la República, las corporaciones financieras y algunas instituciones especializadas entre ellas el Banco Central Hipotecario, la Caja Agraria y el Banco Ganadero.

CUADRO 10.9 - CREDITO TOTAL UTILIZADO EN COLOMBIA
(Millones de pesos)

	1959	1961	1963	1965	1967	1968	1970	1972
A. Préstamos del Banco República¹								
1. Al Gobierno Nacional ²	1.082	1.293	2.361	2.464	3.260	3.411	4.987	5.836
2. Al sector privado	664	763	524	1.013	1.299	1.219	2.545 ⁵	2.241 ⁵
Sub-total	1.746	2.056	2.885	3.477	4.559	4.630	7.532	8.077
B. Cartera del sistema bancario								
1. Bancos comerciales	2.062	2.980	4.126	4.996	6.211	6.845	11.837	16.228
2. Bancos oficiales de fomento	1.695	2.388	3.542	4.296	6.409	8.088	12.597	19.551
- Caja Agraria y Banco Ganadero	837	1.205	1.907	2.328	3.356	4.293	4.542 ⁷	6.293 ⁷
- Banco Popular	130	273	447	484	1.100	1.215	1.936 ⁸	2.981 ⁸
- Banco Central Hipotecario	728	910	1.188	1.484	1.953	2.580	6.119	10.277
Sub-total	3.757	5.368	7.668	9.292	12.620	14.933	24.434	35.779
C. Corporaciones financieras³	-	-	416	624	938	2.270	4.177 ⁶	6.647 ⁶
D. Compañías de seguros y capitalización	196	329	495	675	778 ⁴	800 ⁴		
Oferta interna de crédito	5.699	7.753	11.464	14.068	18.895	22.633	36.143	50.503

¹ No incluye préstamos al sistema bancario

² Al Gobierno Nacional u otras entidades oficiales e inversiones en documentos de deuda pública y otros

³ Comenzaron en 1961

⁴ Estimado

⁵ Préstamos y descuentos a la Federación de Cafeteros, a los fondos ganaderos y a cooperativas.

⁶ Total de Préstamos y descuentos de todas las corporaciones

⁷ Únicamente Caja Agraria

⁸ Revista Superintendencia Bancaria, préstamos descontables, no descontables, descontados.

Fuente: *Revista Banco de la República*, para 1970 y 1971 excepto la cartera del Banco Popular tomada de la *Revista de Superbancaria*.

A. Bancos.

A partir de los años cincuenta se facultó a los bancos comerciales para conceder préstamos con destino específico hasta con 5 años de plazo y con un límite máximo del 10% de los depósitos bancarios o el equivalente al capital pagado y reserva legal de los bancos. Estos préstamos se destinaron a la construcción y ampliación de obras de fo-

mento económico. Los bancos han venido obteniendo facultades para conceder préstamos industriales a mediano y largo plazo, haciendo énfasis en los aspectos técnicos y financieros del proyecto, y supervisando la inversión.

En los últimos seis años, la cartera de los bancos presenta una serie histórica de continuo crecimiento, aunque a tasas inferiores (16.5% en promedio anual) a las tasas de las corporaciones financieras (46.5% anual) en el mismo período y la participación de los créditos de fomento en su cartera total llega en diciembre de 1973 al 12.3%, siendo tradicionalmente mucho mayores los créditos comunes no supervisados. Se observa que los recursos propios y los depósitos en cuenta corriente han financiado más del 70% de su cartera siendo redescontado en el Banco de la República el resto.

CUADRO 10.10 – CARTERA DE LOS BANCOS COMERCIALES
(Millones de pesos)

Año	Con recursos del Banco República	Con recursos de fondos financieros	Con recursos propios	Total cartera
1968	2.107	486	6.234	8.820
1969	2.379	714	6.803	9.897
1970	3.018	871	7.949	11.844
1971	2.751	993	10.067	13.811
1972	2.394	2.001	11.833	16.228

CARTERA SEGUN DESTINO ECONOMICO

	1968	1969	1970	1971	1972
Agricultura	948	1.089	1.151	1.350	1.590
Ganadería	1.320	1.539	1.788	1.999	2.065
Industria	2.341	2.566	2.612	2.895	3.849
Minería	53	57	48	60	77
Construcciones	678	438	490	619	397
Servicios públicos	391	634	903	1.101	1.529
Transportes	202	185	182	190	194
Comercio	2.351	2.515	2.955	3.468	3.755
Consumo	277	292	380	559	696
Otros	259	574	1.221	1.669	2.076
TOTAL	8.820	9.897	11.844	13.810	16.228

DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE LA CARTERA

	1970	1971	1972
Distrito Especial	4.947	5.902	6.714
Antioquia	1.693	1.847	2.392
Valle	1.480	1.719	2.052
Atlántico	689	849	940
Santander	378	418	488
Otros	2.657	3.076	3.642
TOTAL	11.844	13.811	16.228

Los sectores receptores del crédito en proporciones considerables han sido: agricultura (\$1.590 millones), ganadería (\$2.065 millones), industria (\$3.849 millones), comercio (\$3.755 millones), servicios públicos (\$1.529 millones), y consumo general (\$696 millones), según saldos de cartera a diciembre 31 de 1972 (ver cuadro 10.10).

El Distrito Especial de Bogotá sigue recibiendo más del 40% del total de créditos bancarios; le siguen Antioquia con 15%, Valle con 13%, Atlántico 6%, y Santander con el 5%. Entre los demás departamentos se distribuyó el 22% de la cartera bancaria.

Más adelante se presentará la participación bancaria en las líneas de crédito administradas por el Banco de la República, comparativamente con las corporaciones financieras.

B. Corporaciones financieras.

Después de progresivos avances en relación con el establecimiento de un sistema crediticio orientado hacia determinados fines económicos, se expidió a instancia de banqueros e industriales, el Decreto 336 de 1957 que permitió crear corporaciones financieras, como sociedades anónimas, para promover y financiar empresas industriales, agrícolas, ganaderas y mineras. Sólo hasta 1960 se definieron en su forma actual las normas que rigen para estas entidades, en el Decreto 2369 de ese año⁶.

A partir de ese momento se crean corporaciones privadas, obedeciendo a la estructura marcadamente regional del país, situándose en los principales centros industriales de la nación. Las corporaciones financieras, creadas con el propósito de estimular el mercado de capitales, captar el ahorro y orientarlo hacia el desarrollo del país, han emitido bonos de garantía general constituyéndose éstos en una importantísima fuente de recursos. A continuación (cuadro 10.11) se presenta la serie histórica de bonos en circulación, comparativamente con el valor de los activos totales de las corporaciones tanto privadas como oficiales.

CUADRO 10.11 — BONOS EN CIRCULACION Y ACTIVOS TOTALES
DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS
(Miles de pesos)

Fin de año	Bonos en circulación			Activos Totales		
	Privados	Oficiales	Totales	Privados	Oficiales	Totales
1965	65,796	—	65,976	1.558.033	—	1.558.502
1966	133,644	—	133,644	1.705.299	26.203	1.731.502
1967	219.708	5.000	224.708	1.872.331	93.434	1.965.765
1968	354.828	25.000	380.417	2.501.430	2.304.603	4.806.033
1969	458.256	34.607	492.863	2.989.493	2.993.696	5.983.189
1970	550.195	32.859	583.056	3.734.357	5.157.569	8.891.946
1971	611.926	55.108	667.034	4.415.857	6.825.930	11.241.787
1972	773.634	104.521	878.155	5.517.207	8.535.061	14.052.268
1973 ¹	814.764	149.682	964.446	5.489.447	7.489.181	12.978.628

¹ Marzo.

Fuente: Superintendencia Bancaria.

⁶ González G., Alvaro, "Las Corporaciones Financieras y el Crédito de Fomento en Colombia", *Técnicas Financieras*, marzo-abril de 1969.

Esta fuente de recursos significa para las corporaciones financieras privadas alrededor del 15% de sus activos totales mientras que en las oficiales solamente representa el 2%. La serie histórica de los bonos en circulación muestra un sorprendente crecimiento del 23.5 por ciento anual en promedio en los últimos 8 años. Se recalca que su rendimiento comparativo con los bonos y cédulas emitidos por las entidades estatales es menor ya que éstos ofrecen intereses similares, además de exención de impuestos y liquidez inmediata. Merece destacarse la participación de la Corporación Financiera Colombiana en la emisión de bonos de garantía general, ya que en diciembre 1972 representó de el 27.9 por ciento del total de los bonos en circulación de las corporaciones financieras incluidas las oficiales.

En marzo de 1972 fueron autorizadas las corporaciones financieras privadas para emitir nuevos papeles de inversión. Así la Corporación Financiera Colombiana en asociación de 4 corporaciones más lanzó el 20 de marzo de 1972 una emisión de bonos de fomento de garantía general por un valor inicial de 30 millones de pesos con rentabilidad real del 18% anual, liquidez inmediata y sustentación por el Banco de la República. Durante el mismo año se lanzaron dos nuevas emisiones hasta completar \$150 millones. En septiembre de 1973 se llegó a 300 millones de pesos en bonos emitidos, con resultados muy halagadores en su colocación.

Sinembargo, se registran hechos nuevos en el mercado de capitales, que si bien demuestran que la capacidad ahorradora del país es muy superior a la que tradicionalmente se suponía, afectan directamente las colocaciones de bonos de las corporaciones. En primer lugar la aparición de la unidad de poder adquisitivo constante, instrumento que involucra la corrección monetaria, a través de la cual se ha logrado captar más de 4 mil millones de pesos en solo un año; estos recursos en parte significan una transferencia de sectores menos rentables y en parte, ahorro nuevo. La industria de la construcción será la receptora de tales recursos a través de las corporaciones de ahorro y vivienda, de reciente creación.

En segundo lugar, ante la dificultad relativa de colocación en que se vieron los bonos de desarrollo económico clase "B", el Gobierno Nacional mediante Decreto 2069 de octubre 8 del presente año elevó el interés del 11 al 15 por ciento anual, con vigencia a partir del 1o. de octubre de 1973, reiterando que dichos bonos seguirán gozando de los demás beneficios consagrados por la ley, como la exención de impuestos y liquidez inmediata.

A pesar de la competencia desigual para atraer los recursos de inversión que favorece a las UPAC y a los bonos gubernamentales, los bonos de fomento de las corporaciones financieras siguen teniendo buena acogida debido a su solidez y a la confianza creciente que el público deposita en estas instituciones. Sinembargo, se hace indispensable para las corporaciones la elaboración de nuevos esquemas de captación de recursos para ajustarse a las nuevas condiciones del mercado de capitales.

Igualmente y para no ir muy lejos, la estructura de las tasas de interés (variable que indudablemente coadyuva en las determinaciones de los ahorradores) se ha visto afectada notablemente por los hechos comentados, conduciendo a cambios en la asignación de recursos financieros en detrimento de sectores tan importantes como la industria.

Actualmente existen 17 corporaciones financieras, de las cuales 6 son oficiales y 11 privadas, que atienden todos los aspectos relacionados con el crédito de fomento y se han constituido en el principal intermediario en la distribución de estos créditos, presentando un crecimiento acelerado del 46.6% anual en promedio desde 1966⁷, en los rubros del activo que conforman el crédito de fomento.

⁷ Esta cifra incluye todos los créditos y no se limita solamente a la industria; por lo tanto no es comparable con la mencionada en la introducción sobre la cartera industrial.

A diciembre 31 de 1972, los préstamos y descuentos se encontraban financiados en la siguiente forma (saldos de cartera) (véase el cuadro 10.12).

CUADRO 10.12 – ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS¹

Concepto	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Inversiones							
Obligatorias	2	3	5	6	9	11	14
Voluntarias	284	337	606	787	1.651	1.953	2.116
Especiales	1	1	47	8	111	207	336
Préstamos y descuentos:							
Recursos propios	281	412	600	794	916	1.357	1.890
Otros recursos (B. Rep.)	265	258	433	604	546	311	416
Recursos FIP	213	310	419	502	620	690	779
Recursos internacionales	3	46	681	1.067	1.339	1.676	2.244
Decreto 687 de 1967	—	—	137	328	573	738	846
FFI Y Desarrollo Urbano	—	—	—	77	182	337	437
Total cartera	762	1.026	2.270	3.372	4.170	5.109	6.612
Deudores por créditos y aceptaciones en moneda legal	3	8	26	50	76	139	73
Moneda extranjera reducida a moneda legal	397	285	409	547	981	1.274	1.153
Deudores varios	28	35	57	98	439	500	854
Ventas a plazo acciones de empresas	5	10	9	6	6	10	68
Deudores varios por ventas a plazo	—	—	8	—	1	4	38
Avales y garantías otorgadas	109	130	977	769	843	1.128	1.605
Total cartera e inversiones	1.591	1.835	1.414	5.643	8.296	10.335	12.869

¹ Incluye oficiales y privadas

Fuente: Superintendencia Bancaria.

a) Con recursos propios \$2.973 millones, que significan el 45% de la cartera total de \$6.612 millones.

b) Con recursos del Banco de la República \$611 millones que captan el 9.2%.

c) Con recursos del Fondo para Inversiones Privadas \$779 millones que representan el 11.8%.

d) Con recursos internacionales \$2.249 millones que significan el 34% de la cartera.

Los deudores varios llegan a \$854 millones, los deudores por créditos y aceptaciones a \$1.226 millones y se habían otorgado avales y garantías por \$1.605 millones. En su gran mayoría esta cartera es a largo plazo (70.3%), mientras a mediano plazo estaba colocado el 27.1% y a corto plazo el 2.6%. Dada la localización industrial los centros más favorecidos son Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla.

Respecto al destino de los préstamos y descuentos de las corporaciones, vale señalar que el 73% fue dirigido al sector manufacturero y el resto a otros sectores, tal como los señala el cuadro 10.13.

Se observa que dentro del sector manufacturero, los sub-sectores más favorecidos han sido el textil con el 16% del total, productos químicos y metales e ingeniería cada uno con el 11 por ciento.

CUADRO 10.13 – PRESTAMOS Y DESCUENTOS DE LAS CORPORACIONES
SEGUN DESTINO ECONOMICO¹ a Diciembre de 1972
(Miles de pesos)

Destino de los préstamos	Préstamos nuevos		Saldos Vigentes	
	Obligación cantidad	Valor	Obligación cantidad	Valor
Sector manufacturero				
Alimentos, bebidas, tabaco	121	96.518	1.028	665.423
Textiles, vestidos	209	204.757	1.557	1.067.671
Papel imprenta	54	68.488	525	308.132
Artículos de cuero	76	10.243	302	51.473
Artículos de caucho	14	29.445	133	84.313
Productos químicos	89	68.567	716	730.584
Artículos de madera	59	24.989	444	98.453
Minerales no metálicos	70	91.365	434	402.447
Metales e ingeniería	202	92.190	1.547	712.411
Otras manufacturas	156	123.837	985	770.452
Sub-Total	1.050	810.399	7.671	4.891.359
Otros sectores				
Minas y petróleos	12	52.520	97	218.757
Electricidad	34	19.383	131	88.858
Agricultura	50	19.438	663	234.689
Ganadería y avicultura	17	18.470	82	35.657
Pesca				
Transporte	212	27.220	1.407	103.975
Construcción	37	26.952	222	110.400
Otros	44	95.864	675	972.939
Sub-total	406	259.847	3.335	1.807.600
TOTAL GENERAL	1.456	1.070.246	11.006	6.698.959

¹Incluye las corporaciones oficiales

Fuente: *Revista Superintendencia Bancaria*.

C. Banca oficial de fomento.

La banca oficial de fomento se ha caracterizado por canalizar eficientemente el ahorro institucional mediante la emisión de bonos que compiten con el resto de papeles bursátiles, por su exención de impuesto, su liquidez inmediata y su alta rentabilidad comparativa.

Entre las instituciones pertenecientes a este grupo financiero se cuentan:

- Banco Central Hipotecario
- Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero
- Banco Ganadero
- Banco Cafetero
- Banco Popular
- Instituto de Crédito Territorial
- Fondos ganaderos

Estos organismos de carácter oficial, algunos de los cuales datan de principios del decenio de los años treinta, atienden en forma especializada distintos sectores de la economía: agricultura, minería, vivienda, artesanía, café y ganadería.

A continuación se presentan las cifras relativas a las dos instituciones oficiales más especializadas:

El Banco Central Hipotecario ha irrigado ampliamente el crédito a la industria de la construcción, presentando la evolución que muestra el cuadro 10.14.

CUADRO 10.14 – SALDOS DE CARTERA E INVERSIONES DEL
BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
(Millones de pesos)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Cartera	1.484.4	1.675.3	1.953.3	2.754.6	3.982.8	4.561.3	8.872.8	10.227.6
Inversiones	206.7	162.0	165.3	282.3	439.3	946.2	884.2	777.2

¹Datos a fin de cada período anual.

Fuente: Superintendencia Bancaria.

En comparación con los valores correspondientes a los créditos de fomento el volumen destinado a la construcción es considerablemente superior a cualquier otro sector económico, incluso a la agricultura y ganadería.

Las cifras relativas a la Caja de Crédito Agrario, aparecen en el cuadro 10.15.

Se puede apreciar un desarrollo ágil de las partidas anteriores, aunque no alcanzan la magnitud de los créditos del Banco Central Hipotecario. Sin embargo, por su naturaleza ha contribuido a financiar el pequeño agricultor en mayor proporción que cualquier otro organismo oficial y privado y además ha canalizado el ahorro institucional en la mayor parte del país a través de sus agencias.

CUADRO 10.15 – SALDOS DE CARTERA E INVERSIONES DE LA
CAJA DE CREDITO AGRARIO¹
(Millones de pesos)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Inversiones	404.4	437.1	622.2	655.1	617.2	632.8	807.7
Préstamos:							
Fondos propios	331.1	463.2	579.1	1.000.7	1.077.0	1.106.8	1.635.5
Descontables y descontados	2.015.1	2.362.2	3.023.2	3.390.6	3.484.1	3.944.7	4,583.3

¹Datos al final de cada período anual.

Fuente: Superintendencia Bancaria

2. Líneas de crédito.

Con las líneas existentes se financia prácticamente toda la gama de necesidades industriales agrícolas mineras y de vivienda.

A. Fuentes de recursos: internas y externas.

Entre las primeras tenemos los fondos propios, los bonos de garantía general y las líneas del Banco de la República financiadas con recursos provenientes de la venta de bonos de desarrollo.

Las segundas provienen de organismos internacionales como el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo, la Agencia Internacional de Desarrollo, así como de préstamos y financiaciones de bancos comerciales extranjeros, entre los cuales se encuentran el Comercial Export Credit Company Ltd., Eximbank Bankers Trust, Unión de Bancos Suizos, Bank of America, First National City Bank y otros.

B. Líneas de crédito.

El cuadro 10.16 ilustra la magnitud de los préstamos de fomento y distribución por líneas de crédito según actividad económica de los recursos manejados por el Banco de la República, al 30 de junio de 1973.

Es importante observar en los datos mencionados los criterios seguidos para la financiación en el Banco de la República, al dar mayor énfasis al sector agropecuario (66.14% del total de préstamos), que al sector manufacturero (26.48% del total financiado con recursos del Emisor).

De un total de \$2.568 millones destinados a la industria, los sectores más favorecidos son: productos alimenticios (\$429 millones), sustancias y productos químicos

CUADRO 10.16 — DISTRIBUCION DE LOS CREDITOS DE FOMENTO POR LINEAS Y POR ACTIVIDAD ECONOMICA HASTA EL 30 DE JUNIO DE 1973
(Miles de pesos)

	F I P		F.F. industrial		F.F. Agrario	F.F. de Desarrollo Urbano	Subtotales	%
	Línea en pesos	Línea en dólares	Línea ordinaria	Bienes de capital				
Agricultura y ganadería	441.572				5.972.420	6.413.992	6.413.992	66.14
Extracción de carbón mineral			2.585			2.585		
Extracción de minerales no metálicos	21.400		2.790			24.190	27.975	0.29
Productos alimenticios	305.915	3.018	120.023			428.956		
Bebidas			10.106			10.106		
Tabaco	800	767	1.540			3.107		
Textiles	166.487	10.313	113.304			290.104		
Calzado y confecciones textiles	17.233	611	172.624			190.468		
Madera excepto muebles	34.348	143	24.150			58.641		
Muebles de madera y accesorios	6.500	409	30.612			37.521		
Papel y productos de papel	127.837	5.950	37.199			170.986		
Imprenta, editoriales e industrias anexas	48.296	1.497	38.020			87.813		
Cueros y sus productos excepto calzado	4.080	886	17.551			22.517		
Productos de caucho	2.600	1.124	15.170			18.894		
Sustancias y productos químicos	274.137	4.767	67.916			346.820		
Productos derivados del petróleo y carbón	1.451	500	6.375			8.326		
Productos minerales no metálicos	168.457	2.414	72.233			243.104		
Metálicos básicos	102.150	941	38.139	31.233		172.463		
Productos metálicos excepto maquinaria	21.096	1.254	38.466	866		161.702		
Maquinaria no eléctrica	35.115	391	26.602	7.872		69.980		
Maquinaria, aparatos y accesorios eléctricos	15.599	599	43.696	7.684		67.528		
Material de transporte	17.774	108	74.222	8.257		100.361		
Diversas	6.613	946	71.340			78.399	2.567.796	26.48
Conexos con la construcción						2.658		
Construcción			2.052			2.052	4.710	0.04
Desarrollo urbano						393.809	393.809	4.06
Producción y distribución de electricidad			200	44.570		44.770	44.770	0.46
Transportes	39.153			2.355		41.508	41.508	0.42
Depósito y almacenaje	82.275	505				82.780	82.780	0.85
Hoteles para turismo internacional	118.713					118.713	118.713	1.22
Actividades no bien especificadas			350			350	350	0.01
TOTALES	2.059.601	36.644	1.131.073	102.857	5.972.420	393.809	9.696.404	100.00%
Índice	21.24%	0.39%	11.66%	1.06%	61.59%	4.06%	100.0%	

Fuente: Banco de la República.

(\$347 millones), el de textiles (\$290 millones), productos minerales no metálicos (\$243 millones), calzado y confecciones textiles (\$190 millones), metálicos básicos (\$172 millones), papel y sus productos (\$171 millones) y productos metálicos, excepto maquinaria (\$162 millones).

Al incluir los créditos otorgados por la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario y las nuevas corporaciones de ahorro y vivienda, así como también los créditos de fomento de las corporaciones financieras con sus recursos propios, la distribución por actividad económica varía sustancialmente.

En efecto, los saldos de cartera a 31 de diciembre de 1972 del Banco Central Hipotecario destinados a construcción llegan a \$10.277.6 millones, y los de la Caja Agraria, con recursos diferentes a los manejados por el Banco de la República ascienden a \$1.635 millones; las corporaciones de ahorro y vivienda habían colocado \$1.030 millones (hasta septiembre de 1973 han aprobado solicitudes por \$5.229.2 millones); las corporaciones financieras mostraban en esa fecha un saldo de \$1.890 millones con recursos propios, en su mayoría destinados a la industria. En el cuadro 10.1 se observa la distribución del crédito entre los sectores económicos.

Estas cifras indican las prioridades que se han dado a estos sectores de acuerdo a las necesidades del país, con más estímulo a la industria de la construcción y a la agricultura que a la industria manufacturera. En este punto es interesante hacer una comparación con diversos países respecto a la participación del valor agregado industrial dentro del producto interno bruto. El cuadro 10.17 ilustra el grado de desarrollo industrial de algunos países donde, de acuerdo al Banco Mundial, aquellos cuya producción manufacturera presenta menos del 20 por ciento del total de bienes se definen como *no industrializados*, si dicha producción alcanza del 20 al 40 por ciento se consideran en *vías de industrialización*, si la proporción es de un 40 a un 60 por ciento se clasifican como *semi-industrializados* y aquellos países que exceden del 60 por ciento se consideran *industrializados*.

De acuerdo con este criterio, la distribución crediticia del país debería estar acorde con el grado de industrialización, destinando mayores recursos hacia este sector, ya que para el año 1969 la participación del valor agregado industrial en el PIB era superior al 32%, mientras el crédito recibido por ese sector era inferior al 20% del total distribuido a los diversos sectores.

C. Operaciones de los fondos financieros.

Los fondos financieros creados con el objeto de redescantar operaciones a las instituciones financieras, cuya destinación corresponde a los criterios adoptados por las autoridades monetarias, en concordancia con el plan de desarrollo económico y social, presentan las siguientes características. (véase el cuadro 10.16).

a) Fondo para Inversiones Privadas —FIP—

Sus recursos son la contrapartida en pesos de empréstitos internacionales y se aplican a operaciones que tengan por objeto diversificar y fomentar las exportaciones, sustituir importaciones, eliminar estrecheces en la producción de bienes, la prestación de servicios y programas de integración fronteriza.

En el cuadro 10.9 aparece la distribución de estos créditos por actividad económica. Se concluye de este cuando que el énfasis ha sido en favor de la agricultura y ganadería, por ser este sector de mayor potencial exportador.

Asímismo, aunque en menor proporción, se ha fomentado el esfuerzo exportador en varios sectores económicos, principalmente textiles, papel y sus productos y se ha trata-

do de intensificar la producción de bienes sustitutivos de importaciones. La distribución de estos recursos entre los intermediarios financieros se aprecia en el cuadro 10.18.

CUADRO 10.17 – INDICADORES DEL DESARROLLO INDUSTRIAL

Países	Valor bruto agregado en el sector manufacturero, como porcentaje del Vr. agregado en la producción de bienes 1968	Crecimiento anual medio (%) del valor agregado real bruto en el sector manufacturero, 1960-1969.
Africa:		
Etiopía	13.6	9.8
Malawi	18.8	8.7
Sudán	11.1	11.1
Kenia		6.8
Sudáfrica	49.2	7.5
Senegal	29.0	4.3
Asia:		
Indonesia	13.7	1.2
Korea	33.8	14.2
Malasia	24.2	12.0
China	45.9	13.5
Hong Kong	87.5	14.3
Irán	37.0	11.0
Paquistán	19.2	7.6
India	20.7	2.5
Europa, Oriente Medio y Norte de Africa:		
Argelia	17.0	16.3
Chipre	27.7	7.2
Marruecos	23.4	2.7
Túnez	39.4	6.2
Turquía	30.9	8.6
España	56.8	7.4
Finlandia	58.4	3.7
Israel	61.5	—
Portugal	61.6	7.9
Yugoslavia	58.1	—
Centro América y el Caribe:		
El Salvador	38.7	9.0
Guatemala	35.4	7.9
Honduras	26.7	7.7
Nicaragua	31.0	12.0
Panamá	37.2	10.7
Venezuela	29.7	7.0
Costa Rica	41.0	—
México	61.2	10.0
América del Sur:		
Bolivia	29.1	6.4
Colombia	32.7	4.5
Ecuador	32.3	5.4
Paraguay	32.6	4.0
Perú	33.9	2.9
Argentina	61.8	4.3

continuación del cuadro 10.17

Países	Valor bruto agregado en el sector manufacturero, como porcentaje del Vr. agregado en la producción de bienes 1968	Crecimiento anual medio (%) del valor agregado real bruto en el sector manufacturero, 1960-1969
Brasil	56.3	6.6
Chile	56.2	5.6
Uruguay	51.2	—
Países Industrializados		
Seleccionados:		
Alemania Federal	83.7	4.3
Australia	67.0	6.0
Canadá	65.5	4.3
Estados Unidos	80.5	4.6
Francia	78.6	5.9
Japón	73.6	11.6
Noruega	69.3	4.0
Países Bajos	73.4	3.0
Inglaterra	80.2	2.0
Suecia	76.8	4.6

Fuente: *Industria*, documento de trabajo sobre el sector. Banco Mundial, abril de 1972.

Las cifras son concluyentes en cuanto a la participación de las corporaciones financieras en la aprobación de créditos por la línea del FIP. Se destacan entre ellas la Corporación Financiera Colombiana, la Nacional, del Valle, del Norte de Caldas y el IFI que canalizan la mayor proporción de los créditos.

CUADRO 10.18 — DISTRIBUCION DE RECURSOS ENTRE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS¹

	Línea en pesos		Línea en dólares	
	Miles	%	Miles	%
Bancos nacionales privados	439.854	21.35	3.601	9.82
Bancos oficiales y semificiales	122.261	5.93	1.398	3.81
Bancos extranjeros	95.556	4.63	1.418	3.87
Corporaciones financieras	797.076	38.70	20.330	55.48
Consorcio de bancos	287.754	13.97	212	0.57
Consorcio de corporaciones	106.309	5.16	4.657	12.70
Consorcio de bancos y corporaciones	210.791	10.23	5.027	13.71
TOTAL	2.059.601	100.0	36.643	100.00

¹ Cifras acumuladas a 30 de junio de 1973.

Fuente: Banco de la República.

Los plazos otorgados en estas operaciones son de 5 años (31.6% de la línea en pesos y el 5.62% de la línea en dólares) y de 10 años (el 53.80% y el 80.44% respectivamente), con tasas de interés que fluctúan entre el 9% (línea en dólares) y llegan hasta el 19.5% en operaciones a largo plazo (línea en pesos). Respecto a la cuantía de los créditos, el 48% del total de recursos en pesos ha sido otorgado en préstamos unitarios superiores a \$10.000.000 y el 68.8% han sido créditos de más de \$5.000.000 cada uno.

En la línea en dólares, el 35.9% está conformado por créditos de más de US\$800.000 y el 43% incluye créditos de más de US\$500.000 cada uno.

La magnitud de los créditos guarda estrecha relación con el monto de los activos totales de las unidades económicas receptoras del crédito, ya que el 38.8% del valor total de los créditos ha sido destinado a empresas de más de cien millones de pesos de activos totales; si a esto se agregan las empresas de más de cuarenta millones se llega a una participación del 60% del valor de los créditos.

Adicionalmente, el FIP ha contribuido con \$2.804 millones que representa un promedio de 25.3% del valor total de los proyectos sometidos a su consideración, que suman \$11.063 millones; las empresas a su vez, han aportado \$4.569 millones, los créditos bancarios a corto y mediano plazo \$2.572 millones y los créditos de proveedores \$1.187 millones.

b) Fondo Financiero Industrial -FFI-

Destinado a la pequeña y mediana industria, atiende necesidades de activos fijos, capital de trabajo, financiación de pasivos, bienes de capital elaborados en Colombia y estudios de industrias exportadoras. Tiene plazos de cinco años e intereses desde 14% para un año y 0.5% por cada año adicional.

En el cuadro 10.16 se puede apreciar la distribución de estos recursos por actividad económica; las entidades han colocado estos fondos en las proporciones que se muestran en el cuadro 10.19.

CUADRO 10.19 - COLOCACION DE RECURSOS POR BANCOS
Y CORPORACIONES FINANCIERAS
(Miles de pesos y porcentajes)

	Línea ordinaria		Línea bienes de capital	
Bancos nacionales privados	370.761	32.8	17.308	16.8
Bancos oficiales y semioficiales	95.430	8.3	—	—
Bancos extranjeros	69.866	6.2	3.415	3.3
Corporaciones financieras	581.533	51.4	82.134	79.9
Consortio de bancos	3.100	0.3	—	—
Consortio de bancos y corporaciones	8.183	0.7	—	—
Consortio de corporaciones	3.200	0.3	—	—
TOTAL	1.132.073	100.0	102.857	100.0

Fuente: Banco de la República.

Las corporaciones financieras, por ser instituciones especializadas en crédito de fomento, han canalizado la mayor proporción de los recursos provenientes de estas líneas.

Por otra parte, a diferencia de los créditos otorgados por el FIP, el FFI ha concentrado sus aprobaciones en cuantías inferiores a \$1.000.000. De hecho sólo el 34.6% de sus fondos ha sido destinado a créditos superiores a un millón de pesos. Igualmente las empresas beneficiarias son mucho más pequeñas en lo que respecta a sus activos totales, y el 72.2% está distribuido en empresas cuyos activos no pasan de 6 millones de pesos. Es claro que la reglamentación del FFI no le permitía otorgar créditos a empresas de más de 20 millones de activos e igualmente exigía ciertas condiciones sobre el número de empleados y el volumen de producción generado con el crédito discriminando entre

las empresas exportadoras y no exportadoras. Actualmente el monto máximo de los activos totales que deben tener las empresas para tener acceso a este Fondo es de \$35.000.000 y una relación capital/trabajo que varía entre \$100.000 y \$150.000.

Dada la naturaleza de las empresas financiadas por el FFI, éste ha contribuido con un 60% a los proyectos totales de inversión cuyo monto asciende a \$1.885 millones desde su creación en 1969. La destinación de los créditos ha sido principalmente para capital de trabajo (72.1% del valor de los proyectos) y para maquinaria (17.6%) (véase el cuadro 10.20).

CUADRO 10.20 – DESTINO DE INVERSIONES CON RECURSOS DE LOS FONDOS
PARA INVERSIONES PRIVADAS Y FINANCIERO INDUSTRIAL
(Miles de pesos)

	FIP	%	FFI	%
Terrenos	307.939	2.58	—	—
Construcciones	1.417.643	12.62	170.677	6.97
Maquinaria y equipo	5.103.647	46.13	787.833	32.13
Servicios	379.856	3.43	—	—
Siembras	693.679	6.27	—	—
Capital de trabajo	1.696.141	17.70	1.439.327	58.69
Otros	1.256.382	11.27	54.415	2.21
V/r. total de los proyectos	11.062.653	100.00	2.452.252	100.00

¹Hasta el 30 de junio de 1973
Fuente: Banco de la República.

Herminio Avendaño Cruz

c) Fondo Financiero de Desarrollo Urbano —FFDU—

Este Fondo creado con el propósito de beneficiar a las ciudades intermedias y de iniciar un programa intensivo de fomento al desarrollo urbano, muestra una distribución por regiones muy diferentes al resto de líneas crediticias. El Departamento del Valle ha obtenido el 34% de los recursos entregados por el FFDU, equivalente a \$135 millones. Caldas, Atlántico y Risaralda han recibido \$60, \$50 y \$40 millones respectivamente; a continuación se encuentra Sucre (\$16 millones), Antioquia (\$12 millones), Huila (\$11 millones), Tolima y Córdoba (\$10 millones cada una). El resto ha sido repartido entre las demás regiones del país. El destino de los créditos del Fondo puede apreciarse en el cuadro 10.21.

Los plazos fluctúan entre 4 y 10 años, concentrándose en este último el 91.8% del volumen de créditos, con tasas de interés que no pasan del 15% anual. A pesar de llevar pocos años de establecido, el FFDU ha contribuido en un 44% a financiar proyectos de inversión que ascienden a \$682.337.000.

d) Fondo Financiero Agrario

La serie histórica de créditos a la agricultura desde 1967 se presenta a continuación en el cuadro 10.22.

En la serie anterior es interesante observar que a excepción del año 1972, el número de hectáreas financiado permanece constante alrededor de 450.000. Sin embargo la

CUADRO 10.21. — DESTINO DE LOS CREDITOS DEL FONDO FINANCIERO DE DESARROLLO URBANO
(Miles de pesos y porcentajes)

Vías	113.940	28.9
Alcantarillado	24.740	6.3
Obras varias	236.179	60.0
Parques deportivos	18.000	4.6
Plazas de mercado	950	0.2
TOTALES	393.809	100.0

magnitud de los préstamos varía de acuerdo a dos factores: el incremento en el costo de los insumos agrícolas y el tipo de cultivo que se financie.

La producción agrícola es intensificada en aquellos productos que representan escasez cíclica; de ahí que se varíe la distribución por cultivos y el valor promedio por hectárea en las financiaciones otorgadas por el Fondo Financiero Agrario.

CUADRO 10.22 — CREDITO A LA AGRICULTURA DESDE 1967

	Bancos comerciales		Caja Agraria		Total	
	Hectáreas	Valor	Hectáreas	Valor	Hectáreas	Valor
1967	227.3	406.3	170.0	330.7	397.3	737.0
1968	226.9	446.3	223.8	473.7	450.7	920.0
1969	236.1	474.2	255.6	559.3	491.7	1.033.5
1970	226.0	463.6	225.4	493.1	451.4	956.7
1971	207.5	478.0	239.3	554.7	446.9	1.032.7
1972	318.2	769.5	208.3	523.0	526.5	1.292.5

Fuente: Banco de la República.

Como se aprecia en el cuadro 10.23 los productos principales que se han beneficiado son el algodón y el arroz, captando entre los dos el 72.3% de los recursos totales del FFA. Las principales zonas geográficas que están dedicadas a estos cultivos están localizadas en el centro del país, en la Costa Atlántica y en los Llanos Orientales.

Recientemente mediante el Decreto 1562, el Gobierno Nacional reglamentó la Ley 5a. de 1973 que creó el Fondo Financiero Agropecuario, el cual será administrado por el Banco de la República y estará sujeto a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria. Este Fondo reemplazará al Fondo Financiero Agrario y ha sido fortalecido con la colocación de títulos de clase "A"⁸, entre los bancos que operan en el país, en monto no inferior al 15 por ciento de sus colocaciones. Sus recursos ascienden a más de \$2.450 millones.

e) Fondo de Promoción de Exportaciones —PROEXPO—

Por Resolución del 23 de marzo de 1972 se facultó al Fondo de Promoción de Exportaciones para conceder financiación con los siguientes fines:

⁸ Nota del Editor. El autor se refiere aquí a los títulos de fomento agropecuario.

CUADRO 10.23 — DISTRIBUCION DE
LOS PRESTAMOS POR PRODUCTOS¹
(Millones de pesos)

Productos	Valor	Porcentaje
Ajonjolí	75.5	1.2
Algodón	2.191.2	36.7
Arroz	2.125.7	35.6
Cebada	76.0	1.3
Fríjol	50.6	0.8
Maíz	593.9	9.9
Papa	108.8	1.8
Sorgo	330.4	5.5
Soya	348.1	5.8
Trigo	65.9	1.2
TOTAL	5.966.1	100.0

¹Cifras acumuladas 1967-1972

Fuente: Banco de la República.

a) Promoción de exportaciones: estudios, viajes, publicidad, ferias, exhibiciones permanentes y muestras;

b) Capital de trabajo; reintegros anticipados y financiación de insumos importados (Plan Vallejo)

c) Financiación de ventas a crédito en el exterior:

1. Para sustitución de reintegros anticipados y,

2. Para el descuento de letras por exportaciones efectuadas; y

d) Inversiones de empresas exportadoras en el país o en el exterior. Para los fines de esta amplísima resolución se destinaron US\$30.000.000 para operaciones en moneda extranjera y \$140.000.000 para operaciones en moneda nacional (cuadro 10.24). Igualmente, estas operaciones fueron excluidas del cómputo, para efectos del límite de crecimiento de la cartera bancaria.

Para complementar las necesidades de capital de trabajo de las firmas exportadoras, se estableció además una línea de crédito a favor de Proexpo en el Banco de la República por la cantidad de 600 millones de pesos, para ser utilizados por intermedio de los bancos comerciales y las corporaciones financieras, a los que se asignaron cupos en proporción al 10% de su capital y reservas, ampliables al 20% en ciertas circunstancias. Hasta el 31 de diciembre de 1972 se efectuaron operaciones por \$371.5 millones y US\$46.8 millones, cuya destinación principal fue para capital de trabajo de las firmas exportadoras.

A mediados del presente año (14 de agosto) se restringió el endeudamiento externo de los particulares (Resolución 42 de 1973 de la Junta Monetaria) y en compensación se amplió el cupo de Proexpo en \$300 millones destinados a suplir las necesidades de capital de trabajo de industrias dedicadas a la exportación. Esta línea de crédito excluye expresamente al café y al petróleo y sus derivados. En forma inmediata se pueden utilizar los primeros \$150.000.000 y para que el Banco de la República desembolse el resto, el Fondo de Promoción de Exportaciones deberá demostrar que ha otorgado créditos de la Resolución 59 de 1972 con recursos provenientes del impuesto del 1.5 por ciento a las importaciones contempladas en el artículo 229 del Decreto-Ley 444 de 1967, en la medida de sus otras disponibilidades. Posteriormente se amplió en \$1.000

CUADRO 10.24 — OPERACIONES DE CREDITO REALIZADAS POR EL FONDO DE PROMOCION DE EXPORTACIONES 1971-1972

	Miles de pesos		Miles de dólares	
	1971	1972	1971	1972
I. Préstamos para apertura de mercados	4.606	4.602	100	—
a) Estudio de mercados	2.279	2.209	—	—
b) Ferias, publicidad, etc.	281	1.906	100	—
c) Muestras	1.125	10	—	—
d) Viajes	921	477	—	—
II. Préstamos para capital de trabajo	11.234	366.897	5.537	32.526
a) Capital de trabajo	7.633	23.342	499	—
b) Fletes y otros gastos	884	31	—	—
c) Bonos de prenda	2.717	—	—	—
d) Líneas de crédito con bancos y corporaciones	—	343.524	5.088	32.526
III. Créditos de exportación	—	—	25.208	14.319
Descuento, compra de letras y avances de cartas de crédito	—	—	25.208	14.319
TOTALES	15.840	371.499	30.845	46.845

Fuente: Banco de la República.

millones las disponibilidades de Proexpo ante la necesidad de financiamiento que el país ha mostrado.

Con esta línea se completa el esquema financiero de fomento, cubriendo todos los aspectos del desarrollo agroindustrial.

D. Distribución geográfica de los créditos.

En el cuadro 10.25 se aprecia la influencia de la localización industrial de los créditos a los cuatro principales centros industriales del país, según el cual, entre Antioquia, Cundinamarca (excluyendo Distrito Especial) y Valle del Cauca ha captado más del 71% de los recursos del FFI, el 66% de los créditos del FIP (línea en pesos) y el 82.4% de la línea en dólares en lo correspondiente al crédito industrial. En cambio, el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano ha concentrado sus esfuerzos en Valle del Cauca, Caldas, Atlántico y Risaralda, distribuyendo entre estos departamentos el 72.6% de sus financiaciones.

E. Conclusiones

a) Referentes a los créditos adoptados.

El fomento industrial se ha dirigido a sustituir importaciones de bienes de consumo (elaboración de productos alimenticios, textiles, confección de calzado, papel y sus derivados, sustancias y productos químicos, industrias metalmeccánicas, etc.), estimulando la utilización de los recursos humanos y naturales.

CUADRO 10.25 – DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE LOS CREDITOS DE FOMENTO¹
(Miles)

Zona geográfica	Créditos aprobados										
	F.F.I	\$	%	FIP	\$	%	FIP US\$	%	FFDU	\$	%
Antioquia	153.169		13.5	490.018		23.8	14.757	40.3	12.000		3.0
Atlántico	90.359		8.0	99.852		4.8	2.066	5.6	50.000		12.7
Bolívar	20.403		1.8	49.204		2.4	1.257	3.4	950		0.2
Boyacá	11.555		1.0	79.951		3.9	—	—	—		—
Caldas	27.453		2.4	64.320		3.1	1.931	5.3	60.000		15.2
Cauca	5.848		0.5	62.590		3.0	41	0.1	950		0.2
Cesar	1.310		0.1	25.115		1.2	—	—	3.000		0.8
Córdoba	400		0.1	—		—	—	—	10.000		2.5
Cundinamarca	483.170		42.7	304.254		14.8	7.131	19.5	500		0.1
Chocó	1.846		0.2	900		0.0	—	—	—		—
Guajira	—		—	6.497		0.3	—	—	—		—
Huila	2.353		0.2	—		—	—	—	11.000		2.8
Magdalena	1.825		0.2	86.734		4.2	—	—	5.000		1.3
Meta	2.247		0.2	27.244		1.3	74	0.2	—		—
Nariño	6.725		0.6	5.263		0.3	—	—	—		—
N. de Santander	13.765		1.2	62.837		3.0	308	0.8	8.000		2.0
Putumayo	35		0.0	500		0.0	—	—	—		—
Quindío	8.493		0.8	—		—	—	—	990		0.3
Risaralda	49.866		4.4	2.630		0.1	264	0.7	40.400		10.3
Santander	46.675		4.1	81.910		4.0	250	0.7	30.000		7.6
Sucre	3.210		0.3	26.389		1.3	—	—	15.999		4.1
Tolima	25.304		2.2	12.570		0.6	282	0.8	10.000		2.5
Valle	175.066		15.5	563.622		27.4	8.282	22.6	135.020		34.4
TOTAL	1.131.073		100.0	2.059.601		100.0	34.644	100.0	393.809		100.0

¹Cifras acumuladas a junio de 1973. Datos en miles de pesos o de dólares.
Fuente: Banco de la República.

— Igualmente se ha atendido en fomento de las exportaciones industriales con financiación adecuada y estímulos fiscales tales como el CAT y el Plan Vallejo, que eliminan en parte el sesgo en contra de las exportaciones de bienes manufacturados introducidos por el sistema arancelario de marcado proteccionismo industrial.

— Es una lógica consecuencia del continuo deterioro en los términos de intercambio en el comercio internacional en contra de los productos primarios como el café.

— La generación de empleo de mano de obra se destaca como uno de los objetivos primordiales en la colocación de los préstamos, por ser el sector industrial, muy dinámico dentro del conjunto de la economía y por ofrecer empleos permanentes mejor remunerados que los otros sectores. Para este fin, el Fondo Financiero Industrial tiene una reglamentación estricta en cuanto a la relación capital/trabajo como se mencionó anteriormente.

— De la misma manera se presta especial atención al impacto que sobre la balanza de pagos ejerza cualquier importación, tanto de maquinaria y equipo como de materias primas. Por esta razón algunas líneas de crédito condicionan a la empresa a incrementar las exportaciones en proporción al monto del crédito (FIP, Proexpo).

b) Referentes a las instituciones de crédito.

Por ser los bancos las entidades financieras por excelencia, el crédito de fomento empezó a tomar su forma actual a través de ellos. Sin embargo, al poco tiempo se sintió la necesidad de contar con instituciones especializadas y es así como se produjo el establecimiento en el país de corporaciones financieras, paso que ha constituido el mayor avance en cuanto al crédito de fomento se refiere, pues no solamente canalizan el ahorro privado hacia inversiones productivas sino que lo hacen siguiendo criterios económicos más ajustados a las necesidades del país y a sus recursos.

c) Referente a las líneas de crédito.

Prácticamente todos los aspectos del desarrollo industrial están cubiertos por las líneas existentes, cuyas características se han ido mejorando y adaptando a las necesidades del país. Sin embargo es necesario ampliar los recursos disponibles de las corporaciones financieras para poder atender la demanda crediticia, la cual tradicionalmente es mayor que la disponibilidad de recursos.

— La orientación del Banco de la República y la supervisión de las inversiones realizadas bajo esta modalidad de crédito dirigido, aseguran la más eficiente asignación de los recursos financieros.

— Las necesidades de capital de trabajo de las firmas que no satisfacen los requisitos de las líneas del Banco de la República son atendidas por los bancos comerciales (a corto plazo), por las corporaciones financieras (a mediano plazo) y por el mercado extrabancario en monto difícil de calcular.

IV. Resultados del crédito de fomento industrial.

Una de las limitaciones fundamentales del presente trabajo ha sido la dificultad para identificar claramente los efectos del crédito sobre el aumento de la producción industrial, el empleo, las exportaciones y la formación de capital.

Si bien es cierto que la falta de crédito oportuno es capaz, en un momento dado, de detener el crecimiento industrial, no es fácil calcular el efecto de un aumento en los recursos financieros al servicio de la industria.

Las implicaciones inflacionarias y todas las secuelas que estas conllevan, de un aumento en la oferta monetaria, pueden contrarrestar los objetivos buscados al emprender una política crediticia amplia.

A pesar de estas dificultades, se puede vislumbrar la orientación que han seguido las industrias en la utilización de los créditos, y deducir de ello el aumento de la capacidad instalada y el empleo que ello genera, con el consecuente aumento de la producción y las exportaciones.

1. Crédito y aumento en la capacidad instalada.

El cuadro 10.20 señala el destino de las inversiones programadas en los estudios de los créditos que han sido aprobados por las líneas FIP y FFI.

A. Línea FIP.

Se observa en el cuadro 10.26 que las empresas receptoras de créditos por la línea FIP destinan la mayor parte de tales recursos (46.2%) a la adquisición de maquinaria y equipos, casi en su totalidad importados, por las siguientes razones:

CUADRO 10.26 – SOLICITUDES DE LICENCIA GLOBAL APROBADAS POR LA JUNTA DE IMPORTACIONES POR SECTORES DE ACTIVIDAD ECONOMICA
(Miles de dólares)

	1969	1970	1971	1972	Primer Trimestre 1973
1. Alimentos y bebidas	6.800	2.339	1.612	3.385	107
2. Tabaco	—	—	534	—	—
3. Textiles	21.713	13.434	16.019	16.429	3.607
4. Calzado y prendas de vestir	45	—	—	—	—
5. Madera excepto muebles	6.371	—	1.916	694	—
6. Papel y sus productos	3.252	7.618	2.175	364	1.100
7. Imprentas, editoriales, etc.	278	1.805	—	—	—
8. Cuero excepto calzado.	46	—	—	277	—
9. Sustancias y productos químicos	12.119	4.249	1.760	1.313	1.096
10. Productos derivados del petróleo y carbón	7.878	994	4.130	430	—
11. Productos minerales no metálicos	4.587	6.873	3.410	5.040	1.850
12. Minerales básicos	1.886	240	2.786	254	—
13. Productos metálicos	2.791	10.156	1.777	861	—
14. Maquinaria no eléctrica	116	291	—	—	—
15. Maquinaria y artículos eléctricos	171	979	—	—	—
16. Material de transporte	99	3.000	5.518	125	—
17. Manufacturas diversas	41.980	32.702	5.277	2.483	3.979
TOTALES	110.227	84.680	46.913	31.937	11.558

Fuente: Instituto Colombiano de Comercio Exterior INCOMEX.

a) Los recursos del FIP provienen de entidades financieras internacionales, las cuales ofrecen financiación para importación de bienes de capital provenientes de los países miembros de dichas entidades.

b) Las empresas más grandes, que son las que acuden al FIP, se han organizado en forma productiva y eficiente y están copando la utilización de su maquinaria existente, teniendo por lo tanto que ampliar su capacidad para iniciar la apertura de nuevos mercados⁹. En el aparte I, se vió como el FIP condiciona a las empresas a llevar a cabo programas que aumenten exportaciones y/o sustituyan importaciones.

c) Estas empresas no sufren generalmente déficit crónico de capital de trabajo, que sí enfrentan las pequeñas y medianas.

Los sectores industriales que han realizado las mayores importaciones de equipo son en su orden: sustancias y productos químicos (\$1.100 millones), textiles (\$891 millones), papel y sus productos (\$631 millones), industrias metálicas básicas (\$545 millones), productos alimenticios (\$520 millones), productos minerales no metálicos (\$390 millones), y maquinaria no eléctrica (\$115 millones). (Véase cuadro 10.27). El resto de la industria ha importado equipos por valor de \$913 millones, que representa el 17.9% de las importaciones canalizadas a través del FIP, lo que demuestra la importancia de los sectores mencionados en el conjunto de la industria manufacturera total.

⁹ "Encuesta Industrial" - Situación y Perspectivas de la Industria", *Coyuntura Económica*, Vol. III, IV: I, abril de 1973, págs. 17 a 19.

B. Línea FFI.

Las empresas que han recibido créditos del FFI presentan en su mayoría escasez de capital de trabajo por diversas razones:

CUADRO 10.27 — FONDO PARA INVERSIONES PRIVADAS F.I.P. — DESTINO DE LA INVERSION POR ACTIVIDAD ECONOMICA¹

Código	Actividad económica	Terrenos	Construcciones	Maquinaria y equipos	Servicios	Siembras	Capital de trabajo	Otros	Valor del proyecto
01	Agricultura y ganadería	28.875	53.158	147.837	50.186	443.646	154.911	110.913	990.526
04	Pesca								
11	Extracción de carbón mineral								
12	Extracción de minerales metálicos								
19	Extracción minerales no metálicos		17.282	52.377	3.800		13.175	38.215	124.849
20	Productos alimenticios	118.274	86.839	519.604	40.178	249.365	305.192	100.181	1.354.009
21	Bebidas								
22	Tabaco		13.910	40.292	505		7.343	11.974	74.024
23	Textiles	35.301	101.916	890.630	17.888		465.049	151.579	1.662.353
24	Calzado, prendas vestir, confección	2.240	6.646	20.188	891		36.172	1.627	67.764
25	Madera y corcho excepto muebles	1.786	19.173	67.539	11.702	500	42.495	41.697	184.892
26	Muebles de madera y accesorios	300	2.290	23.409	3.300		9.029	2.697	41.025
27	Papel y productos de papel	14.910	98.998	630.963	31.903	168	103.245	113.179	993.366
28	Imprenta, editoriales y conexas	4.790	21.071	78.137	100		92.891	4.128	201.117
29	Cuero y productos de cuero	100	1.559	24.017	2.307		17.900	639	46.522
30	Productos de caucho	431	15.422	97.555	300		31.859	591	146.158
31	Sustancias y productos químicos	40.810	341.017	1.099.985	127.139		421.064	293.176	2.323.191
32	Derivados de petróleo y carbón	283	12.009	87.533	238		5.468	21.259	76.890
33	Productos minerales no metálicos	6.550	88.032	390.049	28.652		111.995	93.406	718.684
34	Industrias metálicas básicas	729	138.768	544.485	7.892		10.928	149.286	852.088
35	Productos metálicos excepto máquinas	4.576	17.687	60.226	2.834		28.471	9.432	123.226
36	Maquinaria no eléctrica	5.313	18.293	114.500	1.521		24.368	14.206	178.201
37	Maquinas, aparatos, accesorios eléctricos	420	8.513	33.763	1.623		22.022	2.321	68.662
38	Material de transporte	2.287	4.212	14.826	356		28.865	1.371	51.917
39	Diversas		4.575	43.426	250		20.386	7.168	75.805
71	Transporte	8.452	29.623	96.095	1.339		1.403	12.302	149.214
72	Depósito y almacenaje	3.220	90.062	33.225	1.030		1.927	15.040	144.504
84	Hoteles para turismo internacional	27.292	226.588	42.886	43.992		12.983	59.995	413.666
90	Actividades no bien especificadas								
**	TOTALES	307.939	1.417.643	5.103.647	379.856	693.679	1.969.141	1.256.382	11.062.653

¹Hasta el 30 de junio de 1973

Fuente: Banco de la República.

- a) Su acceso al crédito bancario es limitado, dado su tamaño reducido.
- b) Razones de mercado la obligan a mantener elevados inventarios y ofrecer amplios plazos para el pago de sus ventas, absorbiendo, en esta forma, gran parte de los recursos generados en el desarrollo de sus operaciones.
- c) Usualmente en el proceso de expansión industrial las pequeñas empresas destinan sus recursos de crédito a corto plazo a financiar adquisiciones de bienes de capital que sólo se recuperan a largo plazo.

Es conveniente señalar la forma como se financian los proyectos de inversión de los dos tipos de empresas: grandes y pequeñas.

El cuadro 10.28 confirma lo mencionado anteriormente respecto a las dificultades que enfrenta la pequeña y mediana industria para financiar sus programas. El Fondo Financiero Industrial ha aportado el 60% del valor de los proyectos, las empresas con sus recursos propios el 31% y otras fuentes, que comprenden los bancos y los proveedores, sólo el 9%. Se explica en esta forma que este grupo de industriales sienta con mayor intensidad la deficiencia de capital de trabajo.

Por su parte, aquellas empresas que han recibido créditos del FIP, encuentran mayor respaldo de los proveedores y los bancos (33.0% del valor de los proyectos), a la vez que están en capacidad de aportar un porcentaje mayor de sus recursos propios en cada ensanche (41.3%), adquiriendo por lo tanto una menor participación de los créditos FIP en el valor total de los proyectos (25.3%).

CUADRO 10.28 – FUENTE DE FINANCIAMIENTO DE INVERSIONES¹
(Millones de pesos y porcentajes)

	Valor	%
Línea del Fondo para Inversiones Privadas		
Valor total de proyectos	11.062.653	100.0
Recursos FIP	2.804.049	25.3
Fondos propios (empresas)	4.569.346	41.3
Otros fondos (bancos, proveedores)	3.759.393	33.0
Línea del Fondo Financiero Industrial		
(Línea ordinaria)	1.885.353	100.0
Valor total de proyectos		
Recursos FFI	1.131.073	60.0
Fondos propios (empresas)	584.478	31.0
Otros fondos (bancos, proveedores)	169.802	9.0

¹ Hasta el 30 de Junio de 1973

Fuente: Banco de la República.

La encuesta industrial publicada por la Revista Coyuntura Económica revela que:

“En 1972 se incrementó la inversión en 60.5%, lo que se reflejó a su vez en un incremento de 9.6% en la capacidad total de producción. Para 1973 se estima que la inversión crecerá en 64.8%, lo que probablemente se traducirá en un alza comparable en la capacidad total de producción.

En sectores como textil, papel y sus productos, productos químicos e industrias metálicas básicas de esta utilizando más del 90% de la capacidad instalada, lo que implica, que se está trabajando muy cerca al número máximo de turnos técnicamente posibles de cada sector.

En el pasado se habló de la capacidad instalada ociosa, pero no parece ser esta la realidad en 1972. Es muy probable que en el futuro los aumentos en producción tengan que estar acompañados de incrementos considerables de inversión en casi todos los sectores”¹⁰.

2. Crédito y generación de empleo.

En el aspecto laboral y social es más notoria la deficiencia entre la industria grande y la pequeña. En cuanto a generación de empleo se refiere, los créditos otorgados por el Fondo Financiero Industrial han generado en promedio un empleo por cada \$73.570, mientras los créditos del Fondo para Inversiones Privadas lo han creado con \$348.400. El detalle por actividades económicas se aprecia en los cuadros 10.29 y 10.30.

Entre las causas de estas diferencias tan apreciables se destacan las siguientes:

1. Los créditos del FIP se han dirigido hacia la importación de maquinaria y equipos tecnológicamente avanzados, las cuales aumentan la relación capital/trabajo, con el fin de lograr más eficientes niveles de producción, para poder competir en el mercado internacional, en el caso de empresas exportadoras y en el mercado interno, en el caso de sustitución de importaciones.

2. En un mismo sector industrial se clasifican, de modo equívoco, firmas productoras de materias primas y firmas transformadoras, las cuales por su naturaleza tienen funciones de producción diferentes en cuanto a costos de capital y mano de obra se refiere.

¹⁰ Coyuntura Económica op. cit.

CUADRO 10.29 – VALOR DE LA INVERSION POR NUEVO EMPLEO¹
(Miles de pesos)

	F.F.I.	F.I.P
Agricultura y ganadería	—	174.3
Extracción de Carbón	25.5	—
Extracción de minerales metálicos	207.4	—
Explotación de minas de arcilla y cal	10.7	—
Extracción de minerales no metálicos	79.2	124.8
Productos alimenticios	66.0	227.0
Bebidas	63.1	—
Tabaco	15.0	137.6
Textiles	78.2	328.9
Calzado y confecciones textiles	42.8	69.9
Madera y corcho excepto muebles	33.3	207.7
Muebles de madera y accesorios	27.0	205.6
Papel y productos de papel	73.4	1.046.8
Imprenta, editoriales, etc.	66.2	151.4
Cuero y sus productos excepto calzado	35.2	280.3
Productos de caucho	43.9	1.419.0
Sustancias y productos químicos	63.4	851.9
Productos derivados del petróleo y carbón	70.3	1.260.5
Productos minerales no metálicos	46.5	399.5
Metálicas básicas	98.5	998.9
Productos metálicos excepto maquinaria	56.6	160.7
Maquinaria no eléctrica	61.5	240.6
Maquinaria y accesorios eléctricos	74.6	129.0
Material de transporte	59.1	221.9
Diversos	271.9	223.0
Construcción	33.8	—
Conexas a la construcción	224.9	—
Producción y distribución de energía eléctrica	7.573.8	—
Explotación de la industria de transporte	271.8	4.973.8
Hoteles para turismo internacional	—	358.2
Depósito y almacenaje	—	227.6
Promedio	73.6	348.4
Empleos totales	33.332	31.756
Valor total de los proyectos	2.452.252	11.062.653

¹Se ha dividido el valor de los proyectos en cada grupo industrial, por el empleo que se proyectaba crear.

Fuente: Banco de la República.

Es el caso, entre otros, de la industria productora de papel, que genera un nuevo empleo con \$1.046.800 en promedio y la empresa productora de bolsas y otros artículos de papel, cuya inversión por empleo no sobrepasa los \$75.000.

3. A medida que se agotan las posibilidades de seguir avanzando en la política de sustitución de importaciones, se llega necesariamente a la barrera más difícil de superar en el proceso de desarrollo: el establecimiento de industrias de tecnología más avanzada y de tamaño adecuado, que permitan a un mismo tiempo eliminar la dependencia de las importaciones de bienes de capital y materias primas y aprovechar las economías de escala propias de un mercado ampliado.

Este avance industrial implica cada vez mayores inversiones de capital por nuevo empleo generado, las cuales a su vez dependen de una mayor afluencia de divisas. Para observar la relación entre el crédito y el empleo, es útil referirse al cuadro 10.30.

CUADRO 10.30 – GENERACION DE EMPLEO EN LAS RAMAS DE ACTIVIDAD ECONOMICA DE LOS PROYECTOS FINANCIADOS POR EL F.I.P. Y EL F.F.I.

Actividad económica	Nuevo empleo		Valor proyectos (Miles de pesos)	
	F.I.P.	F.F.I.	F.I.P.	F.F.I.
Agricultura y ganadería	5.683	—	990.526	—
Extracción de carbón mineral	—	162	—	4.129
Extracción de minerales metálicos	—	17	—	3.525
Explotación de minas de arcilla y cal	—	30	—	320
Extracción de minerales no metálicos	—	75	—	5.942
Productos alimenticios	5.965	3.214	1.354.009	212.059
Bebidas	—	224	—	15.406
Tabaco	538	172	74.024	2.580
Textiles	5.055	2.892	1.662.353	226.083
Calzado y confecciones textiles	968	6.625	67.764	283.221
Madera y corcho excepto muebles	890	940	184.892	31.290
Muebles de madera y accesorios	200	1.605	41.025	43.366
Papel y productos de papel	949	756	993.366	55.500
Imprenta, editoriales y conexas	1.328	997	201.117	66.043
Cuero y sus productos	166	685	46.522	24.084
Productos de caucho	103	509	146.158	22.327
Sustancias y productos químicos	2.727	1.911	2.323.191	121.136
Derivados del petróleo y carbón	61	135	76.890	9.488
Minerales no metálicos	1.799	2.780	718.684	129.182
Industrias metálicas básicas	853	1.072	852.088	105.636
Productos metálicos excepto maquinaria	767	3.933	123.226	222.494
Maquinaria no eléctrica	778	769	178.201	47.301
Maquinaria y aparatos eléctricos	532	1.096	68.662	81.757
Material de transporte	234	2.137	51.917	126.327
Industrias diversas	340	404	75.805	109.832
Industria del transporte	30	13	149.214	3.534
Conexas con la construcción	—	94	—	7.000
Producción y distribución de energía eléctrica	—	65	—	492.300
Depósito y almacenaje	635	—	144.504	—
Hoteles para turismo internacional	1.155	—	413.666	—
TOTALES	31.756	33.332	11.062.653	2.452.252

En los numerales anteriores se bosquejó la relación entre el crédito y el destino de las inversiones industriales (aumento en la capacidad de producción e incremento en la utilización de la misma), entre el crédito y la generación de empleo por ramas industriales. En los siguientes se tratará lo relacionado con las exportaciones y la capitalización industrial.

3. Crédito y exportaciones.

En el decenio de los años cincuenta y a principios de la década anterior, la política económica se encauzó hacia la sustitución de importaciones, con el propósito de incrementar la actividad interna, lograr economía de divisas y recurrir en menor escala a la financiación externa. Aunque en realidad un plan así orientado produce efectos favorables como los señalados, se llega a la convicción de que es más razonable crear fuentes

de divisas que tratar de disminuir su demanda. En efecto, los esfuerzos encaminados a fomentar las exportaciones necesariamente estimulan en mayor grado la actividad interna, por los aumentos de producción y productividad indispensables para generar excedentes exportables de una parte y de otra, porque los recursos adicionales obtenidos pueden destinarse a financiar mayores presupuestos de importación que impulsen también el proceso interno, en razón de la dependencia del producto con respecto a la importación de bienes de capital y materias primas. Es obvio, por tanto, que es más alta la productividad de los nuevos recursos que la del ahorro de las tradicionales.

En los porcentajes de los cuadros 10.31 y 10.32, se observa que el proceso de sustitución de importaciones ha llegado a un punto estable, pues durante la última década la composición porcentual de las importaciones permanece casi invariable, hasta 1972 inclusive, a excepción de algunos años en que se han conseguido líneas de crédito internacionales para importación de maquinaria y equipo, o se ha liberado la importación de bienes de consumo como acontece en los últimos tres años. Las importaciones de materias primas e insumos intermedios por parte de la industrias no superiores a un 40% del total de importaciones, siendo esta participación excepcionalmente estable excepto en 1966. Esto indica que la mayor dependencia externa de la industria radica en sus materias primas importadas y su crecimiento se verá acotado por la capacidad de generar divisas en el futuro.

CUADRO 10.31 - CLASIFICACION ECONOMICA DE LAS IMPORTACIONES

Año	Bienes de consumo			Materias primas y productos intermedios				Bienes de capital				Total	Gran total
	No Duradero	Duradero	Total	Combustibles lubricantes etc.	Para agricultura	Para industrias	Total	Materiales de construcción	Para agricultura	Para industrias	Equipo de transporte		
1960	18	17	35	10	17	226	253	13	21	113	78	225	519
1961	27	24	51	12	22	202	236	15	22	127	100	264	557
1962	20	19	39	14	20	224	258	15	20	134	62	231	540
1963	16	15	31	9	14	232	255	15	17	103	74	209	506
1964	23	20	43	6	13	250	269	16	20	136	92	264	586
1965	11	16	27	3	8	204	215	9	11	122	59	201	454
1966	23	27	50	3	18	362	383	11	12	130	81	234	674
1967	15	24	39	4	7	218	229	18	8	121	72	219	497
1968	29	22	51	1	8	289	298	12	19	149	102	282	643
1969	38	32	70	5	6	304	315	14	23	154	100	291	685
1970	49	44	93	1	8	360	369	20	13	197	143	373	844
1971 ¹	49	39	88	7	9	340	356	14	7	213	110	344	795
1972 ¹	61	52	113	6	23	405	434	11	11	232	101	355	911

¹Por carecer de los datos de Aduana se presentan los registros aprobados por Incomex
Fuente: Banco de la República.

La respuesta de los diferentes sectores económicos al estímulo financiero que han recibido a partir de 1967, (Decreto-Ley 444 de 1967) se puede visualizar en el cuadro 11.3, el cual muestra el promedio anual de exportaciones en el período comprendido entre 1960 y 1966 y las cifras correspondientes hasta 1972.

El nuevo sistema cambiario introducido en tal Decreto, conjuntamente con el certificado de abono tributario, el Plan Vallejo y la canalización de mayores recursos financieros hacia la industria de exportación, han traído como consecuencia que el Plan Cuatrienal de Exportaciones, 1972-1975, haya sido sobrepasado en su ejecución en un 21%, en términos generales, en su primer año de operación¹¹.

¹¹ Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva. Banco de la República, Bogotá, 1972.

CUADRO 10.32 – COMPOSICION PORCENTUAL DE LAS IMPORTACIONES

Año	Bienes de consumo	Materias primas y y productos intermedios		Bienes de capital		Gran total
		Para la industria	Total	Para la industria	Total	
1960	6.7	43.5	48.7	21.8	43.4	100.0
1961	9.1	36.3	42.4	22.8	47.4	100.0
1962	7.2	41.5	47.8	24.8	42.8	100.0
1963	6.1	45.8	50.4	20.4	41.3	100.0
1964	7.3	42.7	45.9	23.2	45.0	100.0
1965	5.9	44.9	47.4	26.9	44.3	100.0
1966	7.4	53.7	56.8	19.3	34.7	100.0
1967	7.8	43.9	46.1	24.3	44.1	100.0
1968	7.9	44.9	46.3	23.2	43.9	100.0
1969	10.2	44.4	46.0	22.5	42.5	100.0
1970	11.0	42.7	43.7	23.3	44.2	100.0
1971	11.1	42.8	44.8	26.8	43.3	100.0
1972	12.4	44.5	47.6	25.5	39.0	100.0

Fuente: Cuadro 10.30

Lugar prominente ocupan las exportaciones de origen agropecuario, particularmente algodón, azúcar, banano, tabaco, carne y semovientes, que representaron el 45.9% en 1971 y el 37.5% en 1972 del total de exportaciones diferentes al café y petróleo.

A. Reintegro por exportaciones.

Es interesante observar los cambios que se han producido en la composición de las exportaciones colombianas en los años recientes. El total de exportaciones en 1967 fue de US\$436 millones, de los cuales US\$319 millones correspondientes a café (73.1%) y US\$117 millones a otros productos (26.9%), siendo la participación industrial menor a 8% del total de exportaciones.

Para 1970, las exportaciones ascendieron a US\$642.5 millones, de los cuales 63.1 por ciento provinieron del café y el 36.9 por ciento de exportaciones menores (US\$237.0 millones), duplicando la cifra de 1967. En esta oportunidad, le correspondió a la industria manufacturera un 15.5% incluyendo el azúcar con una cifra cercana a US\$100 millones. En 1972, las exportaciones totalizaron US\$840.5 millones, siendo el aporte del café cercano a US\$434 millones o sea un 51.6% del total, mientras que las exportaciones no tradicionales muestran una tendencia ininterrumpida de ascenso, con US\$406.9 millones, (48.4%). La industria manufacturera contribuyó con US\$162.0 millones o sea un 19.2% del total exportado.

B. Crédito por sectores económicos.

Asumiendo que el CAT no distorsiona los incentivos comparativos a exportar entre los diferentes sectores, pues es otorgado indiscriminadamente a cualquier exportación no tradicional¹² y asumiendo que el volumen de crédito distribuido por el Fondo para

¹² Diferentes a café y petróleo.

Inversiones Privadas con el objeto de promover exportaciones es un buen indicador del volumen total de crédito en el país concedido con este fin, se establece la relación entre los sectores industriales receptores de crédito y sus exportaciones; que aparece en el cuadro 10.33.

CUADRO 10.33 — RELACION ENTRE EXPORTACION Y CREDITO POR SECTORES ECONOMICOS

Sectores	Proporción	Proporción sobre exportaciones		
	crédito FIP (Acumulado)	1970	1971	1972
Agricultura y ganadería	15,67	33,04	31,11	21,74
Pesca	—	2,23	2,65	2,40
Extracción de oro y platino	—	2,57	1,53	1,15
Extracción de minerales no metálicos	0,76	—	—	—
Productos alimenticios	13,12	15,31	15,95	17,04
Bebidas	—	—	—	—
Tabaco	0,56	3,45	4,12	2,38
Textiles, calzado y confecciones textiles	14,03	10,44	11,11	11,60
Madera en bruto, aserrada y sus manufacturas	1,83	2,82	2,55	1,94
Papel y productos de papel	8,05	2,75	2,06	1,25
Imprenta y editoriales	2,60	1,93	1,88	1,52
Cuero y productos de cuero	0,67	3,24	2,90	5,65
Productos de caucho	0,97	0,55	0,44	0,28
Sustancias y productos químicos	15,32	5,19	5,84	4,82
Derivados de petróleo y carbón	0,41	—	—	—
Productos minerales no metálicos	7,77	4,62	3,24	2,87
Industrias metálicas básicas	4,22	2,59	2,89	2,99
Productos metálicos eléctricos	3,96	2,05	2,10	1,88
Industrias diversas (esmeraldas, barcos)	1,24	7,22	9,63	20,49
TOTALES	100,0	100,0	100,0	100,0

¹Diferentes a café y petróleo

Fuente: Datos del Instituto Colombiano de Comercio Exterior "Incomex", Banco de la República y cálculos de la Corporación Financiera Colombiana.

Este desarrollo de la industria manufacturera es explicable por las razones anotadas al principio de este numeral y se pueden concluir del cuadro anterior, que aquellos productos que mayor financiación han recibido son los de mayor dinamismo en el comercio internacional colombiano. La interrelación entre las dos variables, crédito y exportaciones, hay que tomarla con cautela en lo que se refiere al sector agropecuario, a la pesca y a la minería, pues sus fuentes financieras principales no han sido relacionadas.

En lo que respecta a la industria manufacturera propiamente dicha, se observa la estrecha relación causal entre las variables analizadas en los sectores de productos alimenticios, textiles, calzado y prendas de vestir, madera en bruto, aserrada y sus manufacturas, imprenta y editoriales, productos de caucho y hasta cierto punto, en las industrias metálicas básicas y las metalmecánicas y electrónicas.

No resulta contradictorio el hecho de que industrias como la del papel y la de sustancias y productos químicos no muestren relación entre el porcentaje de crédito recibido y la proporción de exportaciones, debido a que se caracterizan por sustituir importaciones que de otra manera serían necesarias. Este ha sido básicamente el propósito nacio-

nal al financiar el montaje y los ensanches de tales empresas en el pasado reciente, aunque el costo de divisas así ahorradas, como también el costo por empleo generado haya sido más alto que en cualquier otra industria que se dedicara a la exportación. (Véanse los cuadros 10.29 y 10.30 y el primer párrafo del aparte IV.3.).

C. Análisis por sectores industriales.

Se destacan los siguientes comportamientos:

Productos alimenticios: ha recibido este renglón un gran impulso financiero y sus exportaciones se han comportado de igual manera. Los productos que se destacan dentro de estas exportaciones son la carne de ganado vacuno, que ha pasado de US\$4 millones en 1967 a US\$29.6 millones en 1972; el azúcar que pese a las fluctuaciones de mercado y al incremento en el consumo interno ha pasado de US\$15.9 millones en 1967 a US\$33.2 millones en 1972 (Véase cuadro 10.34) y las tortas oleaginosas, que alcanzaron la cifra de US\$9.8 millones en 1972.

CUADRO 10.34 — REINTEGROS POR EXPORTACIONES

(Millones de dólares)

	1960-1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Total	398.3	435.9	492.6	540.0	642.5	656.4	840.5
I. Café	336.3	318.8	314.1	332.8	405.5	358.6	433.6
II. Otros productos	62.0	117.1	178.5	207.2	237.0	297.8	406.9
Algodón	10.2	19.6	32.7	36.4	38.6	35.0	46.5
Animales	1.9	1.6	4.4	11.1	6.2	9.1	11.7
Azúcar	5.5	15.9	22.0	17.5	21.8	26.6	33.2
Banano	12.3	19.2	15.6	18.6	17.7	17.9	19.9
Cemento	1.8	3.3	4.0	3.2	3.5	2.7	4.8
Confecciones textiles	5.2	8.9	16.0	15.1	21.8	36.0	43.9
Ganado y carne	1.8	4.1	4.5	11.0	29.3	42.9	40.9
Maderas	3.2	4.5	5.6	7.2	6.3	6.6	7.5
Manufacturas mecán. y metal.	1.3	5.6	5.7	8.7	11.0	15.0	20.2
Pieles y cueros	2.4	3.6	6.3	8.7	7.0	7.5	15.7
Productos farmacéuticos	1.5	1.7	2.4	8.1	9.3	17.2	18.3
Tabaco	5.7	5.1	7.1	9.1	8.8	13.2	11.6
Llantas y neumáticos ¹	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.4	0.8
Oro y sus manufacturas ^{2,1}	1.3	1.3	1.3	4.2	4.4	3.1	7.3
Vidrio y sus manufacturas	1.1	1.1	1.1	2.3	4.9	4.4	4.0
Productos diversos ¹	10.7	10.7	10.7	41.2	42.0	52.9	79.0

¹ Hasta 1968 aparece el dato promedio de 1961-1970.

² Valuado a precios vigentes en el mercado internacional

Fuente: Informes anuales del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República.

Textiles, calzado y confecciones textiles: aunque es la industria que más eficientemente aprovecha su capacidad instalada, ésta es aún insuficiente para abastecer los pedidos externos y por esta causa las líneas crediticias han destinado importantes recursos a financiar ensanches con miras a incrementarla. Del total de las líneas provenientes del Banco Mundial, que suman 165 millones de dólares, destinadas a la industria, el 24.8%

ha sido asignado al sector textil para importación de maquinaria (US\$43.0 millones), a empresas productoras de materias primas (Celanese, Enka, Polímeros Colombianos S.A.) y a empresas que requieren ensanches para exportar (Coltejer, Fabricato, Teji-condor, etc.). Las exportaciones de este grupo alcanzan los US\$44 millones, lo que representa el 11% de las exportaciones diferentes a café y petróleo.

Pielés, cuero y sus manufacturas: las ventas de este rubro se han triplicado en el último año, sin que se aprecie una marcada relación con la proporción de los créditos; factores de demanda internacional expandida y las restricciones impuestas por Argentina han determinado su crecimiento.

Sustancias y productos químicos: las razones para una escasa dependencia de las exportaciones en el crédito fueron comentadas anteriormente. Es de destacar el amplio mercado que estos productos tienen en el ámbito latinoamericano y especialmente en el Grupo Andino; también se destaca el hecho de ser el sector que mayor inversión extranjera ha atraído, quizás por su potencial exportador.

Papel y sus productos: la demanda mundial ha ido en aumento constante sin que las ampliaciones en la producción hayan satisfecho los mayores requerimientos. Colombia ha realizado importantes inversiones en dicho sector y aunque las exportaciones han aumentado en volumen, su participación porcentual en el total exportado se ve disminuida ante la dinámica del resto de la economía y por el hecho de estar dedicado a la sustitución de importaciones.

Imprenta, editoriales y empresas conexas: en esta clasificación industrial es clara la influencia del crédito pues se ha logrado mantener el crecimiento de las exportaciones al ritmo general de la industria. Los bajos costos de la mano de obra le permiten al país competir ventajosamente en el mercado mundial.

Manufacturas metalmecánicas y aparatos eléctricos: la ampliación de la capacidad instalada que se financió en la última década empieza a ser utilizada eficientemente, en razón del incremento de las exportaciones. La diversificación que ha operado en este sector es muy amplia, al pasar de 250 ítems en 1968 a más de 420 en 1972, producidos por firmas de tamaño mediano principalmente. El crédito ha jugado un papel preponderante en este proceso junto con los estímulos tributarios (CAT, principalmente).

Productos minerales no metálicos: en este grupo está comprendido el cemento, el cual recibe mejores precios en el exterior en comparación al mercado interno. Sin embargo los altos costos del transporte unidos a los escasos excedentes exportables han traído como consecuencia una baja tasa de aumento de exportaciones. Es de anotar que en los dos últimos años las fábricas de cemento han tenido que efectuar ensanches en sus instalaciones los cuales eran necesarios para hacer frente al aumento en la actividad edificadora que ha recibido grandes estímulos de parte del gobierno. Es difícil proveer exportaciones importantes de cemento en el futuro cercano, aunque en otros renglones como cerámica y utensilios sanitarios se pueda producir una ampliación de los envíos al exterior.

4. Crédito y capitalización industrial.

La esfera financiera de la economía, es decir, las corrientes de fondos que son esenciales para el sostenimiento de la actividad económica y por ende del sistema monetario y financiero son estudiadas a través de las cuentas de flujos de fondos, a diferencia de las cuentas nacionales las cuales centran su atención en lo que puede llamarse la esfera real de la economía.

Estas cuentas financieras aclaran los factores monetarios que operan en el sistema económico y de ahí la evidencia de su valor analítico en la formulación de la política económica.

Con base en los flujos de fondos, que anualmente prepara la Superintendencia de Sociedades Anónimas, se hace el análisis en términos porcentuales para observar los cambios más importantes que se presentan en el período 1965-1971, con especial referencia a los aspectos que se relacionan con la capitalización industrial.

A. Los recursos o fuentes de financiamiento industrial.

a) Recursos internos.

En el cuadro 10.35 se presentan las fuentes de financiamiento y el uso de los recursos en la industria manufacturera. Se observa cómo los recursos internos de las empresas financiaban en 1967 el 71.2% de las nuevas inversiones, a consecuencia de las medidas económicas del gobierno que restringieron tanto el crédito interno como el endeudamiento privado en el exterior. A partir de ese año la participación de las fuentes internas de la industria ha venido disminuyendo paulatinamente, hasta llegar en 1971 a conformar únicamente el 29.7% del total de fuentes de fondos. Las reservas por depreciación y superávit ganado son los renglones que mayor porcentaje de generación interna han significado a lo largo de este período. Las utilidades presentan incrementos hasta 1966 cuando sumaron \$571 millones más que en 1965, para disminuir en 1967 en \$266 millones y posteriormente continuar una tendencia creciente de recuperación. Su participación en el total de fuentes de recursos es muy limitada (2.9% en 1971) a consecuencia de la distribución de utilidades representada en los dividendos que el sector familias recibe por su tenencia de acciones, aunque estas a su vez se han visto limitadas por las necesidades financieras de las unidades industriales.

CUADRO 10.35 — FUENTE DE FINANCIAMIENTO Y USO DE LOS RECURSOS
INDUSTRIA MANUFACTURERA¹

Conceptos	1965	%	1966	%	1967	%	1968	%	1970	%	1971	%
I. Fuentes	1.9 4.6	100.0	4.028.4	100.0	1.426.2	100.0	2.428.7	100.0	7.399.9	100.0	10.470.3	100.0
A. Internas	980.4	49.2	1.494.3	37.1	1.016.2	71.2	1.034.9	42.6	2.039.8	35.7	3.110.1	29.7
a) Reservas	914.0	45.8	923.4	22.0	1.282.2	89.9	914.4	37.6	2.275.2	30.7	2.804.8	26.7
b) Utilidades	66.4	3.4	570.9	14.2	-266.0	-18.7	120.5	5.0	366.6	5.0	305.3	3.0
B. Externas	1.014.2	50.8	2.534.2	62.9	410.0	28.0	1.393.8	57.4	4.760.1	64.3	7.360.2	70.3
a) Préstamos	730.2	36.6	2.064.3	51.2	245.9	17.2	1.274.7	52.5	4.038.1	54.6	6.081.0	58.1
b) Aportes de capital	284.0	14.2	469.8	11.7	164.0	11.5	119.1	4.9	722.0	9.7	1.279.2	12.2
II. Usos	1.994.6	100.0	4.028.4	100.0	1.426.2	100.0	2.428.7	100.0	7.399.9	100.0	10.470.3	100.0
A. Inversión Real	915.7	45.9	2.177.4	54.1	868.4	59.5	1.265.9	52.1	4.261.1	59.6	6.452.4	61.6
a) Capital fijo	610.1	30.6	720.9	17.9	804.5	55.0	943.0	38.0	2.487.5	33.6	3.852.1	36.8
b) Inventarios	305.6	15.3	1.456.5	36.2	63.9	4.5	322.9	13.3	1.773.6	24.0	2.600.3	24.8
B. Inversión financiera	904.1	54.1	1.872.4	45.9	470.8	40.5	1.110.1	47.9	2.973.8	42.4	3.626.2	38.4
a) Efectivo	113.0	5.7	38.8	1.0	59.8	4.2	77.5	3.2	25.6	—	359.9	3.4
b) Valores	172.9	8.7	235.6	5.8	382.5	26.8	236.8	9.7	629.3	8.5	868.1	8.3
c) Cartera	618.2	30.9	1.598.0	39.7	28.5	2.0	795.8	32.8	2.318.9	31.3	2.401.2	22.9
C. Otros	174.8	8.7	-21.3	—	48.4	3.4	52.9	2.1	165.0	2.2	391.7	3.7
Número de Sociedades	315		315		315		298		618		670	

¹ El año 1969 no se incluye por haberse ampliado considerablemente el número de sociedades con respecto a años anteriores.

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

b) Recursos externos.

Los principales recursos de la industria manufacturera están constituidos por créditos tanto a corto como a largo plazo provenientes en su mayoría de proveedores, bancos y accionistas del país y del exterior. Estas fuentes, que traían una tendencia creciente hasta 1966, cuando significaron el 51% del total de recursos, en el siguiente año cayeron drásticamente representando sólo el 17.2%; a partir de 1968 su contribución al financiamiento recupera su alta participación con un 52.5%, 54.6% y 58.1% respectivamente en 1968, 1970 y 1971.

Estas cifras muestran claramente cómo las empresas siguen una senda de expansión que las lleva a mayores niveles de endeudamiento, controlados esporádicamente por resoluciones gubernamentales que restringen el crédito interno y el endeudamiento externo de los particulares. Igualmente la estrecha situación que enfrentan algunas firmas en cuanto al capital de trabajo es causada por los bajos niveles de reinversión a que se ha llegado e igualmente a la escasa capitalización que se observa en todo el período bajo análisis.

CUADRO 10.36 — BOLSA DE BOGOTA — INDICE DE COTIZACION DE ACCIONES
1968 = 100

Período	Total	Industria manufacturera	Finanzas y seguros bienes inmuebles	Comercio	Transporte y comunicaciones	Servicios
1969	116.6	110.8	125.5	137.6	115.3	134.9
1970	128.4	121.2	138.5	184.7	102.4	166.0
1971	108.4	101.3	119.0	180.9	93.5	127.9
1972	93.1	89.4	97.1	179.9	88.6	100.4
1973 ¹	99.8	101.7	92.6	214.8	89.7	94.9

¹ Junio.

Fuente: Bolsa de Bogotá.

a medida que se desarrolla la industria, fenómeno paralelo y no contradictorio con un mayor grado de concentración de la producción y de otro lado implica una mejor aceptación y ampliación de los sistemas de crédito y cobranzas de la industria fabril.

Estos aportes de capital participaron en el 14.2% del financiamiento industrial en 1965 y declinaron hasta llegar en 1968 a representar el 4.9% de los flujos financieros de ese año. Posteriormente se visualiza una recuperación que va paralela a la de las bolsas de valores aunque no se ha llegado aún a los niveles de 1965 a causa de los escasos estímulos que representan para el inversionista privado los rendimientos en acciones comparadas con los del CAT, los bonos oficiales y las UPAC y a la falta de información de un grupo potencialmente ahorrador, relativamente grande.

Es así como se explica que mientras en 1967 se incrementó el capital de las sociedades anónimas en \$164 millones, estas a su vez invirtieron en valores \$382.5 millones, en su gran mayoría no industriales.

Por supuesto que los rendimientos de las sociedades anónimas declinaron ese año como se muestra en el cuadro 10.35 y esto ocasionó que al siguiente período se repitiera lo mismo, presentándose mayores inversiones en bonos, CAT y otros, que en Acciones

CUADRO 10.37 - BOLSAS DE BOGOTA Y MEDELLIN - TOTAL DE TRANSACCIONES
(Miles de pesos corrientes)

Período	Acciones				Bonos y cédulas		Otros		Total	Indice		
	Financieras	Indice	Industriales	Indice	Total	Indice	Total	Indice				
1969	311.365	100	927.954	100	1.239.319	100	218.966	100	351.250	100	1.809.535	100
1970	311.130	99	887.937	96	1.199.067	93	346.858	181	377.200	107	1.923.125	109
1971	219.933	71	567.118	61	787.051	61	248.302	113	491.165	140	1.526.518	84
1972	164.953	53	527.872	57	692.825	54	487.060	222	992.320	282	2.172.205	120
1973 ¹	128.663	41	431.399	46	560.062	43	401.400	183	669.149	191	1.630.611	91

¹ Junio

Fuente: Revista Banco de la República.

(cuadro 10.37). Como consecuencia de estos factores, las unidades económicas industriales, tuvieron que retener la mayor parte de su generación interna de esos años para financiar el normal desarrollo de sus operaciones.

Ya en 1971 se normaliza la situación, regresando a los esquemas tradicionales de financiamiento, utilizando los recursos internos como fuente de un 30% de los fondos totales utilizados; los créditos financiaron un 58% de las nuevas inversiones y los aportes de capital significaron el 12.2%.

Se anota como una de las consecuencias de la inflación que ha sufrido el país en los últimos tiempos, la mayor preferencia por utilizar el crédito a largo plazo cuando existe la certeza de que las tasas de interés no serán modificadas a lo largo del período de amortización. En estas condiciones la industria colombiana ha optado por seguir esta pauta y solo hasta 1973 se presenta cierta recuperación en las bolsas de valores del mercado de acciones industriales (cuadros 10.36, 10.37 y 10.38) a consecuencia de los estímulos tributarios para la inversión en acciones de sociedades anónimas consignadas en la Ley 6a. de 1973. La citada Ley considera exentos del impuesto complementario del patrimonio los primeros \$300.000 invertidos en acciones de sociedades anónimas colombianas (artículo 7o.) y autoriza la constitución de una reserva extraordinaria de capitalización económica hasta del 10% de sus utilidades anuales liquidadas la cual se considera exenta del impuesto sobre la renta (artículo 5o.); igualmente y con el fin de estimular al inversionista privado, considera exentos del impuesto de venta los primeros \$30.000 de dividendos recibidos por año de las acciones de sociedades anónimas.

Estos estímulos colocan a los accionistas en posición competitiva con los otros papeles de inversión, exceptuando los UPAC, que se han constituido en la mejor de las alternativas de inversión financiera.

B. Usos principales.

a) Inversión de capital fijo.

Representa a lo largo de los seis años estudiados una importante destinación de los recursos financieros, captando más del 30% de estos (excepto en 1966 cuando disminuyó al 18%). Sin embargo, en términos absolutos muestra una tendencia creciente, con incremento del 15% anual promedio en los años 1965 a 1968 y un inusitado aumento del 55% entre 1970 y 1971. Los factores que determinan el comportamiento de la inversión bruta en activos fijos son dos: el clima político-económico del país y los rendimientos alcanzados en períodos anteriores. Ambos están, como es obvio, íntimamente

CUADRO 10.38 – COMPOSICION PORCENTUAL DE LAS TRANSACCIONES EN LAS BOLSAS DE VALORES DE BOGOTA Y MEDELLIN

Período	Acciones	Bonos y otros	CAT	Total
1969	68.5	12.1	19.4	100.0
1970	62.3	18.0	19.7	100.0
1971	51.6	16.3	32.1	100.0
1972	31.9	22.4	45.7	100.0
1973 (Total)	35.7	21.9	42.4	100.0
Enero	25.5	24.4	50.1	100.0
Febrero	37.3	22.2	40.5	100.0
Marzo	45.6	17.6	36.8	100.0
Abril	33.5	27.9	38.6	100.0
Mayo	32.5	24.4	43.1	100.0
Junio	38.3	21.4	40.3	100.0
Julio	34.8	19.9	45.3	100.0
Agosto	33.3	24.9	41.8	100.0
Septiembre	42.1	14.8	43.1	100.0

ligados y necesariamente los movimientos que ocurren en uno afectan al otro. El clima económico ha presentado crecientes aumentos en el nivel de precios lo cual influye en las decisiones de inversión, orientándolas de preferencia hacia técnicas productivas intensivas en capital fijo, el cual no se ve afectado en su valor comercial por la depreciación de la moneda.

b) Inversión de inventarios.

En países de economías inflacionarias como Colombia el motivo especulación rige en gran medida la acumulación de inventarios. Ante la dificultad de trasladar enteramente al consumidor los aumentos en costos, el empresario se protege adquiriendo materias para períodos más largos y/o importando mayores cantidades de éstas para prevenir las fluctuaciones del mercado internacional o las restricciones internas. Esto es observando en el año 1966 cuando la inversión en inventarios representó más del 36% de los usos totales de la industria manufacturera y también en los años 1970 y 1971.

Por otra parte debido a la característica de liquidez de los inventarios, en momentos de restricción crediticia como ocurrió en 1967 y 1968 las empresas se ven obligadas a realizar sus inventarios para financiar su giro de operaciones. Así, la menor acumulación de inventarios en 1967 obedeció a dos factores: la necesidad de fuentes internas de financiación y la sobreacumulación presentada en el período anterior.

Es de anotar que las fluctuaciones bruscas de la política monetaria causan traumatismos en la dirección de las inversiones, especialmente porque impiden programar con acierto la producción y las proporciones de insumos que se deben tener en *stock*, al igual que los inventarios de productos terminados para la venta. Por lo tanto las necesidades financieras de las firmas varían de un extremo a otro presentando excesos de liquidez en ciertos períodos y escasez de capital de trabajo, en otros.

c) Inversión financiera.

El principal factor involucrado en este renglón es el incremento en la cartera comercial, lo cual, a excepción del año 1967, ha superado el 30% del total de fondos utilizados por la industria. Esto indica que de un lado, existe mayor grado de competencia,

Vale la pena recordar que dentro de las fuentes externas de financiamiento, los acreedores ocupan lugar preponderante a lo largo de todo el período excepto en 1967, año en el cual la cartera comercial no presenta incremento importante. De ahí que las fluctuaciones en la disponibilidad de crédito para la industria reduzca aún más las fuentes de financiamiento al reducir las posibilidades de ampliar la cartera industrial.

d) La inversión en valores.

Presenta una curiosa relación con los fenómenos crediticios: en todo el período analizado no significa más del 10% del destino de los recursos, excepto en 1967 cuando absorbió el 26.8%. En los años de variaciones bruscas de la situación económica es cuando se evidencia el carácter especulativo de la inversión financiera por desviarse esta hacia papeles cuya rentabilidad, liquidez inmediata y demás características, los convierten en el mejor sustituto de las inversiones reales.

V. Conclusiones y recomendaciones.

Como elemento complementario de este capítulo se insertan las conclusiones a que llegó la Comisión de Corporaciones Financieras de la IV Convención de Instituciones Financieras después de analizar la Ponencia de la Corporación Financiera Colombiana sobre el Crédito de Fomento a la Industria y de oír otras apreciaciones y opiniones sobre el tema.

1. Conclusiones.

A. La evolución de la industria manufacturera colombiana de los últimos años muestra un conjunto de avances positivos, representados en un aumento de su capacidad productiva y una más eficiente utilización de la misma, unido a un incremento significativo en el volumen de exportaciones y en la generación de empleo.

No obstante lo anterior, factores económicos inherentes a la actual inflación, han afectado la estructura financiera de las unidades económicas al influir sobre la escasa capitalización industrial. Lo anterior ha generado niveles de endeudamiento cada vez mayores, afectando a su vez la rentabilidad de la empresa y limitando su crecimiento.

B. La condición indispensable para lograr altas tasas de crecimiento industrial es la orientación del ahorro interno hacia ella, tanto en forma de capital como de recursos de crédito, pero conservando una adecuada estructura financiera en las empresas. Los instrumentos de captación de recursos de las corporaciones financieras juegan papel importante en este proceso, al igual que las bolsas de valores.

Asimismo, se debe corregir una de las causas de la descapitalización de las empresas, originada en el sistema vigente de la depreciación de los activos fijos, basado en el costo histórico de adquisición, único aceptado para fines tributarios y no en el costo de reposición, con el fin de adoptar un sistema más acorde con el valor real de los equipos, teniendo en cuenta la desvalorización de la moneda, petición ésta reiteradamente formulada por distintos sectores económicos.

C. El Gobierno Nacional, conociendo tales circunstancias, modificó los incentivos de los inversionistas, tratando de orientarlos hacia la adquisición de las acciones de las sociedades anónimas mediante la Ley 6a. de 1973, aunque el resultado no ha tenido la importancia que sería deseable.

Entre los elementos que no han permitido el logro de este objetivo se cuentan:

La circunstancia de que al ahorrador de elevados ingresos, no lo favorecen los

beneficios contemplados en la citada Ley 6a., en tanto que los pequeños y medianos ahorradores desconocen, en gran parte, la nueva disposición;

— La aparición en el mercado monetario de las Unidades de Poder Adquisitivo Constante, que por su dependencia de las altas tasas de inflación, se han convertido en el mejor instrumento de captación de ahorro;

— La diversidad de otras opciones cuya rentabilidad compite ventajosamente con las acciones industriales, entre las que se cuentan el CAT, los bonos de desarrollo económicos clase "B", etc.

D. En el mercado financiero se presenta una estructura deficiente y heterogénea de tasas de interés en los documentos de ahorro y en los préstamos, que ha conducido a un exceso de demanda de crédito frente a las disponibilidades. Los asesores de la Junta Monetaria consideran que tales tasas "no responden a una estructura lógica respecto a plazos y su nivel es inferior en la mayoría de los casos al que arrojaría el mercado"¹³, lo cual influye en el desestímulo de la captación de ahorro y en el insuficiente suministro de recursos financieros a la industria.

En el informe sobre las instituciones financieras elaborado en 1971 por un grupo de estudio designado por el Presidente de la República se hace especial énfasis sobre la necesidad que tiene el país de revisar la política sobre las tasas de interés y la inaplazable necesidad de crear un marco general propicio a la captación de ahorro privado que contrarreste en alguna forma la creciente propensión de la gente por el consumo de bienes durables y de servicios.

E. El crédito de fomento ha significado un factor importante en el proceso de industrialización al influir directamente la utilización de los recursos financieros por parte de la industria.

Adicionalmente las corporaciones financieras, las cuales distribuyen la mayor parte del crédito de fomento, han llegado a constituirse en la principal fuente de recursos de la industria, presentando tasas de crecimiento de la cartera superiores a las de los bancos comerciales en términos reales y sobrepasando en valores absolutos la cartera bancaria destinada a la industria.

Sin embargo, la creciente demanda por crédito industrial, agrícola y minero enfrentada por las corporaciones financieras ha excedido sus capacidades actuales por carecer estas de recursos suficientes, especialmente en lo referente a capital de trabajo, lo que señala la importancia de dotar a estas instituciones de mayores recursos canalizables hacia otros sectores.

2. Recomendaciones.

A. Se requiere una ampliación de los recursos y una mayor elasticidad en las condiciones y modalidades de los fondos financieros y de las líneas de crédito administradas por el Banco de la República.

Lo anterior es especialmente importante para satisfacer la financiación de las inversiones locales, que son indispensables en aquellos proyectos que disponen de adecuado crédito para la adquisición de sus insumos importados.

Es igualmente indispensable dar cabida a las solicitudes de crédito para capital de trabajo a mediano plazo en el Fondo para Inversiones Privadas.

B. Dadas las características de las corporaciones financieras y la naturaleza del crédito contemplado en el Fondo Financiero Agropecuario, este debería ofrecer mayores facilidades para la utilización de sus recursos por parte de las corporaciones, teniendo

¹³ Ortega, Francisco José, op. cit.

cuenta, además, la importancia y condiciones favorables que presenta Colombia para el desarrollo de la agroindustria.

C. Es inaplazable mejorar los instrumentos de captación de ahorros de las corporaciones financieras, asimilándolos a las condiciones vigentes en el mercado de capitales.

D. Con el ánimo de agilizar e incrementar la captación de recursos y su canalización hacia los sectores de la producción se debe permitir una mayor capacidad de emisión de bonos de fomento por parte de las corporaciones financieras.

E. Asimismo recogiendo las tesis expuestas por el señor Ministro de Hacienda en su trascendental discurso, relacionadas con la urgente capitalización de las empresas colombianas, solicita, que dentro de las reglamentaciones de la Ley 6a. de 1973, se incluya una previsión en virtud de la cual se permita que para la inversión del 10% de la reserva allí prevista, se acepten como activos productivos elegibles las acciones nuevas de empresas que hoy califican como susceptibles de invertir en ellas la actual reserva de fomento económico.

Hernán Acosta

INDICE DE AUTORES, NOMBRES CITADOS, MATERIAS,
CUADROS Y GRAFICOS

Ackley, Gardner, 93

Agudelo Villa, Hemando, 146

Ahorro:

- a través del seguro, 149
- ahorro 1967-1973, cuadro 4.3, 105
- ahorro por sectores económicos, cuadro 9.5, 252
- ahorro y ahorro financiero en Colombia, 247
- cajas de ahorro, 19, 24, 26
- canalización, 18
- captación:
 - a través de bonos de desarrollo económico, 259
 - a través de bonos emitidos por sociedades, 27
 - a través de cajas y secciones de ahorro, 174
 - a través de cédulas hipotecarias, 174
 - a través de corporaciones de ahorro y vivienda, 28, 172, 174
 - a través de fondos de inversión 20
 - a través de fondos regionales de capitalización social, 28
 - a través de papeles negociables en bolsa, 174
 - a través del sistema bancario, 177, 188
 - conocimiento de su estructura, 17
 - distorsión de la libre competencia causada por el ahorro obligatorio, 249
 - fuentes, 174
 - instrumentos, 254
 - motivaciones e incentivos de los instrumentos tradicionales, 210
- componentes:
 - ahorro en bienes de capital, 233
 - ahorro en bienes rurales, 233
 - ahorro financiero, 233
- como medio para aumentar la tasa de crecimiento, 51
- conclusiones del Simposio de 1971, 18
- contractual:
 - definición, 196
 - en Colombia, 196
 - importancia en algunos países, 196
 - instrumentos, 196
- de las sociedades de capital, 162
- de valor constante:
 - antecedentes en Colombia, 231
 - captación de ahorro, 171, 221, 223
 - certificado de ahorro, 28, 171, 222
 - cuenta de ahorro, 171, 222
 - establecimiento, 231
 - instrumentos de captación, 171, 222, 223
 - obstáculos, 229
 - rentabilidad de los bonos (certificados), 199, 223

- rentabilidad de los bonos UPAC, cuadro 7.9, 200
- rentabilidad del certificado, 199, 223
- tasa de interés, 172, 223
- ventajas, 225
- debilidad del ahorro empresarial en Colombia, 51
- debilidad del ahorro personal en Colombia, 51
- definición, 209, 232
- depósitos de ahorro, cuadro 1.3, 25
- depósitos de ahorro —promedios trimestrales— cuadro 4.4, 107
- diálogo sobre problemas que conciernen a él, 17
- disminución del ahorro productivo, 233
- documentación sobre el tema, 18, 19, 161
- e inflación, 18
- efectos que en él causa la inflación, 19, 32
- efectos que en él causan diversas formas de financiación, 18
- empresarial, 51
- elevación de la tasa de interés, 103, 167, 257
- en Colombia:
 - empresarial, 51
 - personal, 51
- en cuatro ciudades colombianas, 18
- en países subdesarrollados, 51
- encajes sobre depósitos, 24
- estructura de los activos financieros de las unidades familiares, cuadro 7.6, 196
- evolución del ahorro puro nacional 1968-1973, cuadro 7.3, 193
- externo:
 - efectos que sobre él causa la corrección monetaria, 253
 - incidencia de la inflación sobre él, 254
 - incidencia en el auge del ahorro en Colombia, 253
- factores determinantes, 232
- fijación de la tasa de interés, 94
- financiero:
 - ahorro financiero por sectores económicos, cuadro 9.6, 252
 - ahorro financiero por sectores económicos, cuadro 9.8, 254
 - canalización, 254
 - concepto, 232
 - crecimiento real, 248
 - determinación, 247, 253, 255
 - documentación sobre el tema, 248
 - elasticidad a la tasa de interés, 248
 - importancia para el mercado de capitales, 232
 - medible, 251
- fomento, 17

- fuentes, 52
- función generadora de la tasa de interés, 47
- generación del crédito total de la economía, 44
- importancia de algunas características de los sistemas de ahorro y su incidencia sobre el tipo de ahorro preferido, cuadro 7.25, 217
- importancia para el desarrollo económico, 51
- incentivos, 165, 256
- incidencia del sistema de valor constante sobre el ahorro total de la economía, 250
- incremento por elevación de la tasa de interés, 256
- insuficiencia para la financiación industrial, 278
- interno:
 - componentes, 162
 - composición del ahorro doméstico por fuentes, cuadro 6.2, 162
 - durante el período de 1967-1970, 51
 - en proporción del producto interno bruto, 161
 - financiación de unidades industriales, 278
 - fuentes del ahorro doméstico, cuadro 6.1, 161
 - necesidad de incrementarlo, 18
 - participación de los distintos sectores en el ahorro interno, cuadro 4.11, 116
- investigaciones sobre incentivos y motivaciones del ahorro individual:
 - distribución de las frecuencias de las razones para ahorrar, cuadro 7.22, 215
 - factores socioeconómicos, 214
 - incentivos, 216
 - motivación, 214
 - objetivos, 213
 - sobre consumo y ahorro familiar, 212
 - sobre la cédula hipotecaria, 212
 - sobre motivación del ahorrador, 213
 - relación de la preferencia por los incentivos y el volumen de los ahorros de los clientes de la Caja Agraria, cuadro 7.24, 217
 - relación entre la categoría del ahorro y la razón para efectuarlo, cuadro 7.21, 215
 - relación entre las motivaciones más importantes y algunas características socio-económicas, cuadro 7.23, 216
 - relación entre las tres motivaciones más importantes y algunas características socio-económicas, cuadro 7.23, 216
 - relación entre los factores socio-económicos y el tipo de ahorro efectuado, cuadro 7.20, 214
 - relación entre los factores socio-económicos y el volumen de los depósitos de ahorro de los clientes de la Caja Colombiana de Ahorros en Bogotá, cuadro 7.19, 212.
- monetización de sectores marginados de la economía a través del ahorro, 192
- obligatorio:
 - distorsión en la competencia por captación de ahorro, 249
 - formas, 249
- perfil del ahorrador, 219
- personal:
 - cálculos del ahorro personal, cuadro 6.4, 164
 - cálculos para el período 1958-1972, 164
 - cambios en activos familiares, cuadro 6.3, 163
 - composición, 162
 - crecimiento, 185
 - crecimiento del ahorro personal 1960-1973, cuadro 6.16, 186
 - en Colombia, 51
 - formas, 167
 - importancia, 161
 - magnitud, 165
 - metodología de las Cuentas Nacionales para su cálculo, 162
 - metodología del flujo de fondos para su cálculo, 164
 - relación ahorro personal-ingreso, cuadro 6.5, 166
 - relación con el ingreso real, 167
- privado:
 - disminución, 18
 - efectos que en él causan los cambios de los ingresos corrientes del gobierno, 18
 - objetivo, 162
- protección del ahorro, 233
- público:
 - aumento, 18
 - documentación sobre el tema, 18
 - efectos que en él tienen los cambios de los ingresos corrientes del gobierno, 18
 - objetivo, 162
- recomendaciones para su aumento, 18
- rendimientos reales en los últimos 20 años, 165
- subsidios a la tasa de interés, 100
- tasa de interés:
 - antes de 1972, 165
 - aumento, 103
 - cálculo de la tasa comparable, 102
 - características, 102
 - comparable, 102
 - de las unidades de poder adquisitivo constante, 103
 - efectiva, 101, 102, 166
 - elasticidad del ahorro familiar, 115
 - elasticidad del ahorro interno, 115
 - en cajas de ahorro, 24
 - en cuentas y certificados de valor constante, 172
 - exenciones, 102
 - nominal, 102
 - origen de su bajo nivel, 105
 - real, 102, 165
 - revisión anual, 107
 - y el crecimiento del ahorro interno, 113, 115
- teorías sobre ahorro y consumo:
 - teoría del ingreso absoluto, 211
 - teoría del ingreso permanente, 212
 - teoría del ingreso relativo, 211
- total, 18, 247
- transferencia al sector público:
 - a través de impuestos, 233
 - a través de las inversiones forzosas, 234
- transferencia y tasa de interés, 115, 248
- variaciones absolutas y porcentuales de los principales componentes del ahorro 1967-1973, cua-

dro 4.9, 113
 voluntario, 249
 y capitalización, 50
 y la tasa de interés, 92
Alviar, Oscar, 8, 19, 188, 189
Aschheim, Joseph, 73, 146
 Asociación Bancaria de Colombia, 17, 43
Auernheimer, Leonardo, 18

-B-

Bach, G.L., 241

Banca comercial:

- ahorro en el sistema bancario:
 - cuentas de ahorro, 189
 - factores limitantes del crecimiento, 189
- aumento del crédito, 43
- captación de ahorros, 178, 188, 256
- cartera de los bancos comerciales, cuadro 10.10, 290
- certificados de depósito:
 - ayuda al manejo monetario, 47
 - características, 23, 195
 - certificados de depósito y depósitos a término, cuadro 1.2, 24
 - creación, 103, 195
 - cuantía máxima de emisión, 103
 - definición, 194
 - emisión, 23, 195
 - evolución mensual de los certificados de depósito: véase el cuadro 1.2, 24
 - objetivos, 195
 - resultados, 23
 - tasa de interés, 23
 - utilización de recursos captados, 23
- colocaciones bancarias, 42, 43
- comparación de depósitos y número de oficinas entre la banca comercial y la Caja Agraria 1969-1973, cuadro 7.4, 193
- comparación entre la producción industrial y el crédito de la banca destinada al sector, cuadro 10.6, 283
- crédito:
 - crecimiento histórico del crédito a la industria, 279, 280, 281, 282
 - desarrollo histórico, 208, 288, 289
 - especial, 208
 - industrial, 279, 280, 281, 282, 286, 288
 - ordinario, 207
 - para adquisición de vivienda, 209
 - para construcción directa, 210
 - para constructores, 209
 - para vivienda, 208
 - popular, 207
- depósitos a término:
 - características, 194
 - definición, 194
 - rentabilidad, 200
- depósitos de ahorro de las entidades bancarias - sal-

- dos, cuadro 6.11, 178
- depósitos de ahorro en el sistema bancario, cuadro 7.1, 191
- depósitos de ahorro en el sistema bancario, cuadro 9.9, 257
- desarrollo del ahorro en el sistema bancario, 188, 189
- descuento de bonos de prenda, 127
- disponibilidad de recursos a bajo costo, 99
- distribución de cartera, 19
- distribución del ahorro, 191
- documentación sobre el tema, 19
- financiación a la industria, 279
- importancia, 19
- incremento por eliminación de barreras, 190
- inversiones forzosas, 189, 190
- limitaciones a su participación en la formación de capital, 279
- límite al crecimiento de las colocaciones, 191
- participación en el crédito al sector agropecuario, 29
- participación en el mercado financiero, 46
- posibilidad de participación en el mercado de capitales, 89
- préstamos de la banca privada a la industria 1960-1973, cuadro 10.2, 281
- préstamos nuevos de los bancos a la industria, cuadro 10.5, 283
- préstamos vigentes de los bancos con destino a la industria, cuadro 10.3, 282
- régimen legal de préstamos e inversiones, 19
- regulación del crecimiento de las colocaciones, 42, 43
- rendimiento de ahorros para la banca comercial, cuadro 7.2, 192
- saldos de ahorros 1968-1973, cuadro 6.11, 178
- secciones de ahorro, 26
- subsidio en crédito bancario, 100, 101
- suscripción de títulos de fomento agropecuario, 29
- tasa anual de expansión del crédito bancario, 43
- tasas de interés, 196

Banco Central Hipotecario:

- cédulas hipotecarias:
 - aumento de las tasas de interés, 202
 - cédulas en circulación del Banco Central Hipotecario, cuadro 4.14, 118
 - cédulas hipotecarias emitidas y en poder del público, cuadro 6.13, 179
 - crecimiento porcentual de cédulas emitidas, cuadro 7.8, 198
 - definición, 197
 - desarrollo reciente, 198
 - emisión y colocación de cédulas hipotecarias, cuadro 9.10, 258
 - emitidas, 179
 - emitidas en poder del Banco, 179
 - en poder del público, 179
 - evolución, 197
 - mercadeo, 198, 256
 - rentabilidad, 199, 202
 - rentabilidad frente a depósitos a término y bonos UPAC, 199

- rentabilidad frente a los certificados a término y otros papeles no exentos de impuestos, 202
tasa que debería tener la cédula, cuadro 7.11, 202
volumen en circulación en 1973, 180
- crédito del Banco Central Hipotecario para construcción directa, cuadro 7.18, 210
- crédito del Banco Central Hipotecario para construcción y adquisición de vivienda, cuadro 7.17, 209
- crédito del Banco Central Hipotecario para vivienda, cuadro 7.16, 209
- depósitos del Banco Central Hipotecario en el Banco de la República en moneda nacional, cuadro 9.16, 267
- desviación de recursos a UPAC, 117
- distribución por denominaciones de las cédulas hipotecarias emitidas, cuadro 7.7, 197
- salos de cartera e inversiones del Banco Central Hipotecario, cuadro 10.14, 295
- valor de préstamos liquidados por el Banco Central Hipotecario 1967-1972, cuadro 7.15, 208
- Banco de la República:
- control sobre activos externos, 38
 - control sobre el crédito que otorga, 38
 - crédito a las corporaciones financieras, 22, 38
 - crédito a las entidades de fomento, 38
 - crédito al Gobierno Nacional como causante de inflación, 32, 38
 - crédito al sector privado, 38
 - crédito al sistema bancario, 38
 - constitución del Fondo Financiero Agropecuario, 29
 - emisión de títulos de fomento agropecuario, 29
 - fluctuación en los activos internacionales como causa de cambios en los medios de pago, 38
 - Fondo de Ahorro y Vivienda, 28
 - operaciones de mercado abierto, 41, 46
 - organización del Simposio sobre Mercado de Capitales - 1971, 17
- Banco Interamericano de Desarrollo, 18
- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento: informe sobre Colombia, 51
- Banco Popular, 24
- Bancos oficiales:
- crédito especializado, 294
- Barberi*, Fernando, 122
- Basch*, Antonin, 84
- Bolsas de Valores:
- bolsas de Bogotá y Medellín. Total de transacciones, cuadro 10.37, 318
 - bolsas de Bogotá y Medellín - volúmenes trimestrales promedio 1971-1973, cuadro 4.8, 112
 - comportamiento bursátil, 20
 - composición porcentual de las transacciones en las bolsas de Bogotá y Medellín, cuadro 10.38, 319
- de Bogotá:
- Bolsa de Bogotá - cotizaciones promedio trimestrales 1971-1973, cuadro 4.7, 112
 - Bolsa de Bogotá - distribución porcentual, cuadro 6.10, 176
 - Bolsa de Bogotá - índice de cotización de acciones, cuadro 10.36, 317
 - Bolsa de Bogotá - resumen de transacciones, cuadro 6.8, 175
 - movimiento bursátil de la Bolsa de Bogotá, cuadro 6.9, 176
 - documentación sobre el tema, 20
 - estructura, 20
 - inscripción de valores, 27
- Bonos de desarrollo económico:
- bonos de desarrollo económico clase "B" - promedios trimestrales, cuadro 4.15, 113
 - causas de la baja colocación, 119
 - desviación de recursos a UPAC, 119
 - emisión y colocación de bonos de desarrollo económico clase "B", cuadro 9.11, 260
 - financiación de la inversión pública, 259
 - importancia económica, 259
 - necesidad de aumentar su rentabilidad, 259
- Botero* de los Ríos, Germán, 7
- Brady*, Dorothy, 211, 232
- Brumberk*, 212
- Bustamante Ferrer*, Jaime, 132
- C—
- Caja Colombiana de Ahorros, 24
- Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero:
- aporte neto de los depósitos de ahorro a la cartera total y a los recursos financieros de la Caja Agraria, cuadro 7.14, 207
 - aumento de sus recursos, 26
 - cartera vigente según el patrimonio bruto de los usuarios, cuadro 7.12, 205
 - clasificación de los empresarios agrícolas, 204
 - democratización del crédito, 204
 - eliminación del crédito de usura, 204
 - emisión y colocación de bonos, 26
 - financiación de excedentes exportables, 204
 - financiación de minifundistas, 203
 - financiación de sus programas, 26, 206
 - importancia del ahorro en sus programas de crédito, 206
 - inversiones forzosas, 26
 - investigación sobre el perfil del ahorrador, 188
 - objetivos:
 - económicos, 203
 - sociales, 203
 - préstamos nuevos por inversiones principales 1963-1972, cuadro 7.13, 206
 - salos de cartera e inversiones de la Caja de Crédito Agrario, cuadro 10.15, 294
 - vivienda y electrificación rural, 203
- Cajas de ahorro:
- depósitos de ahorro, cuadro 1.3, 25
 - incremento de los depósitos, 24
 - inversiones forzosas, 26
 - inversión en papeles de bajo rendimiento, 106
 - tasa de interés sobre depósitos:
 - aumento, 24
- Capitalización social:
- ampliación de sus bases, 17
 - documentación sobre el tema, 18
 - emisión de bonos por sociedades, 27

- fondos regionales de capitalización social, 28
- fomento, 17
- Casas Morales, Carlos, 149
- Certificados de abono tributario CAT:
 - variación del período de maduración, 104
- Certificados de depósito:
 - ayuda al manejo monetario, 47
 - características, 23
 - certificados de depósito y depósitos a término, cuadro 1.2, 24
 - creación, 103
 - cuantía máxima de emisión, 103
 - resultados, 23
 - tasa de interés, 23
 - utilización de recursos captados, 23
- Comisión Nacional de Valores, 19, 27, 31
- Compañías de seguros:
 - inversiones forzosas, 26
- Consumo:
 - comportamiento del consumidor, 18
 - documentación sobre el tema, 18
- Corporaciones privadas de ahorro y vivienda:
 - autorización para su constitución, 28, 230
 - captación de recursos, 28, 172, 222, 223
 - certificados, 28, 171, 222
 - corporaciones de ahorro y vivienda - saldos acumulados, cuadro 6.6, 173
 - depósitos de ahorro, 28
 - depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda en el FAVI, cuadro 9.17, 268
 - depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda, cuadro 4.13, 117
 - efecto contraccionista de las corporaciones de ahorro y vivienda, cuadro 6.14, 182
 - facultades, 28
 - préstamos para construcción de vivienda de clases media y popular, 185
 - relación porcentual en base a la captación, cuadro 6.7, 173
 - sistemas de amortización, 184
- Corporaciones financieras:
 - activos financieros de las corporaciones financieras, cuadro 10.12, 293
 - bonos de fomento:
 - características, 292
 - emisión, 292
 - sustentación, 292
 - bonos de garantía general:
 - emisión, 291
 - en circulación, 292
 - bonos en circulación de las corporaciones financieras cuadro 4.5, 108
 - bonos en circulación y activos totales de las corporaciones financieras, cuadro 10.11, 291
 - creación y organización, 291
 - crédito industrial, 280, 283, 291, 293
 - dificultades para captación de recursos internamente, 19
 - documentación sobre el tema, 19
 - emisión de bonos, 22, 291, 292
 - financiación de la industria, 280, 283
 - fondo de sustentación de documentos de crédito, 22
 - fuentes de recursos, 291, 292, 296
 - líneas de crédito, 296
 - objetivos, 291
 - operaciones de *underwriting*, 20
 - préstamos y descuentos de las corporaciones según destino económico, cuadro 10.13, 294
 - promoción industrial, 89
 - rotación de fondos, 89
 - tasas de interés de títulos que emiten, 22
- Corrección monetaria:
 - ahorro financiero de particulares en el Brasil, 243
 - antecedentes históricos, 241
 - aspectos macroeconómicos:
 - flexibilidad de la tasa de interés, 244
 - corrección de distorsiones causadas por la inflación, 244
 - aspectos microeconómicos:
 - desventajas para el usuario, 244
 - eliminación de subsidios, 244
 - ventajas para el ahorrador, 244
 - como neutralizador de distorsiones de la inflación, 239
 - en Colombia:
 - antecedentes, 231
 - bonos de valor constante para seguridad social, 246
 - concepto, 245
 - de monedas extranjeras, 245
 - unidades de poder adquisitivo constante, 246
 - efectos sobre el ahorro global, 250
 - experiencia de Israel, 242
 - experiencia del Brasil, 242
- Cortés, Humberto, 132
- Crédito:
 - colocación de recursos por bancos y corporaciones financieras, cuadro 10.19, 300
 - crédito a la agricultura desde 1967, cuadro 10.22, 302
 - crédito total utilizado en Colombia, cuadro 10.9, 289
 - de fomento:
 - crédito de fomento a la industria, cuadro 10.4, 282
 - de la banca comercial, 279, 281, 282, 283
 - de las corporaciones financieras, 283
 - definición, 278
 - distribución geográfica, cuadro 10.25, 305
 - distribución geográfica de los créditos de fomento, cuadro 10.25, 305
 - evolución, 289
 - fuentes, 289
 - resultados, 306
 - demanda global en Colombia:
 - factores estimulantes, 285
 - por iliquidez de las unidades de producción, 285
 - diálogo sobre problemas que conciernen a él, 17
 - distribución de los créditos de fomento por líneas y por actividad económica hasta el 30 de junio de 1973, cuadro 10.16, 295
 - distribución del crédito vigente por actividades

- económicas, cuadro 10.1, 280
 documentación sobre el tema, 277
 efectos que sobre él causa la inflación, 234
 generación de empleo en las ramas de actividad económica de los proyectos financiados por el FIP y el FFI, cuadro 10.30, 310
 oferta de crédito industrial, 279, 286
 para la exportación, 312, 313
 presiones en época de inflación, 234
 suministro de crédito por sectores industriales, 314 y exportaciones, 310
 y generación de empleo, 308, 309
 Cuentas de flujo de fondos:
 documentación sobre el tema, 20
- CH—
- Chacel, Juan*, 238
Chandavarkar, Anand G., 93, 113
- D—
- David, 212
De Oteyza, José Andrés, 84, 85
De Pombo, Joaquín, 93, 97, 127, 145
Delaporte, René, 56, 84
 Departamento Nacional de Planeación, 18
 Depreciación:
 brecha financiera por depreciación lineal a costo histórico, gráfico 3.2, 58
 como factor de aumento de la capacidad instalada, 54
 efecto *Lohman - Ruchti*, 54
 recomendaciones para modificar el sistema adoptado en Colombia, 54
 sistema aceptado en Colombia, 54
 sistemas:
 aritmética - creciente, 56
 aritmética - decreciente o digital, 55
 geométrica decreciente, 55
 con inflación, 56
 lineal, 54, 55
 reducción de saldos, 54
 trayectoria anual de depreciación de activos fijos según diferentes sistemas, gráfico 3.1, 57
 Desarrollo económico:
 asignación de recursos, 19, 168
 aspectos cuantitativos y cualitativos de ahorro e inversión como base para la formulación de un plan de desarrollo, 278
 canalización de los recursos financieros, 17
 condiciones de equilibrio, 17
 condiciones para que se haga con estabilidad monetaria, 52
 condiciones para el incremento de la tasa de crecimiento, 168, 277, 288
 coparticipación del ahorrador en el crecimiento, 56
 crecimiento de la industria, 283
 crecimiento del producto, 168
 crecimientos físicos sectoriales, 182
 distribución de recursos según prioridades, 17
 documentación sobre el tema, 18
 efecto sobre el desarrollo de unidades industriales, 278
 efectos que causa la inflación en la canalización de recursos a la producción, 19
 financiación por intermedio de los instrumentos tradicionales:
 Banco Central Hipotecario, 206
 Caja de Crédito Agrario Industrial y Minero, 202
 desarrollo del crédito agropecuario, 205
 fórmula Harrod - Dommar, 168
 grados de desarrollo, 296
 importancia de la acumulación de capital en la tasa de crecimiento, 50, 277
 indicadores del desarrollo industrial, cuadro 10.17, 297
 instrumentos de crédito necesarios, 17
 la formación de capital como factor incidente en la tasa de crecimiento, 168
 ordenamiento de los recursos financieros de la economía para lograrlo, 17
 participación de los organismos financieros, 17
 plan de desarrollo 1971-73, 31
 promoción de programas específicos, 28
 recursos necesarios para lograrlo, 17, 52
 teoría, 168
 y el ahorro, 52
 Duesamberry, 211
- E—
- Encinales Silva, Felipe*, 213
Efecto Lohman - Ruchti, 53, 54, 81
 El Mercado de capitales:
 canalización de los recursos para la inversión pública, 44
 carencia de inversionistas institucionales, 88
 debilidad, 87, 88
 desarrollo y fortalecimiento, 33
 distorsión que causan fondos de sustentación de documentos de crédito, 255
 efectos que en él causa la inflación, 232, 233, 262
 efectos que en él causan las diversas formas de financiación, 18
 expansión, 17
 financiación de empresas, 84, 87
 importancia para el desarrollo industrial, 278
 importancia para la política monetaria, 73
 influencia de las tasas de interés, 92
 insuficiencia de su desarrollo, 44
 medidas relativas a él:
 actualización del régimen de inversiones forzosas de cajas y secciones de ahorro, 26
 aumento de las tasas de interés sobre ahorros, 24
 aumento de recursos de la Caja Agraria, 26
 autorización para emitir certificados de depósito, 23
 congelación de inversiones forzosas de aseguradoras y capitalizadoras, 26
 creación del Fondo de Sustentación de documentos de crédito, 22

- disminución de encajes sobre ahorros, 24
- estímulos tributarios, 27
- regulación, 27
- mercado de documentos a corto plazo, 19, 31
- modificaciones a su funcionamiento, 44
- operaciones de mercado abierto, 31
- papel de los intermediarios financieros, 89
- participación del gobierno a su fortalecimiento, 19
- participación del gobierno en él, 18
- recursos, 44
- Registro Nacional de Valores, 27
- regulación, 17, 27
- situación, 17, 45
- y el mercado de dinero, 45
- y la tasa de interés, 92
- El mercado de dinero:
 - canalización de recursos para la inversión pública, 44
 - insuficiencia de su desarrollo, 44
- El mercado de valores:
 - concentración de la oferta y la demanda por recursos de inversión a largo plazo, 71
 - crecimiento en Colombia, 87
 - debilidad, 87, 88
 - determinación del nivel del ingreso nacional, 52
 - documentación sobre el tema, 20
 - efecto-capacidad, 52
 - efecto-formación de patrimonio, 52
 - efecto-ingreso, 52
 - efectos de la liquidez primaria en papeles a largo plazo, 72
 - efectos del crecimiento del índice de cotización bursátil, 74
 - evolución de un portafolio en acciones seleccionadas y del índice del costo de la vida, gráfico 3.6, 76
 - evolución de un portafolio en acciones seleccionadas 1960-1972, cuadro 3.11, 75
 - evolución de un portafolio en acciones seleccionadas y de un portafolio en bonos, gráfico 3.8, 80
 - evolución de un portafolio en bonos industriales, 77
 - evolución de un portafolio en bonos industriales, gráfico 3.7, 79
 - fortalecimiento, 20
 - función de circulación, 71, 87
 - función de consolidación, 73
 - función de financiación, 71, 87, 87
 - función de formación de un mercado, 71
 - función de información, 88
 - funciones de las bolsas de valores, 72
 - importancia para la política monetaria, 73
 - influencia de las emisiones gubernamentales, 88
 - liquidez secundaria, 72
 - movilización de recursos financieros, operaciones de mercado abierto, 73
 - reacción ante estímulos tributarios, 28
 - rentabilidad de papeles no exentos ni sujetos a valor constante, cuadro 7.10, 121
 - repercusión sobre la formación de patrimonio, 52
 - situación de acciones y bonos frente a papeles con liquidez primaria, 72
 - tasas anuales de crecimiento, cuadro 3.12, 77
 - tasas anuales de dividendos y rendimientos totales de portafolios en acciones y bonos industriales, cuadro 3.14, 78
 - transacciones de la Bolsa de Bogotá, 174
 - y la política económica, 50
 - y la política monetaria, 73
- El mercado extrabancario:
 - causas, 19, 98, 127
 - costo por utilización de sus ahorros, 108
 - costos de operaciones a través de él, 19
 - documentación sobre el tema, 19
 - evaluación preliminar de su volumen, 251
 - financiación para ventas a plazos, 45
 - inconvenientes que ofrece, 100
 - institucional, 98
 - medidas que deben ser tomadas, 19
 - tasas de interés, 127
- El mercado financiero:
 - causa de su mal funcionamiento, 44
 - componentes, 44
 - conveniencia de permitir un manejo flexible, 48
 - efectos de su deficiente operación, 45
 - influencia de la deficiente estructura de la tasa de interés, 44
 - mejoramiento de su funcionamiento, 47
 - participación del sistema bancario, 46
 - papel del sistema bancario en su reorganización, 46
 - y el mercado de capitales, 45
- El seguro:
 - aviación accidentes catastróficos 1971-1973, cuadro 5.7, 158
 - carencia de estímulos tributarios, 151
 - documentación sobre el tema, 20, 132
 - el seguro y el ciclo económico de la vida humana, gráfico 5.2, 137
 - evolución del régimen de inversiones forzosas para las compañías de seguros de vida, seguros generales y sociedades de capitalización en Colombia 1971-1973, cuadro 5.2, 148
 - factores que afectan actividad aseguradora, 20
 - financiación del ciclo vital, 136
 - funciones de formación de capital:
 - estabilidad en las primas, 143
 - inversión social, 144
 - rendimiento, 142
 - importancia económica y social, 132
 - las grandes catástrofes naturales ocurridas en 1972, cuadro 5.5, 154
 - naturaleza de los planes de seguro de vida, 149
 - población, ingreso nacional y volumen de primas en el mundo 1969, cuadro 5.5, 143
 - política tributaria, 151, 152, 153, 154
 - problemas de la formación de capital a través de él:
 - régimen de inversiones forzosas de aseguradoras, 144, 146, 147
 - protección del capital humano contra depreciación, 138
 - régimen de inversiones forzosas:
 - distribución y rentabilidad de los valores de inversión forzosa de las compañías de seguros y capitalización, cuadro 5.3, 150

- valor nominal y valor de mercado, 147
tasas de interés, 149
relación de siniestros mayores de \$500.000.00, cuadro 5.6, 156
resultados de operación de las compañías de seguros generales y seguros de vida, cuadro 5.4, 152
resultados técnicos en porcentaje de primas en seguros generales y de accidentes personales, gráfico 5.6, 144
seguros de personas en países industrializados, 138
tratamiento fiscal deseable, 139
- Empresas:**
administración, 18
aumento de la capacidad productiva por aplicación de la depreciación, 53
autofinanciación, 68
democratización del patrimonio industrial, 56
descapitalización por inadecuada depreciación de activos, 53
efecto *Lohman - Ruchti*, 53, 54
eficiencia administrativa del sector privado, 18
eficiencia administrativa del sector público, 18
elevación de su ahorro, 69
financiación empresarial a través de la depreciación, cuadro 3.1, 54
formación de capital, 52
menos productivas, 19
necesidades de capital de trabajo, 19
pérdida de importancia en el proceso de formación de capital, 52
- Estado:**
cálculo del costo fiscal de algunas exenciones 1973, cuadro 4.12, 117
inconveniencia de las exenciones tributarias, 100
intervención en la tasa de interés, 94
intervención en tasas de interés sobre préstamos, 121
problemas para creación y financiación de sus empresas, 18
- Exportaciones:**
cambios en su composición, 312
incremento requerido para aumentar la tasa de crecimiento, 51
Plan Cuatrienal de Exportaciones, 311
reintegros, 312
reintegros por exportaciones, cuadro 10.34, 314
relación entre exportación y crédito por sectores económicos, cuadro 10.33, 313
- financiación de inversiones en empresas exportadoras, 302
financiación de ventas al exterior, 302
operaciones de crédito realizadas por el Fondo de Promoción de Exportaciones 1971-1972, cuadro 10.24, 303
- Fondo de Sustentación de Documentos de Crédito:**
creación, 22
emisión de documentos por las corporaciones financieras, 22
movimiento del Fondo de Sustentación de Documentos de las Corporaciones Financieras, cuadro 1.1, 23
objetivos, 22
rendimiento de títulos, 22
sustitución del sistema de líneas de crédito a las corporaciones financieras, 22
- Fondo Financiero Agrario:**
incorporación al Fondo Financiero Agropecuario, 29
- Fondo Financiero Agropecuario:**
creación, 29
distorsión en la asignación de los recursos, 125
distribución de los préstamos por productos, cuadro 10.23, 302
documentación sobre el tema, 29
incorporación del Fondo Financiero Agrario, 29
encauzamiento de recursos hacia el sector agrario, 126
Fondo Financiero Agropecuario - tasas efectivas de rendimiento para los bancos, cuadro 4.18, 126
objetivos, 29
recursos, 29
rendimiento de los préstamos, 125
tasas de interés y redescuento, (ver cuadro 4.17), 123
tasas efectivas de interés para los bancos, 125
vigilancia sobre el destino de los créditos, 125
- Fondo Financiero de Desarrollo Urbano:**
características de los créditos, 300
destino de los créditos del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, cuadro 10.21, 301
objetivos, 300
- Fondo Financiero Industrial:**
destino de sus recursos, 299
objetivos, 299
usuarios, 299
- Fondo Nacional de Inversiones:**
proyectos de ley, 88
- Fondo para Inversiones Privadas:**
distribución de los créditos, 296
distribución de recursos entre intermediarios financieros, cuadro 10.18, 298
Fondo para Inversiones Privadas FIP - destino de la inversión por actividad económica, cuadro 10.27, 307
origen de sus recursos, 296
solicitudes de licencia global aprobadas por la Junta de Importaciones por sectores de actividad económica, cuadro 10.26, 306
- Fondos de inversión:**
- Federación Nacional de Cafeteros:
crédito del Banco de la República, 38
Ferber, Robert, 211, 232
Flórez, José Jairo, 84
Fondo de Ahorro y Vivienda:
creación, 28
Fondo de Promoción de Exportaciones:
crédito para capital de trabajo, 301
crédito promocional, 302

canalización de recursos hacia la producción, 20
 documentación sobre el tema, 20
 evolución, 20
 importancia, 20

Fondos regionales de capitalización social:
 creación, 28
 objeto, 28

Formación de capital:
 a través del seguro, 142, 144
 causas de la insuficiencia de capital, 278
 como medida del grado de desarrollo y de riqueza, 50
 documentación sobre el tema, 133
 en países en desarrollo, 51
 en países industrializados, 51
 formación bruta de capital:
 a través de la empresa privada, 52, 56
 a través del sector público, 52
 comparación entre países desarrollados y países subdesarrollados, 51
 empresarial, 50, 51, 52, 56
 en países subdesarrollados, 51
 en países ricos, 51
 función económica de la acumulación a través del sector empresarial, 52
 función social, 52, 56
 generación de ingreso, 51
 importancia para el desarrollo económico, 51, 52
 incidencia sobre la tasa de crecimiento, 277
 individual, 50, 51
 industrial, 168, 315, 316
 por sociedades anónimas, 57, 78
 problemas de oferta y demanda, 79
 proceso:
 aumento del volumen de ahorros reales, 278
 encauzamiento del ahorro a través del mecanismo financiero, 278
 inversión de los recursos, 278
 relación con el producto, 168
 utilización de sus recursos, 28
 y la tasa de crecimiento económico, 50, 168

Friedmann, Milton, 212, 232
Friedman, Rose, 211, 232

—G—

Gómez, Armando, 20, 193, 177
Gómez, Otálora, Hernando, 92, 103, 127
Gómez Villegas, Oscar, 20
González G., Alvaro, 290
González, Miguel Angel, 277
Gutenberg, Erich, 53

Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras:
 creación, 17
 objetivo, 17
 recomendaciones, 146, 166

—H—

Hanson, J, 93, 114, 115, 258

Harberger, A, 99, 114
Hasslock, Jürgen, 213
Hofmann, Rolf, 68

—I—

Importaciones:
 clasificación económica de las importaciones, cuadro 10.31, 311
 composición porcentual de las importaciones, cuadro 10.32, 312
 sustitución, 310, 311

Impuestos:
 causas de la evasión fiscal, 237
 igualdad horizontal, 236
 igualdad vertical, 235
 inequidad creada por la inflación, 245
 morosidad en el pago, 237
 tributación sobre ganancias e ingresos ilusorios, 236

Inflación:
 aumento de las tasas de interés, 80
 definición, 239
 descapitalización de la sociedad anónima, 64
 distorsiones sobre la inversión, 235
 documentación sobre el tema, 18
 efecto sobre la capitalización, 32
 efectos de su represión, 18
 efectos en el volumen de ahorro, 19, 32, 167
 efectos en la actividad aseguradora, 20
 efectos fiscales, 235
 efecto sobre el ahorro, 32, 167
 efectos sobre el crédito, 234
 efectos sobre el mercado de capitales, 232, 233
 efectos sobre el mercado de vivienda, 238
 efectos sobre las tasas de interés, 19
 el proceso inflacionario, 32
 forma de proteger al inversionista, 74
 importada, 32
 incidencia en la economía empresarial, 285
 y la financiación interna de la sociedad anónima, 81, 82
 y los costos de operación de aseguradoras, 151

Informe de la Misión Currie, 73
 Informe de la Misión Económica del Banco Mundial, 51, 251
 Informe Musgrave, 86

Ingreso:
 ingreso anual después de impuestos, cuadro 9.4, 251
 variaciones del ingreso y del gravamen 1961-1971, cuadro 9.3, 250

Instituciones financieras:
 adquisición de certificados leasing, 89
 destino de inversiones con recursos de los Fondos para Inversiones Privadas y Financiero Industrial, cuadro 10.20, 300
 distribución de recursos entre intermediarios financieros, cuadro 10.18, 298
 documentación sobre el tema, 19
 examen de su estructura económica, 17
 Grupo de Estudios, 17
 importancia para el crecimiento industrial, 278

- intervención en los mercados de capitales y de valores, 88, 89
 revisión de su reglamentación legal, 17
 Instituto Colombiano de Seguros Sociales:
 reservas matemáticas del ICSS, cuadro 9.2, 246
 Inversión:
 a través del sector empresarial, 56
 de los bancos comerciales, 19
 distorsiones causadas por la inflación, 235, 261
 efecto económico de la depreciación, 53
 efecto *Lohmann-Ruchtli*, 53
 en empresas, 56
 financiación de nuevas inversiones, 316
 financiación de sectores que requieren ayuda especial, 19
 financiación, 50, 51, 52
 financiación del déficit, 51
 financiamiento durante el período 1967-1970, 51
 fines, 52
 fuente de financiamiento de inversiones, cuadro 10.28, 308
 generación de empleo, 55
 inversiones inducidas, 53
 inversiones nuevas, 53
 la actividad inversionista y el proceso productivo, 52
 papel en el desarrollo económico, 52
 productiva, 18
 pública:
 documentación sobre el tema, 18
 financiación, 44, 259
 valor de la inversión por nuevo empleo, cuadro 10.29, 309
 valor social, 18
 volumen necesario para lograr un crecimiento del PIB del 7.5%, 18
 y desempleo, 51
 Instituto de Crédito Territorial, 24
 Isaza, Rafael, 93
- J-
- Jaramillo*, Juan Carlos, 20
Jaramillo, Rodrigo, 132
Joshi, Madhusudán S., 196
Junguito, Roberto, 20
 Junta de Ahorro y Vivienda:
 creación, 28, 170
 Junta Monetaria:
 elaboración del presupuesto monetario, 38
 eliminación de los reintegros anticipados, 43
 funciones, 288
 marco de actuación en política crediticia, 50
 merma de su capacidad para control de medios de pago, 45
 nuevas atribuciones:
 conceptos sobre deuda externa del gobierno, 30
 control sobre depósitos oficiales, 30
 controles sobre cartera bancaria, 30
 en materia de redescuento, 30
 sobre encaje legal, 30
 objetivos, 37
 organización del Simposio sobre Mercado de Capitales - 1971, 18
 participación en decisiones propias del mercado de capitales, 45
 política de crédito externo, 43
 política en materia de colocaciones bancarias, 42
 reducción de la dispersión de tasas de interés, 47
- K-
- Keynes*, John Maynard, 232, 241
Kybal, Milic, 84
- L-
- Lagos*, Gustavo, 82
Lessard, Donald, 74, 77, 78
Lewis, W. Arthur, 277, 278
Llorente, Rodrigo, 69
- M-
- Madrñan*, Ramón E., 132
Marmorek, Jorge, 8, 107, 188
Martínez, Manuel, 18
Márquez, Javier, 241
Marshall, Alfred, 241
Mejía Díaz-Granados, Alfonso, 213
Mejía, Jaramillo, Hernán, 145
 Medios de pago:
 actividad de la autoridad monetaria, 47
 causas de expansión, 41
 causas de los cambios, 38
 componentes de los medios de pago y dinero total, cuadro 2.4, 49
 componentes del dinero base y multiplicador, cuadro 2.3, 48
 cuantificación, 38
 dinero base y medios de pago ajustados - tasas de crecimiento anual - 1963-1973, cuadro 2.1, 39
 efectos del multiplicador bancario, 38, 40
 el multiplicador y sus componentes, cuadro 2.5, 49
 estimación de la cuantía deseada, 38
 expansión de la base monetaria en 1972 y 1973, 40
 expansión secundaria, 39, 40
 incidencia de su volumen en el nivel general de precios, 38, 41
 limitación a la política de crédito, 42
 relaciones que componen el multiplicador de medios de pago, cuadro 2.2, 41
 sentido del crecimiento, 41
 variación relativa anual de la base monetaria, 39, 40
- Modigliani*, Franco, 212, 232
Mohr, Hermann, 84, 87
Musalem, Alberto R., 18

Musgrave, Richard, 235, 236, 241
Mejía, Palacio, Jorge, 7

—N—

Núñez, Vergara, Guillermo, 7
Nurkse, Ragnar, 85, 168

—O—

Operaciones de mercado abierto:
 antecedentes, 73
 características, 73
 efectos de su ineficiencia, 73
 experiencias en Colombia, 73
 gestor, 73
 instrumentos, 73
 objetivos, 73
 Organización de Estados Americanos OEA, 18
Ortega, Francisco José, 37, 286
Ospina Velasco, Jaime, 8

—P—

Pardo Vargas, Fernando, 92
Patinkin, Don, 239, 240
Pérez, Enrique, 134
Pérez de Brigard, Hernán, 50
Perry, Guillermo, 18
Pieschacón, Camilo, 20, 50, 71, 74, 83, 89, 132, 146, 147
Pieschacón, Francisco, 197, 231, 248
 Plan Trienal de Desarrollo 1971-1973:
 documentos sobre el tema, 18, 161
 estrategia básica, 221
 estrategia en relación con la vivienda, 221
 estrategias prioritarias, 220, 221
 impulso al sector agropecuario, 182
 necesidades de capital de la empresa privada para cumplir las metas, 70
 y las últimas medidas económicas sobre ahorro, 168
Please, Stanley, 233, 234
 Población:
 ciclo vital de la población colombiana, 132
 ciclo vital y estructura económica de la población colombiana, 133
 cobertura de personas activas por seguridad social, 139
 determinación de valor del capital humano, 139
 determinación del valor del capital humano, cuadro 5.1, 139
 el seguro y el ciclo económico de la vida humana, gráfico 5.2, 137
 estructura económica de la población colombiana, gráfico 5.1, 134
 financiación a través del ciclo, 136
 importancia de la pirámide social, 134
 productividad humana y pirámide social, 134

protección contra depreciación, 138
 relación activos-inactivos, 135, 136
 valor económico de la vida humana y de la fuerza de trabajo, 137

Política de crédito:

a la Federación Nacional de Cafeteros, 38
 al sector privado, 38
 asignación de recursos, 42, 46
 barato, 45
 control, 42
 control del crédito del Banco de la República, 38,40
 crédito del sistema bancario, 37, 42
 crédito externo, 42
 del banco central, 38
 distribución, 42
 documentación sobre el tema, 37
 evaluación del control al crecimiento de las colocaciones bancarias, 42
 externo, 42, 43
 filosofía, 42
 importancia en los últimos años, 42
 objetivos, 42
 pautas, 42
 presentación, 37
 regulación del crecimiento de las colocaciones bancarias:
 auxiliar del control monetario, 42
 como forma adicional de orientación del crédito, 42
 destinación de los excesos de recursos, 42
 excepciones, 42
 logros, 42
 nuevo mecanismo, 43
 operación, 42
 relaciones con la política monetaria, 42
 reorientación de recursos, 42
 sectores más favorecidos, 42
 subordinación al control monetario, 42

Política económica:

acción del Estado a través del mercado de dinero, 45
 acción sobre el mercado de capitales, 45
 características, 45
 continuidad, 50
 descuido de la actividad aseguradora, 132
 durante las últimas décadas, 45, 50
 instrumentos, 54
 la depreciación como instrumento, 54
 promoción de determinadas actividades por el Estado, 45, 50
 y el mercado bursátil, 50
 y el proceso de capitalización, 50

Política financiera:

característica más importante, 44
 relación con la política monetaria, 44

Política monetaria:

acomodación de la oferta de dinero a las alteraciones del sector real, 39
 asignación de recursos, 42
 carácter, 41
 contenido, 37, 38
 control a la expansión de la base monetaria, 40, 47

- control de activos externos del Banco de la República, 38, 40
- control de la oferta monetaria, 44
- control sobre el crédito del Banco de la República, 38, 40
- determinación de la cuantía de los medios de pago, 37
- distribución de las metas, 38
- documentación sobre el tema, 37
- durante 1972, 40
- efecto de la cantidad de dinero en circulación en la demanda agregada por bienes y servicios, 38
- efecto del crédito externo en el control monetario, 43
- efecto del volumen de medios de pago sobre el nivel general de precios, 38
- efecto estabilizador de certificados de depósito a término, en el manejo monetario, 47
- ejecución, 41
- estimación de la cuantía deseada de medios de pago, 38
- evaluación, 41
- fallas, 41
- incidencia de la velocidad ingreso del dinero en el nivel general de precios, 38
- incidencia del mal funcionamiento de los mercados de dinero y de capitales, 45
- incidencia del sector financiero en la estabilidad monetaria, 48
- instrumentos, 38, 41, 73
- limitaciones, 38
- logros, 38, 41
- operaciones de mercado abierto, 41, 46
- manejo de la oferta de dinero por la Junta Monetaria, 37
- objetivos, 37
- presentación, 37
- presupuesto monetario, 38
- problemas, 42
- relaciones con la política de crédito, 42
- relaciones entre cantidad de dinero en circulación y variables reales de la economía, 38
- relaciones entre cantidad de dinero y nivel general de precios, 38
- subordinación de la política crediticia, 42
- y el mercado bursátil, 73
- Política tributaria:
- carencia de estímulos a la actividad aseguradora, 151
 - en relación con la empresa aseguradora:
 - reserva para riesgos catastróficos, 153
 - sinistros en liquidación, 153
 - en relación con los ahorradores, 152
 - exención personal por seguros de vida, 152
- Precios:
- condiciones para su estabilidad, 38
 - crecimiento del Índice Nacional de Precios 1967-1970, 32
 - fenómenos que coadyuvan su aumento:
 - aumento de precios en materia prima y equipo de capital importado, 32
 - aumento del crédito, 42
 - cantidad de dinero en circulación, 38
 - crédito del Banco de la República al gobierno nacional, 32, 38
 - demanda por dinero, 38
 - disminución de oferta de productos alimenticios, 32
 - inflación importada, 32
 - mayor ingreso de divisas, 32
 - velocidad ingreso del dinero, 38
 - volumen de los medios de pago, 38
 - incidencia de la velocidad ingreso en el nivel general, 38
 - incidencia del volumen de medios de pago en el nivel general, 39, 41
- Prieto Durán, Rafael*, 18, 92, 212
- Producto interno bruto:
- aumento de la tasa de crecimiento, 51
 - participación del ahorro en el producto interno bruto, cuadro 4.10, 116
 - P.I.B. por sectores a precios constantes de 1958, cuadro 6.15, 183
 - volumenes de ahorro necesarios para aumentarlo, 18
 - volumenes de inversión necesarios para aumentarlo, 18
- Producto Nacional bruto:
- aplicación a la inversión entre 1967 y 1970, 50
- R—
- Rahmann, John*, 55, 56
- Reservas internacionales:
- aumento durante 1972, 40
 - efectos que causan sobre los medios de pago, 38, 41
 - proyección, 38
- Reynolds, Clark W.*, 20
- Rodado, Carlos*, 161
- Rodríguez, Jaime*, 197, 248
- Rodríguez Azuero, Sergio*, 7
- Rosas, Gabriel*, 220
- Rosas, Luis Eduardo*, 31, 166, 167
- Rostow*, 277
- S—
- Salazar de Heredia, Pablo*, 7
- Salcedo Muñoz, Alvaro*, 8
- Sánchez, José Ricardo*, 84
- Sarmiento, Eduardo*, 18
- Schlesinger, Daniel*, 17, 20, 93, 177
- Schlesinger, Lucía Cruz de*, 213
- Sector agropecuario:
- préstamos nuevos, 205
- Sector construcción:
- aumento de precio en materiales de construcción, 186
 - características generales, 169
 - desarrollo de la industria que produce insumos para el sector, 228
 - efectos sobre el desarrollo económico y social, 170
 - estímulos, 168, 170

- reordenamiento del sector, 227
 regulación del mercado laboral en el sector, 227
 reorientación hacia la especialización y la economía de escala, 227
- Sector empresarial:
- aplicación de recursos:
 - inversión de capital fijo, 318
 - inversión de inventarios, 319
 - inversión en valores, 320
 - inversión financiera, 319
 - aumento de inversiones en activos fijos, 285
 - bajo nivel de recursos asignados a la industria, 285
 - descapitalización de la industria y deterioro de su rentabilidad, cuadro 10.7, 285
 - efectos de la escasez de capital, 279
 - efectos de la inversión en él, 56
 - expansión de los niveles de endeudamiento, 317
 - financiación por corporaciones, 279, 282
 - financiación por el sistema bancario, 279
 - finés de la actividad inversionista, 53
 - fuentes de financiación:
 - Banco Central Hipotecario, 283
 - compañías de seguros, 283
 - corporaciones financieras, 279, 282
 - emisión de bonos, 283
 - Fondo de Promoción de Exportaciones, 283
 - fuentes de financiamiento y uso de los recursos - industria manufacturera, cuadro 10.35, 316
 - Instituto de Fomento Industrial, 282
 - proveedores, 283
 - sistema bancario, 279, 280, 281, 282
 - función económica de la acumulación de capital, 52
 - fuentes de capital:
 - endógenas, 279, 283
 - exógenas, 279
 - función social de la acumulación de capital, 56
 - incremento de la capacidad productiva de la economía, 52
 - incremento de la producción de bienes y servicios, 52
 - motor y gestor del crecimiento económico, 52
 - recursos y fuentes de funcionamiento industrial:
 - externos, 317
 - internos, 316
 - valor de activos fijos productivos de la industria fabril, 285
- Sector externo:
- recuperación, 41
 - regulación del crédito externo, 42, 43
- Sector financiero:
- dificultades que ofrece para control de oferta monetaria, 44
 - importancia de su crecimiento, 48
 - incidencia en la estabilidad monetaria, 48
 - prioridad que le corresponde, 48
 - recomendaciones para su organización, 44
- Sector gobierno:
- dificultad para colocar papeles en el mercado, 18
 - efectos que causan aumentos de sus ingresos marginales, 18
 - participación en el fortalecimiento del mercado de capitales, 19
 - participación en la formación interna bruta de capital, 18
- Seguridad social:
- brecha de seguridad social para el caso de invalidez o muerte, gráfico 5.3, 141
 - brecha de seguridad social para el caso de vejez, gráfico, 5.3, 141
 - distribución de los beneficios, 142
 - financiación del ciclo vital, 138, 140
 - justificación económica, 138
 - objetivo, 138
 - personas amparadas por el ICSS, 139
 - régimen colombiano, 140
- Shacke, G.L.*, 113
- Simonsen, Mario Henrique*, 238
- Simposio sobre Mercado de Capitales 1971:
- antecedentes y desarrollo, 17
 - ayuda financiera del BID, 18
 - conclusiones, 18
 - consideraciones finales, 21
 - documentación sobre el tema, 20, 21,
 - estudios presentados, 18
 - evaluación de la política económica, 21
 - evaluación de sus efectos, 17
 - organización, 18
 - participantes, 20
 - perspectiva, 30
 - realización, 18
 - recomendaciones, 27, 28
 - resultados, 20
 - trascendencia, 17
- Simposio sobre Mercado de Capitales - ahorro y crédito 1973:
- objetivos, 17
 - organización, 17
 - participantes, 17
- recomendaciones:
- eliminación de exenciones tributarias, 130
 - en relación con el ahorro, 218, 219
 - en relación con el crédito de fomento para la industria, 130, 321
 - en relación con el crédito para vivienda, 131
 - en relación con el mercado de capitales, 129
 - en relación con el sistema de valor constante, 130, 229, 268
 - en relación con la actividad aseguradora, 153, 158
 - en relación con la capitalización industrial, 90, 91
 - en relación con la cédula hipotecaria, 218
 - en relación con la política monetaria, 47, 48
 - en relación con la tasa de cambio, 131
 - en relación con la tasa de interés de activos financieros, 129
 - cambios en la tasa de interés sobre préstamos, 130
 - tema central, 37
- Sistema de ahorro y vivienda de valor constante:
- asociaciones mutualistas de ahorro y préstamo, 222

- aspectos institucionales, 222
- aspectos fiscales:
 - beneficios en relación con el ingreso personal, 264
- pérdida de progresividad de los impuestos, 264
- rentabilidad real neta de los impuestos, 264
- aspectos macroeconómicos:
 - ahorro global y corrección monetaria, 250
 - ahorro y ahorro financiero, 247, 248
 - canalización del ahorro financiero, 254
 - distorsiones en la inversión, 261
 - efectos sobre el ahorro externo, 253
 - efectos sobre la inversión, 254
 - generación de ahorro, 247
 - traslación de ingreso al sector público, 249
- aspectos microeconómicos:
 - relativos al ahorrador, 262
 - relativos a los prestatarios, 262
- aspectos monetarios:
 - causas de los problemas generados por la implantación del sistema, 267
 - contracción por depósitos en el FAVI, 267
 - diferencia de rendimiento con otros papeles de mercado, 267
 - expansión generada por el FAVI, 267
 - expansión primaria, 267
 - generación de inflación, 267
 - transferencia de recursos hacia corporaciones de ahorro, 267
- capacidad de usuarios para atender sus obligaciones en UPAC, 183
- contribución real al aumento del ahorro, 248, 249
- corporaciones de ahorro y vivienda:
 - captación de ahorro, 172
 - captación y transferencia de ahorro, 173
 - constitución, 28, 170, 231
 - financiación de vivienda, 172
 - naturaleza, 222
- creación, 221, 231
- cuotas y saldos para préstamos hipotecarios en valor constante, cuadro 9.12, 263
- descripción, 221
- distribución de crédito para vivienda, 172
- efectos en la distribución del ingreso, 185
- Fondo de Ahorro y Vivienda, 28, 169, 222
- incidencia sobre activos financieros, 249
- incidencia sobre el ahorro total, 250
- Junta de Ahorro y Vivienda, 28, 169, 222
- objetivos, 170, 221, 250
- obstáculos, 229
- operaciones de crédito:
 - constructores, 223
 - individuales, 223
- recomendaciones emanadas del Simposio sobre ahorro y crédito, 268
- rendimiento anual de la UPAC en % con intereses del 5.5%, cuadro 9.13, 264
- rentabilidad del dinero colocado en certificados de ahorro de valor constante del 5.5%—tasas equivalentes— cuadro 9.15, 266
- rentabilidad del dinero colocado en certificados de ahorro de valor constante del 5.5% —tasas netas de impuesto— cuadro 9.14, 265
- resultados, 171
- relación entre el sector que ahorra y el que utiliza a los recursos, 221
- sistemas de amortización:
 - constante, 224
 - gradual, 224
 - uniformemente decreciente, 225
- transferencia de fondos al sistema, 177
- unidades de poder adquisitivo constante, 98, 100, 102, 109, 116, 117, 118, 119, 170, 181
- ventajas:
 - acceso al crédito, 226
 - aceleración del proceso de amortización, 226
 - creación de ahorro, 225
 - desarrollo de la industria que produce insumos para la construcción, 228
 - descentralización, 228
 - disminución de la tendencia al consumo presente, 226
 - estímulo a la movilidad social, 228
 - estímulo del ahorro financiero, 250
 - percepción de un interés positivo, 225
 - regulación del mercado laboral en la contracción, 227
 - reordenamiento del sector de la construcción, 227
 - reorientación hacia la especialización y la economía de escala, 227
- Sistema monetario:
 - evaluación de las formas de redescuento, 46
 - reestructuración de las fuentes autónomas generadoras de crédito del Banco de la República, 46
- Slichter*, Summer H., 241
- Sociedades anónimas:
 - acciones:
 - carencia de liquidez primaria, 260
 - Bolsa de Bogotá - Cotizaciones promedio trimestrales 1971-1973, cuadro 4.7, 112
 - Bolsas de Bogotá y Medellín - Volúmenes trimestrales promedio 1971-1973, cuadro 4.8, 112
 - corrección monetaria, 259
 - cotización y rendimiento de acciones 1961-1972, cuadro 4.6, 111
 - determinación del precio, 260
 - efectos causados por el sistema de valor constante, 261
 - liquidez, 260
 - oferta y demanda como función de su rentabilidad, 260
 - rendimiento efectivo, 111
 - y la tasa de inflación, 111
 - aumentos de capital 1941-1952, 68
 - capacidad para producir utilidades, 64
 - capitalización y financiación de capital fijo, 85
 - crecimiento comparado con el del PIB, 64
 - crecimiento histórico de algunos rubros del balance de sociedades anónimas, 65
 - crecimiento real de algunos rubros del balance de sociedades anónimas, 64

- descapitalización causada por la inflación, 64
 distribución de dividendos, 69
 distribución de utilidades, 85, 86
 distribución porcentual de las utilidades brutas obtenidas por las sociedades anónimas nacionales 1950-1968, cuadro 3.10, 70
 emisión de bonos, 27
 estímulos tributarios, 27
 estructura financiera:
 acreedores, 63
 activo circulante, 61
 activos fijos, 61
 análisis, 61
 aumento de capital, 68
 autofinanciación, 68
 deudores, 61
 disminución porcentual del capital pagado, 64
 estructura de los recursos financieros de las sociedades anónimas gráfico 3.5, 66
 estructura financiera de la sociedad anónima - activo, gráfico 3.5, 60
 estructura financiera de la sociedad anónima - pasivo, gráfico 3.4, 60
 estructura financiera de la sociedad anónima en Colombia 1950-1971, cuadro 3.3, 62
 financiación de los aumentos de capital, 68
 grado de endeudamiento, 63
 obligaciones a corto plazo, 63
 obligaciones a largo plazo, 63
 pasivos, 63
 pasivos del capital, 64
 recursos externos, 68
 recursos internos, 68
 relación capital pagado-utilidades, 64
 relación patrimonio-utilidades, 64
 utilidades, 64, 68
 evolución de las utilidades, 64
 evolución del rendimiento nominal y real en las sociedades anónimas nacionales 1950-1971, cuadro 3.4, 63
 exenciones tributarias para inversión en acciones, 104
 financiación a corto plazo, 64, 65, 69, 87
 financiación a través de inversionistas institucionales, 89
 financiación interna:
 brecha de recursos, 82
 brecha de financiación interna a través de la depreciación, cuadro 3.15, 83
 a corto plazo, 65
 formas, 81, 82
 incidencia de la inflación, 81, 82
 incidencia de la revaluación monetaria en países industriales, 83
 incidencia del aumento en los precios, 83
 financiamiento con recursos captados por fondos regionales de capitalización social, 29
 financiamiento por proveedores, 87
 flujo de fondos, 64, 83
 formación de capital, 57, 86
 fuentes de financiación:
 depreciación, 81, 82, 84
 en ausencia de mercado de capitales eficiente, 84
 en Colombia, 82, 84
 en países industrializados, 82
 externas, 87
 internas, 82, 83
 utilidades no distribuidas, 81, 85
 fuentes de financiación de las sociedades anónimas nacionales 1941-1968, cuadro 3.7, 67
 importancia en la economía colombiana, 58, 61
 la acción como instrumento de ahorro e inversión, 74
 metas dentro del Plan de Desarrollo Económico y Social, 70
 necesidad de democratizar el capital, 87
 operación de *underwriting*, 89
 problemas para la formación de capital, 65
 reserva de capitalización económica, 86
 tasas de autofinanciación en algunos países, cuadro 3.9, 69
 tributación sobre dividendos repartidos, 86
 utilización de los recursos en las sociedades anónimas colombianas, cuadro 3.8, 1941-1968, 67
 Sociedades de capitalización:
 inversiones forzosas, 26, 144
 naturaleza de los títulos de capitalización, 149
 Soto, Luis Guillermo, 19, 220
 Superintendencia Bancaria:
 registro de entidades que manejan ahorro privado, 27
- T-
- Tamagna, Frank, 247, 249
 Tasas de interés:
 aumento causado por la inflación, 80
 Análisis por grupos de activos financieros:
 rendimiento real negativo o próximo a cero, 105
 rendimiento real entre 4.7% y 6.4%, 108
 rendimiento real entre 11.5% y 14.5%, 108
 unidades de poder adquisitivo constante -UPAC- 109
 Características:
 bajo nivel respecto al nivel de equilibrio, 94
 falta de flexibilidad, 97
 subsídios, 100
 variedad y dispersión, 96, 286
 componentes de la tasa real, 234, 235, 255
 como instrumento de distribución de recursos, 94
 como instrumento de regulación económica, 93, 288
 como vínculo entre el mercado financiero y la política monetaria, 44
 componentes, 79, 81
 conveniencia de permitir un manejo flexible, 48
 de las unidades de poder adquisitivo constante, UPAC, 102
 del mercado extrabancario, 127
 descuento de bonos de prenda, 127
 distorsiones, 44
 documentación sobre el tema, 19, 92

- efectos de la fijación arbitraria, 45
 efectos de su aumento en el nivel general de precios, 97
 efectos que causan en la actividad aseguradora, 20
 efectos que causan las inferiores a las del mercado, 19
 efectos que en ellas causa la inflación, 19
 efecto sobre el total del ahorro, 93
 efecto sobre la redistribución del ingreso, 96
 en préstamos externos, 120
 estructura, 19, 92
 fijación, 94
 función generadora de ahorro, 47
 inoperancia del mercado, 94
 intervención del Estado, 93
 nivel de equilibrio, 98, 99
 nominal:
 componentes, 255, 265
 fijación por la Junta Monetaria, 256
 otras tasas de fomento, 126
 peligros de tasas excesivas, 120
 préstamos para vivienda, 128
 real:
 componentes, 255
 concepto, 255
 recomendaciones, 129, 130, 131
 reducción de su dispersión, 47
 relación con otros aspectos de la economía, 92
 represión que se ejerce contra ellas, 19
 sobre ahorros, 93, 167
 sobre préstamos:
 determinación, 120
 intervención del Estado, 121
 características, 120
 estructura, 121
 distorsiones, 121, 122
 clasificación, 122
 de la banca comercial, 122
 del Fondo Financiero Agropecuario, 123, 124, 125
 Fondo Financiero Agropecuario - tasas de interés y redescuento, cuadro 4.17, 123
 tasas comparables - formarlas (véase la nota 2 del cuadro 4.1), 95
 tasas de interés de algunos activos financieros-1970, cuadro 4.1, 95
 tasas porcentuales de interés o rendimiento de algunos activos financieros, cuadro 10.3, 287
 tasas de interés en el mercado internacional para préstamos a seis meses, 1973, cuadro 4.16, 121
 tasas de interés y redescuento de algunos tipos de préstamos, cuadro 4.2, 97
 variación entre un país y otro, 80
 y el crecimiento del ahorro interno, 113
 y la balanza de pagos, 120
Toro, Humberto, 74
Torres, Leonel, 19
Taylor, Milton C., 54, 69, 84
- U—
- Unidades de poder adquisitivo constante:
 características, 102
 creación, 102, 131
 críticas, 181
 incidencia de la tasa de inflación, 109
 rendimiento, 109
 ¿son inflacionarias?, 181
 tasa de interés, 102, 109
 valor inicial, 231
- V—
- Vallejo Arbeláez*, Joaquín, 7
Valley, Jean, 84
Velásquez, Alvaro, 20
 Vivienda:
 efectos de la inflación sobre el mercado de vivienda:
 atrofia del mercado de hipotecas, 238
 congelación de arrendamientos, 238
 distorsión en la demanda de vivienda, 239
 en Colombia, 220
 escasez en países subdesarrollados, 220
 financiamiento, 27
 relación entre valor de la vivienda y de los arrendamientos, 220
 sistema financiero en el Brasil:
 captación de recursos, 270
 corrección monetaria y formas de pago, 273
 organismos que lo conforman, 270
 principales características del financiamiento de viviendas en el Brasil, cuadro 9.18, 274
 utilización de los recursos, 272
- W—
- Wald*, Arnaldo, 238
- Z—
- Zuleta*, Hernando, 18

Este libro
fue diagramado e impreso en
EDICIONES TERCER MUNDO
Bogotá - Colombia
Julio de 1974