

# Tercer Simposio Sobre el Mercado de Capitales

*Hernando Gómez Otálora*

Cinco problemas fundamentales dominaron el Simposio de Cali, sus ponencias y deliberaciones. Fueron ellos: la inflación; el reto que significa para Colombia el financiamiento de proyectos que requieren cuantiosas inversiones y que suponen largos períodos de maduración; el encauzamiento de recursos financieros para la construcción y adquisición de vivienda; la reorganización del mercado financiero; y las recientes medidas económicas adoptadas por el gobierno nacional.

## A. La inflación<sup>2</sup>

El acelerado crecimiento del nivel general de precios, que conturba a Colombia y a la mayor parte de los países del mundo, constituyó preocupación del

Simposio, recordándose que entre junio de 1973 y el mismo mes de 1974, el índice de precios al por mayor del Banco de la República acusaba un incremento superior al 35%, frente a un moderado promedio de 13% para los diez años anteriores y de 7% para el período 1968-1970.

Aun cuando es debatible que exista una relación de causalidad entre el aumento del circulante y el de los precios, sí hay entre ellos una cierta asociación. Para algunos ésta no es muy estrecha en el caso colombiano, si bien puede aparecer con mayor claridad, si se toma la oferta monetaria total y si se supone un rezago de seis meses, por ejemplo, entre variación de la tasa de crecimiento de aquella y cambios en el nivel general de precios. Esto no excluye que otros factores, aparte de los financieros, incidan en la tasa de variación de los precios, como los del sector real de la economía, particularmente la producción agrícola<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Los trabajos citados en este informe corresponden a las ponencias presentadas al III Simposio sobre el Mercado de Capitales.

<sup>2</sup> Hernando Gómez Otálora, Francisco Piëschacón y Mauricio Carrizosa. *Instrumentos Financieros, Inflación, Producción y Empleo*, cfr. 1.0, 2.0 y 4.1

<sup>3</sup> Francisco Ortega. *Política Monetaria y Precios*. P.2.

De lo expuesto surgen dos aspectos, que deben continuar estudiándose con mayor detalle: el concepto de oferta monetaria<sup>4</sup> y la diferencia en tiempo entre sus variaciones y el cambio en el nivel general de precios.

Tradicionalmente la situación monetaria ha venido evaluándose, y las políticas manejándose, en función de los medios de pago<sup>5</sup>. Ello era adecuado cuando los sustitutos próximos del dinero no tenían mayor importancia cuantitativa o su crecimiento era paralelo al de los medios de pago. Pero la situación varió sustancialmente en virtud de medidas que han incidido profundamente en el comportamiento de los mencionados sustitutos del dinero, como las referentes a depósitos a término, de ahorro, de valor constante, cédulas hipotecarias y bonos de desarrollo económico. Hoy parece aconsejable que las políticas se analicen a la luz de un concepto más amplio de oferta monetaria, o que se tenga en cuenta el efecto de los sustitutos próximos del dinero sobre la velocidad de circulación de la moneda.

De otra parte, la existencia de un retardo en tiempo entre impulsos monetarios y efecto sobre los precios, hace imperioso que la opinión pública sea consciente de que los esfuerzos de las autoridades del ramo para lograr un aumento más pausado del medio circulante, no se traducirán inmediatamente y como por arte de magia en un menor incremento de los precios.

Es evidente que el crecimiento de la oferta monetaria en los años de 1972 y 1973 excedió los límites necesarios para

procurar altas tasas de aumento del producto, en términos reales, sin presionar inmoderadamente el nivel general de precios, y que contribuyó, por lo tanto, a la elevación del costo de la vida<sup>6</sup>.

Era natural, entonces, que se debatieran en el Simposio las causas del crecimiento de la oferta de dinero, llegándose a la conclusión de que estuvieron concentrados en la base monetaria<sup>7</sup>, ya que el multiplicador se mantuvo más o menos estable y aún disminuyó, debido al aumento de los encajes y pese a la menor preferencia del público por efectivo.

Los principales factores que motivan las variaciones de la base monetaria son: la balanza cambiaria ajustada (balanza comercial más endeudamiento privado en el exterior), el déficit fiscal (deducidos los préstamos de particulares al gobierno), el crédito al sector privado y el renglón de varios.

En cuanto al primero de ellos, "contablemente las reservas internacionales han sido causa importante en la expansión monetaria en especial a partir de 1971; sin embargo, la expansión de esas reservas ha sido en más de un 50% producto del endeudamiento externo del gobierno"<sup>8</sup>.

Visto así el problema, el déficit entre ingresos corrientes y préstamos de particulares, de una parte, y egresos del gobierno, de la otra, ha sido la principal causa de expansión del circulante; "esta situación se agravó a partir de 1970 cuando el déficit fiscal generó más del

<sup>4</sup> Fernando Caicedo. Síntesis de su intervención en el III Simposio del Mercado de Capitales, contenida carta del 25 de octubre de 1974. <sup>7</sup>

<sup>5</sup> Efectivo en poder del público y depósitos a la vista.

<sup>6</sup> 1972: 24.4%, 1973: 32.7%

<sup>7</sup> Circulante en poder del público y depósitos a la vista.

<sup>8</sup> Antonio Hernández. *Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución de Ingreso*, p. 1.

80%, en promedio, de la expansión de los medios de pago”<sup>9</sup>.

Si se tiene en cuenta que los factores determinantes por excelencia de la expansión monetaria fueron la balanza cambiaria ajustada y el déficit del gobierno, definido según antes se indicó, no resulta aventurada la afirmación de que “en Colombia la principal fuente de expansión de la base monetaria proviene de elementos endógenos tales como las reservas internacionales”<sup>10</sup> o de factores que escapan al control directo de la Junta Monetaria, como el déficit fiscal, especialmente teniendo en cuenta el deficiente grado de control monetario, por carencia de instrumentos adecuados.

El efecto expansionista de la balanza cambiaria podría compensarse con mayores importaciones y aceleración de giros al exterior, como se buscó en los últimos años<sup>11</sup>. Pero las reservas internacionales netas se encuentran en un nivel de seguridad que no conviene disminuir, teniendo en cuenta el apreciable pasivo externo del país, privado y público, aunque el servicio de éste último no constituya todavía un porcentaje excesivo de los ingresos corrientes de la balanza. Además, el futuro de las exportaciones de café y de las no tradicionales es incierto<sup>12</sup>.

Mirando al porvenir, el mercado de capitales ofrece posibilidades importantes para atenuar el aumento de la oferta monetaria originado en el crecimiento de las reservas internacionales, a través de ope-

raciones de mercado abierto. Es el caso concreto de las exportaciones de café. Cuando su monto se eleva por mejores precios y mayores ventas, cabe la posibilidad de mantener niveles de retención superiores a los necesarios para congelar los excedentes de producción y emitir por el saldo, documentos de deuda del Banco de la República a favor de la Federación, que ésta podría colocar en el mercado de capitales, previa autorización del gobierno, cuando requiera liquidez para hacer frente a bajas en los precios internacionales o en los volúmenes de exportación. Dichos documentos podrían estar denominados en moneda extranjera y devengar intereses análogos a los de los mercados externos de capital, deducida una comisión para el Banco de la República. La carga proveniente tanto de modificaciones en la tasa de cambio como de los intereses se llevaría a la cuenta especial de cambios del gobierno nacional.

El mecanismo descrito impediría una expansión excesiva del circulante en épocas de bonanza cafetera y habilitaría a la Federación para mantener precios más o menos estables de compra del grano en el interior, sin apelar a emisiones del Banco de la República cuando se debilite el mercado externo.

En cuanto hace referencia al déficit gubernamental, se impone el equilibrio entre ingresos y egresos fiscales, al cual parecen orientarse los recientes estatutos sobre gasto público y tributación<sup>13</sup>, aunque pueda existir discrepancia de opiniones en torno a normas concretas de los mismos. Pero es por lo menos dudoso que dicho equilibrio pueda lograrse a corto plazo, y una vez alcanzado, subsistirían factores estacionales que pueden

<sup>9</sup> *Ibid.*

<sup>10</sup> Francisco Ortega, *op. cit.* p.3.

<sup>11</sup> Antonio Hernández, *op. cit.* p.2.

<sup>12</sup> Alejandro Figueroa, Pablo Salazar y Antonio Urdinola. *El Sector Externo y la política económica*, Especialmente, p. 26.

<sup>13</sup> Miguel Urrutia. *Discurso de Clausura del III Simposio sobre el Mercado de Capitales*. p. 2.

causar deficiencias transitorias de tesorería.

Para solucionar uno y otro problema el mercado de capitales puede prestar su concurso, a través de operaciones de mercado abierto con títulos de tesorería. El ideal es que dichas operaciones sean realmente de mercado abierto y que no se limiten a los bancos comerciales, como ha ocurrido recientemente, permitiéndoles invertir  $2\frac{1}{2}$  puntos del encaje en pagarés de emergencia del gobierno nacional, con el aliciente de que las alzas de depósitos que tengan en el futuro estarán sujetas a un encaje menor (del  $36\frac{1}{2}\%$  frente al  $39\%$  que rige por vía general)<sup>14</sup>.

Aunque esta medida se justifica por la urgencia de allegar recursos fiscales y pese a que ella constituye un paso importante para que los bancos mantengan parte del encaje en títulos-valores, debe complementarse en el futuro con la posibilidad de que ellos negocien los títulos en el mercado de capitales. Esto será viable en la medida en la cual las instituciones bancarias reciban los papeles con descuento y que su costo de colocación en el mercado sea inferior al rendimiento que pueden obtener dichas instituciones prestando los dineros respectivos o precaviéndose de las sanciones inherentes a una eventual situación de desencaje. Sin este complemento, la financiación del gobierno a través de los pagarés de emergencia se limita a una emisión del Banco de la República a favor del Gobierno mediante la liberación de recursos antes congelados como encaje.

Desde luego, la posibilidad de operaciones de mercado abierto dependerá de la tasa de interés de los préstamos ban-

carios y de la tasa de inflación. Una política más liberal en cuanto a la primera y un menor ritmo de inflación constituyen, pues, base importante para el adecuado funcionamiento de las mencionadas operaciones.

Para lograr menores niveles de inflación debe mantenerse dentro de límites razonables el aumento de la oferta monetaria. Pero dada la expansión muy apreciable de ésta en períodos anteriores, la reducción de su tasa de crecimiento debe ser gradual y cuidadosa. De lo contrario, pueden acentuarse las secuelas de desempleo, y reducción de ventas y producción, que son inherentes a todo proceso de estabilización. Preocupa a algunos, por lo tanto, el bajo porcentaje de aumento de los medios de pago, registrado en el presente año. Según las últimas cifras publicadas en *COYUNTURA ECONOMICA*<sup>15</sup>, dicho aumento fue de  $3.8\%$  solamente en el primer semestre del año, frente a  $9.4\%$  y  $6.3\%$  cifras correspondientes a igual período de 1973 y 1972, respectivamente. Empero, si se toma el concepto más amplio de oferta monetaria, sugerido al comienzo de este numeral, se observa un crecimiento de  $35.6\%$  entre junio de 1973 y el mismo mes de 1974, cifra bastante elevada<sup>16</sup>. Ello parece indicar que hasta ahora el proceso de desaceleración en la tasa de crecimiento del circulante se ha manejado con prudencia, y que la menor actividad económica general, que parece registrarse, obedece a otros factores. Naturalmente, se reitera el criterio de que a estos no debe sumarse en el futuro una excesiva reducción en la expansión de la oferta monetaria.

<sup>15</sup> COYUNTURA ECONOMICA, Vol. IV. No. 3, Cuadro IV.1.

<sup>14</sup> Junta Monetaria. Resolución 68 de 1974 (Octubre 16).

<sup>16</sup> *Ibid.* p. 49.

“Entendemos —se lee en una de las ponencias presentadas— que el punto más delicado en el manejo actual de la política económica por parte del gobierno es hacer compatible la lucha contra la inflación con los objetivos de un mayor crecimiento de la economía y un aumento del empleo”<sup>17</sup>.

## B. Financiamiento de proyectos<sup>18</sup>

El país requiere empresas que demandan elevadas inversiones y que implican períodos de maduración más o menos prolongados. Tal es el caso de los ensanches siderúrgicos y de los desarrollos petroquímicos y mineros.

Parte de los proyectos puede financiarse externamente; en concreto, los insumos importados. Los créditos externos para gastos locales suponen expansión del circulante, a menos que se compensen con giros al exterior por otros conceptos, lo cual no ocurre cuando las reservas internacionales están en aumento; y en todo caso, la financiación externa para tales gastos es limitada y permite atender únicamente una pequeña parte de los mismos.

Se necesitan pues, para los mencionados proyectos, recursos financieros internos en cuantías muy apreciables, lo cual supone incremento del ahorro y reformas en el mercado de capitales considerado en su conjunto, así como en los sistemas de captación de recursos por parte de las corporaciones financieras, en la articulación entre éstas y en el apoyo oficial necesario, dentro del marco de las funciones de promoción y supletiva, pro-

pias del Estado, conforme a nuestro régimen institucional. De estos temas se tratará en el numeral siguiente.

Un segundo problema que se presenta para las empresas en cuestión es la dificultad de asumir cargas financieras elevadas durante el período de maduración. Nominalmente, tales cargas son especialmente pesadas en épocas de inflación, como la que se vive actualmente. Su cuantía desestimula a los inversionistas, acostumbrados a tasas menores de interés nominal. ¿Cómo conciliar esta situación con la necesidad de ofrecer rendimientos atractivos, que permitan la captación del ahorro, y evitar que disminuido el proceso inflacionario las tasas estipuladas no resulten excesivas? Esta fue una de las preguntas claves del Simposio, a la cual se dieron respuestas varias y simplemente tentativas, como la generalización de las cláusulas de ajuste monetario (con o son limitaciones), la capitalización de intereses, la cotización fluctuante de los títulos valores, y otras más.

El mencionado tema requiere, desde luego, mayor estudio. Los instrumentos tradicionales del mercado de capitales y la organización misma de éste se basaban en tasas moderadas de crecimiento de los precios y en expectativas acordes sobre el particular. La dura experiencia de los últimos años ha cambiado, en el corto plazo, estos supuestos y enseña que en el largo plazo, ella puede repetirse una o más veces.

Debe combatirse la inflación, pero al mismo tiempo el país debe aprender a manejarla cuando se presente, concretamente en materia de activos financieros. Ello supone flexibilidad en las tasas de interés y en la cotización de los activos, cualquiera sea la fórmula o fórmulas concretas que se diseñen y apliquen para tal efecto.

<sup>17</sup> Alejandro Figueroa, Pablo Salazar y Antonio Urdinola, *op. cit.* p. 29.

<sup>18</sup> Hernando Gómez Otálora, Francisco Pieschacón y Mauricio Carrizosa, *op. cit.*, particularmente secciones 3.0 y 4.0.

### C. Financiación de vivienda<sup>19</sup>

Se recordó en el Simposio de Cali el problema social abrumador que representa el déficit cuantitativo y cualitativo de vivienda, especialmente popular. Asimismo, la conveniencia económica de mantener dinámico el sector de la construcción, aunque se formularon reparos a un plan de desarrollo basado en dicho sector como líder, prefiriendo algunos —como quien escribe— una estrategia equilibrada de desarrollo.

Dada la insuficiencia de recursos financieros del Instituto de Crédito Territorial —ICT—, del Banco Central Hipotecario —BCH— y de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda —CAV— para solucionar el problema mencionado y el desorden del mercado particular de hipotecas, con tasas de interés cercanas a la usura, se planteó la organización institucional de un mercado secundario de hipotecas. Estaría basado en un título —valor no causal—, con una tasa competitiva de interés y sorteos periódicos. No habría fondo de sustentación, para evitar emisiones del Banco de la República.

Las CAV emitirían certificados a una tasa fija, no en valor constante, sin perjuicio de mantener esta modalidad para su cartera vigente; los certificados se negociarían en la bolsa de valores, y las Juntas Monetaria y de Ahorro y Vivienda determinarían las condiciones de negociabilidad de los certificados, vigilarían su evolución y sus efectos monetarios, sin detrimento de las atribuciones propias de la Superintendencia Bancaria.

En general, se estimó que no había dificultades jurídicas para establecer el

nuevo mecanismo, aunque sí convenía crear un sistema nacional de seguro hipotecario y hacer más expedita la realización de la cartera hipotecaria, en caso de mora. Los obstáculos principales son de carácter práctico, especialmente la organización del mercado particular de crédito hipotecario.

En cuanto al ICT, continuaría captando recursos a través de bonos, pero con tasas competitivas y no a través de inversiones forzosas, que distorsionan el sistema financiero; esto último es aplicable también a las cédulas hipotecarias. En los casos excepcionales en que se requieran subsidios para compradores de vivienda de muy bajos ingresos, ellos deben provenir del presupuesto nacional para compensar la diferencia entre el costo de captación de los recursos a una tasa competitiva y la tasa de interés subsidiada. Este sistema no solamente es más racional desde el punto de vista de organización del mercado financiero, sino que multiplicaría los recursos que puede obtener el ICT, lo cual no ocurre si las apropiaciones presupuestales se otorgan directamente para la construcción de viviendas.

### D. Reorganización del sistema financiero

Se ventilaron en el Simposio temas de interés relacionados con la organización de la Junta Monetaria, de las operaciones de crédito del Banco de la República y del mercado de capitales.

La Junta Monetaria ha desarrollado una labor meritoria. Su composición original se justificaba por la necesidad de consolidar la nueva institución. Presenta, sin embargo, el inconveniente de estar integrada básicamente por altos funcionarios gubernamentales que procuran, como es natural, mayor crédito para los

<sup>19</sup> Los conceptos de esta sección están basados principalmente en ANIF, *El Mercado Secundario de Hipotecas*. Véase también Hernando Gómez Otálora, Francisco Pieschacón y Mauricio Carriosa, *op. cit.* sección 4.4.



sectores cuya responsabilidad les está encomendada, generándose así el peligro de emisiones excesivas del Banco de la República. Podría pensarse en su reorganización para que en ella estén presentes el Ministro de Hacienda, a quien corresponde, en nombre del Gobierno orientar las políticas monetaria y cambiaria; el Gerente del Banco de la República, entidad que constituye primera ejecutora de dichas políticas, y un número de consejeros y asesores de tiempo completo, designados para períodos fijos, y de ser posible alternos con el fin de asegurar continuidad en las labores. Con tal reorganización podría lograrse autonomía para la Junta, dentro de la necesaria coordinación con el gobierno nacional.

En segundo lugar se planteó un cierto grado de especialización entre usos y fuentes de recursos financieros, la cual se traduciría, además, en la creación de nuevas instituciones financieras o en ajustes a la estructura y funciones de las existentes<sup>20</sup>: los recursos a corto plazo, especialmente los provenientes de depósitos a la vista deben destinarse a la financiación de procesos productivos de corto plazo. Tal debería ser la función primordial de los bancos comerciales, con el apoyo del Banco de la República, cuando sobrevengan bajas de depósitos o situaciones de emergencia. Los préstamos o inversiones a mediano y largo plazo de los bancos distraen recursos para las necesidades a corto plazo, especialmente de capital de trabajo, y desaceleran la rotación de sus colocaciones, dificultando el manejo de la política monetaria.

Los préstamos y descuentos del Banco de la República para créditos de fomento a mediano y largo plazo presentan peligros de emisión, con el agravante de que

dichas emisiones no se traducen en un incremento a corto plazo de la producción, generando presiones inflacionarias. Así puede ocurrir con el Fondo para Inversiones Privadas —FIP— con el Fondo Financiero Industrial —FFI— con las operaciones a mediano y largo plazo del Fondo Financiero Agropecuario —FFA— y en fin, con los fondos de desarrollo urbano —FFDU— y de ahorro y vivienda —FAVI—.

Sobre este tema el Dr. Miguel Urrutia, luego de referirse a la baja del encaje, a los cambios introducidos en materia de sanciones por desencaje, y a la reorganización de los préstamos y descuentos del Banco de la República, expreso en el discurso de clausura<sup>21</sup>.

“El gobierno tiene la idea de devolver al Banco de la República su papel de banco central y autoridad monetaria, desligándolo poco a poco de sus funciones como entidad de fomento adquiridas en el pasado reciente, al convertirse a través de la política de redescuento en instrumento para asignar recursos de la economía. La filosofía es devolverle al sector privado la capacidad de asignar el crédito a las actividades más rentables y descentralizar la toma de decisiones en esta materia al darle mayor iniciativa al sector financiero”.

Es discutible si los fondos financieros del Banco de la República deben pasar a un solo banco de fomento de segundo grado, al cual tengan acceso las instituciones financieras especializadas de primer grado (corporaciones financieras y de ahorro y vivienda, etc.)<sup>22</sup> o si deben asignarse, dentro de la misma concepción de sistemas de redescuento, a instituciones existentes como el Banco Central

<sup>21</sup> Miguel Urrutia, *op. cit.* pp. 5-46.

<sup>22</sup> Rudolf Hommes y Gabriel Turbay, *La Banca de Desarrollo en Colombia*, sección 4.2.

<sup>20</sup> *Ibid.* Sección 3.0 y 4.0

Hipotecario —BCH— y el Instituto de Fomento Industrial —IFI—<sup>23</sup>.

Aunque algunos no consideraron necesarios dichos ajustes institucionales, sí hubo acuerdo en que las referidas operaciones de préstamo y descuento deben nutrirse con recursos a mediano y largo plazo del mercado de capitales, y no con recursos a corto plazo provenientes de depósitos a la vista; mucho menos, con emisiones del Banco de la República.

Dentro del mismo criterio de especialización<sup>24</sup>, se sugirió utilizar los depósitos a término de los bancos para necesidades de capital de trabajo a mediano plazo y para ensanches no substanciales de las empresas. Así mismo, se indicó la conveniencia de buscar una mejor organización del mercado extrabancario, a través de sistemas tales como la negociación de papeles comerciales para financiar ventas a plazo de bienes de consumo durables, al igual que existencias y cartera industrial cuyo tiempo de financiación rebase el otorgado ordinariamente por los bancos.

Especial consideración merecieron los sistemas de captación y encauzamiento de recursos para inversiones a largo plazo, según se anotó en el numeral anterior.

Dentro de ellos se analizó la banca de desarrollo en Colombia<sup>25</sup>, destacándose la meritoria labor que ha venido cumpliendo, e indicando los obstáculos que ella confronta. Dentro de estos se hizo

énfasis en su acentuada dependencia de recursos provenientes del Banco de la República, con efectos negativos para los propios intermediarios financieros y para los inversionistas, al desestimular la captación directa de recursos por parte de las corporaciones financieras, disminuir su labor inversionista en relación con la de crédito, y elevar excesivamente la relación de endeudamiento de las empresas. Estas circunstancias, unidas a tasas de interés subsidiadas por el Estado, en forma indiscriminada, han llevado frecuentemente al empresario a maximizar la rentabilidad sin incurrir en riesgos adicionales de consideración.

Para remover los obstáculos mencionados se recabó en la importancia de liberar las tasas de interés y de abolir gradualmente los redescuentos de fomento de la banca central. Entre tanto, se recomendó permitir a las corporaciones financieras la negociación de "paquetes de financiamiento" redescontables, con cualquier proporción de aportes de capital y crédito; mantener márgenes de redescuentos fijos, pero dar libertad al mismo tiempo para que las corporaciones negocien los términos de sus colocaciones; autorizar la participación de dichas entidades en el mercado de aceptaciones, a fin de que puedan atraer recursos del mercado extrabancario y encauzarlos hacia capital de trabajo de las empresas, sin que estas operaciones disminuyan la atención primordial que las corporaciones deben dar a la financiación a largo plazo de inversiones; por último, estimular la organización de consorcios de inversionistas para proyectos de alto riesgo y largo período de recuperación.

Dentro de un marco de libertad en materia de tasas de interés, de menor dependencia de recursos del Banco de la República y de una política oficial favo-

<sup>23</sup> Hernando Gómez Otálora, Francisco Pieschacón y Mauricio Carrizosa, *op. cit.* sección 3.1.

<sup>24</sup> *Ibid.*

<sup>25</sup> La exposición que sigue se basa en: Rudolf Hommes y Gabriel Turbay, *op. cit.* Véase también Camilo Pieschacón Velasco, *La Inflación, el Seguro y sus Inversiones de Capital(s)*.



able, las corporaciones podrían acudir directamente al mercado para captar recursos, que se asignarían según un concepto de cartera de inversión, diversificándose las operaciones para minimizar los riesgos; se estimularía al empresario para no exceder límites razonables de endeudamiento y para que pueda operar eficientemente, sin el apoyo de crédito subsidiado; por último, se contribuiría a educar al ahorrador, a fin de que diversifique su cartera de inversión, incluyendo papeles de menor liquidez y mayor riesgo.

Naturalmente, la acción oficial es indispensable para el logro de tales objetivos. Ella debe ser supletiva, en varios sentidos: primeramente, es menester eliminar las ventajas de los papeles oficiales que se negocian en el mercado, política ya iniciada a través de la abolición de las exenciones tributarias de los nuevos títulos del Estado, y limitar la emisión de los mismos, pues en tanto que los recursos captados por el gobierno van normalmente a proyectos que no se traducen en un aumento de la producción a plazo relativamente corto, con los ahorros que se captan a través de títulos-valores privados ocurre lo contrario.

En segundo lugar, las políticas oficiales deben fomentar la captación de recursos en el mercado de capitales por parte de los intermediarios financieros, para lo cual podría aprovecharse el margen de expansión que dejaría la baja gradual de los redescuentos de fomento para suscribir acciones y bonos de las corporaciones, sin sustentación de su precio, pero con el respaldo del banco de fomento de segundo grado. Finalmente, para los proyectos que requieran apoyo oficial, el mencionado banco podría invertir fondos directamente. Pero ésta sería la excepción y tan sólo se justificaría cuando la empresa sea de especial importancia nacional y esté fuera del

alcance de la iniciativa privada por el monto de las inversiones, los riesgos o el período de maduración.

El tema de los seguros no podía ser ajeno a un Simposio sobre mercado de capitales, dado el importante papel que las compañías del ramo desempeñan en la captación y encauzamiento del ahorro. Se analizó en primer término, el tema de la inflación, el seguro y sus inversiones de capital<sup>26</sup>. A éste respecto se mencionó el efecto de la inflación sobre una actividad que no puede compensarlo con medidas de racionalización o aumento de productividad; que tiene primas inflexibles, asimilables a "precios políticos", y que está sujeta a inversiones forzosas cuya rentabilidad es de 6.6% anual para las compañías de seguros generales, después de la reforma tributaria. Aparte de estos aspectos institucionales, se hizo énfasis en la experiencia internacional relacionada con la mutación estructural que se registra en los riesgos asumidos por las compañías de seguros, y en el caso colombiano, caracterizado por los riesgos dinámicos de una economía en crecimiento.

La combinación de estos factores ha obligado a las compañías de seguros a compensar pérdidas técnicas con el producto de sus inversiones de capital, poniendo en peligro su estabilidad financiera.

Para hacer frente a esta situación se propusieron cláusulas automáticas de reajuste en los valores asegurados y primas de seguros; congelación de las inversiones forzosas de las compañías de seguros generales, y la posibilidad de constituir reservas catastróficas o de compensación que sean reconocidas por las instancias gubernamentales como un

<sup>26</sup> *Ibid.*

pasivo eventual de las aseguradoras, es decir, como un rubro no sujeto a tributación, según es costumbre en casi todos los países del mundo.

En segundo lugar, se analizó detenidamente la génesis y evolución histórica del sistema de dividendos en el seguro de vida, así como la filosofía del sistema de dividendos en el mismo y la del decreto No. 1729, por medio del cual el gobierno nacional estableció en el país el llamado "Seguro de Vida con Participación", llegando a las siguientes conclusiones y recomendaciones en la ponencia respectiva:

"— El sistema de participación de los asegurados de vida en las utilidades técnicas representa un correctivo racional y técnico del costo efectivo o neto del seguro de vida;

"— Dicho sistema conduce a dinamizar el seguro de vida, al darle el carácter de inversión-protección y no de protección exclusivamente, lo cual representa un importante estímulo para su divulgación;

"— La liberación de las inversiones de capital de las aseguradoras de vida, respecto a las reservas de los nuevos planes con participación, significará un aumento en la demanda por recursos financieros a largo plazo y, por consiguiente, contribuirá a hacer más eficiente el mercado colombiano de capitales;

"— La competencia de las aseguradoras de vida se desplazará hacia su capacidad y eficiencia en las inversiones, en lugar de la simple rebaja antitécnica y malsana de las tarifas;

"— El sistema de dividendos contribuirá a dinamizar el seguro de vida, haciéndolo más competitivo frente a otras formas de ahorro institucional y permitirá reajustes periódicos de los va-

lores asegurados, lo cual lo protegerá en gran parte contra los estragos de la inflación;

"— Sería conveniente un reestudio de las últimas normas tributarias sobre las indemnizaciones en las pólizas de seguro de vida"<sup>27</sup>.

También en materia de reestructuración del mercado de capitales se examinaron temas específicos, concretamente el *underwriting*.

"— El mecanismo de *underwriting* constituye una especie de "financiación interina" o "puente financiero" entre el mercado monetario y el mercado de capitales, que contribuye a consolidar el sistema financiero mediante la sustitución de compromisos a corto plazo por capital de riesgo a largo plazo;

"— En Colombia se observa un exceso de liquidez primaria en el mercado financiero, debida a la utilización de fondos de sustentación. Esta falla estructural ha impedido la formación de un mercado de recursos a largo plazo con liquidez secundaria;

"— El mecanismo de *underwriting* permite reducir los costos de emisión de valores, por la eficiencia en la distribución y el fomento de la inversión en valores que genera su actividad;

"— La experiencia de las corporaciones financieras colombianas en contratos de colocación, permite observar fallas en la selección de las empresas, la modalidad del contrato, el esquema de distribución y la liquidez secundaria de las emisiones. Su volumen no ha sido significativo, dentro del total de operaciones de estas entidades;

<sup>27</sup> Camilo Pieschacón. *Participación de los asegurados de vida en las utilidades técnicas*.

“— El mecanismo propuesto de *underwriting* busca solucionar los problemas institucionales, legales y financieros que dificultan estas operaciones, especialmente al incluir en el esquema a los bancos comerciales, compañías de seguros, corredores de bolsa y otras instituciones financieras que reúnan ciertos requisitos.

“ Es indispensable el otorgamiento de crédito a las instituciones *underwriters* para financiar interinamente las operaciones de colocación. Para el efecto se propone utilizar recursos del Fondo de Inversiones Privadas y del Fondo Financiero Industrial”<sup>28</sup>.

Por cuanto se refiere a las observaciones formuladas acerca de la experiencia de las corporaciones financieras colombianas en contratos de colocación, distinguidos dirigentes de las mismas, explicaron la forma en que se han llevado a cabo y la importante contribución que con los mismos se ha dado al desarrollo nacional, especialmente en el sector manufacturero.

El sistema financiero colombiano, al igual que el de los restantes países del mundo, no es una unidad aislada de los de las demás naciones; existen corrientes comerciales que los vinculan, movimientos de capitales y de servicio que los unen. De allí que una de las ponencias del Simposio se refiriera al sector externo y la política económica<sup>29</sup>. Era inescapable que en ella se hicieran frecuentes referencias a la situación coyuntural. La balanza de pagos y sus distintos componentes han constituido urgencia cotidiana de Colombia.

Se prevé en la ponencia “una reducción en la tasa de crecimiento de nuestras exportaciones”, cuya consecuencia inmediata será “una reducción en el presupuesto de importaciones”. Frente a estas previsiones se manifiesta preocupación por la baja drástica del CAT. Se formula la conocida tesis de que la carga fiscal por él representada podía compensarse con mayores recaudos provenientes de los gravámenes de aduanas y de ventas. Al mismo tiempo, los ponentes ponen en duda la eficacia de los sustitutos anunciados para el incentivo, dado el carácter aleatorio de éstos y el impacto que pueda tener una devaluación más acelerada sobre los costos de producción. Sin embargo, reconocen los ponentes que en el caso de algunos bienes el CAT no se justificaba; no rechazan la posibilidad de un certificado algo menor al que regía, y recomiendan que sea gravable.

Reducido el CAT, destacan los autores que el crédito será elemento esencial dentro del nuevo programa de fomento a las exportaciones y para ello sugieren:

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

“2. La financiación de las exportaciones a través de Proexpo mediante un redescuento del 100% independizará al sector exportador de la escasez coyuntural de recursos propios del sistema financiero”<sup>30</sup>.

En buena parte, la recomendación sobre encajes en moneda extranjera ha

<sup>28</sup> Camilo Pieschacón y Hernán Pérez. *Bases para un Mecanismo de Underwriting*.

<sup>29</sup> Alejandro Figueroa, Pablo Salazar y Antonio Urdinola. *op. cit.*

<sup>30</sup> *Ibid.* p. 29.

sido ya adoptada por las autoridades monetarias. Las restantes merecen estudio más cuidadoso para evitar expansiones inmoderadas del circulante.

En materia de endeudamiento externo, sugiere la ponencia mayor amplitud para el crédito externo destinado a importaciones. Rechaza, por el contrario, como inflacionaria la financiación del exterior para cubrir gastos en pesos del presupuesto nacional, como se hizo en años anteriores. Finalmente, aboga por un rígido límite al endeudamiento externo público y privado, y por medidas presupuestales que lo hagan efectivo.

### E. Consideraciones finales

Pensaba, al preparar la ponencia para el Simposio de Cali, en la multiplicidad de temas y de aspectos que la integraban. Igual sensación tuve al escuchar allí los restantes trabajos y las importantes deliberaciones. Cuando tuve oportunidad de revisar las monografías y las síntesis de las mismas, que sus autores generosamente me suministraron, medité sobre el mismo tema.

Pero en todo momento percibí que ciertos puntos constituían una constante, un común denominador de los estudios y debates. En fin de cuentas, la economía, la política económica, se vinculan indisolublemente con la filosofía política y se derivan de ésta. Es decir, de la médula misma de las instituciones colombianas y de la cultura nacional.

El primer principio que la informa, se refiere a la acción del Estado y a las relaciones entre éste y los particulares. Jamás he sido partidario de una concepción manchesteriana; pero al mismo tiempo creo que la actividad estatal debe ofrecer un amplio marco para que se desarrolle la iniciativa particular, debe estimularla y debe suplirla cuando fuere insuficiente.

Tal concepto, por lo demás, no es arbitrario. Se funda en el espíritu y en la letra de nuestra carta fundamental, especialmente de sus artículos 30 y 32. Pero no siempre se ha aplicado en la práctica. Ha existido una inclinación inveterada hacia el control, el ordenamiento compulsivo y la competencia innecesaria del Estado, en áreas en las cuales la iniciativa de los ciudadanos puede desarrollarse satisfactoriamente. No es cosa de hoy. Ha sido tradicional en la historia del país; posiblemente sus raíces se enclavan en el ancestro hispano y se nutren por el celo de acertar. Pero es lógico que tiene más posibilidades de errar una organización estatal que un conjunto de hombres que piensan y actúan independientemente. No es buena la concentración decisoria; es mejor la policentricidad, para acertar, lograr mayor eficiencia y salvaguardar la libertad.

En el campo financiero, estas ideas deberían traducirse en medidas y en políticas concretas. Nadie duda acerca de los objetivos últimos de las mismas: lucha contra la inflación; desarrollo y empleo; incremento del ahorro y mejor asignación del mismo; todo dentro de un marco de justicia social. Tampoco pueden negarse los avances logrados durante el Frente Nacional, y ahora bajo el gobierno de responsabilidad compartida. Pero falta mucho camino por recorrer. O más precisamente, se cree que la senda es larga y azarosa. Por qué no remover esos temores y adoptar providencias que den aplicación a los principios generales a los cuales hice antes referencia.

Una mayor libertad se traduciría en el campo, en primer término en liberar las tasas de interés y se han logrado progresos relativos. Vale la pena culminar el proceso, pues es difícil captar recursos de ahorro con tasas de interés artificialmente bajas y lograr una mejor asigna-

ción de los recursos financieros con intereses subsidiados. Estos factores, en lo económico, distorsionan el proceso de desarrollo y la composición de los factores de la producción; en lo social causan las inequidades propias de tasas de interés diferenciales y de preferencias en el crédito barato pero racionado. No son ciertamente las clases de menores recursos las que tienen acceso a los sistemas más rentables de ahorro, ni a las tasas más bajas de interés.

Y al lado de una mayor libertad en materia de intereses, más flexibilidad en la cotización de los distintos activos financieros, especialmente de los papeles gubernamentales o cuasigubernamentales, sin que su precio se mantenga artificialmente, a través de fondos de sustentación y otros sistemas análogos. Después de todo, el rendimiento efectivo de tales activos depende de su cotización y ésta puede amortiguar los efectos de una tasa variable de inflación.

Se explican muchas veces los intereses subsidiados por la existencia de precios políticos para ciertos productos. De allí la conveniencia de eliminarlos progresivamente, sin que ello excluya la necesaria vigilancia del Estado para reprimir abusos que puedan presentarse en una economía de características marcadamente monopolistas u oligopolistas, como es la colombiana.

En síntesis, dejar mayor libertad al mercado para la formación de los precios del dinero, de los activos financieros y de los activos reales.

Pero ello no basta. Debe evitarse la competencia estatal en campos que la iniciativa privada puede servir adecuadamente, según ya indiqué. En el mercado financiero ello implica que los papeles gubernamentales no deben gozar de especiales privilegios. La elimina-

ción de exenciones tributarias para los nuevos títulos valores que emita el Gobierno, constituye un paso importante en esta dirección.

El citado principio implica también la conveniencia de que el Estado no actúe como financista directo, salvo en casos excepcionales, como la promoción de empresas de especial importancia nacional, que suponen altas inversiones, riesgos elevados o largos períodos de maduración. En los demás, la función financiera del Estado debe ser de segundo grado, para orientar y apoyar a las instituciones crediticias privadas, en el campo monetario a través del Banco de la República, y en el del Mercado de Capitales a través de uno o más bancos de fomento, que se nutran con recursos de ahorro estable.

Resultan abiertamente contrarios con la concepción que inspira los objetivos anteriores, el sistema de inversiones forzosas, que distorsiona el mercado financiero y afecta una adecuada asignación de recursos en la economía. De allí que deban recibirse con beneplácito las medidas oficiales tendientes a reducirlas.

Pero mal podría exigirse un mayor ámbito de acción para la iniciativa particular, y al propio tiempo solicitar permanentemente del Estado apoyos y privilegios especiales, que resultan solamente en una creciente dependencia de gobernados respecto a gobernantes. De allí las tesis expuestas en este documento sobre una menor dependencia de las instituciones financieras frente al redescuento. Correlativamente, el Estado debe confiar más en los intermediarios financieros y debe depositar en ellos crecientes responsabilidades. Aparentemente estas metas se persiguen con las nuevas disposiciones sobre encajes y operaciones de redescuento del Banco de la República.



La mayor actividad y las responsabilidades crecientes del sector financiero, se traducirán a no dudarlo, en un comportamiento aún más racional de empresarios y ahorrantes.

Al lado de la libertad, debe haber realismo en las políticas. Realismo que debe traducirse en el reconocimiento de las legítimas aspiraciones por un rendimiento adecuado del capital; que debe tener en cuenta las posibilidades de evasión de las normas tributarias y cambias, cuando tales operaciones ilegales producen una rentabilidad considerablemente mayor a las de las transacciones y mercados que se sujetan a las normas jurídicas. Si este factor no se tiene presente, pueden producirse fenómenos de inequidad, penalizando a quienes cumplen la ley, mientras que aquellos que se colocan al margen de la misma obtienen beneficio. De allí que preocupen diferenciales muy grandes entre el rendimiento neto de los activos que se negocian en los mercados organizados y aquellos que se transan en mercados no organizados, donde la evasión fiscal es relativamente fácil; o frente a las operaciones ilegales de cambio exterior. Estoy seguro de que estas circunstancias se tendrán presentes en materia tributaria, y en materia de intereses paralelamente con el manejo de la tasa de cambio para evitar desequilibrios entre el rendimiento total de los activos financieros internos y externos.

Los estados modernos deben remozarse. Este principio es aplicable especialmente a países como Colombia, que se hallan en proceso de desarrollo. De allí que no abrigue el temor de que se

consideren modificaciones a la estructura y funciones de la Junta Monetaria y del Banco de la República; o medidas tendientes a procurar especialización en usos y fuentes de recursos financieros, así ello implique nuevos sistemas y organismos de captación y encauzamiento de dichos recursos. Ciertamente para los hombres la creación no ha terminado, porque no son dioses. La vida individual y colectiva es eminentemente dinámica; mal podemos tomarnos el lujo de descansar al séptimo día.

Naturalmente, no pretendo que las reformas al sistema financiero propuestas en Cali se acepten sin debate, ni pienso que sea conveniente, en muchos casos, ejecutarlas súbitamente. Sigo siendo amigo del gradualismo, como lo fui cuando se estableció el sistema de tasa de cambio flexible. Y lo propio se aplica también a la lucha contra la inflación. Debe ser una decisión nacional, pero las medidas encaminadas a afrontarla han de ser progresivas. No puede detenerse un tren que desarrolla velocidades de 200 kilómetros por hora en dos metros, ni caballos desbocados en pocos centímetros, sin peligro para los viajeros o jinetes.

Dentro de la mutación y el cambio gradual, una razonable estabilidad en lo fundamental en las reglas de juego, vendría a completar el panorama necesario para un adecuado funcionamiento del sector financiero.

Libertad dentro de un estado activo; realismo, remozar de las instituciones, gradualidad y estabilidad en lo fundamental y básico.