

# La Financiación de Inversiones a Largo Plazo y el Control de la Inflación.

## A. Introducción<sup>1</sup>

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

nocidas, durante la etapa improductiva de la inversión.

Hasta aquí, no existe debate alguno sobre el problema. Las dudas comienzan a surgir cuando se trata de definir lo que se entiende por recursos financieros provenientes del ahorro. ¿Da lo mismo que el financiamiento provenga de numerosos ahorros de corto plazo, de rápida rotación, que de una sola fuente estable? La tendencia en Colombia y en el resto del mundo a usar cada vez más fuentes rotatorias de corto plazo, el llamado *roll-over*, para financiar inversiones a largo plazo parece confirmarlo. Actualmente en el país existen diversas inversiones de este tipo que se financian con ahorros de corto plazo tales como las que se realizan a través del Fondo Financiero Agropecuario (a más de un año), con recursos del sistema de ahorro en valor constante y por medio de cédulas hipotecarias, bonos de desarrollo, títulos de participación, etc.

<sup>1</sup> Este informe fue elaborado por Antonio J. Urdinola y se presentó en el simposio sobre Mercado de Capitales realizado en la ciudad de Cali durante los primeros días de octubre de este año.

El objeto de este informe es mostrar claramente las diferencias existentes

entre los ahorros estables y los rotatorios, en lo que a sus efectos inflacionarios se refiere, cuando se usan para financiar inversiones a largo plazo. Para tal fin se presenta a continuación el análisis de una situación hipotética.

## B. El análisis

Se supone una economía cerrada al comercio internacional en la cual no existe dinero en circulación fuera de los billetes emitidos por el Banco Central, ni intermediarios financieros de ninguna clase. En el momento analizado, la economía tiene entonces billetes en circulación por la cantidad  $M$  cuya velocidad de circulación, en términos del ingreso nacional, es  $V$ ; un ingreso real de  $Y$  por año y un nivel de precios de  $P$ . La relación existente entre las variables descritas puede expresarse así: el producto de los billetes en circulación por su velocidad es igual al producto del ingreso real por el nivel de precios,

$$M \times V = P \times Y$$

Se requiere de repente ampliar la capacidad productiva de la economía, por tanto se necesita realizar una inversión a largo plazo de valor  $N$ , que no generará producción en forma de bienes adicionales antes de cinco años, por ejemplo. Existen tres fuentes alternativas de financiación:

a) Se aumentan los billetes en circulación en  $N$ , a través de la concesión de un crédito a largo plazo al inversionista. En este caso la relación descrita anteriormente se transforma en:

$$(M + N) \times V = P \times Y$$

Como el ingreso real no aumenta a corto plazo, y la velocidad puede considerarse relativamente estable, este tipo de financiación será inflacionaria. El aumento en los medios de pago, o sea en

la oferta monetaria, elevará el nivel de precios.

b) Se emiten bonos por un valor total  $N$  con un período de maduración de cinco años y tenencia forzosa para los habitantes del país. El monto de dinero  $N$  captado por la emisión se le presta al inversionista. En este caso, los medios de pago  $M$  no aumentan como en el anterior; sin embargo, parte de los billetes provendrá de la suscripción forzosa de bonos de los consumidores y parte del capital de trabajo de las empresas, que de esa manera tendrán que reducir su producción. El inversionista demandará inmediatamente bienes por valor de  $N$ , pero al haber disminuído el ingreso real, por falta de producción, el nivel de precios tenderá a elevarse, aunque menos que en el caso anterior, ya que en parte se realizó una sustitución entre el sacrificio de consumo de los compradores del bono por la mayor demanda del inversionista. Entre mayor sea la descapitalización del sector productivo, más altos serán los efectos inflacionarios. Por tanto, lo ideal sería obtener la totalidad de los recursos de los consumidores. Este aspecto se analiza más adelante<sup>2</sup>.

c) Se emite un bono de suscripción voluntaria, por un valor  $N$ . Esta será una nueva clase de dinero en la economía, pero para impedir su circulación se hace irredimible e intrasferible. Al igual que para el caso anterior, se supone que el bono tiene un período de maduración de cinco años. Por lo tanto la velocidad de circulación de este nuevo dinero, el bono, será de cero a corto plazo. La relación entre las variables dinero, velocidad, nivel de precios e ingreso real será entonces la siguiente:

$$M \times V + B \times v = P \times Y$$

<sup>2</sup> Esta alternativa de financiación es la aplicada actualmente para los préstamos a largo plazo por el Fondo Financiero Agropecuario.

donde, B es el valor de los bonos en circulación y b equivale a la velocidad de circulación de los bonos. Como esta última es cero, por el carácter intransferible e irredimible del bono, la relación revierte a:

$$M \times V = P \times Y$$

Dado que el bono es de suscripción voluntaria, se entiende que fue adquirido únicamente por ahorradores. Por lo tanto al transferir esa capacidad de compra al inversionista no se afecta en este caso el capital de trabajo de las empresas. Por tanto, al mantenerse constantes los billetes en circulación y el ingreso real, no se presentan presiones sobre el nivel de precios.

El estudio de las alternativas anteriores permite concluir en primer lugar, que sólo con recursos provenientes del ahorro voluntario se pueden financiar *sin inflación* las inversiones de largo plazo. En segundo término, la captación de ese ahorro voluntario requiere la creación de papeles financieros de baja rotación<sup>3</sup>.

### C. Implicaciones del análisis

Para efectos de medir el impacto inflacionario de financiar inversiones, a *largo plazo, con fondos provenientes de distintas clases de ahorros* es necesario tener en cuenta que todo saldo monetario ocioso es temporalmente un ahorro transferible. Sin embargo, el análisis anterior demostró las diferencias existentes entre financiar este tipo de inversiones con ahorros rotatorios, que solo duran una semana en promedio<sup>4</sup>, y

<sup>3</sup> En la medida en que la velocidad de circulación del nuevo dinero aumente, el producto B x b en la última ecuación adquiere valores positivos. La demanda monetaria se incrementa y origina efectos inflacionarios a corto plazo.

<sup>4</sup> Depósitos en cuenta corriente de los bancos comerciales.

con bonos intransferibles a mediano plazo. De lo anterior, se deduce que la característica principal que debe buscarse en un papel financiero para evitar efectos inflacionarios a corto plazo, es que su velocidad de circulación sea mínima. Entre menor sea ésta, más puro será el ahorro y por tanto más apto para financiaciones a largo plazo.

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

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

El mercado de capitales colombiano está formado por los ahorros transferibles que se hallan colocados en acciones, bonos, cédulas, depósitos de ahorro a la vista y a término, tanto tradicionales

como en Upac, títulos de capitalización, de participación, etc. Debido a las tendencias inflacionarias de la economía y a la desconfianza de los ahorradores en su estabilidad institucional, los intermediarios financieros se han visto obligados a aumentar progresivamente la liquidez de sus títulos y valores, al igual que sus rendimientos. Por ejemplo, hasta que el gobierno actual prohibió redimir los Certificados de Depósito antes de su vencimiento, prácticamente todos los títulos —valores tenían liquidez primaria total. Es decir, eran redimibles por el emisor del título a su presentación, independientemente de su período de maduración. Tal es el caso común de los Bonos de Desarrollo, las Cédulas Hipotecarias, las cuentas de ahorros de todas clases, los bonos de las corporaciones, etc.

Esta exagerada liquidez de los cuasidineros no sólo aumenta su velocidad de rotación con fuertes efectos inflacionarios cuando se usan para financiar inversiones a largo plazo, sino que también crea la posibilidad de una enorme emisión de respaldo, por parte del Banco de la República, en caso de un pánico financiero<sup>5</sup>. Adicionalmente, la excesiva liquidez del cuasidinerio debilita la estabilidad de los intermediarios financieros.

El mercado de capitales exige entonces una revisión rápida de los mecanismos de liquidez y de los rendimientos de los títulos-valores cuyos recursos se van a llevar a inversiones a largo plazo: bonos, cédulas, certificados de depósito, cuentas de ahorro, títulos, etc. La meta

debe ser la de rebajar su velocidad de circulación al mínimo posible. Esto puede lograrse con medidas tales como comisiones de compra-venta a cargo del cliente y no del intermediario (caso Bonos de Desarrollo), castigos por redención primaria anterior a la maduración del instrumento y rendimientos comerciales calculados sobre saldos mínimos durante períodos extensos. De esta manera, se impedirá que excesos temporales de liquidez de rápida rotación se dirijan a incrementar los saldos de los instrumentos de captación de ahorro que se estén destinando, en ese momento, a financiar inversiones a largo plazo.

#### D. Recomendaciones

a) Debe buscarse que los recursos de los Fondos Financieros del Banco de la República<sup>6</sup> destinados a financiar inversiones a largo plazo provengan de ahorros de baja rotación y no de cuentas corrientes, como es el caso actual de los préstamos de largo plazo del Fondo Financiero Agropecuario.

b) Se deben dedicar los recursos provenientes de saldos de rápida rotación a créditos para capital de trabajo y consumo de corto plazo.

c) Se deben dedicar los fondos captados por instrumentos de baja rotación a financiar las inversiones a largo plazo, buscando introducir en ellos cambios institucionales que disminuyan su liquidez y aumenten sus rendimientos para estimular a los ahorradores a conservar sus saldos estables.

<sup>5</sup> La emisión de respaldo sólo se da en aquellos papeles para los cuales se creó un fondo de sustentación en el Banco de la República; por ejemplo, para los depósitos y certificados de las corporaciones de ahorro y vivienda, las cédulas del Banco Central Hipotecario, etc.

<sup>6</sup> Fondo de Inversiones privadas, Fondo Financiero Agropecuario, Fondo Financiero Industrial, Fondo Financiero de Desarrollo Urbano.