

# ACUMULACION Y SECTOR FINANCIERO EN COLOMBIA (1970-1979): UNA INTERPRETACION

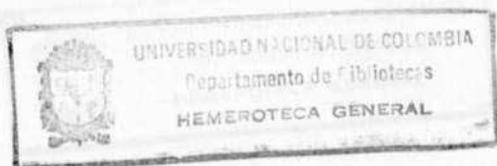
*Fernando Tenjo Galarza*

## INTRODUCCION

El presente trabajo resume las conclusiones más importantes de un estudio cuyo objetivo era interpretar el proceso de acumulación en Colombia en los últimos años y el papel del sector financiero en dicho proceso. La idea en mente no era tanto hacer nuevos descubrimientos o cubrir el universo de la economía del país, sino experimentar con nuevas teorías y, en la medida de lo posible, presentar una interpretación novedosa de los asuntos tratados. El trabajo es entonces producto de la insatisfacción no sólo con las interpretaciones del desarrollo económico colombiano derivadas de las teorías dominantes, sino también con estas mismas teorías.

Numerosas hipótesis características de estas teorías son lugares comunes en Colombia: que no hay suficiente ahorro para que la economía crezca, que el sistema financiero enlaza ahorradores e inversionistas, que la inflación es causada por un exceso de oferta monetaria, que el mecanismo de mercado asigna recursos eficientemente, etc., son todos ejemplos de cómo puede utilizarse con demasiada flexibilidad y acríticamente la teoría económica. El presente trabajo tiene a estas hipótesis como su "blanco".

Como de costumbre, uno de los principales obstáculos que enfrenta la labor investigativa en Colombia es la falta de información comprehensiva y consistente. Cifras confiables pueden ser construidas con tiempo, recursos y paciencia; sin embargo, cuando uno o más de estos ingredientes hace falta,



se hace necesario mantener el estudio a unos niveles de generalidad e incertidumbre mayores de lo deseado. Por ejemplo, uno de los soportes estadísticos fundamentales para el presente trabajo, las Cuentas Nacionales, presentan problemas considerables cuando se comparan las cuentas reales y las cuentas financieras. Complementando esta información con datos provenientes de otras fuentes, el estudio se ha concentrado en el período 1970-1979. Con la certeza que el problema de la información puede debilitar en algo la validez de algunas conclusiones, y convencido de que esto no puede constituir una excusa para no pensar, el autor del trabajo ha tratado de hacer el mejor uso posible de la información disponible.

La presente investigación fue conducida bajo la supervisión del profesor E.V.K. Fitzgerald (Instituto de Estudios Sociales) a quien dirijo en primer lugar mis agradecimientos. Quiero también agradecer al Instituto de Estudios Sociales de La Haya el haberme dado la oportunidad de concentrarme en la elaboración del presente documento. En Colombia recibí también importante colaboración del cuerpo profesional del CIDER (Centro Interdisciplinario de Estudios Regionales-Universidad de los Andes) y, en cuanto hace a información, de Marión Pinot de Libreros (Banco de la República).

## **1. EL MECANISMO AHORRO-INVERSION Y EL SECTOR FINANCIERO**

### **1.1. *Visión Tradicional del problema***

Las teorías dominantes acerca del problema en cuestión son una combinación del modelo Neo-clásico de equilibrio general y la versión Monetarista de la Teoría Cuantitativa del dinero.

Como queda claro de los trabajos de Davidson (1972) (1982), el dinero no puede tener cabida en un modelo de equilibrio general. Sin embargo, los economistas neo-clásicos han ofrecido una explicación del papel que juega el sistema financiero en una economía de mercado. Los lineamientos básicos de esta explicación se derivan de los trabajos de Gurley y Shaw (1955) (1960) en los que los autores desarrollan el lado financiero de la teoría neo-clásica de equilibrio general. Manteniéndose dentro de los lineamientos neo-clásicos, Gurley y Shaw proponen analizar "lo financiero" como un problema de mercado en el cual la demanda y la oferta de una mercancía dada —fondos prestables— determinan un precio de equilibrio —tasa de interés—.

Este mercado se traslapa con el mercado de ahorro e inversión que se define en términos reales. Esto se logra simplemente dando lugar a la existencia de un sustituto al dinero en cuanto depósito de valor pero distinto

a los medios de producción. Dicho sustituto son los llamados activos financieros. La relación entre el mercado de fondos prestables y el mercado de ahorro e inversión es clara si se identifican los agentes que intervienen en este último mercado. Estos agentes son unidades de gasto con un presupuesto desbalanceado para un período dado. Están por un lado las *unidades superavitarias*, con unos ingresos corrientes mayores que sus gastos corrientes y quienes liberan fondos prestables. De estas unidades se dice que son *ahorradores netos* queriendo decir con esto que su ahorro es mayor que su inversión. Están por el otro lado las *unidades deficitarias* con unos ingresos corrientes menores que sus gastos corrientes y quienes, por consiguiente, demandan recursos prestables. Estas unidades son *inversionistas netos* debido a que su inversión supera su ahorro/1/.

Aún con estos nuevos elementos el sistema económico es visto como una colección de mercados que pueden encontrarse en equilibrio parcial o general. Sin embargo, la igualdad entre ahorro e inversión es ahora condición necesaria mas no suficiente del equilibrio. Además de que los déficits y superávits sean iguales ex-ante, es necesario también que los planes de oferentes y demandantes de fondos prestables coincidan en términos de volumen y composición (Gurley y Shaw (1955)). Aquí es donde entran en escena los intermediarios financieros: su función básica es la de enlazar ahorradores e inversionistas, unidades superavitarias y unidades deficitarias, de tal manera que se asegure el equilibrio general de la economía.

No mucho ha cambiado en el modelo neo-clásico dicotomizado con la introducción del nuevo mercado. Los precios relativos siguen determinados por consideraciones de utilidad y productividad marginal, mientras que la cantidad de dinero en circulación determina las tendencias en los precios absolutos. De igual manera, el equilibrio implica que los recursos se asignan óptimamente de acuerdo a su escasez relativa y a la preferencia social por ellos. Esta visión del funcionamiento de la economía se enmarca en la llamada Síntesis Neo-clásica que intenta combinar algunos elementos de la *Teoría General* de Keynes —fundamentalmente la función de demanda por dinero— con la teoría Neo-clásica de los precios y la versión Neo-clásica de la Teoría Cuantitativa del Dinero. En otras palabras, la llamada Síntesis es la absorción de Keynes dentro del sistema walrasiano de Equilibrio General.

Harris (1981) (p. 256) destaca las siguientes características de la Síntesis Neo-clásica: a) énfasis en la derivación de relaciones macroeconómicas

1. Las unidades económicas son entonces consideradas como "pequeños bancos" (tomado de Hicks por Brunhoff (1973) ) que poseen unos recursos dados que pueden ya sea consumir o ahorrar manteniéndolos en alguna forma de depósito de valor (dinero, activos financieros o cualquier bien incluyendo bienes de consumo durable y de capital).



(funciones agregadas de demanda e inversión) a partir de decisiones individuales de maximización de utilidad; b) equilibrio de pleno empleo a través del efecto Pigou y sobre la base de precios flexibles; c) tratamiento del dinero como variable neutral; d) enlace de los mercados de dinero, bonos, bienes y trabajo por medio de la Ley de Walras.

### 1.2. *La síntesis neo-clásica y el desarrollo económico: Monetarismo Estructural*

La visión de la economía resumida en la sección anterior tiende a ser presentada como el *ideal* hacia el cual toda economía real debe acercarse. Al enfrentar la situación de los "países subdesarrollados", algunos autores neo-clásicos han encontrado como condición para el desarrollo de estos países el que ellos adecúen su estructura de mercado al ideal planteado en la sección anterior. En la medida que estos autores ponen también especial énfasis en el papel de "lubricante" que el dinero puede jugar en el funcionamiento armónico de la economía, se les puede denominar monetaristas estructurales.

Quizás es útil comenzar explicando cómo esta escuela entiende la relación entre el mercado de ahorro y el mercado financiero en el contexto de una economía en crecimiento. Así, se argumenta que el desarrollo de instituciones financieras es resultado y condición del proceso de crecimiento económico (Gurley y Shaw (1955)). Esto quiere decir que es de esperarse que la importancia de los intermediarios financieros aumente a medida que la economía crece, y que esta mayor importancia se manifieste en la especialización de las actividades de ahorro e inversión, en la aparición de nuevas instituciones financieras y activos financieros, y en la mayor importancia de financiamiento externo por parte de los inversionistas. Newlyn (1973) ha calificado este proceso múltiple como de "profundización financiero" de la economía.

Estas mismas ideas han sido desarrolladas posteriormente por McKinnon (1973), Shaw (1973) y por el mismo Newlyn (1977), quienes en realidad son responsables del esquema general del Monetarismo Estructural. Las características más importantes de dicho esquema son, por un lado, la identificación de la *escasez de ahorros* como el principal obstáculo al crecimiento y, por el otro lado, la gran importancia atribuida al sistema financiero en la generación de ahorros y en la asignación eficiente de fondos de inversión/2/.

- 
2. Las economías en desarrollo son caracterizadas en general por lo que se conoce como "modelos de dos brechas": la brecha interna —ahorro doméstico— y la brecha externa —divisas—. Los monetaristas consideran que la brecha interna es determinante *ex-ante* (Newlyn (1977) p. 325).

Además de esto, y como se mencionó anteriormente, la descripción de las economías en desarrollo hecha por los autores en cuestión muestra claros tintes estructuralistas. Se evidencia esto, por ejemplo en la caracterización de aquellas economías como "fragmentadas", queriendo decir con esto que en ellas "firmas y hogares se encuentran tan aislados que enfrentan precios diferentes por la tierra, el trabajo, el capital y los bienes finales, y no tienen acceso a las mismas tecnologías" (McKinnon (1973) p. 5). Es claro que bajo estas condiciones la asignación de recursos hecha por el mercado dista mucho de ser la óptima. Esto, sin embargo, no es causado exclusivamente por el atraso económico o la falta de capacidad productiva, sino por el hecho de que el país en desarrollo "impone sobre sus mercados unos patrones de política financiera, fiscal e internacional que inducen a los distintos agentes a mantener su ingreso y su riqueza donde están. La asignación y uso de los recursos depende de racionamientos, licencias y privilegios" (Shaw (1973) p. viii).

La característica más perjudicial de la economía fragmentada es la "represión financiera".

Los otros componentes del paquete (sobreevaluación de la moneda, distorsiones en precios, dualidad en el mercado de factores) son consecuencia de aquella distorsión básica. En el centro de estas distorsiones están los niveles bajos —y aún negativos— de las tasas reales de interés, y el crecimiento de oferta de dinero, en términos nominales, más rápido que la demanda por saldos monetarios reales. En otras palabras, existe represión financiera cuando el dinero pierde todo atractivo como depósito de valor y, consecuentemente, el sistema financiero juega un papel poco importante en el ajuste del ahorro y la inversión.

McKinnon (1973) resume las siguientes como las características básicas de una estructura financiera represada:

- altos niveles de autofinanciamiento por parte de las unidades inversoras;
- supremacía del mercado de dinero sobre el mercado de capitales;
- pocos mercados organizados de papeles primarios —bonos y acciones— y de otros activos financieros.

Como puede verse claramente, estructuras financieras como las arriba caracterizadas no cumplen con las condiciones que Gurley y Shaw defienden como el acompañante necesario del crecimiento económico. Lejos de esto, lo que se tiene en países en desarrollo es una situación de "financiamiento superficial" (Shaw (1973)), que conduce a bajos niveles de empleo, crisis en el comercio exterior, altas tasas de inflación, desigual distribución del ingreso, etc.

Las formas para superar esta situación se derivan directamente del diagnóstico: si el modelo de equilibrio general resume las condiciones para una óptima asignación de recursos, y si los países en desarrollo no cumplen con tales condiciones, será necesario entonces buscar la forma para que esas mismas condiciones se desarrollen en dichos países. El inicio del proceso es entonces simple: la liberación de todos los mercados y el control de la inflación mediante la restricción de la oferta monetaria conducirán a altos rendimientos para los poseedores de dinero. Esto abrirá el camino para que se “desarrolle, con un ritmo apropiado, el ahorro financiero como alternativa al consumo y a la reinversión en empresas de bajo rendimiento, y para que se transfieran estos ahorros... hacia las unidades deficitarias” (Galbis (1977) p. 58).

La receta se asemeja al modelo neo-clásico dualista de desarrollo que enfatiza la generación de un excedente físico y de mano de obra para ser transferido del sector tradicional al sector moderno de la economía en el que condiciones de productividad y eficiencia determinan la asignación de recursos por parte del mercado. La meta ahora se plantea en términos de “romper las barreras del autofinanciamiento”, para así abrir los canales que permitirán que los fondos de inversión lleguen a las manos de quienes pueden obtener tasas de rendimiento (McKinnon (1973) p. 68).

Esta transformación del proceso de ahorro e inversión en los países en desarrollo desde una situación de represión financiera a una correspondiente al ideal planteado por Gurley y Shaw, se centra en la posibilidad de que el dinero y otros activos financieros sirvan de depósito de valor en la generación de ahorros que, debido a su alto costo o tasa de interés, aseguren *la eficiencia* en la inversión/3/. La base del proceso radica en la homogenización de la estructura de tasas de interés y su elevación desde los niveles reales negativos usuales hasta igualar “los mejores rendimientos marginales e intramarginales en inversiones con recursos propios” (McKinnon (1973) p. 55). Mientras se alcanzan estos niveles de tasa de interés los agentes económicos —los pequeños bancos de Hicks— aumentan su demanda por saldos reales —ahorro financiero— ya sea a costa de su consumo o desinvirtiendo de “procesos inferiores”. Se genera de esta manera un monto considerable de fondos prestables que pueden ser puestos a disposición de unidades deficitarias para la financiación de proyectos de alta escala y avanzada tecnología. En este rango de tasas de

- 
3. En otras palabras, lo que proponen los monetaristas estructurales es ofrecer altos rendimientos a los ahorros mantenidos en forma de dinero para así desincentivar el consumo y la adquisición de activos físicos como forma de mantener la riqueza. Es en verdad en forma de dinero como los ahorros pueden más fácilmente ser transferidos a los inversionistas.

interés —entre sus valores negativos iniciales y el rendimiento marginal en proyectos autofinanciados o costo de oportunidad del dinero— el dinero y los bienes de capital son complementarios en las decisiones de portafolio de los distintos agentes. Una vez que las tasas reales de interés alcancen el nivel crítico mencionado arriba, el dinero y los bienes de capital pasan a competir como depósitos de valor. De aquí en adelante, mayores tasas de interés para los poseedores de saldos monetarios desestimularán la inversión productiva.

Se supone que a lo largo de este proceso se dé un profundizamiento financiero en la economía y en el mecanismo de ajuste ahorro-inversión. De igual manera, es de esperar que, complementado con la liberación de los demás mercados, el proceso conduzca al logro de otros efectos colaterales tales como: disminución de las presiones tributarias y moderación en la demanda por ahorro externo, desestímulo a la fuga de capitales al extranjero, mejoría en la distribución del ingreso, estabilidad en el crecimiento del producto y en el empleo, en pocas palabras, avance hacia el bienestar económico (Shaw (1973) p. viii, pp. 7-12).

### 1.3. *Crítica y visión alternativa*

Los párrafos anteriores, aunque fieles a las ideas de los autores considerados, hicieron más énfasis en los lineamientos generales del pensamiento estructural monetarista que en las diferencias pequeñas que se presentan entre los distintos autores. La justificación del énfasis anotado es simple y se deriva del hecho de que la principal crítica que puede hacerse a la escuela en cuestión es que el mundo no trabaja como ella lo supone, esto es, bajo el esquema de o hacia la conformación de un sistema dicotomizado de equilibrio general.

Es cierto que esta crítica carece de originalidad cuando se sabe que los últimos años han sido testigos de un caudal de críticas a los modelos de equilibrio general y a la macroeconomía agregada. Es también claro que críticas abstractas acerca de inconsistencia lógicas, o más específicas relacionadas con la relevancia y validez de los supuestos de un teoría, son siempre menospreciadas por los autores de ésta con base en oscuros argumentos epistemológicos<sup>4/</sup>. En vista de ésto, la crítica a una escuela dada debe estar dirigida a subrayar las proposiciones básicas de dicha escuela, cuestionando su relevancia, validez y correspondencia con una interpretación alternativa del sistema económico y confrontando este sistema con un grado aceptable de concreción. Es entonces en esta dirección que se dedica esta sección a una crítica de dos elementos básicos de la

4. Ver, por ejemplo, los argumentos esgrimidos por Friedman para defender la economía positiva (Friedman (1953) ).

escuela monetarista estructural presentada en secciones anteriores. Los dos elementos a considerar de la escuela en cuestión son, por un lado, la noción de que los ahorros constituyen la principal limitante a la inversión y, por el otro lado, la noción de que el sector financiero tiene como función básica el canalizar recursos desde unidades superavitarias hacia unidades deficitarias. En otras palabras, y en términos crudos, la proposición a criticar es la de que el crecimiento requiere que los ahorradores sacrifiquen sus recursos antes de que la inversión tenga lugar.

Los fundamentos teóricos de las ideas propuestas en las siguientes secciones se resumen en los trabajos de autores port-keynesianos tales como Robinson (1962), Kalecki (1971), Davidson (1972) (1982), Eichner (1976), Kaldor (1966) y Wood (1975).

### *1.3.1. El ahorro como limitante de la inversión*

El tratamiento del problema central de si el ahorro realmente constituye una limitante de la inversión debe basarse en el análisis de la forma en que funciona el mecanismo de ajuste del ahorro y la inversión. En el mundo pre-keynesiano el ajuste es instantáneo; ahorradores e inversionistas son una y la misma persona, no hay atesoramiento ni activos financieros alternativos al dinero como depósito de valor. De esta manera, los recursos que no son consumidos son incorporados directamente al proceso productivo. Bajo estas condiciones, —ley de Say—, la identidad entre ahorro e inversión es instantánea y el pleno empleo es resultado necesario de la relación entre estas variables. Es claro que de acuerdo a esta visión del sistema económico es el ahorro ex-ante la variable preeminente: el nivel de inversión es directamente determinado por el nivel de ahorro.

Keynes presentó una visión distinta del mecanismo de ajuste del ahorro y la inversión a partir de la crítica de la ley de Say. Para el autor en cuestión existe una separación formal y analítica entre ahorradores e inversionistas de tal manera que el proceso de ajuste macroeconómico viene a depender de: a) las fuerzas que determinan el nivel de ingreso nacional; b) la preferencia por liquidez y la propensión a ahorrar de los distintos agentes económicos; y c) las operaciones del sistema financiero. Además, y principalmente, Keynes cambia la dirección de la determinación en la relación entre ahorro e inversión: esta última, determinada por los “espíritus animales” o instintos de los capitalistas y por la disponibilidad de financiación, “empujan” el ingreso hasta un nivel en que, dadas las propensiones a ahorrar relevantes, se generan ahorros en un monto suficiente para “reponer” los recursos comprometidos en la inversión (Davidson (1972)). De esto puede concluirse lo siguiente: a) el ahorro es una variable endógena al modelo y no constituye una limitante a la inversión; b) ahorro y financiación o crédito no son la misma cosa, implicando este

último poder para disponer de recursos sociales por parte de los inversionistas; c) depende de las autoridades monetarias y de las instituciones financieras el responder a las necesidades de financiamiento de los inversionistas permitiendo que se expanda la oferta monetaria; d) el desempleo puede ser característica normal de la economía como resultado del hecho de que las decisiones de inversión se toman en condiciones de incertidumbre respecto a los niveles futuros de demanda agregada.

El párrafo anterior puede por sí solo servir de base para una crítica del monetarismo estructural, que en realidad se asemeja a las líneas de pensamiento pre-keynesiano. Hay, sin embargo, importantes elementos del funcionamiento de las economías capitalistas que no aparecen en el modelo keynesiano y que han sido tenidos en cuenta por autores post-keynesianos.

La visión post-keynesiana del proceso ahorro-inversión parte del rechazo de la versión neo-clásica del funcionamiento de los mercados y de la determinación de precios (Kregel (1973)). Frente a esto, los post-keynesianos enfatizan el carácter oligopólico del capitalismo moderno que se refleja en el proceso de concentración y centralización de capital y en las consecuencias de éste en términos de control diferenciado de recursos por parte de capitalistas individuales y de nuevas formas de competencia entre estos últimos. Como resultado de esto, los inversionistas se encuentran en una posición en que ellos son también, y al mismo tiempo, los principales ahorradores de la economía. Como en la economía pre-keynesiana, ahorradores e inversionistas son la misma entidad. La diferencia radica en la forma como esta unidad de funciones se lleva a cabo: el control que tiene sobre los medios de producción permite a los capitalistas absorber de la sociedad —en la forma de beneficios y crédito— los recursos que ellos requieren para financiar su inversión.

Más concretamente, los post-keynesianos proponen un mecanismo de absorción de ahorros que se hace mediante los siguientes elementos que aseguran, ex-post, la correspondencia con la inversión realizada:

— determinación de precios a través de la colocación de un margen (mark-up) sobre los costos unitarios. El nivel de este margen depende del nivel de inversión, de la proporción de ésta que se decide financiar internamente, del grado de monopolio en el sector, del grado de apertura de la economía, y del grado de organización de los trabajadores (Wood (1975); Kalecki (1971))/5/;

- 
5. Este mecanismo de determinación de precios es esencial para el desarrollo de unas bases microeconómicas alternativas para el análisis macroeconómico. Igualmente, el mismo mecanismo es un elemento básico del presente trabajo y será desarrollado en mayor detalle en el capítulo 3, sección 3.2.1.

- determinación del nivel de producción en base a la escogencia del nivel de uso de la capacidad instalada que corresponde a las expectativas de demanda efectiva (Eichner (1976));
- establecimiento de lazos directos e indirectos con instituciones bancarias y financieras que permitan asegurar la financiación y liquidez necesarias para la operación continuada de la(s) firmas(s).

Se puede afirmar entonces que, para los post-keynesianos, el peso del ajuste ahorro-inversión se centra en la distribución del ingreso entre beneficios y salarios (Robinson (1962), Kaldor (1966)). Esto quiere decir que el eje del proceso de desarrollo son los *beneficios* —o la participación de éstos en el valor agregado— y su *realización* y no, como en la visión neo-clásica, la generación y asignación de ahorros.

Es de esperarse que el ajuste ahorro-inversión delineado en los párrafos anteriores corresponda también, en términos generales, con el proceso de acumulación en los países en desarrollo. Puede anotarse, sin embargo, que en estos países se dan, en adición al carácter oligopólico y a la determinación de precios en base a un margen sobre los costos, unas condiciones particulares que favorecen la generación de beneficios por parte de los capitalistas. Entre estas condiciones particulares se destacan la existencia del llamado “sector informal” y el manejo de la política macroeconómica por parte del Estado (Fitzgerald (1982))/6/.

### 1.3.2. *Funcionamiento del sistema financiero* | 7 |

Como se dijo al comienzo de la sección anterior, se intentará aquí mostrar que el sistema financiero no funciona de la manera que anotan los monetaristas estructurales. La elaboración de esta sección se relacionará con la visión post-keynesiana del proceso de ajuste ahorro-inversión que ofrece una explicación más adecuada del funcionamiento de una economía de mercado.

- 
6. Debe mencionarse que las firmas en los países en desarrollo se encuentran altamente condicionadas en la determinación del margen de beneficios por dos elementos importantes: a) la forma de participación de los países en cuestión en la división internacional del trabajo los lleva a ser receptores de precios (price takers) hecho que reduce considerablemente el grado de libertad en las decisiones de precios; b) la alta participación relativa de los productos agrícolas en la canasta de bienes salario, y la considerable inelasticidad de la oferta de estos productos, genera continuas presiones inflacionarias que deben ser tenidas en cuenta por los empresarios en la determinación de su margen de beneficios.
  7. Las ideas consignadas en esta sección muestran claramente la influencia de los trabajos de Davidson (1972) (1982).



El análisis debe iniciarse definiendo lo que se entiende aquí por dinero. Destacando algunos aspectos de la organización de las economías capitalistas tales como la división social del trabajo, la existencia de unidades productivas individuales que producen para el mercado, el hecho de que la producción requiere tiempo y se lleva a cabo en condiciones de incertidumbre, y el hecho de que la revisión de las decisiones ya tomadas es costosa en recursos y tiempo, es posible plantear la siguiente definición de dinero (Davidson (1972)): el dinero es el conjunto de relaciones sociales e instituciones (circulante, contratos, deudas, bancos, etc.), destinadas a proveer un medio de intercambio y un depósito de valor en el tiempo/8/.

Los motivos que condicionan la demanda por dinero de los distintos agentes económicos en un momento dado son:

- *Motivo financiación:* sobre la base de su nivel *planeado* de transacciones, las unidades económicas (productores y consumidores) mantienen saldos monetarios líquidos entre los periodos de pago, y establecen contratos con otras unidades o instituciones con miras a asegurar la financiación de las transacciones planeadas;
- *Motivo precaución:* en un mundo de incertidumbre, las unidades económicas no pueden predecir con certeza las fechas y contenido de sus gastos futuros ni la ocurrencia de contingencias. Esto lleva a dichas unidades a mantener parte de sus recursos en una forma en que su poder de compra es preservado con un alto grado de liquidez. Esto quiere decir que el motivo precaución implica que los recursos en cuestión se deben mantener no comprometidos y en una forma en que el paso de depósito de valor a medio de intercambio sea rápido y de bajo costo;
- *Motivo especulación:* en un mundo de incertidumbre las unidades económicas pueden “jugar” tratando de asegurar un beneficio de adivinar mejor que el mercado, cuál será el futuro de la economía (Davidson (1972)). Esto quiere decir que existe la posibilidad de que las unidades económicas mantengan depósitos de valor que puedan representar rendimientos importantes en el futuro al momento de su realización.

Como resultado de la interacción de estos tres motivos, diferentes agentes económicos mostrarán diferentes y cambiantes composiciones de su portafolio, haciendo referencia esto a las formas en que dichos agentes

---

8. El término valor debe entenderse aquí como “poder de compra” en un sentido semejante a la definición de valor de Smith.

deciden mantener -o resultan manteniendo— sus recursos no comprometidos en el consumo o en la inversión/9/.

El paso siguiente en la explicación del papel del sector financiero debe ser una mayor especificación de los motivos para demandar dinero que ya fueron mencionados anteriormente. Es necesario ahora profundizar en las razones que inducen a los distintos agentes económicos a mantener saldos monetarios y a aceptar —ya sea a favor o en contra— deudas contractuales en las transacciones de distinto tipo. Los consumidores, por un lado, pueden “endeudarse” para comprar bienes durables sin que esto impida que, al mismo tiempo, ahorren parte de sus ingresos dándoles alguna forma de depósito de valor. Se ve entonces que para un mismo agente los distintos motivos para demandar dinero se expresan en sentido diferente de tal manera que él pueda acudir al sistema financiero, al mismo tiempo, demandando y ofreciendo liquidez, demandando depósitos de valor y aceptando deudas contractuales.

El sistema financiero, por el otro lado, juega un papel crucial en el proceso continuado de generación y realización de beneficios por parte de las firmas. Estas últimas siguen un determinado comportamiento financiero que relaciona directamente su maximización de ventas en el largo plazo con las operaciones del sistema en cuestión (Wood (1975)). Esta relación puede quedar clara si se tiene en cuenta que el comportamiento financiero de la firma comprende aquellas decisiones por parte de ésta que se refieren a la proporción de la inversión que se financia con recursos internos, al monto y

- 
9. El presente trabajo no entra con la ya larga discusión entre monetaristas y keynesianos respecto a los activos sustituibles por dinero como depósitos de valor (Valor, por ejemplo, Davidson (1972), Cordon; ed. (1974) y Meyes (1978)). La posición monetarista es que los bienes de capital son sustituidos del dinero en base a comparaciones de tasas reales de interés y rentabilidad marginal de la inversión. Como se explicó en la primera sección de este capítulo, la corriente monetarista estructural modifica un poco el argumento al considerar que hay un rango de tasas reales de interés en el cual el dinero y los bienes de capital son activos complementarios. La posición en el presente trabajo es que el dinero en cuanto medio de intercambio, y en base al motivo financiación explicado arriba, es complemento de las decisiones de inversión. Ahora, con respecto a la posibilidad de que bienes de capital puedan también servir de depósito de valor, pueden anotarse los puntos siguientes: (a) como lo anota Davidson (1972), los bienes de capital son activos no-liquidos; no existen mercados futuros ni presentes bien organizados para bienes de capital; b) el grueso de las decisiones de inversión se lleva a cabo sin tener en cuenta los niveles de la tasa de interés (Eichner (1976) ). En efecto, sólo cuando se tiene en mente afectar la estructura del mercado se considera el costo de oportunidad de los recursos comprometidos; c) las firmas mantienen activos financieros como parte de su comportamiento financiero y como reservas líquidas para contingencias, compra de otras firmas, diversificación de fuentes de ingresos, etc. (Wood (1975) ).

estructura del endeudamiento, al mantenimiento de reservas líquidas, a la composición de la cartera, etc.

Respecto a la financiación parcial de la inversión con recursos externos a la empresa, esta financiación consiste, por lo general, en crédito de largo plazo que provee una institución financiera. En aquellos menos comunes casos en que la firma opta por financiar su inversión con emisión de acciones, se requiere también una institución financiera para la colocación de las acciones. Es sabido también que las acciones no constituyen en realidad un activo financiero a la disposición de cualquier agente económico que lo demande como depósito de valor por motivos especulativos, sino que constituyen más un mecanismo de control y, por consiguiente, son mantenidas como tal por grupos económicos.

Además de la financiación parcial de la inversión, el sistema financiero puede proveer también a las firmas de crédito de corto y mediano plazo como capital de trabajo. Esta demanda de crédito por parte de las firmas no es indicación de que estas no posean la solvencia necesaria para cumplir con sus obligaciones contractuales. El crédito en este caso viene a servir de puente entre los periodos en que se reciben los ingresos y se hacen efectivos los gastos.

Debe tenerse en cuenta también que, en ocasiones, las firmas venden sus productos a crédito, y que muchas veces es esta la única forma de realizar sus beneficios. En estos casos las firmas pueden abrir crédito directamente a sus clientes o utilizan para esto la intermediación de una institución financiera.

Finalmente, hay un último elemento que lleva a las firmas a demandar los "servicios" del sistema financiero. Las firmas mantienen siempre reservas líquidas por motivos de precaución y/o especulación, correspondiendo esto con las condiciones de incertidumbre en que se toman las decisiones económicas.

Es claro entonces que el proceso de acumulación requiere de una cantidad creciente y calidad cambiante de dinero que debe ser "creado" por el sistema financiero en respuesta a las necesidades endógenas de una economía en crecimiento. Es claro también que la circulación monetaria no se explica sólo en base a la producción y realización de mercancías —circulación industrial del dinero— sino también en base a la transferencia y mantenimiento de riqueza y depósitos de valor en el tiempo por parte de distintas unidades económicas —*circulación financiera del dinero*—/10/.

---

10. Estos dos conceptos —circulación industrial y circulación financiera del dinero—, de crucial importancia para el resto de este trabajo, son tomados de Davidson (1972) quien a su turno los tomó de *El Tratado del Dinero* de Keynes.

Puede decirse entonces que el problema del sistema financiero es más que, y que en realidad tiene poco que ver con, la financiación de déficits y la reasignación de excedentes. Puede también concluirse que la visión del monetarismo estructural acerca del sistema financiero, basada en la perspectiva de un flujo bidireccional entre dos extremos, es no sólo demasiado simple sino también irreal/11/. La división de la economía en unidades deficitarias y unidades superavitarias no sólo esconde más de lo que explica sino que, además, oscurece la comprensión del proceso de acumulación al centrar el estudio de éste en una noción de excedente —ahorro— que tiene poco que ver con los beneficios de los capitalistas, verdadero eje de la acumulación.

Puede ser de gran utilidad, antes de pasar al siguiente capítulo, señalar que las ideas expresadas en estas secciones se aplican también si se tiene en cuenta la existencia de distintas monedas nacionales. Estas monedas son también demandadas como medio de intercambio para transacciones internacionales, y como depósito de valor por motivos de precaución y especulación (Davidson (1982) p. 114)/12/. Tal vez la situación de los países en desarrollo cuyas monedas no son de reserva internacional hace necesarias algunas precisiones. Estas precisiones hacen referencia a lo que se conoce como “ahorro externo” y “financiamiento externo” que vienen, se argumenta, a complementar los “ahorros internos escasos” (McKinnon (1973) p. 10). Para rechazar esta presentación alternativa de la hipótesis de la falta de ahorros es necesario tener en cuenta dos características básicas de las economías en desarrollo: a) el carácter “incompleto” de su estructura productiva que los lleva a importar parte considerable de los bienes intermedios y de capital necesarios para la acumulación (Braun (1972)); b) el que estos países, no siendo su moneda de reserva internacional, e independientemente del estado de su balanza comercial, requieren de divisas para financiar sus importaciones. En resumen, la demanda de divisas por parte de los países en cuestión no se explica por una supuesta escasez de ahorros sino por su estructura productiva.

Independientemente del hecho de que estos nuevos elementos hacen más complicadas las funciones de las autoridades monetarias, es claro que,

- 
11. No sobra decir que la idea de atribuir al sistema financiero el carácter de eficiencia en la asignación de recursos carece igualmente de validez.
  12. Esto se cumple ya sea que la tasa de cambio sea fija, libremente fluctuante, o manejada entre estos dos extremos. En el caso de una tasa fija, las divisas adquieren un alto “premium” de liquidez en situaciones de déficit comercial. En casos de tasa fluctuante los posibles cambios en su valor aticen posibilidades atractivas de especulación.

como en el caso de solo moneda nacional explicado en la subsección 1.3.2. el motivo financiación para demandar divisas se relaciona directamente con la *generación y realización de beneficios*.

## 2. LA ECONOMIA COLOMBIANA 1970-1979

### 2.1. La tendencia y principales indicadores

El propósito de este capítulo es presentar los elementos básicos que caracterizaron el crecimiento de la economía colombiana en el período arriba mencionado. La idea es entonces, no tanto llevar a cabo un análisis exhaustivo sino proveer un marco general o escenario que permita ubicar la argumentación de los capítulos subsiguientes/13/.

Dos eventos importantes para la economía colombiana tuvieron lugar durante los años setenta (Perry; et. al. (1980)):

- altas tasas de inflación (22.8% en promedio anual) que redujeron los salarios reales considerablemente, crearon una atmósfera de incertidumbre en la economía, erosionaron la función del dinero como depósito de valor y produjeron importantes cambios en la preferencia por liquidez de importante número de agentes económicos;
- el hecho de que el país superó lo que se conoce como brecha externa, llegando aún a la posición de exportador de capital.

No siendo la intención el dar una visión completa de las circunstancias que rodearon estos dos eventos arriba mencionados, puede sí enumerarse algunos de los elementos que contribuyeron a las altas tasas de inflación anotadas:

- lento crecimiento relativo de la producción agrícola, lo que condujo a que el alza de los precios de los alimentos se constituyera en el principal elemento de la tasa de inflación (Gómez (1980));
- transmisión a la economía de parte importante de la inflación internacional (65% de acuerdo a las estimaciones de Gómez (1980) a través de la devaluación continuada del peso (Ocampo y Cabrera (1980)/14/;

- 
13. Más información relacionada específicamente con la evolución del sector financiero será presentada en el Capítulo 5.
  14. Estos dos elementos fueron mencionados en el Capítulo 1 como limitantes de las posibilidades que tienen las empresas en la determinación de sus precios. Como se mostrará en el Capítulo 3, dichos elementos no afectan la aplicación del modelo al caso colombiano.

— costos financieros crecientes de la circulación industrial del dinero a medida que el motivo especulación para mantener dinero estimulaba la circulación financiera del dinero.

Las tablas que se presentan a continuación ilustran los puntos arriba anotados y el comportamiento sectorial de la economía en el período estudiado.

**TABLA 2.1.**

**ALGUNOS INDICADORES DE LA ECONOMIA COLOMBIANA**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	-	10.4	-	61.9	14.2
1971	5.8	11.5	8	57.3	12.6
1972	7.8	18.3	25	49.6	13.6
1973	7.1	27.9	36	50.7	14.9
1974	6.0	36.0	20	44.0	14.2
1975	3.8	25.0	3	46.0	15.1
1976	4.6	22.9	19	55.2	16.5
1977	4.9	26.7	39	61.3	17.4
1978	8.9	17.6	22	65.9	17.2
1979	5.1	27.8	9	61.1	17.2

(1) Tasa de crecimiento del PIB en términos reales (%)

(2) Tasa de inflación (%)

(3) Tasa de crecimiento de las exportaciones en precios corrientes (%)

(4) Relación exportación de café - exportaciones totales registradas

(5) Relación total exportaciones registradas - PIB

Fuente: Banco de la República: Cuentas Nacionales.

Respecto a los cambios en el estado de la balanza de pagos, la explicación es más simple. El notable incremento en los precios internacionales del café —de US\$0.81 la libra en 1974 a US\$2.40 en 1976 y a US\$3.20 libra en 1977— y el auge en otras exportaciones condujeron a una acumulación considerable de reservas internacionales —de US\$152 millones en 1970 a US\$4.000 millones den 1979.

Vistos ya los dos puntos básicos de la economía en la década pasada, puede decirse que ésta se dividió en dos subperíodos, uno de 1970 a 1974 y otro de 1975 a 1979. Cada uno de los subperíodos constituye un ciclo en sí mismo, separado del otro por la menor tasa de crecimiento real del PIB en el año de 1975 (3.8%). El primer subperíodo fue de hecho la última fase de un período más largo que se inició en los sesenta y que se alimentó del auge



**TABLA 2.2.**

**COLOMBIA: COMPORTAMIENTO RELATIVO DE LOS SECTORES PRINCIPALES**

	Agricultura		Industria		Comercio	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1970	25.3	-	18.6	-	17.2	-
1971	24.5	2.5	19.1	8.5	17.3	6.3
1972	24.1	5.9	19.3	9.2	17.1	6.7
1973	23.4	4.0	19.6	8.9	17.3	8.6
1974	23.6	7.2	19.5	5.6	17.2	5.0
1975	24.1	6.0	19.0	0.7	16.7	1.3
1976	23.5	1.8	19.4	7.1	17.0	6.3
1977	23.0	2.3	19.3	4.1	17.1	5.5
1978	23.2	10.3	19.2	8.5	17.0	8.5
1979	23.0	4.3	19.1	4.6	16.8	3.5

(1) Participación en el PIB (%)

(2) Tasa real de crecimiento (%)

FUENTE: Banco de la República: Cuentas Nacionales.

en la economía mundial existente entonces. La tasa anual de crecimiento en el subperíodo fue de 6.7%. El segundo subperíodo (1975-1979) comenzó con la baja de crecimiento anotada arriba para alcanzar un pico de 8.9% en 1978 luego del cual se inició la tendencia recesiva que aún se vive.

El comportamiento de la economía colombiana sugiere un grado considerable de dependencia respecto a las tendencias de la economía mundial, dependencia que es más evidente en el movimiento de las exportaciones. Analizando la situación de las llamadas exportaciones no tradicionales, puede verse que estas tuvieron un crecimiento muy notable —mucho mayor que el de las exportaciones cafeteras— hasta 1974, año en que aquellas puede decirse que no crecieron. Esto puede interpretarse como indicación de que la política de estímulo y diversificación de exportaciones adoptada en el país al final de los años sesenta fue exitosa mientras la economía mundial se encontraba en auge. A partir de 1975 los mercados internacionales fueron cerrándose hasta el punto que el crecimiento en el valor exportado por Colombia en esta segunda mitad de la década se debió en su mayor parte al incremento en el precio del café. Esta dependencia de las exportaciones respecto al movimiento en la demanda internacional más que en los precios de los productos exportados ha sido analizada con mayor profundidad por Ocampo y Cabrera (1980).

La división del período 1970-1979 en dos subperíodos, y las características de cada uno de estos, puede verse también a nivel sectorial. Analizando la agricultura, la industria y el comercio, que juntos representan el 60% del PIB nacional, se concluye que su comportamiento refleja las tendencias de la economía agregada sin cambios relativos importantes a nivel intersectorial (Tabla 2.2.). Sólo la agricultura muestra un comportamiento distinto al del PIB, consistiendo la diferencia en un rezago de un año respecto a los movimientos en aquella variable macroeconómica.

**TABLA 2.3.**

**COLOMBIA: COMPORTAMIENTO Y COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	-	15.8	-	-	-
1971	11	16.8	-	-	-
1972	-7	14.3	-	-	-
1973	23	12.4	-	-	-
1974	50	14.3	12	58	32
1975	-6	12.5	11	52	37
1976	14	12.8	12	49	39
1977	18	13.6	14	53	33
1978	39	14.3	17	51	32
1979	14	15.1	14	53	33

- (1) Tasa de crecimiento de las importaciones en precios corrientes (%)
- (2) Relación importaciones totales - PIB
- (3) Participación de bienes de consumo en las importaciones totales
- (4) Participación de bienes intermedios en las importaciones totales
- (5) Participación de bienes de capital en las importaciones totales

FUENTE: Banco de la República: Cuentas Nacionales  
DANE (1981): Colombia Estadística

Otro elemento de la oferta agregada que debe ser analizada son las importaciones que, sin embargo, no parecen haber tenido un cambio relativo importante durante el período ni en lo que hace a proporción en el PIB ni en cuanto a composición (Tabla 2.3.). Dos puntos que pueden sí mencionarse son la inestabilidad en la tasa de crecimiento de las importaciones y la importancia de estas últimas en la provisión de bienes de capital e intermedios necesarios para la acumulación. Esto ilustra el carácter incompleto de la estructura productiva en Colombia que, como se dijo en un capítulo anterior, es común a la mayoría de los países en desarrollo.

**TABLA 2.4.**

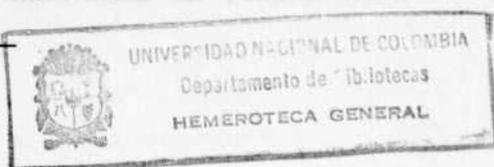
**COLOMBIA: SALARIOS REALES EN LA INDUSTRIA  
MANUFACTURERA**

	(1)	(2)	(3)	(4)
1970	100	100	35.4	10.4
1971	96	96	32.1	11.5
1972	89	90	31.4	18.3
1973	84	85	30.0	27.9
1974	82	84	29.9	36.0
1975	85	83	30.5	25.0
1976	80	78	30.6	22.9
1977	89	81	26.6	26.7
1978	95	83	28.3	17.6
1979	96	84	28.0	27.8

- (1) Índice de salario real para obreros
- (2) Índice de salario real para empleados
- (3) Participación de los salarios en el valor agregado
- (4) Tasa anual de inflación

FUENTE: DANE (1981): Colombia Estadística  
DANE: Encuesta Anual Manufacturera (varios años).

Otro conjunto de variables que debe ser tenido en cuenta es el que componen la tasa de inflación, los salarios reales y la distribución del ingreso (Tabla 2.4). Respecto a la primera de estas variables los dos subperíodos anotados anteriormente tienen aquí vigencia. En efecto, mientras que los precios aumentaron un 129% entre 1970-1974, el segundo subperíodo mostró un aumento mucho mayor en los precios (234%). Una de las principales consecuencias de estas altas tasas de inflación fue la reducción en los índices de salario real tanto para empleados como para obreros durante el período considerado. Respecto a los índices de salarios reales puede decirse también que éstos tienden a moverse en la misma dirección que la tasa de crecimiento del producto industrial. Otra variable de suma importancia en el modelo post-keynesiano, la participación de los salarios en el valor agregado, parece también seguir las tendencias del movimiento de los índices de salarios reales.



La última información estadística a ser analizada en este capítulo se refiere al movimiento de algunas variables monetarias, que puede verse en las Tablas 2.5. y 2.6. La relación de  $M_1$  y  $M_2$  con el PIB indica una monetarización creciente de la economía, debida más que todo a la mayor importancia adquirida por los cuasidineros. Esta tendencia corresponde con el profundizamiento financiero propuesto por los monetaristas, como se vio en el capítulo anterior.

Pasando al análisis de otras variables, la situación de las reservas internacionales, también mencionada anteriormente, mostró un cambio de signo favorable en 1976 luego de que venía alimentándose a lo largo de la década. Mientras que la acumulación de reservas en 1972 y 1973 se debió a los préstamos externos utilizados para financiar el déficit (Perry, et. al (1981)), el flujo de reservas en años subsiguientes tiene otras explicaciones, relacionadas con el auge exportador legal o ilegal.

**TABLA 2.5.**

**COLOMBIA: TENDENCIAS DE ALGUNAS VARIABLES MONETARIAS**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1970	21627	28568	16.6	21.9	-5229.4	94.5	-
1971	21520	29118	15.8	21.3	-8088.3	115.4	22.1
1972	22624	30960	16.4	22.4	-3919.8	258.1	123.5
1973	22864	32839	15.9	22.8	- 807.3	411.3	59.3
1974	20029	20935	14.0	21.6	-4530.5	375.9	- 8.6
1975	20470	33201	14.3	23.1	-1536.5	552.7	47.0
1976	22437	38499	14.9	25.5	+ 78.5	1373.4	148.5
1977	23039	40842	14.4	25.5	+4336.0	2341.6	70.5
1978	25586	44838	14.7	25.7	+4257.0	3343.8	42.8
1979	24875	42661	14.0	24.0	+4568.6	5429.9	77.9

- (1) Cantidad de dinero ( $M_1$ ); millones de pesos a precios 1970.
- (2) Cantidad de dinero ( $M_2$ ); millones de pesos a precios 1970.
- (3) Relación  $M_1$  - PIB
- (4) Relación  $M_2$  - PIB
- (5) Estado cuenta corriente; millones de pesos a precios 1970.
- (6) Recursos internacionales US\$
- (7) Tasa de crecimiento reservas internacionales (%)

FUENTE: FAJARDO y RODRIGUEZ (1980)  
 PERRY, et. al. (1981)  
 BANCO DE LA REPUBLICA: Cuentas Nacionales

**TABLA 2.6.**

**CAMBIOS EN LA BASE MONETARIA: COMPOSICION RELATIVA**

	(1)	(2)	(3)	(4)
1970	53	11	37	100
1971	-16	70	46	100
1972	-15	50	65	100
1973	38	22	41	100
1974	92	23	15	100
1975	25	20	55	100
1976	-27	-64	191	100
1977	-15	-58	173	100
1978	8	-58	149	100
1979	-67	-73	240	100

- (1) Participación porcentual del crédito al Banco de la República en el crecimiento de la base monetaria.
- (2) Participación porcentual de la financiación del déficit en el crecimiento de la base monetaria.
- (3) Participación porcentual de las reservas internacionales en el crecimiento de la base monetaria.

FUENTE: MONTES (1980).

El efecto de la acumulación de reservas sobre la expansión de la base monetaria merece mención especial (Tabla 2.6.). Este efecto monetario de la acumulación de reservas internacionales fue parcialmente neutralizado por medio de restricciones en el crédito de fomento y en la inversión pública a partir de 1976. Mientras que en la primera mitad del período se hizo uso del crédito externo para financiar el déficit, la considerable entrada de divisas llevó al gobierno a cambiar el rumbo de su política fiscal.

## **2.2. Principales Tendencias de Política Económica**

La información presentada en la sección anterior puede ser ahora complementada con un corto resumen de los principales lineamientos de política económica durante el período en consideración.

Debe mencionarse primero que todo que en los últimos años de la década de los sesenta se dio en Colombia lo que puede considerarse como las bases de una reestructuración del capital y de una reorientación de la economía hacia el mercado mundial (Fitz Gerald (1982) ). En efecto, durante los años mencionados fueron relativamente desmanteladas las políticas hasta

entonces básicas tales como las de tasas de cambio fijas y múltiples, sustitución de importaciones, creciente endeudamiento externo, restricciones cuantitativas a las importaciones, etc. (Perry, et. al. (1981)).

En la primera mitad de la década anterior el gobierno hizo énfasis en el estímulo al crecimiento económico desde adentro complementando el empuje recibido de las actividades de exportación. Para lograr esto se implementó una política keynesiana de incremento en el gasto público en base a déficit fiscal. Este último fue complementado con deuda externa en momentos en que la tasa de inflación llegaba a niveles relativamente altos.

El nuevo gobierno en 1974, centró su política en un programa de estabilización. El programa buscaba controlar la inflación mediante una política deflacionista de disminución del déficit fiscal. Igualmente, se implementó una reforma financiera para desarrollar el sector correspondiente estimulando la generación de ahorros y la asignación eficiente de éstos. Otras políticas implementadas fueron una reforma tributaria con el objetivo de darle una mayor elasticidad a la captación de impuestos y la liberación secuencial de las importaciones con miras a hacer más competitiva la producción local. Este paquete de reformas ilustra lo que Throp y Whitehead (1979) denominan una "política monetarista de estabilización" que sigue los lineamientos de la escuela estructural monetarista enunciados en el Capítulo 1.

Cuando el gobierno da aún los toques finales a su programa ocurrió un hecho importante que lo llevó a revisarlo parcialmente. En efecto, la llamada "bonanza cafetera" incrementó la entrada de divisas en un monto tal que el gobierno vio seriamente debilitada su política anti-inflacionaria. La respuesta del gobierno fue una serie de medidas que constituyense en verdad una contra-reforma financiera (Fajardo y Rodríguez (1980)): se impusieron límites máximos a las tasas de interés, se congelaron las reservas internacionales y se elevaron los encajes marginales al 100%. Se pretendía con esto frenar la expansión primaria y secundaria de la oferta monetaria.

Los lineamientos generales del programa de estabilización —dinero caro y apertura de la economía— se mantuvieron implícitamente durante el resto del período. Los dos cambios de política introducidos al final de la década fueron el aceleramiento en la tasa de devaluación y el uso de crédito externo para financiar la inversión pública. El nuevo gobierno instalado en 1978, puede decirse, abandonó el programa de estabilización, y centró sus esfuerzos en controlar la inflación mediante la deflación de la economía.

### **3. FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION EN EL SECTOR FIRMAS**

El propósito de este capítulo es estudiar en cierto detalle algunos aspectos importantes del proceso de ajuste ahorro-inversión en Colombia. Con la

limitada información disponible se intenta aquí aplicar el modelo post-keynesiano presentado en el Capítulo 1 como alternativa a aquel basado en la hipótesis de escasez de ahorros de la escuela monetarista estructural.

### 3.1. El Sector de Firmas como Deficitario o "Prestatario Neto"

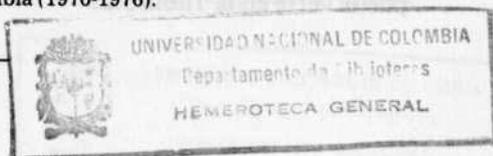
Como se anotó en el Capítulo 1, el análisis del ajuste ahorro-inversión propuesto por Gurley y Shaw (1955) se centra en la división de la economía en sectores deficitarios y sectores superavitarios o prestatarios netos y prestamistas netos. Esta división puede aplicarse a los sectores considerados en las Cuentas Nacionales, a saber/15/:

- Instituciones financieras: unidades dedicadas especialmente a transacciones financieras consistentes en la emisión de certificados de deuda con el objeto de captar ahorro financiero. Pertenecen a este sector, entre otros, el Banco de la República, los bancos comerciales, compañías de seguros, fondos de pensiones, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, etc.;
- Sector de firmas: unidades que producen bienes y servicios cuya renta constituye su principal fuente de ingresos;
- Hogares: familias, unidades de consumo y unidades individuales de producción;
- Gobierno: unidades cuya función es producir servicios públicos para ser consumidos por la sociedad y emprender actividades de distribución del ingreso y la riqueza. Estas unidades son de tres tipos: centrales, locales y de seguridad social.
- Resto del mundo: aquellos no residentes que entran en transacciones con residentes colombianos.

Dejando a un lado los problemas que pueda tener el anterior agrupamiento de las unidades económicas, éste constituye un instrumento de trabajo de suma importancia para el presente estudio: es claro que la metodología propuesta por Gurley y Shaw para el estudio del ajuste ahorro-inversión corresponde perfectamente con la estructura técnica de las Cuentas Nacionales.

---

15. Las siguientes definiciones son tomadas de la publicación del Banco de la República: Cuentas Financieras de Colombia (1970-1976).



De esta manera, es posible entonces caracterizar los sectores de la economía colombiana en la forma propuesta por los autores arriba mencionados como se muestra en la Tabla 3.1.

El sector de firmas aparece como prestatario neto o deficitario mientras que los hogares muestran la situación opuesta de prestamista neto o superavitario. El comportamiento de estos dos sectores se mantiene consistentemente a lo largo del período considerado. Los otros dos sectores importantes, gobierno y resto del mundo presentan cambios importantes en su situación, cambios que corresponden con eventos claves de la economía colombiana en el período analizado. Así, mientras que el paso del sector gobierno de deficitario o superavitario en 1974, puede decirse, se relaciona con los cambios de política introducidos en dicho año por el gobierno López, el paso en sentido contrario del sector resto del mundo en 1976 puede relacionarse a su vez con la acumulación de reservas ya también mencionadas en el Capítulo 2.

**TABLA 3.1.**

**COLOMBIA: CARACTERIZACION DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Inst. Financ.	S	S	S	S	S	D	S	S	S	D
Firmas	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Hogares	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Gobierno	D	D		D	S	S	S	S	S	S
Resto-mundo	S	S	S	S	-	S	-	D	D	D

S: Superavitario o prestamista neto.

D: Deficitario o prestatario neto.

FUENTE: Elaborado por el autor a partir de las Cuentas Financieras de Colombia del Banco de la República.

Ya caracterizados los sectores como deficitarios o superavitarios, puede ahora hacerse una cuantificación de la importancia relativa de cada sector, de acuerdo a su situación, al déficit o al superavit total que, dada la igualdad ex-post entre ahorro e inversión, son de igual magnitud. Esto puede verse en la Tabla 3.2.

**TABLA 3.2.**

**IMPORTANCIA PORCENTUAL DE CADA SECTOR EN EL DEFICIT O SUPERAVIT TOTAL**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Inst. Financ.	8	5	8	7	-6	22	6	4	3	6
Firmas	-88	-86	-100	-60	-94	-91	-64	-56	-73	-62
Hogares	47	-24	51	91	15	54	53	79	64	73
Gobierno	-12	-14	1	-40	8	24	41	17	33	27
Resto-mundo	45	71	34	2	77	-9	-36	-44	-27	-32
Total (Ahorro-Inversión ó Superávit-Déficit)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

FUENTE: Cálculos del autor a partir de las Cuentas Financieras del Banco de la República.

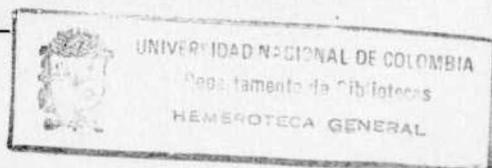
Es claro que al sector de firmas corresponde el más alto porcentaje del déficit de los sectores deficitarios y que, por consiguiente, es este sector el que absorbe la mayor parte de los recursos transferidos intersectorialmente. Estos recursos provienen principalmente de los hogares y el resto del mundo entre 1970-1975, y de aquellos de este año en adelante.

El balance hasta ahora parece favorecer la hipótesis de la escasez de ahorros. En efecto, pareciera haber evidencia que el sector de firmas se mantiene en una situación de falta de recursos que lo lleva a acudir a otros sectores —los superavitarios— para poder financiar sus operaciones. De alguna manera, entonces, la economía ha venido compensando el creciente déficit de las firmas, y es lógico esperar que esta actividad de “reciclaje” de ahorros haya influido decididamente en la creación de presiones inflacionarias y en el crecimiento del sector financiero de los años recientes.

### 3.2. Comportamiento Financiero del Sector de Firmas

#### 3.2.1. El Modelo

El objetivo de esta sección es cuestionar las conclusiones presentadas en la sección anterior, especialmente en lo que hace a la caracterización del sector de firmas como *deficitario o prestatario neto*. Para esto se intentará aplicar el modelo post-keynesiano del ajuste ahorro-inversión. El modelo en referencia fue presentado en las secciones 1.2. y 1.3. del Capítulo 1, donde



se enfatizó que el lazo de acumulación y distribución del ingreso se centra en el proceso de generación y realización de beneficios por parte de las firmas.

Es necesario entonces, poner juntos los dos elementos tratados en las secciones arriba mencionadas, a saber: a) el mecanismo de determinación de precios en base a la colocación de un margen de beneficios sobre los costos unitarios, mecanismo este que supone una relación directa entre precios y requerimientos de fondos de inversión; y b) la demanda de las firmas por dinero con sus tres motivos (financiación, precaución y especulación) y la forma como esta demanda se relaciona con la maximización de rentas en el largo plazo por parte de las mismas firmas. La combinación de estos dos elementos constituye lo que puede denominarse el comportamiento financiero de las firmas o sector de firmas.

El marco teórico para el análisis del comportamiento financiero del sector en cuestión ha sido desarrollada por Wood (1975). Aunque este marco se elaboró principalmente para el caso de sociedades anónimas, no hay problemas en aplicarlo a casos como el colombiano en que dichas firmas son una parte pequeña del sector de firmas, ya que aquellas representan una fracción bastante mayoritaria de la producción industrial del país.

Habiendo hecho esta clasificación, puede decirse que el comportamiento financiero del sector de firmas se centra en la determinación de largo plazo de los siguientes coeficientes:

- Coeficiente de retención, 'r':

$$r = \frac{\text{financiación interna (beneficios retenidos + depreciación)}}{\text{beneficios brutos}} = \frac{R}{P}$$

- Coeficiente de financiación externa, 'x':

$$x = \frac{\text{financiación externa (endeudamiento neto nuevo + emisión acciones)}}{\text{inversión (fija)}} = \frac{X}{I}$$

- Coeficiente de activos financieros, 'f':

$$f = \frac{\text{adquisición de activos financieros}}{\text{inversión (fija)}} = \frac{F}{I}$$

La determinación de los valores de los coeficientes 'r', 'x', y 'f' es al mismo tiempo la determinación de: a) la participación de los recursos internos y externos en la financiación de la inversión, y b) el monto de recursos que el sector mantendrá en forma de depósito de valor y que, por consiguientes serán incorporados a la circulación financiera del dinero.

Una vez que estos dos elementos han sido determinados, el sector ajusta los precios de sus productos de tal manera que asegure la absorción en forma de beneficios, de los recursos internos necesarios para financiar la parte de la inversión que se decide así financiar. Vista desde el punto de vista del sector como un todo, la determinación del margen de beneficios es la determinación de la participación de estos en el valor agregado del sector. Quedan así enlazados el proceso de acumulación, el ajuste ahorro-inversión y la distribución del ingreso.

Más concretamente, Wood calcula el margen de beneficios de la siguiente manera:

Cuenta de capital del sector de firmas (de acuerdo a las variables definidas arriba); salidas:

$$I + F = I + f \cdot I,$$

de las cuales el monto financiado con recursos externos es:

$$X = x \cdot I$$

Esto quiere decir que el monto de recursos internos de que debe disponer el sector, 'R', debe ser al menos igual a  $I + F - X$ . Formalmente,

$$R \geq I + F - X$$

$$rP \geq I + f \cdot I - x \cdot I$$

de donde se puede deducir la fórmula para calcular los *beneficios mínimos requeridos* para financiar un nivel dado de inversión y para un determinado comportamiento financiero del sector de firmas (expresado en los valores de  $r$ ,  $x$  y  $f$ ). La fórmula es:

$$P \geq \left( \frac{1 + f - x}{r} \right) \cdot I$$

Esta fórmula puede también se expresada en términos de participación de los beneficios en el valor agregado,  $\pi$ . Simbolizando el valor agregado del sector para un período dado como  $V_t$ , se tiene

$$g = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_t}, \quad \text{tasa de crecimiento del valor agregado, y}$$

$$k = \frac{I}{V_t - V_{t-1}}, \quad \text{coeficiente de inversión.}$$

Con esto, la fórmula que expresa la *mínima participación de los beneficios* que aseguran la financiación de un nivel y tipo dados de inversión, y para un nivel expresado de crecimiento de las rentas, será

$$\bar{\pi} = \frac{P}{V} \geq \left( \frac{1+f-x}{r} \right) g.k.$$

Con base en las dos fórmulas centrales anotadas arriba, la hipótesis fundamental del presente capítulo es que los beneficios —o la participación de éstos en el valor agregado— efectivamente recibidos por las firmas tienden a corresponder, en el largo plazo, con los mínimos beneficios requeridos —o mínima participación de beneficios en el valor agregado— determinados de acuerdo con la(s) fórmula(s) arriba explicada(s).

La eventual aceptación de esta hipótesis ayudaría considerablemente al entendimiento de importantes elementos interesantes al proceso de acumulación, al mismo tiempo que constituiría un duro golpe a la hipótesis de la escasez de ahorros.

### 3.2.2. *Cuantificación del comportamiento financiero del sector de firmas.*

Antes de examinar la hipótesis enunciada arriba es necesario analizar el comportamiento financiero del sector de firmas. La información relevante puede verse en las Tablas 3.3. y 3.4.

**TABLA 3.3.**

**COMPORTAMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR DE FIRMAS**  
(Millones de pesos corrientes)

	F	X	R	P	I
1970	1494	9391	7233	24405	15601
1971	146	9829	8624	29298	18154
1972	1941	14324	9657	37027	17626
1973	4850	9924	12616	49609	19153
1974	3785	19031	17756	67419	36350
1975	720	19171	16564	78679	35039
1976	4030	31920	24787	107972	50530
1977	27578	66319	34070	134985	62970
1978	17035	73848	40890	170207	82932

FUENTE: Cálculos del autor en base a las Cuentas Nacionales. Variables definidas como se anotó en la sección anterior.

**TABLA 3.4.**

**COMPORTAMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR DE FIRMAS  
(Coeficientes)**

	$f = F/I$	$x = X/I$	$r = R/P$	$q = R/I$
1970	.09	.60	.29	.46
1971	.01	.54	.29	.47
1972	.11	.81	.26	.54
1973	.25	.51	.25	.65
1974	.10	.52	.26	.48
1975	.02	.54	.21	.47
1976	.08	.63	.22	.49
1977	.43	1.05	.25	.54
1978	.20	1.03	.24	.49

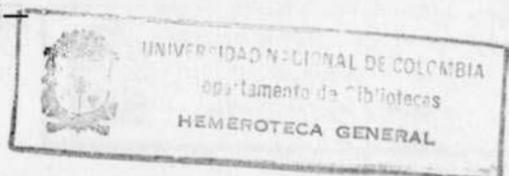
FUENTE: Cuadro 3.3.

Debe mencionarse, antes de entrar en detalle, que la longitud del período analizado puede no ser suficiente para la concretización de un comportamiento financiero específico y para la consolidación del mecanismo de determinación de precios a partir del margen de beneficios. Adicionalmente, es de esperarse que las altas tasas de inflación y los cambios en la economía que se presentaron en el período hayan producido cierto grado de inestabilidad en el comportamiento financiero de la generalidad de los agentes económicos.

Teniendo lo anterior en mente, puede hacerse algunos comentarios respecto al movimiento de las variables de las Tablas 3.3. y 3.4. El coeficiente de activos financieros 'f', muestra marcadas fluctuaciones que no permiten una explicación clara con la información disponible, aunque como se anotó en el párrafo anterior, estas fluctuaciones pueden deberse a las altas tasas de inflación del período. Respecto a los recursos externos, no es posible distinguir su composición en capital de trabajo y financiación de la inversión. Sin embargo, es notable el incremento alcanzado por el coeficiente 'x' en los últimos años del período estudiado en que alcanzó niveles superiores a la unidad.

Mientras esto ocurría, el coeficiente de retención de beneficios 'r' disminuía, el coeficiente de financiación interna 'q' se mantenía estable con un promedio de .51 y el monto de beneficios brutos se distanciaba cada vez más sobre el valor de la inversión/16/. Esto indica una situación

16. Como puede notarse, la suma de los coeficientes de financiamiento interno (q) y financiamiento externo (x) es mayor que uno. Esto se explica por el hecho de que parte del endeudamiento no se dirige a financiar la inversión sino a financiar capital de trabajo u otros gastos de las firmas.



aparentemente paradójica de aumento simultáneo de endeudamiento y de recursos propios con un patrón estable de financiación de la inversión, indicando todo esto la *tendencia a dirigir los fondos* propios y ajenos a *usos distintos de la inversión*. Esto será analizado en detalle más adelante.

### 3.2.3. *Análisis del comportamiento financiero del sector firmas*

Con base en los análisis adelantados en los párrafos precedentes puede entonces afirmarse que entre 1970 y 1978 las firmas obtuvieron beneficios a una tasa *creciente*, tasa esta mayor que la *correspondiente a la inversión*. Esto, sin embargo, no se manifestó ni en aumento en la participación de los beneficios en la financiación de la inversión, ni en una reducción en el ritmo de endeudamiento. Por el contrario, la estrategia de las firmas fue mantener la proporción de la inversión financiada con recursos internos y aumentar la demanda de crédito. Esto condujo a la paradójica situación de que las firmas, al mismo tiempo que veían aumentar sus beneficios, se consolidaban como sector deficitario o prestatario, tal como se vio en la sección 3.1.

Cualquier intento por explicar esta aparente paradoja debe comenzar por rechazar la hipótesis monetarista estructural de escasez de ahorros. Si las firmas demandan crédito lo hacen en base a su función de preferencia por la liquidez, esto es, por razones estratégicas, y no porque se mantengan continuamente cortos de beneficios/17/. Como se vio en el Capítulo 1, estas razones estratégicas pueden ser, entre otras: la necesidad de cerrar la brecha en el tiempo entre recepción de ingresos y salida de egresos; la necesidad de financiar obligaciones de corto plazo (capital de trabajo, por ejemplo); la necesidad de conceder crédito a otros agentes para facilitar la realización de beneficios; la decisión de diversificar las fuentes de beneficios; etc. Podría preguntarse por qué las firmas no usan sus beneficios crecientes para cubrir estas necesidades. La posible respuesta a esta pregunta debe tener en cuenta: a) que la recepción de beneficios por las firmas está condicionada por el período de rotación del capital mientras que las necesidades de liquidez arriba mencionadas se presentan continuamente; y b) que a lo largo de la década pasada las firmas gozaron de tasas reales de interés negativas lo que de por sí, y dado el mecanismo de determinación de precios, hacía atractivo el uso de crédito para financiar la producción mientras los beneficios se asignaban para otros usos.

Estos otros usos a los cuales las firmas dirigieron sus recursos son: pago de intereses y distribución de dividendos, operaciones de portafolio

---

17. Estrictamente hablando, el criterio para determinar si el sector de firmas es superavitario o excedentario debería ser la comparación de beneficios y gastos de inversión y no la de ingresos y gastos.

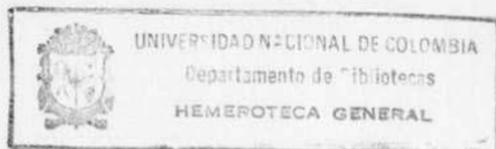
(especulación, compra de terrenos y finca raíz, compra parcial o total de otras empresas) e impuestos. De estos distintos usos de los recursos de las empresas es relativamente poca la cuantificación existente, siendo este un interesante tema de posible investigación. Debe subrayarse sin embargo, por su importancia en el proceso de centralización y concentración de capital, el notable incremento en la asignación de recursos hacia actividades especulativas y compra de otras firmas que parece haberse presentado en el período en consideración. El primero de estos elementos, la compra creciente de activos financieros por parte de firmas, ha sido evidenciado también por Gutiérrez (1977), quien explica esto en base al mayor rendimiento y menor riesgo que representan aquellos activos frente a la inversión productiva. Pasando a otro aspecto del uso de recursos, y mientras la absorción de unas firmas por otras ha sido ya analizada como un viejo fenómeno en el país, (Camacho (1977)), la unión de firmas de los sectores industrial y financiero sí constituye un aspecto reciente y creciente de la estructura del capital en Colombia (Velásquez y Zuleta (1980)).

La conformación y consolidación de grupos o conglomerados es entonces una característica de la economía colombiana en la década pasada, y que trae consecuencias importantes para el funcionamiento del sistema financiero, algunas de cuyas instituciones pasan a convertirse en la "caja menor" de aquellos grupos o conglomerados.

Continuando la cadena de hipótesis acerca de causas y consecuencias del comportamiento del sector de firmas en el período 1970-1979, es de esperarse que la diversificación de actividades por parte de éstas, y dado el ya alto grado de concentración en los mercados, se haya sumado a la crisis mundial para desestimular la inversión en la segunda mitad de la década. Así, y siguiendo la distinción de Eichner (1976) entre inversiones destinadas a responder al crecimiento esperado de la demanda —inversión vegetativa— e inversiones tendientes a afectar la estructura de mercado con innovaciones en la producción y/o distribución de los productos —inversión agresiva—, puede decirse que el grueso de la *inversión productiva* en Colombia en la década pasada fue de carácter vegetativo, mientras se afectaba la estructura del mercado mediante compra de empresas ya existentes y/o quiebra de otras pequeñas.

#### 3.2.4. Estimación de beneficios requeridos y obtenidos

El análisis del comportamiento financiero del sector de firmas en la sección anterior condujo a resultados, conclusiones e hipótesis de suma importancia. Es posible sin embargo reforzar estos elementos sintetizándolos en la comparación de los beneficios obtenidos por el sector en cuestión con aquellos hipotéticamente requeridos calculados en base al modelo de Wood explicado en la sección 3.1.1. del presente documento.



Para que el modelo sirva en el análisis de las relaciones entre el comportamiento financiero, por un lado, y el lazo decisiones de inversión —precios, por el otro, se hace necesario que los valores de los beneficios (P) y margen de beneficios ( $\pi$ ) que efectivamente se dieron en el país tiendan a corresponder, en el largo plazo, con los requerimientos mínimos de las mismas variables calculadas de acuerdo a las fórmulas de la sección arriba mencionada. Los resultados, prometedores a primera vista, se resumen en la Tabla 3.5.

**TABLA 3.5.**

**SECTOR DE FIRMAS: BENEFICIOS REQUERIDOS Y OBTENIDOS**

	Beneficios (p) (millones de pesos)		Margen de Beneficios ( $\pi$ )	
	Mínimos Requeridos	Obtенidos	Mínimo Requerido	Obtенido
1970	26053	24405	.204	.188
1971	28864	29289	.189	.192
1972	19741	37027	.195	.199
1973	54202	49609	.266	.208
1974	79790	67419	.252	.213
1975	77786	78679	.197	.198
1976	9540	107972	.208	.207
1977	94958	134985	.206	.209
1978	58743	170207	.192	.211

FUENTE: Cálculos hechos por el autor en base a información de las Cuentas Nacionales del Banco de la República.

Los valores presentados en la Tabla en cuestión validan el modelo utilizado y, principalmente, dan mayor solidez a las conclusiones e hipótesis planteadas en la sección anterior. Puede entonces afirmarse que, en efecto, existe una importante conexión entre la determinación de precios por parte del sector de firmas, sus decisiones de inversión y su comportamiento financiero. No hubo para el sector *en su conjunto*, durante la década pasada limitación a sus actividades por escasez de ahorros en la economía y, más aún, no se necesitaron dichos ahorros: las firmas captaban en forma de beneficios los recursos que requirieron para financiar su inversión.

Hechos estos planteamientos, es posible agregar una más a las conclusiones e hipótesis planteadas en la sección anterior. Puede ahora afirmarse con certeza que el comportamiento del sector de firmas no sólo es

influido por las condiciones inflatorias de la economía sino que también juega un papel notable en la actuación de éstas. Hasta cierto punto, las firmas estarían en capacidad de proteger sus beneficios contra la inflación.

### **3.3. Principales conclusiones del capítulo**

A manera de resumen, pueden señalarse las siguientes como los principales resultados que se evidenciaron en el presente capítulo:

- puede lanzarse la hipótesis que, visto en su conjunto, el sector de firmas en Colombia se encuentra en una posición en que puede ligar los precios a las necesidades de recursos para la financiación de la inversión. El sector no es, entonces, deficitario.
- puede rechazarse la hipótesis de la escuela monetarista estructural de que los ahorros constituyen una limitante a la inversión.
- En términos generales, la inversión fija privada en Colombia se financia con recursos internos y externos a las firmas en iguales proporciones.
- Las firmas tienden crecientemente a usar sus beneficios para propósitos diferentes a la financiación de la actividad productiva que refuerzan el proceso de concentración y centralización de capital en Colombia.
- Durante 1970 y 1979 las firmas incrementaron considerablemente sus niveles de endeudamiento a tasas reales de interés negativas.
- Estas conclusiones y las hipótesis lanzadas en el presente Capítulo se refieren al sector de firmas como un todo y deben ser tomadas con cautela al analizar las diferencias que necesariamente se presentan al interior del sector en cuestión.

## **4. SECTOR DE FIRMAS: FINANCIAMIENTO EXTERNO**

Se trata en el presente capítulo un aspecto importante del comportamiento financiero de las firmas y que fue sólo mencionado en capítulos anteriores: el financiamiento externo. Debe antes recordarse que, como se anotó ya atrás, la razón que lleva a las firmas a demandar crédito no es la carencia endémica de beneficios (ahorros). Se espera que este capítulo ayude en la clarificación de este hecho.

#### 4.1. Importancia y composición del financiamiento externo

Como se anotó en el capítulo anterior, la absorción por parte de las firmas de recursos externos a ellas aumentó considerablemente durante el período 1970-1979, y representó, en promedio un 69% de los gastos de inversión. Como también se dejó claro oportunamente, este porcentaje sobreestima la participación de los recursos externos en la financiación pues incluye el crédito utilizando como capital de trabajo. Se concluyó entonces que la inversión del sector de firmas en el período fue financiada en partes iguales con beneficios y recursos externos.

Los recursos externos vienen de dos fuentes: crédito y emisión de acciones. La participación de emisión de acciones en el financiamiento de la inversión en Colombia descendió considerablemente en los últimos años hasta el punto de hacerse despreciable. Castro y Junguito (1979) estima esta participación en .06 entre 1970 y 1974 y de 0.4 para 1975-1978. Las razones que por lo general se esgrimen para explicar estos bajos porcentajes se relacionan con el sistema tributario colombiano, las altas tasas de inflación y las tendencias hacia la centralización del capital en el país.

Junguito (1980) anota que la estructura del sistema tributario desestimula la financiación de la inversión a través de acciones. El autor describe lo que se conoce como la "doble tributación" y muestra que ésta reduce considerablemente el rendimiento de las acciones: en primer lugar, los impuestos a las sociedades disminuyen los recursos a ser distribuidos en forma de dividendos y, en segundo lugar, los impuestos a los accionistas terminan por minar la rentabilidad de las acciones. Este argumento se encuadra perfectamente dentro de la hipótesis de escasez de ahorros: los beneficios serían una *cantidad fija* y de un monto tan *bajo* —un residuo— que no alcanza para repartir entre individuos, impuestos y fondos de inversión. El Capítulo 3, presentó suficiente evidencia para rechazar la hipótesis de escasez de ahorros (beneficios) en todas sus variantes como la ofrecida por Junguito.

En lo que respecta a los efectos negativos que sobre el rendimiento de las acciones han tenido las altas tasas de inflación, la Tabla 5.3. en el Capítulo 5 muestra que las acciones, en efecto, presentan entre 1970 y 1979 uno de los rendimientos más bajos entre los distintos activos del mercado financiero. Sin negar que el rendimiento de las acciones, y de la mayoría de los demás activos, fue negativo en el período analizado, lo que debe ser aclarado es sí, en verdad, las acciones son sustituibles por otros activos como depósito de valor para quien las posee, o si, lejos de ésto, las acciones son un medio de control. La evidencia tiende a favorecer la última de estas posibilidades. En efecto, Velásquez y Zuleta (1980) señalan que las firmas tienden a evitar aquellas emisiones de acciones que ponen en peligro el control de los grupos

dominantes. Y cuando de hecho se emiten acciones se asegura que el control de dichos grupos se mantenga. Lo que ha ocurrido en los últimos años, anotan los autores citados, y se mencionó en el Capítulo 3 del presente trabajo, es la redistribución y concentración de acciones ya existentes en manos de unos pocos grupos con intereses en la industria, el comercio y el sistema financiero. Este proceso se hizo aún más intenso al final de los años setenta (DANE (1981)).

#### 4.2. Firmas: Composición de su endeudamiento

La financiación externa del sector de firmas se compone entonces casi exclusivamente de crédito proveniente no sólo del sector financiero sino aún también del mismo sector analizado. La Tabla 4.1. presenta esta información.

**TABLA 4.1.**

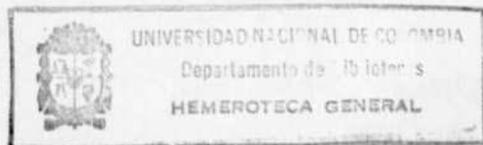
**COMPOSICION PORCENTUAL DEL CREDITO AL SECTOR  
FIRMAS POR SECTOR PRESTAMISTA**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Prestamista	30	32	32	33	42	34	32	26	30	38
Inst. financ.	23	28	31	37	33	41	34	39	34	23
Firmas	14	17	16	11	9	11	14	21	26	29
Hogares	18	6	7	7	7	4	10	8	8	10
Gobierno	15	17	14	12	9	10	10	6	2	-
Resto-mundo	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: Cálculos hechos por el autor en base a las Cuentas Financieras de Colombia del Banco de la República.

La Tabla anterior muestra dos puntos importantes: en primer lugar, el crédito que reciben las firmas a través del sistema financiero representa sólo, en promedio, un 33% del endeudamiento total de estas. En segundo lugar, el crédito inter-firma es cuantitativamente casi tan importante (31%) para el sector como aquel que viene del sistema financiero.

El hecho que las firmas acudan a una variedad tan amplia de fuentes de crédito y no exclusivamente a las instituciones financieras refleja el diagnóstico de represión financiera de las monetaristas estructurales y las "imperfecciones" a que ésta conduce. Sin embargo, la situación también refleja los mecanismos de creación endógena de dinero en la economía y las consiguientes dificultades que enfrenta el gobierno en sus intentos de controlar la oferta monetaria.



El crédito al sector de firmas puede analizarse también desde el punto de vista de la estructura de dicho crédito. Este análisis es de suma importancia pues la estructura de su endeudamiento es un elemento básico del comportamiento financiero de las firmas. Así, se acepta en general que mientras el crédito de largo plazo se relaciona directamente con la financiación de la inversión, el crédito de corto plazo tiene que ver con capital de trabajo y mantenimiento de saldos monetarios, y el crédito comercial con la realización de la producción.

**TABLA 4.2.**

**COMPOSICION PORCENTUAL DEL CREDITO AL SECTOR DE FIRMAS DE ACUERDO AL TIPO DE PRESTAMO**

1970	24	45	31	100
1971	46	23	31	100
1972	52	19	29	100
1973	32	4	64	100
1974	29	32	39	100
1975	27	31	42	100
1976	25	28	47	100
1977	57	19	24	100
1978	41	23	36	100
1979	53	33	14	100

FUENTE: Cálculos del autor en base a las Cuentas Financieras elaboradas el Banco de la República.

Con base en esta asignación del crédito, la Tabla 4.2. muestra que el endeudamiento del sector de firmas tiene que ver más con la distribución de necesidades y disponibilidad de liquidez en el tiempo que con la financiación de la inversión.

**TABLA 4.3.**

**COMPOSICION PORCENTUAL DEL CREDITO A LAS FIRMAS DE ACUERDO A ESTRUCTURA DEL CREDITO Y PRESTAMISTA**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	Pro- medio
Crédito de Corto Plazo											
Inst. Financ.	76	59	11	40	90	74	70	50	68	66	60
Firmas	6	2	1	58	10	5	16	15	28	15	16
Hogares	17	39	78	-	-	-	-	34	4	19	19
Gobierno	1	-	9	-	-	19	-	-	-	-	3
Resto-mundo	-	-	1	2	-	2	11	1	-	-	2

### Crédito de Largo Plazo

Inst. Financ.	43	31	33	24	26	41	17	24	22	11	26
Firmas	24	3	20	13	38	30	31	34	10	16	22
Hogares	7	50	18	32	5	-	24	26	62	52	27
Gobierno	25	14	15	24	32	-	20	12	-	19	15
Resto-mundo	-	2	9	7	9	18	8	4	6	2	10

### Crédito Comercial

Inst. Financ.	31	21	17	5	18	16	10	11	12	38	18
Firmas	7	40	71	49	51	77	43	70	68	32	51
Hogares	16	-	-	22	19	-	23	-	1	-	9
Gobierno	13	24	6	21	-	-	10	-	3	-	8
Resto-mundo	33	15	6	3	12	7	14	19	16	30	14

FUENTE: Cálculos del autor basados en las Cuentas financieras de Colombia del Banco de la República.

Es posible conducir un análisis conjunto del endeudamiento de acuerdo a su composición y a los sectores de donde proviene (Tabl 4.3.). Así, aunque la estructura general del crédito recibido por las firmas no sufrió cambios importantes durante los diez años estudiados, es posible si subrayar otros puntos específicos. Diferentes sectores tienen una diferente participación en el endeudamiento de las firmas de acuerdo al tipo de crédito. El sector financiero se concentra en los préstamos de corto plazo con una participación mucho menor en préstamos de largo plazo y una posición secundaria en crédito comercial. El crédito intra-sectorial de las firmas muestra un comportamiento completamente diferente: para préstamos de corto plazo, en los cuales la participación del sistema financiero es considerable, el crédito inter-firmas es de poca magnitud. Para préstamos de largo plazo, en los que el sector financiero disminuye en participación relativa, el crédito inter-firmas aumenta considerablemente. Finalmente, en lo que hace a crédito comercial, las firmas suministran casi el 50% de los préstamos por ellas utilizados, compensando así la mínima participación del sistema financiero.

El hecho de que las firmas tiendan a llenar ellas mismas los vacíos de crédito dejados por las instituciones financieras puede considerarse como indicativo de que el funcionamiento de estas últimas no corresponde estrictamente con las necesidades de la circulación industrial del dinero explicada en la sección 1.3.2.

Es posible, finalmente, hacer algunos comentarios respecto al crédito del resto del mundo al sector de firmas. Como se ve en la Tabla 4.4. este artículo viene también a satisfacer la demanda de éstas por liquidez (capital de trabajo, rentas, etc.) y no a complementar unos recursos supuestamente escasos para la financiación de la inversión.

**TABLA 4.4.**

**DEUDA PRIVADA CON EL EXTRANJERO  
(COMPOSICION PORCENTUAL)**

	Capital de Trabajo	Inver- siones	Expor- tacio- nes	Impor- tacio- nes	Banco Repú- blica	Otro	Total
1970	20.3	13.6	11.4	37.1	8.1	100	
1971	23.1	12.0	13.1	36.8	8.3	6.7	100
1972	24.7	8.9	16.6	35.6	9.1	5.1	100
1973	26.5	9.4	15.1	32.4	11.2	5.4	100
1974	19.3	7.9	8.3	47.7	11.5	5.4	100
1975	17.6	5.4	7.0	57.7	9.0	3.3	100
1976	16.9	6.3	5.3	59.6	8.9	3.0	100
1977	17.1	7.6	2.7	58.6	11.0	3.0	100
1978	18.8	5.8	2.1	55.9	14.7	2.7	100
1979	15.4	8.4	1.3	61.3	11.5	2.0	100

FUENTE: PERRY, et. al. (1981)

**4.3. Las firmas como intermediarios financieros**

Se mencionó en los capítulos 1 y 3 del presente trabajo que unos de los aspectos del comportamiento financiero de las firmas es el hecho de que éstas hacen préstamos y conceden crédito a otras unidades. Se anotó también en esos capítulos que puede esperarse que esta actividad se relacione con la realización de beneficios por parte de las firmas. La información disponible confirma la importancia de esta actividad en Colombia y hace evidente la necesidad de profundizar un poco en las circunstancias en que las firmas lleva a cabo este panel de "cuasi-intermediarios financieros".

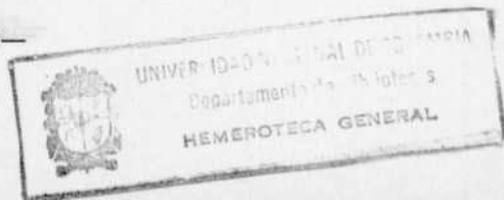
TABLA 4.5.

PRESTAMOS CONCEDIDOS POR EL SECTOR DE FIRMAS: COMPOSICION PORCENTUAL  
POR SECTOR RECEPTOR

	Corto Plazo					Largo Plazo					Crédito Comercial					Total				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	-	100	-	-	-	-	79	19	-	2	6	67	-	25	2	4	70	4	19	3
1971	68	10	17	5	-	30	34	1	35	-	6	44	40	8	-	11	41	36	12	-
1972	-	27	54	19	-	19	81	-	-	-	10	51	32	7	-	12	56	27	4	2
1973	11	33	56	-	-	10	83	4	3	-	1	51	35	10	3	3	50	37	6	4
1974	-	82	-	17	-	3	94	3	-	-	7	37	50	2	4	6	49	40	4	1
1975	-	8	92	-	-	25	72	1	3	-	2	64	29	5	-	8	62	25	5	-
1976	14	82	-	-	-	3	94	1	2	-	6	44	39	7	4	7	55	31	4	3
1977	2	73	15	-	10	1	97	1	1	-	-	60	32	8	-	1	73	20	5	1
1978	-	92	7	1	-	4	89	6	1	-	10	63	1	19	7	8	70	2	15	5
1979	3	82	2	1	12	2	93	3	-	2	20	21	16	43	-	27	30	11	29	3

- (1) Instituciones financieras
- (2) Firmas
- (3) Hogares
- (4) Gobierno
- (5) Resto-mundo

FUENTE: Cálculos del autor a partir de las Cuentas Financieras de Colombia del Banco de la República.



Como puede verse en la Tabla 4.5. aproximadamente un 54% del crédito concedido por el sector de firmas es crédito intra-sectorial. Esto quiere decir que alrededor de 32% del crédito recibido por las firmas es recirculado del sector, 28% es reciclado hacia otros sectores —especialmente a los hogares en forma de crédito al consumidor— y el remanente, 40% es usado por las firmas para cubrir sus necesidades de financiación. Es importante agregar que la parte del crédito total a las firmas de largo plazo, que es el tipo de crédito más escaso en el mercado financiero colombiano.

El análisis de las actividades de préstamo y crédito de las firmas puede modificar considerablemente las conclusiones de muchos autores con respecto a las razones que explican el endeudamiento de las firmas en los años recientes, entre las cuales, razones como la escasez de recursos propios pasan ahora a un plano menos que secundario.

**TABLA 4.6.**

**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS PRESTAMOS/CREDITOS  
CONCEDIDOS A LAS FIRMAS**

	<b>Corto Plazo</b>	<b>Largo Plazo</b>	<b>Crédito Comercial</b>	<b>Total</b>
1970	25	24	51	100
1971	23	46	31	100
1972	19	52	29	100
1973	4	32	64	100
1974	32	29	39	100
1975	31	27	42	100
1976	28	25	47	100
1977	19	57	24	100
1978	23	42	35	100
1979	45	37	18	100

**FUENTE:** Cálculos del autor a partir de las Cuentas Financieras de Colombia del Banco de la República.

**TABLA 4.7.**

**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS PRESTAMOS/CREDITOS  
CONCEDIDOS POR LAS FIRMAS**

	<b>Corto Plazo</b>	<b>Largo Plazo</b>	<b>Crédito Comercial</b>	<b>Total</b>
1970	4	16	80	100
1971	4	8	88	100
1972	1	17	82	100
1973	14	7	79	100
1974	5	15	80	100
1975	7	13	80	100
1976	12	13	76	100
1977	8	35	57	100
1978	16	9	75	100
1979	12	16	72	100

FUENTE: Cálculos del autor a partir de las Cuentas Financieras de Colombia del Banco de la República.

Como puede verse en las Tablas 4.6. y 4.7., la estructura de los préstamos/crédito a favor y en contra del sector de firmas son diferentes. Estas diferencias ilustran, en parte, la conexión entre el motivo financiación para demandar dinero y la brecha en el tiempo entre entradas y salidas de la firma.

Haciendo abstracción de las diferencias arriba mencionadas, la Tabla 4.8. muestra la magnitud del reciclaje de poder de compra llevado a cabo por las firmas, sobre todo en lo que hace a crédito comercial. En este tipo de crédito, como lo muestra la Tabla en cuestión, las firmas no sólo reciclan sino que, por así decirlo "crean dinero": dan crédito por un monto mayor de los que reciben; actúan como "intermediarios financieros".

**4.4. Principales conclusiones del capítulo**

Para resumir, puede decirse que el desarrollo del presente capítulo ha permitido concluir lo siguiente:

- La demanda de crédito por parte de las firmas responde más a ajustes de liquidez en el tiempo y a realización de beneficios que a escasez de recursos de inversión.

**TABLA 4.8.**

**FIRMAS: COCIENTE PRESTAMOS/CREDITO A FAVOR SOBRE  
PRESTAMOS/CREDITO EN CONTRA**

	<b>Corto Plazo</b>	<b>Largo Plazo</b>	<b>Crédito Comercial</b>	<b>Total Crédito</b>
1970	.06	.32	0.72	.46
1971	.07	.09	1.43	.52
1972	-	.24	1.95	.71
1973	3.61	.15	2.97	.79
1974	.10	.38	1.47	.73
1975	.19	.47	1.76	.93
1976	.22	.33	0.97	.60
1977	.24	.35	1.41	.58
1978	.35	.12	1.07	.51
1979	.20	.35	3.08	.78

FUENTE: Cálculos del autor a partir de las Cuentas Financieras de Colombia del Banco de la República.

- Del total de fondos prestados utilizados por las firmas sólo se canalizó a través del sistema financiero un 33%.
- Los agentes que intervienen en la circulación industrial del dinero "crean" liquidez endógenamente; esto ocurre independientemente del sistema financiero y a pesar de él.
- El endeudamiento y el crédito a favor y en contra del sector de firmas debe analizarse conjuntamente como condición de hacer un acercamiento adecuado a comprender el comportamiento financiero de las firmas.
- Hay fuerte evidencia de falta de correspondencia entre las necesidades de la circulación industrial del dinero y el funcionamiento del sistema financiero en Colombia, lo que ha llevado a las firmas a actuar de intermediarios financieros; en promedio éstas reciclan más del 50% de los recursos que reciben en crédito y préstamo.

**5. EL SECTOR FINANCIERO EN COLOMBIA**

El propósito de este capítulo es el de sintetizar las principales conclusiones de los capítulos anteriores, pero ahora haciendo énfasis en la relación de dichas conclusiones con el funcionamiento del sector financiero

en Colombia. Todo esto se complementará con información adicional referente al sector en cuestión. Debe si tenerse presente a lo largo del capítulo la versión monetarista estructural acerca del funcionamiento del sistema financiero, versión que será cuestionada a partir de los resultados que se vayan obteniendo.

## **5.1. Evolución del sector financiero (1970-1979)**

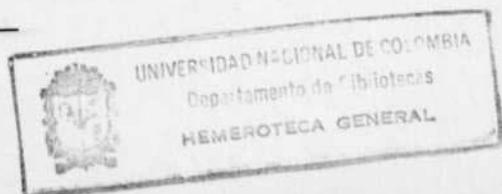
### **5.1.1. Principales determinantes**

Es posible destacar cuatro determinantes básicos del desarrollo del sector financiero en Colombia durante el período: las altas tasas de inflación, la acumulación de reservas internacionales, medidas de política económica específicamente referidas al sector, la demanda creciente de crédito por parte del sector de firmas. Estos factores han sido ya analizados separadamente en el presente documento aunque su importancia para el desarrollo del sector financiero no ha sido subrayada, excepto en el caso de la demanda de crédito por parte de las firmas.

Hernández (1980), por ejemplo, afirma que la única manera de entender el desarrollo reciente del sector financiero es mediante el análisis de los efectos redistributivos de la inflación sobre los distintos receptores de ingresos y poseedores de riqueza. Montes (1980) añade a estos elementos el análisis de la respuesta de los diferentes agentes económicos en sus intentos de proteger el poder adquisitivo de su ingreso y riqueza. Así, la aparición de nuevos activos financieros y las altas tasas de inflación llevaron a muchos agentes económicos a abandonar en distinto grado el dinero como depósito de valor prefiriendo en su lugar la especulación financiera y/o distintos activos físicos —inventarios, tierra, finca raíz, etc.—.

Por otro lado, el auge exportador y el consecuente aumento en las reservas internacionales, y en la medida en que este último se manifestó en un aumento exógeno en la oferta monetaria, tuvieron efectos importantes en el crecimiento del sector financiero. En efecto, y como lo anota Davidson (1972), los incrementos exógenos en la oferta monetaria se transmiten a la economía principalmente a través de la circulación financiera.

Finalmente, y en lo que hace a política económica, la reforma y la subsiguiente contra-reforma financiera de 1974, analizadas ya en el Capítulo 2, constituyeron el marco institucional del desarrollo del sector en cuestión en la década anterior. Adicionalmente, la introducción en 1972 del sistema de valor constante para la financiación de la construcción de vivienda puede considerarse como otro elemento básico en el proceso aquí analizado. Este nuevo sistema de ahorro implicó, como se sabe, la creación de nuevos intermediarios y de nuevos activos - las UPAC's.



### 5.1.2. Principales Tendencias

Con los elementos anteriores en mente es posible ahora ilustrar cuantitativamente la evolución del sistema financiero en el período 1970-1979.

**TABLA 5.1.**

#### **SECTOR FINANCIERO: COMPOSICION PORCENTUAL DE LOS DEPOSITOS**

	<b>Bancos Comer- ciales</b>	<b>Corporac. Financ.</b>	<b>CAV</b>	<b>Caja Agraria</b>	<b>Caja Soc. Ahorr.</b>	<b>Depósitos /PIP</b>
1970	33	19	-	46	2	4.0
1971	35	18	-	46	1	4.2
1972	37	20	-	42	1	4.4
1973	27	15	28	29	1	6.7
1974	33	11	33	22	1	7.5
1975	31	18	34	16	1	9.7
1976	32	18	34	15	1	11.1
1977	33	22	34	14	1	11.5
1978	32	24	30	13	1	12.6

FUENTE: Urdinola, et. al. (1979).

Como puede verse en las Tablas 5.1. y 5.2. el intermediario financiero más dinámico en el período fueron las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Los bancos comerciales (los más afectados por las políticas contraccionistas) y las corporaciones financieras mantuvieron su importancia relativa mientras que la Caja Agraria, antes de gran importancia, era relegada a un segundo plano. Con respecto a activos financieros, sobresalen los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, los depósitos a término y los Certificados de Cambio. Ninguno de estos activos, sin embargo, tiene un mercado formalmente organizado.

DUPLICADO  
BIBLIOTECA -

**TABLA 5.2.**

**PARTICIPACION PORCENTUAL DE LOS DIFERENTES ACTIVOS EN EL MERCADO FINANCIERO**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Depósitos Ahorro	36	36	38	34	29	29	25	27	27
Depósitos CAV	-	-	2	20	25	31	31	28	29
Depósitos a Término (bancos)	1	2	-	-	8	12	14	14	8
Depósitos a Término (Corpor)	2	-	-	3	1	2	5	10	12
Cédulas Hipotecarias	54	55	51	32	24	18	13	11	8
Bonos Desarrollo Económico	7	7	9	11	11	7	7	5	3
Bonos Cafeteros	-	-	-	-	2	1	3	2	5
T A C	-	-	-	-	-	-	-	2	2
	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Activos emitidos por el Banco de la República</b>									
Certific. de Cambio	-	100	100	14	44	10	6	82	79
Títulos (canejables y de participación)	-	-	-	86	56	90	94	18	21
	-	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: Urdinola, et. al. (1979).

TABLA 5.3.

TASAS NOMINALES DE INTERES ANUAL DE ALGUNOS PASIVOS BANCARIOS Y PAPELES DE INVERSION

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Tasa inflación	11.0	11.5	18.3	27.9	36.0	25.4	22.9	25.7
Depósitos ahorro	4.0	4.0	8.5	8.5	12.0	16.0	18.0	18.0
Depósitos Término	4.0	7.0	8.5	8.5	12.0	16.0	18.0	18.0
Certificados a Término	-	13.0	13.0	13.0	24.0	23.0	23.0	23.0
Cédulas Hipotecarias	9.5	9.5	9.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
Cuentas UPAC	-	-	19.1	25.7	26.6	24.7	22.6	23.0
Bonos Desarrollo, Económico	11.0	11.0	11.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
T A C	-	-	-	-	-	-	18.0	18.0
Bonos Cafeteros	-	-	-	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Certificados de Cambio	-	-	-	-	-	-	-	-
Acciones								37.0
Industriales	10.0	14.7	16.4	17.1	19.2	22.0	18.7	17.8
Financieros	10.6	14.4	19.7	18.3	18.8	22.3	22.1	17.9

FUENTE: Urdinola, et. al. (1979).

Los cambios atrás mencionados en el portafolio del agregado de la economía pueden ilustrarse más claramente con una visión rápida de la evolución de las tasas de interés de los principales activos.

Como se ha anotado varias veces en el presente trabajo, las tasas reales de interés fueron negativas durante el periodo estudiado, aunque los certificados de depósito, los depósitos de ahorros y los bonos del Banco de la República se destacaron por sus niveles mayores de tasas nominales de interés. Lo que sí es claro es el surgimiento de nuevos activos e intermediarios financieros que refleja un importante "cambio en la preferencia por activos", como espera Newlyn (1973) que ocurra en un proceso de profundizamiento financiero. Este proceso, aunque no muy marcado entre 1970 y 1979, es evidente en la Tabla 5.4.

**TABLA 5.4.**

**INDICADORES DE PROFUNDIZAMIENTO FINANCIERO**

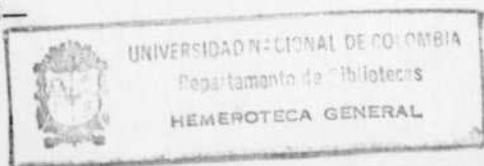
	$M_1 / \text{PIB (1)}$	Ahorro Financiero/PIB (2)
1970	21.9	7.7
1971	21.3	7.9
1972	22.4	8.7
1973	22.8	9.9
1974	21.6	10.5
1975	23.1	11.3
1976	25.5	12.8
1977	25.5	12.8
1978	25.7	13.8
1979	24.0	12.1

FUENTES: (1) FAJARDO Y RODRIGUEZ (1980)

(2) ZULETA Y VALENCIA (1980)

**5.2. Análisis de Fuentes y Usos de Fondos**

Los resultados obtenidos en la sección anterior pueden complementarse con un estudio de las fuentes y usos de los recursos canalizados a través del sector financiero. La metodología para este análisis ha sido tomada de Zuleta y Valencia (1980), y los resultados pueden verse en la Tabla 5.5.



Tres elementos importantes pueden deducirse de la Tabla mencionada: a) aunque el volumen de los recursos canalizados a través del sistema financiero aumentó en términos reales entre 1970 y 1979, la proporción de estos recursos respecto al PIB mostró un leve descenso en el mismo período; b) hubo un cambio importante en la composición de estos mismos recursos en la década pasada, consistente en la sustitución de recursos sin costo financiero por aquellos con costo financiero como el principal componente de los recursos mencionados. En otras palabras, el dinero se hizo más caro para el sector financiero como resultado de: i) los cambios en el comportamiento financiero de distintos sectores (paso de depósitos a la vista a depósitos a término, UPAC'S, etc.), y ii) la intensificación de actividades especulativas que absorbieron recursos previamente dedicados a inversiones productivas, al consumo, o que provenían de actividades en auge (café, marihuana, contrabando, etc.). c) participación de los "fondos prestables" en el total de usos de fondos mostró un leve descenso.

Este renglón de "fondos prestables" es de suma importancia pues de hecho constituye el lazo entre la circulación financiera y la circulación industrial del dinero. Así, con respecto a estos fondos puede anotarse lo siguiente (Tabla 5.6.): a) los fondos prestables del sector financiero han venido disminuyendo tanto respecto al total de fondos del sector como respecto al PIB; b) los cambios en la participación de las distintas fuentes en los fondos prestables del sector financiero han encarecido considerablemente la circulación industrial del dinero.

TABLA 5.5.

COMPOSICION PORCENTUAL DE FONDOS DEL SECTOR FINANCIERO POR FUENTES Y USOS

Fuentes	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Total (pesos const) Millones	38624	43234	43920	47255	46351	50533	50617	53733	58732	57553
(1)	40.3	36.5	35.4	33.5	31.3	28.9	30.1	29.9	29.5	28.3
(2)	29.6	29.9	29.9	33.5	32.5	39.9	39.7	41.4	43.1	43.8
(3)	11.6	14.6	16.4	13.0	13.8	16.1	14.5	10.9	8.4	9.1
(4)	18.5	19.0	18.3	20.4	22.3	21.0	17.7	17.8	19.0	18.8
Usos										
Total (pesos const) Millones	38624	43234	43920	47255	46351	50533	50617	53733	58732	57553
(1)	21.7	18.3	18.2	19.3	19.8	17.0	19.4	21.0	20.9	21.2
(2)	14.4	15.0	13.2	16.0	14.4	14.7	15.9	15.5	16.4	17.5
(3)	63.8	66.6	66.9	64.7	65.7	68.2	64.2	63.2	62.6	61.3
Fondos/PIB	.29	.31	.31	.29	.27	.28	.27	.27	.28	.26

Fuentes:

- (1) recursos del mercado doméstico sin costo financiero
- (2) recursos del mercado doméstico con costo financiero
- (3) recursos del mercado internacional
- (4) crédito del Banco de la República y fondos especiales

Usos:

- (1) colocaciones líquidas
- (2) inversiones
- (3) fondos prestables

FUENTE: ZULETA Y VALENCIA (1980)

**TABLA 5.6.**

**COMPOSICION PORCENTUAL DE LOS FONDOS PRESTABLES POR FUENTES**

Fuentes	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Total (pesos Const.) Millones	24490	30849	31481	32323	31937	35839	34090	34838	38285	36858
(1)	18.9	18.8	17.3	14.7	12.1	11.2	9.7	8.7	9.1	3.2
(2)	34.2	35.4	35.6	38.5	39.8	39.7	48.2	50.2	51.5	55.3
(3)	16.7	19.1	21.6	17.0	15.7	19.4	18.8	13.6	10.4	12.1
(4)	29.2	26.7	25.5	29.8	32.4	29.7	23.3	27.5	29.1	29.4
Proporción respecto al PIB	.18	.22	.21	.20	.18	.20	.18	.18	.18	.16
(1) recursos del mercado doméstico sin costo financiero										
(2) recursos del mercado doméstico con costo financiero										
(3) recursos del mercado extranjero										
(4) crédito del Banco de la República y de fondos especiales										

FUENTE: VALENCIA Y ZULETA (1980).

**TABLA 5.7.**

**COMPOSICION PORCENTUAL DE LOS FONDOS PRESTABLES  
DEL SECTOR FINANCIERO POR INSTITUCION QUE PRESTA**

Prestamista	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Bancos Comerc.	53.3	50.6	51.8	45.4	45.2	48.7	50.3	47.5	46.8	42.3
Corp. Financier.	8.6	11.8	12.3	18.0	16.5	15.1	16.3	18.1	20.1	21.6
C A V	-	-	-	2.0	11.8	11.4	13.6	14.8	16.6	20.9
B C H	20.3	24.6	20.5	16.4	13.3	13.4	9.4	9.5	5.6	5.7
Caja Agraria	17.8	16.0	15.4	18.2	13.2	11.4	10.1	10.1	10.9	9.5

FUENTE: VALENCIA Y ZULETA (1980).

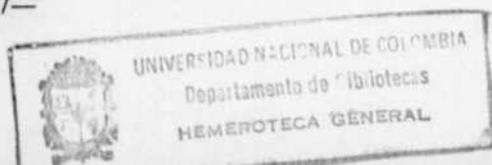
Los fondos prestables pueden ser analizados también de acuerdo a la contribución en ellos de las distintas instituciones del sector financiero (Tabla 5.7.). Debe destacarse a este respecto la pérdida en importancia de los bancos comerciales frente a las corporaciones financieras y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, aunque éstas últimas se dedican a la financiación de la actividad constructora y como resultado de políticas explícitas del gobierno.

Las corporaciones financieras fueron entonces los intermediarios que más "aprovecharon" el desarrollo del sector en su conjunto y es de esperar que su evolución se relacione con la tendencia de éste a convertirse en la caja menor de grupos financieros. Esto es también mencionado por Hernández (1980) y Cabrera (1980).

**5.3. Principales Conclusiones del Capítulo**

Puede entonces aventurarse las siguientes conclusiones en base a lo anotado a lo largo del capítulo respecto a la evolución del sistema financiero en el período 1970-1979:

- Los años setenta fueron testigos del desarrollo de nuevos intermediarios financieros, nuevas formas de intermediación, y nuevos activos, aunque no de un verdadero mercado para estos últimos.
- El desarrollo del sector financiero fue acompañado de cambios importantes en la preferencia por liquidez del agregado de los agentes económicos y de un leve profundizamiento financiero de la economía.



- El sistema financiero colombiano muestra las características que los monetaristas estructurales describen como de *represión financiera*.
- La contribución relativa del sector financiero en la circulación industrial del dinero —financiación de la actividad económica— disminuyó, y la *dinámica* del sector se centró más en la *circulación financiera*— distribución de depósitos de valor.
- La circulación industrial del dinero se hizo más costosa como resultado de la política y práctica de “dinero caro” destinadas a incentivar el desarrollo del sector financiero, las tasas de interés del mercado institucional, sin embargo, fueron negativas en términos reales.

## 6. CONCLUSIONES GENERALES

El propósito de este capítulo es sintetizar los principales resultados de los anteriores en base al marco teórico presentado en el capítulo 1.

Es claro que el desarrollo de un modelo de acumulación y distribución del ingreso que recoja la riqueza “atípica” de los países en desarrollo tiene aún un largo camino para recorrer. Sin embargo, es muy útil para la determinación de este camino el descubrir que los modelos tradicionales de equilibrio general —en cualquiera de sus versiones— son de muy poca utilidad en el entendimiento de los problemas aquí analizados. Sería por supuesto más importante, al mismo tiempo, proponer una serie de explicaciones alternativas a estos mismos problemas desde una posición diferente a la de equilibrio general.

El autor del presente trabajo considera que ha podido contribuir en algo al logro de los objetivos delineados en el párrafo anterior.

Si acumulación tiene que ver básicamente, con la reinversión de beneficios, la condición de primer orden para la acumulación es que haya beneficios (o la manera de asegurarlos) para invertir y que la reinversión de éstos sea rentable. Adicionalmente, la condición de segundo orden para la acumulación es que los bienes de capital y la liquidez necesarias estén disponibles cuando se les requiera.

En lo que respecta a las condiciones de primer orden mencionadas arriba, el presente trabajo mostró que en Colombia los beneficios no son un residuo, que no son lo que sobra después de pagar salarios, impuestos, dividendos, intereses, materias primas, “intercambio desigual”, etc., sino que los capitalistas, haciendo uso de su control sobre los medios de

producción, pueden afectar la distribución del ingreso para asegurarse los beneficios que requieren para financiar la inversión. No parece haber problema serio de generación de beneficios en Colombia/18/.

Respecto a las condiciones de segundo orden para la acumulación, su cumplimiento es mucho más complejo, lo que quiere decir que en Colombia es más difícil realizar los beneficios que generarlos. Las razones para esto son las siguientes: en primer lugar, la economía es "incompleta", esto es, no produce parte sustancial de los medios de producción necesarios para la inversión de beneficios. Dos tercios de las importaciones colombianas durante el período 1970-1979 fueron bienes de capital e intermedios, para las cuales se necesitaron monedas extranjeras cuya disponibilidad no se relaciona directamente con la de beneficios. Durante años, Colombia sufrió del carácter incompleto de su estructura productiva y de la no disponibilidad de divisas. En los años setenta el país contó con un abundante flujo de moneda extranjera y superó así una de sus limitantes tradicionales pero la realización de beneficios se vio considerablemente determinada por el uso que se hizo de las divisas —acumulación o consumo capitalista—, de cómo absorbió la economía la creciente entrada de éstas, y de cómo se distribuyeron los efectos de esta absorción.

En segundo lugar, la disponibilidad de liquidez donde y cuando se requería no fue la más adecuada a la realización de beneficios. Altas tasas de inflación y algunos elementos de política económica produjeron importantes cambios en la función de preferencia por liquidez de diferentes grupos económicos. Estos cambios se manifestaron en un incremento en la demanda por depósitos de valor —activos físicos y financieros—, y en el intento de diferentes agentes de "indexar" sus ingresos a la tasa de inflación. Estos hechos afectaron los patrones de acuerdos contractuales haciendo necesario revisar la estructura temporal de ingresos y egresos. Finalmente, esto produjo cambios en la calidad de la liquidez demandada —el dónde y cuándo de esta demanda— y se sumaron a la creciente demanda por liquidez que acompañó la economía en crecimiento. El sector financiero no respondió a estas nuevas demandas por liquidez: su dinámica

- 
18. Por supuesto los capitalistas no están solos: por un lado, el Estado ayuda invirtiendo en infraestructura para ampliar el horizonte de la acumulación, contribuyendo a la reproducción de la fuerza de trabajo como mercancía, convirtiéndose en un elemento central del sistema monetario, etc. Por otro lado, la generación de beneficios se ve también ayudada por el hecho de que una proporción importante de la población se hace cargo de su propia reproducción incorporándose parcial o "informalmente" al sector comercializado de la economía mientras que contribuye activamente a la reproducción de muchos de aquellos formalmente incorporados al mercado de fuerza de trabajo.

se centró más en las nuevas demandas por depósitos de valor y en la distribución de éstos, o sea, en la especulación financiera.

Entre las numerosas debilidades del presente trabajo se pueden mencionar algunas que pueden aliviarse con posterior investigación dentro de la misma línea que relaciona la acumulación y la distribución del ingreso. Posibles campos para esta investigación son:

- Análisis del comportamiento financiero de firmas de diferentes características en lo que hace a tamaño, tipo de producto o actividad, racionalidad, etc.;
- análisis de la estructura de los activos del sector de firmas como complemento del análisis de flujos;
- análisis de los nexos entre los diferentes tipos de instituciones financieras;
- análisis de los flujos de capital hacia adentro y fuera del país;
- análisis del papel de los activos no-financieros en el proceso de distribución de riqueza en particular y en el proceso de acumulación en general.

#### BIBLIOGRAFIA

Banco de la República-DANE: National Account Statistics.

\_\_\_\_\_ : Cuentas Financieras de Colombia (1970-1979).

Braun, O. (1973): *Comercio Internacional e Imperialismo*. Siglo XXI. Buenos Aires.

Caballero, C. (ed.) (1979): *El Sector Financiero en los Años Ochenta*. Asociación Financiera de Colombia, Bogotá.

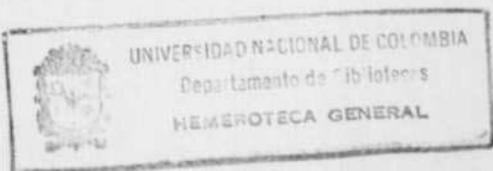
Cabrera, M. (ed.) (1980a): *Inflación y Política Económica*. Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá.

\_\_\_\_\_ (1980b): *Sistemas Financieros y Políticas Anti-inflacionarias*. Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá.

Camacho, A. (1977): *La Organización Social de la Centralización del Capital en Colombia*. Universidad del Valle. Cali.

DANE (1981): *Colombia Estadística*. Bogotá.

- Eichner, A. (1976): *The Megacorp and Oligopoly*. Cambridge University Press.
- Davidson, P. (1972): *Money and the Real World*. The Macmillan Press Ltd. London.
- \_\_\_\_\_ (1982): *International Money and the Real World*. The Macmillan Press. Ltd. London.
- Fajardo, F. and Rodriguez, N. (1980): "Tres décadas des sistema financiero colombiano, 1950-1979", in Cabrera (ed.) (1980b).
- FitzGerald, P.V. (1982): "Aspects of finance capital in Latin America", in Abel, C. and Lewis, C. (ed.) (1982): *Economic Imperialism and Latin America*. London University Press.
- Friedman, M. (1953): *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press.
- Galbis, V. (1979): *Finance in Developing Economies*, Frank Cass Co. London.
- Gómez H. (1980): "La inflación en Colombia (1970-1980); un mal necesario?", in Cabrera (ed.) (1980b).
- Gurley and Shaw (1955): "Financial aspects of economic development", in AER Vol. XLV, September, 1955.
- \_\_\_\_\_ (1960): *Money in a Theory of Finance*. The Brooking Institution.
- Gutierrez, J.A. (1977): "Tendencias del financiamiento industrial 1967-1974". Boletín Mensual de Estadística DANE Nos. 319-320, 1977.
- Harris, L. (1981): *Monetary Theory*. McGraw Hill Book Co. New York.
- Hernández, A. (1980): "Inflación, control monetario e intermediación financiera", in Cabrera (ed.) (1980a).
- Junguito, R. (1979): "Financiación de la industria manufacturera en los años ochenta: aspectos crediticios y tributarios", in Caballero (ed.) (1979).
- \_\_\_\_\_ and Castro (1979): *La Financiación de la Industria Manufacturera en Colombia*. Fedesarrollo, Bogotá.
- Kaldor, N. (1966): "Marginal Productivity and the Macroeconomic Theories of Distribution", in Review of Economic Studies, Vol. XXXIII, 1966.
- Kalecki, M. (1971): *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*. Cambridge University Press.
- Mayer, Th. (1978): *The Structure of Monetarism*. W.W. Norton Co. New York.
- McKinnon, R. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution. New York.
- Montes, G. (1980): "Comentario a Gómez", in Cabrera (ed.) (1980a).



- Newlyn, W.T. (1977): *The Financing of Economic Development*. Crarendon Press. Oxford.
- Ocampo, J.A. and Cabrera, M. (1980): "Precios internacionales, tipo de cambio e inflación", in Cabrera (ed.) (1980a).
- Perry, G. et. al. (1980): "Política económica y endeudamiento externo en Colombia 1970-1980" in CEDE, *Desarrollo y Sociedad*, No. 6, July-1980.
- Robinson, J. (1962): *Essays in the Theory of Economic Growth*. The Macmillan Press Ltd. London.
- Shaw, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press.
- Thorp and Whitehead (eds.) (1979): *Inflation and Stabilisation in Latin America*. Oxford university Press.
- Urdinola, A. et. al. (1979): "El sector financiero, sus perspectivas y necesidades de crecimiento y cambios institucionales", in Caballero (ed.) (1979).
- Velásquez, A. and Zuleta, L. (1980): "Capitalización en las empresas, inflación y grupos económicos", in Cabrera (ed.) (1980a).
- Wood, A. (1975): *A Theory of Profits*. Cambridge University Press.
- Zuleta, L. and Valencia, J. (1980): *El Sector Financiero Colombiano; un análisis del desarrollo de la intermediación financiera*. Universidad de Antioquia, Medellín.