

Instrumentos de Ahorro e Inversión Industrial

Por: Gustavo Bernal Villegas*

Indudablemente, los últimos veinte años, han sido escenario de transformaciones importantes en la estructura industrial de Colombia, por múltiples factores, algunos externos y otros de carácter endógeno. Entre los primeros, se destaca quizás el reordenamiento en el comercio internacional, lo que ha inducido ciertos desarrollos industriales. Un ejemplo de este reordenamiento lo constituyen los países Asiáticos y su participación en el Mercado Mundial de Textiles. Entre los factores internos, determinantes de la inversión y el comportamiento industrial, por supuesto, sobresale el crecimiento de la demanda interna. Pero ésta no es la única conexión entre crecimiento económico e inversión. La estabilidad del crecimiento; la promoción del cambio estructural a través de la identificación de sectores de punta; el fortalecimiento del ahorro de los agentes económicos; y, el saneamiento de la estructura financiera de las empresas, pueden ser igualmente importantes.

Me propongo, a través de este artículo, enunciar, dejando quizás de lado demostraciones macroeconómicas de mayor rigor científico pero que harían a la vez más pesada su lectura, algunas hipótesis relativas al ahorro en Colombia; las características más sobresalientes del mismo en las dos últimas décadas; y, a través de qué instrumentos se ha canalizado hacia la inversión en el sector industrial. Me referiré, por último, a dos instrumentos del mercado de capitales llamados a jugar un papel preponderante en la inversión industrial hacia el futuro.

DETERMINANTES DEL AHORRO EN COLOMBIA

Los determinantes de la inversión en Colombia, y especialmente la inversión industrial, han sido ampliamente estudiados en el pasado. En cambio, el ahorro ha sido objeto de mucha menor atención, a pesar de que su comportamiento induce en gran medida los resultados de la inversión.

* Ingeniero Administrador, Universidad Nacional. Postgrado en Finanzas, EAFIT.

La literatura económica ha expuesto múltiples teorías que, sin embargo, podrían clasificarse en tres grandes grupos: El primero, comprende todas aquellas teorías que relacionan el ahorro con variables macroeconómicas de carácter doméstico entre las que se destaca la llamada "hipótesis del ingreso permanente", según la cual, el consumo depende del ingreso que los agentes económicos perciben como estable y, por lo tanto, existe una tendencia a ahorrar una alta proporción de aquellas rentas que se consideran transitorias.

Un segundo grupo de teorías, establece una relación muy estrecha entre ahorro y el comportamiento del sector externo. El financiamiento externo y las exportaciones aumentan el consumo y la capacidad de inversión en el sector público, lo que generalmente ocasiona un relajamiento de los esfuerzos del gobierno para mantener e incrementar el nivel de recaudo impositivo, con la consecuente elevación en el ahorro público.

El tercer grupo cobija las teorías que establecen una relación estrecha entre el ahorro y la distribución del ingreso. Para estas teorías las fluctuaciones en la tasa de ahorro depende de la propensión para hacerlo por parte de los diferentes agentes económicos. Si el ingreso nacional se redistribuye hacia aquellos agentes que tienen una mayor propensión a ahorrar, la tasa global de ahorro aumenta. Lo contrario ocurre, por supuesto, cuando el ingreso se distribuye hacia aquellos agentes con mayor propensión a consumir. Las propensiones al ahorro o al consumo, dependerán del nivel de ingreso de los hogares, y de las utilidades para las Empresas y los Capitalistas.

La principal conclusión de los estudios realizados en Colombia, es que el factor de más importancia como determinante del ahorro es el "Factor Distributivo". Se ha demostrado que existe una relación positiva entre consumo y salarios reales, que refleja una baja propensión a ahorrar ingresos laborales. La mayor propensión a ahorrar en el sector privado es aquella de las empresas; mientras que las más bajas son las de los asalariados urbanos y los campesinos. La inflación, tiene un impacto significativo sobre el ahorro de los hogares y las empresas, básicamente por su efecto redistributivo del ingreso.

Para el caso del sector público, el ahorro obedece principalmente al impacto del financiamiento externo.

El estudio presentado por José Antonio Ocampo, en el Simposio sobre Mercado de Capitales realizado en 1989 muestra cómo, hasta mediados de la década de los setenta, las fluctuaciones del ahorro privado, y en especial, de aquel proveniente de los hogares, determinaron en gran medida la evolución del ahorro total. Desde entonces, sin embargo, estas fluctuaciones han estado asociadas, ante todo, al comportamiento del ahorro gubernamental, y, en especial, de las administraciones públicas. La dinámica de la tributación ha sido, así, el elemento decisivo en el comportamiento global del ahorro desde mediados de los setenta. En años más recientes, el ahorro de las empresas no financieras, privadas y públicas, han aumentado considerablemente como proporción del ahorro total. Demuestra, el estudio en mención, que la tasa de ahorro en Colombia ha sido relativamente alta en los últimos años, siendo notorio, eso sí, el cambio en los agentes económicos con mayor propensión a ahorrar a través de los diferentes períodos, y que dependerá hacia el futuro, básicamente, de los niveles de tributación y de las utilidades de las empresas.

Lo que sí ha existido es un cambio sustancial tanto en la naturaleza del ahorro como en su destino.

NATURALEZA Y DESTINO DEL AHORRO EN COLOMBIA

La década de los setenta se caracteriza por la aparición de varios factores que modifican sustancialmente la naturaleza del ahorro. En primer lugar, la creación del UPAC cambia la apetencia del ahorrador hacia la liquidez, desechar activos financieros de mediano y largo plazo predominantes hasta ese entonces. Las Cédulas de Capitalización emitidas por las Compañías de Seguros, los Bonos de Desarrollo, las Cédulas del B.C.H. y las Cajas de Ahorro, instrumentos que canalizaron más del 50% del ahorro en Colombia en la década del sesenta, comenzaron a perder participación en los años setenta, y prácticamente desaparecieron con éstos. El segundo fenómeno con influencia marcada sobre el ahorro es la inflación. Hasta comienzos de la década de los setenta la inflación en Colombia alcanzaba un solo dígito, y tenía un papel secundario en las decisiones sobre el ahorro, como se ha enunciado en la primera parte de este trabajo. Pero a partir de 1974, además del papel redistributivo y por ende, estimulador del ahorro, modifica las apetencias de los ahorradores hacia activos financieros de corto plazo. La participación muy activa, por primera vez, del Banco de la República en el Mercado de Capitales con instrumentos a corto término, contemporáneamente con el na-

cimiento del sistema UPAC, se convirtieron en la respuesta a las nuevas expectativas del ahorrador colombiano ante el fenómeno de la inflación.

El resultado de los cambios introducidos en esta década es la propensión al ahorro de corto plazo, aumentando el ahorro especulativo y disminuyendo el ahorro de inversión. En 1960, el 48% del ahorro en Colombia se clasificaba como de Mediano y Largo Plazo; para 1980 esta proporción había disminuido a sólo el 27%; y se ha mantenido estable en los años siguientes. Los intermediarios financieros, principales agentes canalizadores del ahorro modificaron entonces su estructura de préstamos en la misma dirección que sus fuentes de fondos. En 1970, las colocaciones a mediano y largo plazo de los Bancos y Corporaciones Financieras alcanzaba al 43.4% del total de préstamos vigentes, mientras que 10 años más tarde sólo representaban el 33.7%.

La destinación del crédito financiero por sectores económicos merece también analizarse, al igual que las cifras sobre ahorro, a partir de la información compilada por el Banco de la República.

Para 1970, el 20.9% de los créditos vigentes del Sistema Financiero (Bancos, Corporaciones Financieras, Corporaciones de Ahorro y Vivienda y Compañías de Financiamiento Comercial), recaían sobre el sector industrial, porcentaje que disminuyó hasta el 10.1% en 1988. La construcción pasó a tener los mayores recursos del sistema, cuando a principios de los setenta se disputaba la segunda posición con la industria, debajo de la agricultura. La primera posición se logra a partir de 1977, y se mantiene aún en ella.

Pero el avance más notorio en los créditos vigentes es para el sector "Otros" dentro del cual se destacan los créditos a particulares. Mientras que, en 1970, representaba apenas el 10% del crédito del sistema, en 1988 superaba el 26%, diferencia ésta, mayor debida a la pérdida de participación en el mismo período del Sector Industrial.

Pareciera por el análisis anterior, confirmarse la tesis de que el cambio en la actitud de los agentes ahorradore motivó un cambio también en el destino de dicho ahorro. Las transformaciones económicas que significó el inicio de una era inflacionaria, unido a la aparición de nuevos instrumentos de ahorro y al cambio de sus agentes, orientaron el crédito financiero hacia actividades de corto plazo que pudieran lucrarse de los rápidos cambios en los precios.

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR INDUSTRIAL

Resulta paradójica la tesis del altísimo endeudamiento del sector industrial en la década del setenta, cuando

acabamos de afirmar que los créditos del sector financiero se desplazaron de este sector hacia el de "Otros". Pero aunque paradójica, es cierta. En primer lugar, porque a pesar de que los parámetros característicos de la década (Tendencia al abaratamiento de los bienes de capital, abundancia de financiamiento interno y externo, ausencia de controles severos a las importaciones, etcétera), fueron, en su conjunto, favorables a la inversión industrial, ésta no creció. En parte, por la tendencia de la que tampoco fueron ajenas las empresas industriales de utilizar una proporción de sus recursos en operaciones financieras que les permitiera un rápido lucro asociado a los incrementos de precios, y en parte por los cambios en la estructura de la producción por las importaciones de productos finales durante dicha década.

En segundo lugar, ya se demostró que, a mediados de la década de los setenta, el ahorro de los hogares determinó el comportamiento del ahorro global, siendo desde entonces el ahorro gubernamental el preponderante. Las bajas utilidades de los sectores reales, comparadas con las alternativas de rendimiento a través de la especulación financiera, y el desestímulo tributario a la inversión en este sector, alejaron el escaso ahorro de particulares de la actividad industrial.

Todos estos factores coadyuvaron el alto endeudamiento de la industria que, enfrentada a bajos rendimientos y a requerimientos cada vez mayores de capital de trabajo como resultado del proceso inflacionario, así fuera para mantener escasamente su tradicional nivel de operaciones, sustituyó las ortodoxas fuentes de capitalización por riesgosas operaciones crediticias de corto plazo. De este fenómeno son bien conocidas las estadísticas publicadas periódicamente por la Comisión Nacional de Valores.

EL MERCADO DE VALORES Y EL FINANCIAMIENTO INDUSTRIAL

Los Mercados de Valores bien desarrollados amplían la gama de servicios financieros a la luz de dos alternativas diferentes: los Mercados Monetarios y los Mercados de Capitales.

La evolución de los Mercados de Valores comienza, generalmente, con transacciones de instrumentos del mercado monetario a corto plazo, ya sea a través de títulos del Estado o compitiendo con los bancos en el suministro de crédito a las sociedades del sector privado. Instrumentos típicos del Mercado Monetario son: los Depósitos Interbancarios, las Aceptaciones Bancarias, los Certificados de Depósito a Término, etcétera. Además de facilitar el manejo de la Política Monetaria a través de

operaciones de Mercado Abierto, los Mercados Monetarios hacen más competitivo el Mercado del Crédito Empresarial y reduce el poder para determinar la tasa de interés de los grandes bancos comerciales.

Los Mercados de Capital proporcionan deuda de largo plazo y financiamiento en forma de capital accionario, entre otros, al sector industrial. Al hacer líquidas las inversiones a largo plazo, estos mercados actúan como mediadores entre las preferencias contrapuestas de prestamistas y prestatarios, en materia de vencimientos. Además, deberían facilitar la dispersión de la propiedad de las empresas y la reasignación de los recursos financieros entre los distintos tipos de industria.

En Colombia, durante la década de los setenta, la disponibilidad de crédito especulativo y la falta de control por parte de los organismos del Estado, permitieron operaciones de compra de empresas existentes por parte de inversionistas que, respaldados en la imperfección de los mercados para reflejar los verdaderos valores patrimoniales de las empresas inscritas en Bolsa, alcanzaron niveles de concentración accionaria históricamente altos y apenas comparables con países sin ningún desarrollo de su mercado de capitales, la oferta de capital en acciones se ha visto, desde entonces, limitada por la renuencia de los propietarios de empresas privadas a diluir su porcentaje de propietarios de empresas privadas a diluir su porcentaje de propiedad y su control mediante la emisión de acciones, o a cumplir con los requisitos de revelar información acerca de sus operaciones. La emisión de acciones también ha sido desalentada por factores tributarios y por la disponibilidad de financiamiento menos costoso en forma de deuda.

Definida así la diferencia entre los mercados de capitales y monetarios es fácilmente deducible el retroceso en los quince últimos años para el primero de éstos, por cuanto ni existió ningún dinamismo accionario, ni proporcionó financiamiento a largo plazo. Solamente a partir de 1987 se introducen instrumentos que aunque no son novedosos, si están llamados a incentivarlo. Vale la pena destacar entre los múltiples esfuerzos recientes, del lado de la demanda, los bonos ordinarios y las acciones con dividendo preferente y sin derecho a voto, y del lado de la oferta, los fondos de pensiones y mutuos de inversión. Me referiré enseguida a los dos primeros.

1. Bonos Ordinarios.

Este mecanismo de financiación industrial existente en Colombia hace muchos años, desapareció del mercado de capitales en la primera mitad de la década del setenta fundamentalmente por los cambios en la estructura del ahorro ya comentados. Pero al iniciarse el segundo quin-

quienio de los ochenta, una conjunción de factores favorables le imprimen una nueva dinámica como fuente de financiamiento de mediano plazo.

En primer lugar, se inicia este período con un cambio favorable en las expectativas inflacionarias y la generalización de una tendencia hacia la baja de las tasas de interés, incluso con intervención del Estado si ello fuere necesario. Ambos factores motivan al ahorrador a realizar inversiones de mayor plazo, como mecanismo de asegurar un rendimiento también mayor en términos reales.

En segundo lugar, el sector industrial mostraba resultado de utilidades y crecimiento satisfactorios, incluso necesitando desarrollar proyectos de inversión que le permitieran aumentar su capacidad instalada. El endeudamiento empresarial que al comienzo de la década desbordaban los niveles convenientes, comenzaba a disminuir y ubicarse dentro de rangos aceptables. Y en general, la imagen de las empresas y su clase dirigente era la más alta de los últimos quince años, período en el cual fenómenos económicos y actuaciones particulares habían afectado su credibilidad entre los ahorreadores.

Muchos otros factores contribuyeron al segundo despegue del mercado de bonos en Colombia: crecimiento sostenido del sector industrial en los últimos cinco años; elevados márgenes de intermediación en los créditos del sistema financiero; carencia de fuentes de financiación a mediano y largo plazo dentro del sistema financiero; reforma tributaria de 1986 otorgando el mismo tratamiento fiscal al componente inflacionario para todos los rendimientos financieros; etc.

De su importancia como fuente de financiamiento a mediano plazo no queda ninguna duda. Durante 1989 la Comisión Nacional de Valores aprobó nuevas emisiones de Bonos Ordinarios por Valor de \$ 30.950 millones. Si se compara con los créditos nuevos a mediano y largo plazo otorgados por los bancos al sector industrial en 1988 (no hay datos disponibles para 1989), \$ 28.766 millones, resalta su importancia.

Sin embargo, el futuro de los Bonos Ordinarios como fuente de financiación a mediano plazo del sector industrial, dependerá fundamentalmente de las expectativas frente a la tasa de inflación interna. En períodos de incremento en la tasa de inflación y su consecuente aumento en las tasas de interés, las expectativas de una mayor rentabilidad futura conduce al inversionista a preferir los instrumentos financieros de corto plazo. Se requiere entonces períodos relativamente estables en cuanto a inflación y crecimiento, para estimular la orientación del ahorro hacia sectores y plazos compatibles con

los períodos de recuperación de las inversiones efectuadas en proyectos industriales.

2. Acciones con Dividendos Preferentes y sin derecho a voto.

Por diferentes consideraciones, algunas de ellas mencionadas a este trabajo, la empresa privada cuyas acciones se transaban ampliamente en el Mercado de Capitales a principios de la década de los setenta, fue concentrando su propiedad accionaria de tal forma que dichas transacciones prácticamente desaparecieron iniciando los ochenta. La crisis que afectó el sector industrial entre 1981 y 1984 obligó a la mayoría del ya restringido número de empresas que permanecían inscritas en las bolsas a suspender el pago de dividendos, con lo cual la fuente de financiamiento mediante colocación en el mercado de valores de capital accionario continuó disminuyendo.

Este fenómeno es característico, a diferencia de lo que comúnmente se piensa, también de las economías maduras, donde las nuevas emisiones de acciones han sido eclipsadas en los últimos años por el retiro de los Mercados de Capitales de las acciones existentes. Como consecuencia de las fusiones y absorciones de empresas, y la propagación de los programas de recompra de acciones, el financiamiento nuevo neto en forma de capital accionario ha sido negativo durante varios años en los Estados Unidos y el Reino Unido.

Los propietarios actuales del capital accionario no quieren ver diluido su porcentaje de tenencia, y los precios de las acciones no son suficientemente atractivos para ellos como para vencer dicha resistencia. Pero existe una demanda creciente de papeles de inversión del sector industrial, sin que se haya logrado hasta ahora estimular la oferta de los mismos.

Por otra parte, "si bien teóricamente todos los accionistas de la sociedad tienen el derecho en el desarrollo y orientación de la vida social, a través de los órganos sociales, es lo cierto que en la vida real de las sociedades anónimas, el pequeño inversionista no interviene en situaciones normales. Las grandes sociedades anónimas son dirigidas por un pequeño grupo de accionistas controladores, y en casos extremos, por un grupo de administradores profesionales. De esta manera, la pretendida democracia al interior de las grandes sociedades anónimas no existe. Incluso, y aún más lejos, algunos han señalado como una orientación del derecho societario moderno la tendencia a separar del capital de la administración social, lo cual parece cierto principalmente en los países anglosajones". (Juan Pablo Cárdenas Mejía, Comisión Nacional de Valores). Lo que interesa al pequeño accionista es entonces el beneficio económico de sus inversiones

derivado de su participación en las utilidades de la empresa, y de la valorización de la acción.

Las recientes medidas de fortalecimiento de los inversionistas institucionales, unido a la necesidad, inducida en parte con las emisiones de bonos de deuda, de obtener rendimientos más estables en el mediano plazo, constituyen un buen marco para el impulso en Colombia en los próximos años de este tipo de acciones.

Como es evidente, el dividendo mínimo será inferior a la tasa de interés de mercado, por cuanto su rendimiento está compuesto además de dicho dividendo, por la valorización de la acción. Tal característica convierte este instrumento en una fuente de financiación de proyectos más favorable que el crédito bancario o los bonos ordinarios, sin afectar el control administrativo de las empresas.

La viabilidad de su desarrollo dependerá de que a los accionistas actuales se les garantice estabilidad en el régimen sin derecho a voto de estas nuevas acciones, por lo que la Comisión Nacional de Valores tendrá que ser muy cuidadosa con la reglamentación próxima a expedirse.

BIBLIOGRAFIA

- "Informe sobre el Desarrollo Mundial 1989". Banco Mundial. Washington D.C.
- Revista del Banco de la República N° 658, Agosto 1982.
- "Macroeconomía, Mercado de Capitales y Negocio Financiero". Carlos Caballero Argaez. Asociación Bancaria de Colombia.