
APERTURA ECONOMICA Y FINANCIAMIENTO INDUSTRIAL EN COLOMBIA (*)

(*) Documento del II Simposio Internacional de Alta
Dirección Bancaria. Bogotá, 1990.

FRANCISCO E. THOUMI

1. INTRODUCCION

La relación entre la apertura económica y los requisitos de financiamiento de la industria es uno de los temas cuyo debate surge de las propuestas de apertura económica del gobierno colombiano (1). El interés en investigar este tema se justifica por varias razones: primero, los procesos de apertura efectuados en la América Latina han incluido la liberación de los mercados internos de capital y frecuentemente, la liberación de los flujos financieros internacionales, lo que ha alterado las condiciones bajo las cuales el sector industrial ha obtenido fondos. La necesidad de obtener fondos se refleja en algunas medidas para garantizar una oferta de crédito al sector industrial en la propuesta de apertura del gobierno (DNP, 1990, Anexo No. 1); segundo, la apertura financiera ha sido un punto crítico en los procesos de apertura latinoamericanos, cuya conveniencia y relación secuencial con otras políticas se ha debatido extensamente en la literatura reciente (ver por ejemplo Corbo y de Melo, 1987 y Mussa, 1987); tercero, durante mucho tiempo la política económica colombiana ha intentado canalizar recursos hacia sectores privilegiados, particularmente el industrial, el agropecuario y el de construcción. Por consiguiente, uno de los temas discutidos con relación al proceso de apertura es la continuación o modificación de los sistemas de canalización de recursos. Cuarto, Colombia es un país con una tradición de patrimonialismo, clientelismo y gamonalismo, que han afectado la adopción de políticas económicas. El proceso de apertura altera el equilibrio entre las diversas fuerzas político-económicas del país y genera presiones para compensar a aquellos que se consideran o perciben como perdedores en el proceso. Es así como sectores que perderían protección al bajar los aranceles y liberar las importaciones buscarán ser compensados a través de crédito barato y otros subsidios directos e indirectos. Quinto, las aperturas en varios países latinoamericanos han estado acompañadas de problemas en el sector financiero, especialmente de un aumento en el grado de concentración del mismo y de la formación de grupos económicos que controlando las instituciones financieras han canalizado recursos hacia sus empresas, muchas de las cuales han quebrado (ver por ejemplo Galvez y Tybout, 1985).

En la sección 2 de este ensayo se presentan los argumentos que han justificado la iniciación del proceso de apertura económica; a continuación se

analizan teóricamente las necesidades financieras de las firmas especialmente en relación con el entorno económico en que ellas operan. La sección 4 resume la evolución del sistema financiero y el ambiente económico en que ha operado la industria colombiana. La inflación se identifica como tal vez el mayor obstáculo al desarrollo de los mercados financieros, lo cual se analiza en la sección 5. El ensayo termina considerando los cambios financieros requeridos por la apertura, y las medidas que las firmas pueden tomar para minimizar sus problemas financieros en un ambiente más competitivo creado por la apertura.

2. ¿POR QUE LA APERTURA?

De acuerdo con la posición oficial del gobierno, la principal razón para abrir la economía del país es promover el crecimiento económico. Se ha argumentado que las políticas proteccionistas han llevado a una mala asignación de recursos la cual es causa de una disminución significativa en la tendencia de la tasa de crecimiento del ingreso del país. Sin embargo, dado que la protección no ha aumentado significativamente durante los últimos años, se podría afirmar que si el país creció durante el período 1950-1980 a una tasa promedio satisfactoria con un nivel de protección semejante al actual, la protección no es causa del desaceleramiento de la tasa de crecimiento del PIB. Por eso es conveniente explicar la necesidad de la apertura.

La razón detrás de la necesidad de abrir los mercados está dada por la dinámica de la formación y acción de grupos de presión en sociedades democráticas (2), la cual hace que niveles de protección altos al principio de un proceso de industrialización no lleven a tasas de crecimiento bajas, pero que con el correr del tiempo sí produzcan ese efecto (3). El punto fundamental del argumento es que en una sociedad como la colombiana, las políticas económicas del gobierno redistribuyen, implícita y explícitamente, porciones sustanciales del ingreso y la riqueza, lo que promueve la formación de gremios y otros grupos (que Olson llama "coaliciones distributivas") cuyo fin es influir sobre la formulación y ejecución de las políticas económicas en beneficio de grupos pequeños con intereses específicos. Con el correr del tiempo este proceso lleva a que se dediquen cada vez más recursos a distribuir el PIB y menos a hacerlo crecer; así mismo, la proliferación de coaliciones distributivas (4) hace que cada vez

sea más difícil para el gobierno cambiar sus políticas pues cada cambio tiende a ser opuesto por un grupo bien organizado. Esta creciente inflexibilidad lleva a que el gobierno pierda su capacidad de reacción ante cambios en el entorno económico mundial, lo cual a largo plazo tiende también a disminuir la tasa de crecimiento.

Las coaliciones distributivas buscan proteger sus intereses de diversas maneras, que trascienden la protección arancelaria, por lo tanto, para lograr tasas de crecimiento más altas es necesario reformar el arancel, otras medidas para-arancelarias, y muchas otras políticas que efectivamente distribuyan el PIB a través de alteraciones en el sistema de precios. En otras palabras, la reforma debería hacer que las actividades privadas encaminadas a repartir el ingreso sean menos rentables, y que aquellas que lo aumenten sean más rentables.

Ahora bien, se podría argumentar que el desarrollo económico de Colombia durante los años ochentas ha sido satisfactorio cuando se lo compara con el del resto de la América Latina y el Caribe, y que por consiguiente no es necesario cambiar de derrotero. Esta posición, que puede ser sin duda atractiva para algunos, es sin embargo, bastante débil. Hay que recordar que Colombia es el único país de la región que no se endeudó en demasía durante la década de los setentas, y cuyo sector externo no hizo crisis durante los ochentas, y que aún así, creció relativamente poco. Es cierto que las crisis Venezolana y Ecuatoriana de principios de la década afectaron las exportaciones de Colombia, sin embargo, no se puede alegar que las condiciones externas durante los años ochentas fueron más desfavorables que las enfrentadas por el país durante los años cincuentas y sesentas, cuando el PIB creció a tasas sustancialmente más altas. Por consiguiente, la comparación con el resto de la región puede hacer sentir a los colombianos un poco mejor que nuestros vecinos, pero es peligrosa porque puede llevar a una complacencia y letargo engañosos.

3. LA FIRMA Y SUS REQUISITOS DE FINANCIAMIENTO

Curiosamente, en los modelos microeconómicos convencionales es muy difícil incluir las necesidades financieras de la firma. De hecho, si una firma opera en un ambiente económico de competencia perfecta, el caso más tratado en

los textos tradicionales, el financiamiento no es problema: los bancos hacen préstamos de acuerdo a la rentabilidad de las inversiones, pagan intereses competitivos a los ahorradores, y tanto los productores como los consumidores tienen acceso al mercado de capitales a la misma tasa de interés. En ese ambiente ideal, los mejores proyectos de inversión son financiados independientemente de quien sea el inversionista, y los consumidores con capacidad de endeudamiento no encuentran dificultades para financiar la compra de vivienda y otros bienes durables. Es decir, tener acceso a recursos de capital no le da a nadie ninguna ventaja en el mercado.

En el mundo real los mercados financieros no son perfectamente competitivos, y diferentes empresas y personas tienen acceso diferente a las fuentes de capital. Es por eso que es importante entender la relación entre el entorno económico, las estructuras de los mercados de capital y de bienes y la capacidad competitiva de las firmas del sector real.

a. Transacciones en el Sector Real y la Estructura de los Mercados Financieros.

Para empezar, es importante enfatizar un punto que para cualquier empresario es trivial, pero que no es reconocido suficientemente por los economistas: toda transacción de bienes o servicios requiere financiamiento. Las transacciones de bienes de capital o de consumo durable costosos, las ventas al por mayor, y en general, cualquier transacción grande, requiere arreglos formales sobre su financiamiento; más aún, con frecuencia las condiciones financieras determinan si una transacción se efectúa o no. El financiamiento también es necesario en las transacciones menores tanto de bienes como de servicios, aunque en estos casos debido a su pequeño valor, las condiciones de financiamiento generalmente no obstaculizan o condicionan la transacción.

Cuando los mercados de capital son segmentados; cuando el acceso y costo del financiamiento dependen no solamente del riesgo y rentabilidad del proyecto o empresa a ser financiada, sino también de factores tales como la localización espacial, el sector económico a que pertenece el proyecto, la identidad del comprador y vendedor, etc., no existe un precio de mercado, sino una franja o rango dentro del cual se efectúan las transacciones puesto que el precio depende de quiénes, cómo y

dónde se transa. En general, en estos casos las condiciones de financiamiento son un factor determinante del precio.

En un ambiente de mercados financieros segmentados, el precio de cualquier bien o servicio transado involucra dos elementos importantes conceptualmente separables: el precio del bien o servicio cuando éste se transa sin financiamiento del vendedor, y el costo de la intermediación financiera necesaria para llevar a cabo la transacción. En general, entre mayor sea la segmentación de los mercados de capital, mayores serán los descuentos por pago al contado, mayores las posibilidades de obtener altas utilidades en el arbitraje entre los diversos segmentos del mercado, y más importantes para compradores y vendedores, los aspectos financieros de cualquier transacción (5).

b. Estructura del Capital, Utilidades, Eficiencia Productiva de la Firma y el Entorno Económico.

La remuneración al capital utilizado es parte del valor agregado de cualquier proceso productivo. Como generalmente las firmas tienen una combinación de capital propio (patrimonio) y prestado, la remuneración al capital debe distribuirse entre ambos. Es de notar también que bajo condiciones de competencia perfecta en los mercados, y de certeza respecto al futuro, de manera que los ingresos futuros puedan ser descontados sin error, las tasas de retorno al capital propio y prestado serían iguales. En estas circunstancias, no habría diferencia entre poseer bonos o acciones de una firma, es decir, los aspectos financieros de la firma serían irrelevantes en el sentido de que la estructura de capital de la misma no importaría, y la firma podría emitir o refinanciar deuda sin problema, emitir acciones que se venderían a un precio que reflejaría el valor presente de los ingresos futuros de la firma, podría obtener préstamos a largo plazo, etc. Sin embargo, en un mundo de competencia imperfecta y futuro incierto las diferencias en la estructura del capital de la firma adquieren una gran importancia, pues ellas determinan no sólo la rentabilidad contable de la firma sino su capacidad para ajustarse a situaciones cambiantes, y en épocas de crisis, su capacidad de sobrevivencia. La importancia de la estructura del capital es tal que puede hacer posible que en épocas de crisis, una firma con un proceso productivo ineficiente sobreviva, y otra

con uno eficiente quiebre. Por ejemplo, durante un período de expansión económica seguido por una crisis, una firma eficiente puede endeudarse durante la expansión, puesto que sus altas utilidades le darían acceso amplio al crédito, y este endeudamiento la haría quebrar durante la crisis, mientras que otra ineficiente que no se puede endeudar durante la expansión, no quiebra durante la crisis.

Las estructuras de capital que permiten a una firma crecer y sobrevivir en el largo plazo dependen del ambiente económico en que ésta opera, y de la naturaleza de la función de producción de la misma. Así, una firma con un proceso de producción capital intensivo requiere más financiamiento a largo plazo y una proporción menor de capital de trabajo que una firma que tenga un proceso intensivo en mano de obra. De igual manera, para una firma que enfrenta tasas de inflación altas y variables, y que opera en un ambiente económico con grandes fluctuaciones en precios relativos y volumen en la demanda de sus productos y en la oferta de sus insumos, su capacidad de sobrevivir depende de la proporción del capital propio en el capital total, es decir de la relación entre la deuda y su patrimonio.

Por otro lado, entre más segmentado el mercado de capitales, mayor es la posibilidad que una firma tiene de obtener ganancias arbitrando en él, es decir actuando como intermediario financiero en lugar de productor de bienes y otros servicios. En este caso, la firma puede obtener altas utilidades durante una bonanza, pero si se ha endeudado para financiar sus propias ventas, puede fácilmente tener dificultades durante una recesión cuando sus clientes demoren los pagos. Es claro entonces que la estructura de capital de una firma es una variable importante que influye sobre la rentabilidad de la misma en el corto y largo plazo, y que puede ser un factor determinante de su capacidad de sobrevivencia. Por consiguiente, la firma para subsistir debe tener una estructura de capital compatible con el entorno económico en que opera. En general, en un entorno económico estable, sin inflación, hay muchas estructuras financieras que permiten que una firma opere exitosamente. Entre más inestable sea la demanda por los productos de la firma y la oferta de sus insumos, entre mayor sea la tasa de inflación, y entre más intensivo en capital sea el proceso productivo, el rango de estructuras financieras compatibles con el éxito de la firma es menor.

4. EVOLUCION DEL FINANCIAMIENTO INDUSTRIAL, LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DEL ENTORNO ECONOMICO EN COLOMBIA

Para determinar la compatibilidad de la estructura financiera de las firmas con el ambiente en que operan en Colombia es útil resumir tanto la evolución de los mercados financieros como los aspectos más importantes del entorno económico del país.

Durante los primeros veinticinco años después de la segunda guerra mundial Colombia experimentó un proceso de sustitución de importaciones en el cual el sector industrial gozó de una situación privilegiada en cuanto a su acceso al mercado de capitales y a las condiciones bajo las cuales obtuvo préstamos. De hecho, las teorías sobre el desarrollo económico más aceptadas durante los años cincuenta y sesenta privilegiaban el sector industrial como líder en el proceso de desarrollo económico, y las políticas gubernamentales reflejaban esas creencias. El sector industrial se benefició de créditos a tasas de interés que frecuentemente estaban por debajo de las tasas de inflación, provenientes de fuentes multilaterales y bilaterales de crédito internacional o del Banco de la República. En esa época había gran confianza en la capacidad del gobierno para canalizar fondos a sectores específicos, y varios fondos y corporaciones de fomento fueron creados con esa meta en mente.

En general, las políticas gubernamentales de la época se caracterizaron por una protección alta al sector industrial, un mercado financiero incipiente y altamente regulado, que no promovía el ahorro interno, y una tasa de cambio nominal fija que dada la tasa de inflación interna mayor que la internacional, producía crisis periódicas en la balanza de pagos. Sin embargo, el desempeño del sector industrial y el crecimiento del ingreso, especialmente después de la caída en los precios internacionales del café en 1956, no fueron satisfactorios (6). El sector industrial utilizó cada vez más divisas, produciendo muy pocas, y generó muy poco empleo, en una época en que la migración rural-urbana se aceleró. La generación de empleo industrial fue especialmente baja entre 1962 y 1966 cuando grandes sumas se canalizaron a ramas manufactureras de alta tecnología y muy intensivas en capital, particularmente la petroquímica (ver Berry y Thoumi, 1977).

La insatisfacción con esta situación, especialmente con las crisis frecuentes en la balanza de pagos llevaron a un cambio de políticas cristalizado en el decreto 444 de 1967, considerado hoy como un hito en el desarrollo económico del país. Los cambios efectuados en ese momento promovieron las exportaciones manufactureras, pero no protegieron los mercados internos y tampoco alteraron sustancialmente los mercados de capitales que enfrentaba la industria.

Las condiciones financieras del sector industrial cambiaron significativamente sólo cuando la administración Pastrana promovió el sector de construcción y creó el sistema financiero del UPAC que indizaba los ahorros y que le permitió al sector competir por fondos internos con otros sectores, particularmente el industrial. Este cambio se efectuó principalmente por el deseo del gobierno de generar empleo urbano no calificado (7) y no pretendió liberar el mercado de capitales (Jaramillo, 1982). Las políticas llevadas a cabo en este período elevaron la tasa de inflación a niveles sustancialmente más altos que los de la década anterior, y que se han mantenido hasta hoy. Como se discutirá adelante, estas altas tasas han impactado negativamente las condiciones de financiamiento en el país.

La situación cambió sustancialmente en 1974 cuando se llevó a cabo la reforma financiera. Este evento ha sido objeto de gran debate. Algunos consideran que equivalió a que el neoliberalismo se tomara al país (Kalmanovitz, 1988, capítulo VIII), mientras que otros, tal vez más versados en los tejemanejes de la política monetaria estiman que fue resultado en parte del crecimiento de las exportaciones. Ortega (1982, p. 27-29) explica que a principios de la década de los setentas el único crédito a largo plazo era el de fomento basado en redescuentos en el Emisor. Había muy poco ahorro institucional, y las instituciones financieras tenían como fin canalizar fondos más que promover el ahorro. En estas condiciones, la inversión se había podido financiar sin mayores problemas con crédito externo, sin embargo, el éxito en el crecimiento de las exportaciones hizo que esto no continuara siendo posible sin revaluar en términos reales el peso o sin generar inflación (8). Por consiguiente, la eliminación de la restricción al crecimiento económico impuesta por la escasez de divisas requirió aumentar el ahorro interno para lo cual fue necesario reformar el sistema financiero (9).

Las reformas financieras coincidieron con la bonanza cafetera de mediados de la década de los setentas, la cual fue seguida por la bonanza marihuana y la cocainera. Estas bonanzas generaron grandes ganancias y alteraron la rentabilidad relativa de los diversos sectores económicos. Al abaratar las divisas, perjudicaron a los sectores productores de bienes transables internacionalmente, tanto la industria como partes importantes del sector agropecuario; promovieron las importaciones, y beneficiaron los sectores cuyos productos no son transables internacionalmente, especialmente la finca raíz y los servicios. Así mismo, las bonanzas alteraron las expectativas de enriquecimiento, promoviendo actividades especulativas.

Otro efecto importante de las reformas financieras resultó del aumento en alternativas de inversión disponibles al público. En particular, las acciones tuvieron que competir con otros activos financieros, lo cual deprimió su precio real (Sarmiento, 1985). Así mismo, el desarrollo del sector financiero aumentó la disponibilidad de recursos para invertir en empresas existentes cuyas acciones habían bajado de valor. En esta época surgieron los grupos financieros que buscaron sacar ventaja de esta situación, comprando empresas subvaluadas. Así mismo, el sistema fue vulnerable a la manipulación del precio de las acciones en favor de los accionistas mayoritarios y en perjuicio de los pequeños inversionistas. Sarmiento (1985) indica cómo estos manejos lograron concentrar las utilidades en manos de los grupos, y las pérdidas en los pequeños inversionistas.

Las condiciones financieras externas también fueron muy propicias a la especulación pues el reciclaje de petrodólares acompañado de una recesión en los países de la OCDE generó un exceso de fondos que fueron prestados a tasas reales muy bajas y que propició el endeudamiento de los países de la América Latina y del Caribe. Es de notar, que el manejo colombiano del endeudamiento externo en esta época fue el más conservador de la región, y evitó las crisis de deuda externa que los demás países de la región experimentaron durante los años ochentas (10).

Los desarrollos durante el segundo lustro de la década de los setentas complicaron el manejo de la política monetaria del país, y debilitaron sustancialmente las finanzas del sector industrial y las de muchas instituciones financieras.

Como reacción a las bonanzas del sector externo, y al aumento de la tasa de inflación los gobiernos intentaron restringir el crédito a través de altos encajes y otras medidas, y el sector financiero reaccionó creando sistemas para evadirlas (11).

Durante los setentas la estructura financiera del sector industrial se debilitó, haciéndolo muy vulnerable a cambios en el entorno económico. El endeudamiento de las empresas aumentó sustancialmente en relación al patrimonio, la inversión en capital fijo creció poco, la madurez de los préstamos se acortó, y al aumentar la inflación las tasas nominales de interés subieron, requiriendo flujos de caja más altos. Estos cambios tuvieron causas múltiples: la mayor competencia por recursos financieros de la industria con otros sectores, la legislación impositiva que daba incentivos para pagar intereses, descontables de las utilidades como costos, en lugar de pagar dividendos, y que mantenía una doble tributación a las utilidades de las sociedades y a los dividendos distribuidos, y el alza en la tasa de inflación que dificultó el financiamiento a largo plazo.

El debilitamiento de la estructura financiera de las empresas ha sido investigado en varios trabajos (Chica, 1984-1985, Chica, 1988, Junguito, 1979, Restrepo, Serna y Rosas, 1983, Restrepo, 1985), los que concurren en la necesidad de fortalecer la estructura financiera de las sociedades, es decir en buscar medios para disminuir la relación deuda-patrimonio, aumentar la madurez promedio de los préstamos y disminuir las presiones sobre el flujo de caja. Algunos de los cambios legislativos en las últimas reformas tributarias han estado encaminados en esta dirección, al eliminar los incentivos en contra del capital accionario.

Durante las bonanzas del sector externo también se debilitó la estructura financiera de las instituciones de crédito, y algunas quebraron generando altos costos sociales. Las razones por lo cual esto ocurrió son diversas, y han sido debatidas ampliamente (Montenegro, 1983, Ortega, 1982, Echavarría, 1983, etc.). Una causa fue sin duda el mal manejo y fraude que se presentó en algunas instituciones; pero además, también hubo otras causas. Montenegro (1983) presenta tal vez el mejor resumen de las causas de la crisis del sector financiero, la cual la atribuye a: problemas de liquidez causados por el hecho de que los depósitos en muchas instituciones eran de corto plazo, mientras que sus préstamos eran a períodos

bastante más largos; establecimiento de muchas instituciones financieras pequeñas con altos costos; la formación de grupos financieros con intereses en la industria que hicieron autopréstamos, muchos de ellos destinados a la compra piramidal de firmas existentes; al atraso de la legislación que no se adaptó con suficiente rapidez a las nuevas situaciones, y al relajamiento y desorganización de los controles al sistema financiero.

La euforia generada por las bonanzas propició un ambiente especulativo y un crecimiento muy rápido del sector financiero que lo hizo muy vulnerable a cambios en el ambiente económico nacional e internacional. Así, dado el cambiante entorno económico, la crisis era inevitable, y cuando éste se deterioró, el sistema financiero hizo crisis, y de paso, dada la interrelación con el sector industrial, éste también sufrió.

El gobierno reaccionó a la crisis financiera evitando que ésta se generalizara, sin embargo, esto implicó grandes costos sociales, o como dirían algunos, "democratizando las pérdidas". Las políticas tomadas en ese momento estuvieron encaminadas fundamentalmente a refinanciar y a restablecer la confianza en el sector financiero y a evitar la quiebra de algunas empresas industriales grandes. Se establecieron restricciones a los autopréstamos, se exigieron mayores garantías patrimoniales para obtener préstamos, se eliminaron algunos desincentivos a la emisión de acciones como la deducción de intereses al estimar el impuesto a la renta, etc.

Sin embargo, no hubo cambios significativos en los fondos de fomento, los cuales continuaron prestando a tasas de interés reales negativas.

En realidad, las políticas estaban encaminadas a controlar la crisis financiera más que a reformar la estructura financiera de las empresas.

No hay muchos trabajos que permitan evaluar con firmeza el impacto de estas medidas sobre la situación financiera de la industria, aunque la evidencia disponible (Villate y Hommes, 1989) indica que ésta continúa siendo muy débil: la relación deuda-patrimonio continúa siendo muy alta, y la madurez de los créditos muy corta. Más aún cifras preliminares (12) indican que la concentración del crédito institucional (13) continúa siendo muy alta. Estas cifras sugieren además, que hay

una desviación sustancial de este crédito a otros sectores (14).

5. LA IMPORTANCIA DE LA INFLACION

Los trabajos sobre el financiamiento industrial no han enfatizado los problemas generados por una tasa de inflación (15) que se ha mantenido entre 25 y 30% anual durante más de 15 años, posiblemente porque aunque las tasas de interés nominales aumentaron, las tasas reales no subieron (Chica, 1984-1985). Es cierto que la inflación colombiana no es alta cuando se la compara con la del resto de la América Latina, sin embargo, mientras que se puede afirmar que los niveles de inflación colombianos son comunes en la región, no es posible afirmar que éstos son "normales", es decir que en forma alguna son satisfactorios.

La inflación tiene dos efectos negativos importantes sobre el financiamiento de la industria que hay que resaltar. Primero, la inflación destruye los mercados de capital a largo plazo, y cuando éstos no existen, evita que se creen. Es claro que no es posible generar ahorro en cantidades sustanciales manteniendo tasas de interés reales negativas. En el corto plazo, un alza en la tasa de inflación no acompañada de un aumento semejante en las tasas de interés puede no afectar el ahorro sustancialmente, sin embargo, si la situación continúa, los ahorristas se percatan de sus pérdidas reales y modifican su comportamiento. Por consiguiente, un aumento en las tasas de inflación como el que se dio en Colombia, pasando de un promedio ligeramente inferior al 10% en la década de los sesentas al nivel actual implicó un alza concomitante de las tasas de interés, la cual ha tenido un profundo efecto sobre el financiamiento a largo plazo. El punto básico a resaltar es que una tasa de interés nominal alta que se compense la tasa de inflación disminuye rápidamente el financiamiento real que proporciona un préstamo. Así, una tasa de interés nominal de digamos 35% con una inflación de 25% implica repagar la cuarta parte de cualquier préstamo en el primer año, independientemente de la duración del mismo. En este caso, 25% pagados como "intereses" en realidad amortizan el préstamo, aunque legal y contablemente sean considerados como intereses porque en este caso un préstamo que financie 100% de un proyecto, al final del primer año financiará en términos reales solamente el 75% del mismo. En estos casos la relación de deuda a patrimonio disminuye muy rápidamente (16).

En otras palabras, un préstamo a 10 años termina pagándose casi todo en los primeros dos o tres años, de manera que el financiamiento a largo plazo prácticamente desaparece. En condiciones inflacionarias para lograr financiamiento real a largo plazo es necesario indizar los préstamos, o garantizar que los préstamos hechos a tasas nominales altas se refinancien, incluyendo la parte de "intereses" que corresponde a la inflación. Esta es una razón por la cual en ambientes inflacionarios es importante para una firma ser parte de un grupo financiero con acceso a algún banco que le garantice poder refinanciar sus deudas (17). Es de notar que una medida reciente permite a las instituciones financieras capitalizar hasta el 60% de los intereses de los préstamos industriales. Esta medida sin duda flexibiliza el sistema, pero es parcial, no da ninguna garantía de que las instituciones financieras realmente refinancien los intereses, y pierde eficacia al aumentar la inflación.

Segundo, la inflación por sí sola aumenta el riesgo de cualquier inversión financiada a crédito. Al aumentar la inflación, las tasas de interés aumentan, pero no todos los precios aumentan de manera semejante, por consiguiente, una empresa que obtenga un préstamo indizado tiene el riesgo de que sus ingresos aumenten menos que el índice utilizado, creándole problemas de flujo de caja. Además, como aumentos en la tasa de inflación frecuentemente van acompañados de políticas crediticias restrictivas, las inversiones en capital fijo se penalizan, pues la liquidez de estos activos disminuye con la inflación, lo mismo que sus precios reales.

6. REQUISITOS FINANCIEROS Y LA APERTURA

En principio, la necesidad de tener un mercado de capitales eficiente, competitivo, en el que los actores sean anónimos y que contribuya a generar ahorro y a mejorar la asignación de recursos es independiente de un proceso de apertura económica. Lo que sucede, es que con una economía relativamente cerrada, el gobierno pudo lograr metas económicas relativamente satisfactorias sin tener un mercado de capitales desarrollado. Sin embargo, como se anotó en la sección 2, cada vez se ha hecho más difícil lograr esas metas.

Si la apertura se lleva a cabo, es importante que el entorno económico en que se opera en Colombia

sea más estable. A este respecto es importante mencionar que la apertura requiere esfuerzos coordinados de los sectores privado y público. En particular, como se anotó antes, los niveles de inflación actuales constituyen un obstáculo muy fuerte al desarrollo de un mercado de capitales eficiente. Por consiguiente, es importante que las causas de la inflación, particularmente el déficit fiscal y la expansión del crédito del Banco de la República sean eliminadas. Esto no es tarea fácil para el sector público. La evidencia reciente de las experiencias latinoamericanas indica que uno de los problemas más graves en países que han tratado de lograr este objetivo es la falta de credibilidad de las políticas gubernamentales. Es decir, aunque los gobiernos eliminen el déficit fiscal y controlen la inflación monetaria, la inflación inercial y la indización formal hacen que la inflación continúe a menos que el sector privado este convencido de la permanencia de las medidas. Es por eso, que es imperativo que el sector público tenga el apoyo del privado para poder controlar la inflación. Si esto no ocurre, como lo muestran las experiencias Argentinas y Brasileñas, los intentos de estabilización pueden crear mayores problemas de los que resuelven. Dada la economía política de Colombia, con coaliciones distributivas bastante bien organizadas, lograr esta credibilidad representa un reto importante al gobierno.

Para competir en una economía abierta en que el gobierno tiene menos armas para proteger industrias en dificultades, es necesario que estas modifiquen sus estructuras financieras para hacerlas menos vulnerables. Por consiguiente, es importante fortalecer los mercados de acciones de manera que las industrias puedan recibir in-flujos de capital patrimonial y disminuir la relación de deuda a patrimonio, de manera que tengan estructuras financieras compatibles con un número mayor de coyunturas. Un cambio de esta naturaleza requerirá también un cambio en la actitud de algunos sectores empresariales que han preferido no emitir y vender acciones al público por temor de perder el control de sus empresas. Por consiguiente, otro requisito para el funcionamiento satisfactorio de un mercado accionario es diluir y democratizar la propiedad de las sociedades anónimas, en cuyo caso sería más difícil que una empresa se tomara a otra. Cabe notar además, que la pérdida de control de una empresa es grave cuando cae el valor real de las acciones de quien lo pierde, y cuando quienes adquieren el control logran transferir hacia ellos las utilidades de la

empresa, tal como ocurrió en el período anterior a la crisis financiera.

El sector industrial, así como el agropecuario, se beneficiaron por mucho tiempo de fondos de fomento, los cuales por mucho tiempo han estado prestando capital a largo plazo a tasas frecuentemente inferiores a la inflación. Estos fondos jugarán en el futuro un papel mucho menor (18). Primero, una fuente importante de estos fondos han sido los Bancos Mundial e Interamericano de Desarrollo los cuales requieren cada vez con más insistencia que las tasas de interés sean superiores a la inflación. Segundo, en el proceso de apertura es importante garantizar el acceso a los mercados de países miembros del GATT. Esta organización define como un subsidio los préstamos de fomento a tasas inferiores a la inflación, lo cual da pie para que el país importador imponga aranceles compensatorios y otras medidas proteccionistas. Dichos préstamos podrían poner en peligro las exportaciones del país en los mercados europeo y estadounidense especialmente. Tercero, la filosofía misma que ha inspirado la formulación del programa de apertura contradecía los subsidios a través del crédito. Es de notar que un menor papel de los fondos de fomento resalta la importancia de bajar la tasa de inflación, lo cual disminuiría el problema de liquidez de las empresas. Realmente, si la inflación fuera cero, no habría tasas reales de interés negativas, y los empresarios deberían encontrar una tasa de 8 ó 10% anual fácil de manejar.

El programa de apertura prevee usar fondos de los Bancos Mundial e Interamericano de Desarrollo para financiar la reconversión industrial que requiere la apertura. Estos recursos serán útiles, pero presentan un problema pues difícilmente se pueden usar para financiar el contenido doméstico de las inversiones. La situación actual es semejante a la mencionada por Ortega (1982) para explicar la necesidad de aumentar el ahorro interno en 1974. Por consiguiente, una reconversión industrial exitosa requiere un aumento en el ahorro interno disponible para invertir en el sector privado. Este es otro factor que resalta la necesidad de eliminar el déficit fiscal que absorbe crédito interno, y de aún, bajo algunas circunstancias, generar un superávit (ahorro del sector público). Este es un punto que es necesario enfatizar, y que el gobierno debe tener en claro.

NOTAS

- (1) La propuesta de apertura fue discutida en el Consejo de Política Económica y Social (CONPES) en 1989 y publicada por el Departamento Nacional de Planeación (1990).
- (2) Es claro que algunos autores no consideran que la sociedad colombiana es democrática, y que muchos la definen como una democracia parcial. Sin embargo, desde el punto de vista del argumento aquí presentado lo importante es tener un sistema político que permita la organización de grupos de presión que actúen con relativa autonomía para buscar su propio beneficio. En el caso colombiano éstos serían los sindicatos, gremios de los sectores productivos, asociaciones de profesionales, etc.
- (3) Los trabajos de Olson (1971 y 1982) sobre este tema han tenido un gran impacto, y han sido usados para explicar porque después de la segunda guerra mundial los países perdedores, en donde los grupos de presión habían desaparecido, lograron tasas de crecimiento mucho más altas que las de los países vencedores, en los que dichos grupos mantuvieron un poder sustancial. En el caso Latinoamericano, Mamalakis (1969 y 1971) anteriormente ya había elaborado un argumento semejante cuando presentó su teoría de los choques sectoriales como alternativa a la interpretación Marxista del desarrollo de la región, argumentando que en la región la formación de grupos de presión llevaba a una economía política en la cual los conflictos distributivos se realizaban entre sectores económicos y no entre clases sociales tradicionales.
- (4) En el caso colombiano es claro que éstas han crecido de manera notable durante los últimos 40 años (Urrutia, 1983).
- (5) Nótese que a pesar del gran proceso de integración financiera del mundo en las últimas dos décadas, los mercados de capital del mundo están aún relativamente segmentados, por lo cual el crédito continúa siendo un factor de competencia muy importante en el comercio internacional.
- (6) Tanto así que un historiador económico tan reconocido como Salomón Kalmanovitz (1988, cap. VII) se refiere a este período como "La Gran Recesión".
- (7) Al respecto se puede afirmar que el éxito electoral urbano de G. Rojas Pinilla en las elecciones del 19 de abril de 1970 contribuyó a este cambio de políticas.
- (8) Cuando no hay escasez de divisas, tomar un préstamo externo para financiar el contenido

doméstico de la inversión implica que el Banco de la República acumule reservas internacionales, lo cual es inflacionario, o que aumente la oferta de divisas en el mercado lo cual revalúa el peso.

- (9) La reforma estuvo inspirada por los trabajos de McKinnon (1973 y 1974) y Shaw (1973) que proporcionaron su justificación y bases teóricas.
- (10) Es de notar que el crecimiento más sustancial en la deuda externa colombiana tuvo lugar durante la administración Turbay (1978-1982) que financió su programa de inversión en infraestructura con fuentes externas.
- (11) Hay varios trabajos que han estudiado la forma como el sector financiero reaccionó a las políticas monetarias del gobierno efectuando lo que han llamado "innovaciones financieras" (ver Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, 1982, Acosta, 1986, Jaramillo, 1982, entre otros). Por ejemplo, para evadir el encaje marginal de 100% establecido en 1976 se crearon sistemas que permitían que un depositario bancario prestara directamente al cliente bancario por medio de una transacción arreglada por el banco. Así el banco recibía una comisión y se eliminaba el encaje.
- (12) No publicadas, de la Unidad de Industria del Departamento Nacional de Planeación.
- (13) Banco de la República, IFI, PROEXPO, y Corporación Financiera Popular.
- (14) Por ejemplo, el sector de textiles y confecciones ha recibido aproximadamente el 30% del crédito institucional y de PROEXPO durante los últimos 10 años, y sus exportaciones no han mostrado un dinamismo concomitante lo que sugiere que estos recursos se han desviado a otros sectores.
- (15) En la literatura muy pocos trabajos consideran la inflación como un factor importante en el desarrollo del sector financiero y en la financiación al sector privado. Una excepción es el ensayo de Restrepo, Serna y Rosas (1983), quienes estudian algunos efectos de la inflación sobre la estructura financiera y rentabilidad del sector industrial durante los años setentas.
- (16) Esta es una razón de por qué la caída en la rentabilidad contable de las sociedades durante la década de los setentas subestima la rentabilidad económica de las mismas. Los estudios al respecto como Restrepo (1985) no han tenido este factor

en cuenta al estimar la rentabilidad económica de las sociedades.

- (17) Es de notar que autores como Restrepo (1985) han estimado las utilidades de las sociedades anónimas encontrando una disminución preocupante en la rentabilidad de esas empresas. Sin embargo, estas estimaciones incluyen entre los costos de la empresa todo el pago de intereses, cuando la mayor parte de los mismos siendo una amortización, no son un costo económico. Por consiguiente, estimaciones de rentabilidad basadas en balances contables tienden a subestimar las utilidades reales de las empresas, lo cual no significa que éstas no tengan problemas de liquidez y de crecimiento causados por las altas tasas nominales de interés.
- (18) Junguito (1990) recientemente ha enfatizado este punto.

BIBLIOGRAFIA

- Acosta, Olga L., 1986, "Estructura Financiera de las Sociedades: Ejercicio de Aplicación de las Cuentas Financieras". **Ensayos sobre Política Económica**, No. 10, Dic., pp. 133-181.
- Berry, R. A. and F. E. Thoumi, 1977, "Import Substitution and Beyond: Colombia", **World Development**, Vol. 5, No. 1 and 2, Jan-Feb., pp. 89-109.
- Chica A., Ricardo, 1984-1985, "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980", **Desarrollo y Sociedad**, Nos., 15-16, Sept.-Marzo, pp. 195-285.
- Chica A., Ricardo, 1988, "Un Diagnóstico de la Crisis de Acumulación de la Industria Colombiana", **Desarrollo y Sociedad**, No. 22, Sept., pp. 13-73.
- Corbo, Vittorio y Jaime de Melo, 1987, "Lessons from the Southern Cone Policy Reforms", **The World Bank Research Observer**, Vol. 2, No. 2, Julio.
- Departamento Nacional de Planeación, 1990, "Programa de Modernización de la Economía Colombiana", **Revista de Planeación y Desarrollo**, Vol. XXII, Nos. 1 y 2, Enero-Junio.
- Echavarría O., Hernán, 1983, **El Escándalo de los Fondos Grancolombiano y Bolivariano en el Gobierno del Dr. Turbay Ayala**, H. Echavarría O., Medellín.
- Gálvez, Julio y James Tybout, 1985, "Microeconomic Adjustment in Chile during 1977-81: The Importance of Being a Grupo", **World Development**, Vol. 13, No. 8, Agosto.

Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, 1982, "Controles Monetarios y Distorsiones Estadísticas", **Ensayos Sobre Política Económica**, No. 1, Marzo, pp. 149-170.

Jaramillo, Juan Carlos, 1982, "El Proceso de Liberación del Mercado Financiero Colombiano", **Ensayos sobre Política Económica**, No. 1, Marzo, pp. 7-19.

Junguito B., Roberto, 1979, "Financiación de la Industria Manufacturera en los Años Ochenta: Aspectos Crediticios y Tributarios", en C. Caballero A. (Comp.), **El Sector Financiero en los Años Ochenta**, Asociación Bancaria de Colombia, pp. 399-420.

Junguito B., Roberto, 1990, "Apertura Económica y Financiamiento de la Agricultura", Ponencia presentada en el XII Simposio sobre Mercado de Capitales, Cali, Oct. 31-Nov. 2.

Kalmanovitz, Salomón, 1988, **Economía y Nación: Una Breve Historia de Colombia**, Siglo XXI Editores.

Mamalakis, M.J. 1969, "The Theory of Sectoral Clashes", **Latin American Research Review**, Vol. IV, No. 3, p. 3-46.

Mamalakis, M.J., 1971, "The Theory of Sectoral Clashes and Coalitions Revisited", **Latin American Research Review**, Vol. VI, No. 3, p. 89-126.

McKinnon, R., 1973, **Money and Capital in Economic Development**, Brookings Institution, Washington, D.C.

McKinnon, R., 1974, "Política Monetaria y Financiera en Colombia", **Revista del Banco de la República**, Vol. XLVII, December.

Montenegro, Armando, 1983, "La Crisis del Sector Financiero Colombiano", **Ensayos Sobre Política Económica**, No. 4, Dic., pp.51-89.

Mussa, Michael, 1987, "Macroeconomic Policy and Trade Liberalization: some Guidelines", **The World Bank Research Observer**, Vol. 2, No. 1, Enero.

Olson, Mancur, 1971, **The Logic of Collective Action**, Harvard University Press.

Olson, Mancur, 1982, **The Rise and Decline of Nations**, Yale University Press.

Ortega, Francisco J., 1982, "Notas Sobre la Reciente Evolución Económica e Institucional del Sector Financiero", **Ensayos sobre Política Económica**, No. 1, Marzo, pp. 21-43.

Restrepo S., Juan C., Juan G. Serna V. y Manuel G. Rosas, 1983, "Inflación, Financiamiento y Capitalización Empresarial", **Ensayos sobre Política Económica**, No. 4, Dic., pp.153-198.

Restrepo, Juan C., 1985, "Reflexiones Sobre la Rentabilidad Empresarial en Colombia", **Ensayos Sobre Política Económica**, No. 7, Junio, pp. 11-25.

Sarmiento, Eduardo, 1985, "Las Fallas del Mercado de Capitales", **Revista de la CEPAL**, No. 27, Diciembre.

Shaw, E. S., 1973, **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press.

Urrutia, Miguel, 1983, **Gremios, Política Económica y Democracia**, Fondo Cultural Cafetero, Bogotá.

Villate, Alberto y Rudolf Hommes, 1989, "Aspectos Financieros del Sector Industrial Colombiano: Informe Final", Bogotá, Febrero, Mimeografiado.