

EL LIBERALISMO FINANCIERO, BALANCE DE UNA EXPERIENCIA

FRANCISCO AZUERO

I — EL LIBERALISMO ECONOMICO, IDEOLOGIA DEL NUEVO ORDEN

En los documentos básicos que constituyeron la plataforma de acción del gobierno que comenzó sus funciones en agosto de 1974, es posible encontrar cierta coherencia en torno a los objetivos básicos de la política económica¹. En todos ellos se manifestaba la necesidad de consolidar el sector exportador como el elemento más dinámico de la economía, buscando convertir a Colombia en el “Japón de Suramérica”. Dicha estrategia debería apoyarse básicamente en aquellos productos en los cuales el país tuviera una ventaja comparativa derivada del alto contenido en mano de obra. Todas las demás áreas de acción de la política económica deberían supeditarse a dicho objetivo principal. La estabilización interna de precios sería un paso necesario en la búsqueda de mejores condiciones de competitividad de los productos colombianos en el exterior. La liberalización general de la economía, particularmente en las áreas de comercio exterior y financiera, era presentada como el

¹ Ver en particular “Discurso de posesión del Presidente López”, *El Tiempo*, Bogotá, 8 de agosto de 1974. Plan de Desarrollo Económico y Social “Para cerrar la brecha”, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, 1975. Informe al Congreso sobre el estado de emergencia económica, Presidencia de la República, Bogotá, 1974.

complemento necesario de dicha estrategia, pues en dichas condiciones el capital se orientaría, no hacia áreas artificialmente protegidas o estimuladas, sino hacia aquellas en donde existieran reales condiciones para la obtención de una rentabilidad superior.

De esta manera Colombia pasaba a ocupar su puesto junto a muchos países, en especial latinoamericanos, que habían decidido abandonar el intervencionismo y el proteccionismo característicos de sus economías, para adoptar las recomendaciones de la escuela de Chicago. Las razones de dicho viraje las debemos encontrar en la evolución, tanto del capitalismo internacional como de los procesos de acumulación de dichos países. Es lo que intentaremos demostrar en la primera parte de este artículo, antes de adentrarnos en el análisis de lo que fue la nueva política financiera.

Las limitaciones inherentes al proceso de industrialización por sustitución de importaciones comenzaron a sentirse en toda su intensidad en los primeros años de la década del 60, cuando una considerable baja en las tasas de crecimiento del producto industrial hizo pensar a muchos teóricos en el estancamiento estructural como la perspectiva inmediata que enfrentaba el proceso de acumulación en los países latinoamericanos, a no ser que se alteraran sustancialmente los patrones básicos sobre los que dicha industrialización se había apoyado hasta el momento. En dicho análisis coincidían los teóricos de la CEPAL y una importante corriente del pensamiento marxista latinoamericano².

Un problema central que confrontaba la industrialización era el problema de la extensión del mercado. Las modalidades propias del proceso de acumulación hasta la fecha estaban en la base de dicho obstáculo. La concentración industrial, la relativamente baja absorción de mano de obra y el tipo de desarrollo agrario no creaban las condiciones óptimas para la formación de una amplia demanda sobre la cual pudiera apoyarse la dinámica industrial, especialmente si, agotada la sustitución de bienes de consumo inmediato, se quería pasar a la producción interna de bienes intermedios, de capital y de bienes de consumo durables³; varios países latinoamericanos habían entrado por esa vía y Colombia se preparaba para hacerlo.

² Ver por ejemplo, Celso Furtado "Desarrollo y estancamiento en América Latina: un enfoque estructuralista", en A. Bianchi (Ed.) "América Latina, ensayos de interpretación económica" Santiago, Ed. Universitaria, 1969, págs. 120-149. Para el caso colombiano: Mario Arrubla "Estudios sobre el subdesarrollo colombiano" Ed. La Oveja Negra, Bogotá, 1969. Los ensayos publicados en este libro habían sido publicados desde 1963.

³ Ver M. C. Tavares: "El crecimiento y la declinación de la sustitución de importaciones en el Brasil". Boletín Económico de América Latina número IX, marzo de 1964.

Otro problema que confrontaba el proceso de industrialización era el referente a su continua dependencia del monto de divisas disponibles, que a su vez estaba determinado por los altibajos del principal producto exportable: el café, para el caso colombiano. Dicha situación pasaba a ser particularmente grave en la nueva etapa de sustitución, en que las importaciones necesarias para equipamiento, junto con los gastos de patentes, regalías, etc., presionaban considerablemente la balanza de pagos.

Las posibles salidas para el capitalismo local, debían contar entonces con el problema de la extensión y diversificación de la demanda y con el de la disponibilidad de divisas como los principales obstáculos a resolver⁴. Una posible solución se encontraba en el posible aprovechamiento del carácter altamente concentrado del ingreso para adecuar la estructura productiva hacia la fabricación de productos de cierta sofisticación. Así efectivamente se intentó hacer en Colombia, como en los demás países latinoamericanos que conocieron un proceso semejante. Las industrias de electrodomésticos, así como la automotriz, se ubicaban dentro de dicha estrategia. Pero las posibilidades de éxito por esta vía eran, como se habría de demostrar ulteriormente, bastante limitadas. Además de que a mediano plazo el resultado neto podría ser una compresión en las tasas de ahorro/inversión de la economía (por el estímulo al aumento en el consumo de los sectores potencialmente ahorradores), las nuevas industrias reproducían los problemas que aquejaban a las tradicionales, con la gravedad de que, por requerir grandes inversiones, el tamaño mínimo rentable resultaba siendo considerablemente grande con relación a las posibilidades de absorción de la demanda interna. El resultado era entonces una considerable capacidad subutilizada, y una producción con costos bastante elevados, que acentuaba el carácter elitista de su consumo⁵. Si bien este proceso comenzó a adelantarse, no podía esperarse que de allí resultara una dinámica industrial de proporciones significativas.

Una posibilidad alternativa de aumento de la demanda de productos manufacturados era la apertura del mercado externo, que permitiría además disminuir la dependencia que el conjunto del aparato productivo, y en particular la industria, tenía con relación al café. Durante

⁴ J. A. Bejarano. "Ensayo de interpretación de la economía colombiana". La Carreta. Bogotá. 1978, pág. 90.

⁵ Esta estrategia tuvo un éxito parcial en Brasil, donde las condiciones del mercado y el nivel bastante adelantado a que había llegado el proceso de sustitución se prestaban para ello. Ver Maria Conceição Tavares y José Serna, "Más allá del estancamiento" en José Serna (Ed.) Desarrollo Latinoamericano, ensayos críticos. FCE, México, 1974.

muchos años dicha posibilidad se miró como inaccesible para la industria latinoamericana. Los elevados costos a que una protección excesiva las había acostumbrado, había colocado a las empresas locales en una situación tal que difícilmente podrían alcanzar niveles satisfactorios de competitividad en el mercado internacional. Por otra parte, el hecho de que la política de sustitución de importaciones no tuviera carácter selectivo con relación al aprovechamiento de las posibles ventajas comparativas existentes, había creado una estructura industrial caracterizada por su heterogeneidad pero sin posibilidades de aprovechar los rendimientos a escala. No dejaba de argumentarse igualmente, que, dado el peso de la inversión extranjera en la industria, estaba descartada de antemano cualquier posibilidad de orientación hacia la exportación, que se suponía iría contra la racionalidad y las áreas de interés de las empresas internacionales.

No obstante, importantes transformaciones mundiales comenzaron a operarse que obligaron a reevaluar considerablemente las afirmaciones y prejuicios existentes. Con la intensificación de la competencia internacional, las empresas multinacionales consideraron oportuno aprovechar al máximo las posibilidades brindadas por ciertos países en desarrollo, en donde existía una mano de obra abundante y barata. La descomposición de relaciones tradicionales determinada por la penetración del capitalismo, había, en efecto, arrojado al mercado de trabajo un no despreciable contingente de mano de obra que el mismo capitalismo era incapaz de absorber en su integridad, y que traspasaba por sus dimensiones los límites del llamado ejército de reserva de Marx. Era lo que dio en llamarse la marginalidad. Si a ello se añade la debilidad de las organizaciones obreras de dichos países, que se manifiesta en bajos salarios, jornadas de trabajo superiores, y falta de garantías sobre la estabilidad laboral, tenemos como resultado una inmensa oferta de mano de obra, sobre cuya productividad potencial no existía motivo para la duda.

Podemos suponer que en algún momento los avances tecnológicos ligados a actividades como el transporte, las comunicaciones, etc., llegaron a un nivel tal que la utilización de dicha mano de obra comenzó a ser rentable, ya no solamente para satisfacer la demanda interna del país subdesarrollado donde estuviera instalada la filial de la correspondiente empresa multinacional, sino para producir en gran escala con miras al mercado mundial. Se trataba entonces de sentar las bases de una nueva división internacional del trabajo, que rompa el antiguo esquema de países productores de materias primas y países productores de productos manufacturados. Pero la industrialización de los países subdesarrollados no desemboca en una homogeneización mundial de

los procesos productivos. Una nueva división internacional del trabajo se perfila paulatinamente: los países del "Centro" buscarán especializarse en actividades en donde la complejidad de la tecnología, la exigencia de un trabajo altamente calificado, u otras consideraciones de orden estratégico hagan difícil su traslado, mientras que en algunos países de la periferia se adelantarán los procesos productivos ligados con la industria tradicional. Evidentemente el proceso descrito no es lineal, ni exento de sobresaltos y de tropiezos. Pero permite comprender la evolución y las tendencias del capitalismo mundial, así como ubicar fenómenos tales como la persistencia de la crisis comenzada en 1974, y el nivel de desempleo considerable que conocen hoy los países desarrollados⁶. Dadas estas condiciones, estaban sentadas las bases para que una estrategia de los países subdesarrollados tendiente a "diversificar exportaciones" pudiera tener éxito.

Las circunstancias imperantes en América Latina y en Colombia en particular, y que se habían convertido en trabas en el proceso de sustitución de importaciones, podían ser esquivadas por el nuevo modelo de acumulación, que antes bien contaba con ellas para su cabal desenvolvimiento. La debilidad del mercado interno distaba ahora de ser un obstáculo. Era de esperarse, por el contrario, que los problemas de distribución de ingresos que la originaba se agravaran, pues así lo imponía la necesidad de competir en el mercado internacional. La concentración y extranjerización del capital aseguraban que la toma de decisiones respecto a las orientaciones de la industria se realizara, ya no desde el estrecho campo constituido por las economías nacionales, sino desde una perspectiva más amplia: la de las compañías multinacionales. Dicha racionalización a nivel mundial asegura cierta coherencia entre los planes de inversión y la evolución del mercado mundial. Pero para que ello sea posible es necesario eliminar las perturbaciones que la intervención del Estado pueda ocasionar en el libre movimiento de mercancías o de capitales: un nuevo liberalismo económico, cuyos principios básicos serían los mismos que el mundo conoció en el siglo XIX, pasó a constituirse en la base doctrinaria de la nueva división internacional del trabajo.

No es el momento, ni es el objetivo de este trabajo, el de pasar revista a los diferentes postulados de la escuela neoliberal, y que tienen que ver con consideraciones en el terreno de la economía monetaria, de la política fiscal, del comercio exterior, etc. Bástenos señalar el tipo

⁶ Esta presentación del problema es forzosamente esquemática. Para una mayor profundidad ver por ejemplo: C. A. Michalet, *Le Capitalisme Mondial*, Presses Universitaires de France, Paris, 1976.

de recomendaciones en las cuales ha sido notoria su insistencia, como estrategias a adoptar por parte de los países subdesarrollados:

— En primer lugar, es necesario acabar con la estructura arancelaria heredada de la época de la sustitución de importaciones, que asegura una protección exagerada para la industria interna, y que impide el aprovechamiento máximo de las ventajas comparativas de que goza el país. El descubrimiento de cuáles son esas ventajas, y la puesta en marcha de los mecanismos destinados a aprovecharlas, es un proceso del que sólo el mercado, siempre y cuando actúe libremente, puede encargarse. El objetivo debe ser entonces el de una total liberalización del comercio exterior.

— La estabilización económica es condición indispensable para el éxito de los nuevos patrones de acumulación. En ese sentido, la lucha contra la inflación debe adelantarse como una prioridad absoluta, a través de la austeridad monetaria y financiera; nunca a través de los controles de precios, que impiden el funcionamiento eficaz de las leyes del mercado.

— En el terreno financiero, es necesario que opere también el mercado. Para ello, las disposiciones oficiales tendientes a dirigir u orientar el crédito o a establecer topes a las tasas de interés deben ser eliminadas. Sólo en esas condiciones los intermediarios financieros podrán desempeñar a cabalidad el papel que les corresponde en el desarrollo ⁷.

No es necesaria demasiada suspicacia para descubrir el porqué del éxito relativo de los teóricos neoliberales en el período en el cual comienzan a delinearse las bases de una nueva división internacional del trabajo. La maximización de resultados en la operación de las compañías multinacionales, agentes principales del nuevo reordenamiento económico, supone la eliminación de lo que representa para ellas la existencia de una economía fragmentada en unidades económicas diversas. El movimiento de capitales y de mercancías no debe obedecer a otra regla que la tasa de ganancia esperada o el costo de los factores de producción, siempre y cuando éstos estén determinados por el mercado.

Si bien la aplicación más o menos precisa de las recomendaciones del neoliberalismo no comienza en Colombia sino en 1974, con el gobierno de López Michelsen, los mecanismos que permitían una orientación hacia el exterior de la actividad económica habían sido implantados desde 1967, cuando, utilizando instrumentos de tipo cambiario

⁷ Sobre los puntos anteriores ver Harry Johnson, *Teoría y Política Monetaria*, en "Panoramas contemporáneos de la Teoría Económica", Alianza Universidad, Madrid, 1970. Milton Friedman, "Money and economic development" Praeger Publishers, New York, 1973 y Ronald Mc Kinnon "Dinero y capital en el desarrollo económico" CEMLA, México, 1974.

destinados en otras ocasiones a enfrentar las periódicas crisis de balanza de pagos, y creando otros más novedosos y agresivos, el gobierno de la época decidió comprometer sus esfuerzos en la promoción de exportaciones. El Decreto 444 o estatuto cambiario, significaba un reordenamiento global de la legislación existente hasta el momento sobre comercio exterior. Pero la promoción de exportaciones no adquiría todavía el carácter de modelo de desarrollo. La legislación sobre inversiones extranjeras y sobre importaciones conservaba, cuando no perfeccionaba, todo el régimen proteccionista, y el modelo de integración económica impulsado en la misma época con los países andinos era mirado como el gran impulso que recibiría la sustitución de importaciones⁸. No había llegado aún el momento de la liberalización.

II — LA REFORMA FINANCIERA Y SU EVOLUCION

Los principios básicos de la reforma financiera, y en alguna medida de la tributaria, llevadas a cabo por el Gobierno en 1974, están contenidos en el informe que Ronald Mc Kinnon⁹, profesor de la Stanford University y exponente notorio de la liberalización en materia crediticia, presentara, luego de su visita al país en 1973. En su informe, Mc Kinnon establecía tres metas inmediatas de la política monetario-financiera: 1. El acortamiento de la dispersión de tasas de interés de los distintos activos financieros, así como de los préstamos para la agricultura y para la industria. 2. Su elevación, de tal manera que quedara reflejada adecuadamente la “verdadera escasez de capital en Colombia”, y 3. La eliminación de la inflación de precios, a través del control monetario. Los instrumentos que proponía eran:

— La reducción de los encajes e inversiones forzosas que los bancos deben mantener como porcentaje de su portafolio y la liberación en las tasas de interés sobre depósitos, que permitiera a los bancos competir en la atracción de ahorradores. Seguidamente, una liberación de los préstamos hechos con recursos provenientes de los depósitos a término y de ahorro.

— La unificación del crédito de vivienda —hasta entonces manejado por el Banco Central Hipotecario y por las Corporaciones de Ahorro

⁸ Las dificultades posteriores del Pacto Andino encuentran a nuestro parecer buena parte de su explicación en el cambio de orientación económica realizado en la gran mayoría de los países que lo componen. El caso más ejemplar es el de Chile, cuyo Gobierno, el más ortodoxo seguidor del neoliberalismo, consideró incompatible su política económica con la pertenencia al Pacto.

⁹ Ronald Mc Kinnon “Política monetaria y financiera en Colombia”. Revista del Banco de la República, diciembre de 1974.

y Vivienda a través del sistema UPAC—, mediante la eliminación del crédito a bajo interés realizado por el primero.

— El establecimiento de un régimen tributario que no castigue al ahorrador, de tal manera que tenga en cuenta el monto de la inflación anual en el momento de fijar las tarifas impositivas a cobrar sobre intereses recibidos. El mismo sistema, enfocado desde el punto de vista del deudor, permitiría gravar más a este último, pues el interés real pagado sería menor, y menor por lo tanto el costo a deducir del ingreso.

— La eliminación del Certificado de Abono Tributario, dados sus efectos sobre los ingresos fiscales. En su lugar, como mecanismo de promoción de exportaciones, debería ser mantenido, y en lo posible aumentada la tasa de devaluación.

— La limitación de las líneas de crédito ofrecidas por el Banco de la República.

— La posibilidad de establecer un control de la oferta monetaria a través de operaciones de mercado abierto quedaba sujeta a la liberalización del sistema bancario, pues sólo en dichas condiciones los bancos podrían disponer de la suficiente liquidez para adquirir ese tipo de documentos.

Las medidas relativas al sector financiero fueron tomadas en primer lugar por el equipo financiero instalado en agosto de 1974. Por medio del Decreto 1728 fue reformado el sistema UPAC: se fijó en el 20% el tope máximo para la corrección monetaria, al mismo tiempo que se rebajaban los intereses a pagar a los depositantes, que serían de ahora en adelante de un 4% para las cajas de ahorro y de un 5% para los certificados. El decreto reglamentaba al mismo tiempo que solamente el 8% de la corrección monetaria estaría exento del impuesto a la renta. Igualmente, creaba un encaje obligatorio para las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, equivalente al 10% de sus depósitos en Certificados y al 15% en cuentas de ahorro. Dicho encaje debería estar representado en obligaciones de valor constante, emitidos por el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI).

El Decreto 1730 elevó los intereses sobre los depósitos de ahorro, de un 8.5% al 12%. A cambio de ello, se estableció que los incrementos en depósitos que de allí en adelante se presentaran, no estarían sujetos a las inversiones obligatorias vigentes desde 1960.

Los Decretos 1729 y 1731 liberaron considerablemente las actividades de las Compañías de Seguros, al autorizarlas a invertir parte de sus reservas matemáticas y técnicas en depósitos a término de UPAC.

La Resolución 49 de la Junta Monetaria eliminó el cupo especial de redescuento del sistema bancario que había sido creado en 1951, y reglamentó la utilización del cupo ordinario, que de ahora en adelante sería utilizado solamente como recurso temporal en situaciones de desencaje.

La Resolución 51 autorizó a los bancos comerciales a emitir certificados de depósito a término, con un 24% anual, con cuyos recursos podrían realizar créditos hasta por el 29%, sin ninguna restricción acerca del sector económico al cual debieran dirigirse.

Se eliminó el sistema de encajes diferenciales, vigente a partir de 1958. Al mismo tiempo, fue reducido el porcentaje de reservas obligatorias, que de un 45% o 41%, quedó establecido en el 39%. A finales de año se habría de autorizar a los bancos a adquirir cuatro puntos del encaje en los llamados Pagares Semestrales de Emergencia Económica, destinados a remediar la difícil situación de tesorería en que se hallaba el nuevo gobierno.

Paulatinamente, la liberación económica se fue extendiendo a los demás sectores de la economía: rebaja considerable en aranceles, eliminación del control de precios, creación, dentro del Pacto Andino, de condiciones más favorables para la inversión extranjera. Pero miremos detenidamente, a través de los principales intermediarios, cuáles fueron la evolución y los resultados de la reforma financiera.

El Sistema Bancario.

La Resolución 27 de 1975 marcó la continuación de la política de liberalización de las actividades bancarias. Con ella se eliminó el tope del 16% que existía para los intereses cobrados por los bancos en operaciones de crédito ordinario. Para evitar la competencia entre ellos, el conjunto de bancos acordó cobrar una tarifa única del 18%. Por medio de la Resolución 43 de 1976 se elevó la tasa de interés máxima para las operaciones con derecho al redescuento a través del cupo ordinario, que quedó en un 18% (antes era del 16%; la misma resolución establecía una elevación en la tasa de redescuento, ahora al nivel del 20%).

La política de encaje se vio seriamente influenciada por la evolución del conjunto de variables monetarias y de la tasa de inflación, que llegó a niveles de cierta magnitud. Después de una nueva rebaja a comienzos de 1975, el sistema de encaje marginal del 100% tuvo que ser restablecido a finales del mismo año, aunque una parte considerable de él (la correspondiente a los depósitos a término y de ahorro) podía ser tenida en Pagares Semestrales.

La composición de la cartera según destino económico dejó ver los resultados inmediatos de la nueva política, que buscaba especializar al sector bancario en el crédito a corto plazo (Cuadro número 1). Así, el

Cuadro número 1
CARTERA BANCARIA SEGUN DESTINO ECONOMICO
(Distribución porcentual)

	1974	1975	1976
Agricultura	22.1	20.4	19.8
Industria	31.5	30.2	31.5
Servicios Públicos	8.1	7.6	6.7
Comercio	19.9	22.6	23.3
Consumo	3.1	3.2	3.4
Otros	15.3	16.0	15.3

FUENTE: Banco de la República. Informe del Gerente.

sector comercial vio su participación aumentar de un 19 a un 23%, a costa sobre todo de la agricultura, la industria y los servicios públicos. Las fuentes de financiación de la cartera registraron también una modificación considerable al descender la participación de los recursos del Banco de la República de un 19% en 1974 a un 10% en 1976, mientras que los recursos propios aumentaron de 49 a 65%. La participación de los fondos financieros, por razones que explicaremos más adelante, se mantuvo en los porcentajes tradicionales¹⁰.

La mayor autonomía de que pasaron a disfrutar los establecimientos bancarios se reflejó también en la composición de sus inversiones (Cuadro número 2). La participación de las inversiones obligatorias,

Cuadro número 2
INVERSIONES DE BANCOS COMERCIALES
(Millones de pesos)

	1974	1975	1976
<i>Obligatorias</i>	9430.4	10951.7	13003
Doc. Públicos	3862.1	2934.8	3277.5
Doc. Organismos de desarrollo	5567.7	8016.4	9725.0
<i>Voluntarias</i>	2003.8	2711.3	3478.0
Doc. Públicos	323.8	398.4	504.0
Doc. Organismos de desarrollo	977.3	1329.7	1509.0
Sector privado	263.3	393.2	564.0
Otros	434.4	590.0	901.0

FUENTE: Elaborado según cifras del Banco de la República.

¹⁰ Banco de la República. Informe del Gerente, 1975, pág. 206 y 1976, pág. 239.

caracterizadas por los bajos rendimientos, sobre el total de activos, pasó del 11% en 1974 al 9.5% en 1976. Si dicha disminución no fue mayor, ello se debió a la obligación, establecida en 1976, de elevar el porcentaje de adquisiciones del Fondo Financiero Agropecuario del 15% al 17% del total de colocaciones. Debe tenerse en cuenta que una proporción significativa del total de las inversiones obligatorias estaba constituida por recursos del encaje, especialmente en bonos de Fomento Agropecuario.

En lo que respecta a las inversiones voluntarias, es interesante señalar los cambios que se presentaron en su composición. La participación en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, que era de 25 millones de pesos en 1974, pasó a ser de 269 millones a fines de 1976. A su vez, las inversiones en el sector privado, que representaban un 13.4% del total de inversiones voluntarias en 1974, pasaban dos años después a un 16.2% ¹¹.

Los Fondos Financieros.

El Fondo de Promoción de Exportaciones no sufrió en absoluto con la reorientación de la política financiera. Evidentemente, sus objetivos coincidían con los de la política general de promoción de exportaciones, y en dichas condiciones fue por el contrario fortalecido. No fue la única ocasión en que los principios liberales (en este caso la eliminación del otorgamiento preferencial de tasas de interés) fueron quebrantados para favorecer el sector exportador. Como veremos más adelante, el mercado cambiario fue objeto de una intervención decidida por parte del Estado, aun a costa de la estabilidad de precios. Era simplemente un reconocimiento de que las tendencias del mercado mundial podían no coincidir necesariamente con los deseos de los planificadores.

Para compensar la reducción del Certificado de Abono Tributario, dos medidas se tomaron con relación al sector exportador: una, acelerar la tasa de devaluación y la otra, elevar la capacidad financiera de Proexpo. El impuesto a las importaciones, principal fuente de financiamiento del Fondo, fue elevado de 1.5% a 3.5% en 1974 y a 5% en 1975. La Resolución 18 de 1975 estableció un cupo adicional de US\$ 10 destinado a financiar exportaciones hacia el Grupo Andino. La Resolución 42 del mismo año elevó a US\$ 20 millones el cupo de crédito en moneda

¹¹ Téngase en cuenta que los datos proporcionados para cartera e inversiones se refieren a datos acumulados. Indudablemente las transformaciones serán mucho más notorias si se analizan flujos, es decir, préstamos nuevos e inversiones nuevas. Pero en el momento de redacción de este artículo, dichos datos no están disponibles.

extranjera de Proexpo en el Banco de la República, destinado a descontar documentos de crédito concedido por los exportadores en el exterior (antes era de US\$ 10 millones). En fin, en 1976 se concedió un cupo de crédito adicional por US\$ 12 millones destinado a financiar exportación de materiales de construcción. Como resultado de todas estas operaciones, los recursos propios de Proexpo se multiplicaron por seis entre 1974 y 1976.

La orientación de los créditos estuvo fuertemente marcada por la necesidad de contrarrestar los efectos negativos que la crisis del capitalismo comenzada en 1974 podría tener sobre las empresas exportadoras. Así, en 1975, la Resolución 43 de la Junta Monetaria permitió la apertura de un cupo de crédito en moneda nacional por valor de \$ 1.400 millones, con plazo de un año y con interés del 7%, destinado a permitir a las empresas textiles el pago de obligaciones inmediatas en el exterior, en incapacidad inmediata de atender debido a la considerable baja de exportaciones en ese año. En 1976, ante la baja en el precio internacional del arroz, se acordó un auxilio de US\$ 15 dólares por tonelada exportada. El Fondo de Promoción de Exportaciones se convirtió entonces en el mecanismo de "socializar" las pérdidas sufridas por los exportadores. No es de extrañar los efectos monetarios de estas operaciones. El saldo neto de las operaciones de Proexpo con el Banco de la República explicó él solamente el 12% del incremento en la base monetaria durante 1975. Vale la pena señalar que los pilares básicos de la estrategia exportadora: textiles, química y metalmecánica, controlaban a fines de 1976 el 51% del total del crédito de Proexpo.

Las operaciones del Fondo Financiero Agropecuario (FFAP) registraron también un fortalecimiento relativo y se caracterizaron igualmente por el peso registrado por las actividades exportadoras. Ya habíamos señalado que el porcentaje de bonos del FFAP que debían tener los bancos con respecto al total de su portafolio fue elevado del 15 al 17% en 1975. Ello permitió que sus recursos disponibles crecieran en un 142% entre fines de 1974 y fines de 1976.

Además de la orientación hacia el sector exportador, también es explicable el dinamismo adquirido por el FFAP, porque las autoridades económicas vieron en él un recurso en la lucha contra la inflación, a través del posible aumento en la oferta de productos agrícolas (el antiguo argumento del "crédito productivo"), y porque jugó el papel de "socializador" de las pérdidas sufridas por algunos de los cultivadores. El ejemplo más notorio se registró en el segundo semestre de 1976, cuando, ante las pérdidas sufridas por los cultivadores de algodón, se decidió permitir el redescuento, hasta por \$ 36 millones, de las obligaciones que los algodonereros tuvieron con los bancos comerciales.

La evolución de los índices de precios, y particularmente de los alimentos, deja ver que la estrategia de utilizar el crédito como instrumento antiinflacionario fue un fracaso. Aparte de los efectos monetarios (en 1976 por ejemplo, las actividades del FFAP produjeron una expansión equivalente al 7% del total de la base monetaria), es necesario señalar que el aumento en la producción registrado se dirigió en gran parte hacia el exterior, con el resultado de que para un buen número de productos agrícolas el resultado neto fue el de una considerable disminución en la oferta interna.

Otro ejemplo de la adecuación de la estructura crediticia a la estrategia de promoción de exportaciones lo constituyó el Fondo de Inversiones Privadas, pionero, en sus orígenes, en la canalización de crédito subsidiado a largo plazo para fines industriales. Todo parece indicar que el Banco de la República tuvo en cuenta como criterio prioritario en el estudio de proyectos la vinculación de las empresas demandantes con el mercado exterior. Fue así como en 1976 más del 65% de los créditos fueron destinados a la promoción de exportaciones. Se calculaba igualmente por parte del Banco de la República que la sexta parte de las exportaciones diferentes al café realizadas en el mismo año había sido hecha por empresas que habían recibido crédito del FIP¹².

Con relación al Fondo Financiero Industrial (FFI) el análisis que pueda hacerse de sus actividades no es muy diferente. En 1975 se estableció como condición indispensable para la aprobación de créditos a las empresas situadas en Bogotá, Medellín o Cali (es decir el 70% del total de los préstamos), que estuvieran exportando, o se propusieran hacerlo en un futuro inmediato, un mínimo del 50% del total de su producción. A su vez, la línea de financiamiento de compra de bienes de capital de origen nacional fue completamente abandonada, en coherencia con el abandono de la política de sustitución de importaciones. Tanto en el FFI como en el FIP, es necesario señalar que a partir de 1974 sus operaciones se realizaron con fondos propios, provenientes de la recuperación de cartera.

El Fondo Financiero de Desarrollo Urbano fue adscrito al Banco Central Hipotecario, mientras que desapareció el Fondo de Contratistas de Obras Públicas.

En resumen la reestructuración financiera se manifestó sobre la actividad de los Fondos de la siguiente manera:

¹² Banco de la República, Informe del Gerente, 1976, pág. 267.

— Fueron mantenidos y fortalecidos los fondos que se prestaban para una vinculación directa con la actividad exportadora, como era el caso de Proexpo y del FFAP.

— Continuaron existiendo otras líneas de crédito dirigidas hacia la actividad productiva, pero sobre la base de una reestructuración en sus operaciones, en concordancia con el objetivo antes señalado. Tanto para el FFI como para el FIP se presentaron alzas en las tasas de interés, dentro del marco general de la reforma.

— Los fondos que por su objetivo estaban lejos de orientarse hacia la estrategia exportadora fueron eliminados, o trasladado su manejo hacia otras entidades, bajo las cuales su acción no tendría mayores consecuencias monetarias.

Corporaciones financieras.

Las corporaciones financieras continuaron su acción sobre el aparato industrial colombiano, a través de la participación o de la financiación, sobre la base de las nuevas prioridades oficialmente definidas. Un intento por canalizar ahorro interno hacia dichos intermediarios se realizó cuando el Decreto 399 de 1975 les autorizó a recibir fondos en calidad de depósitos a término y a negociar títulos y pagarés emitidos por terceros. Los fondos así recogidos podían destinarse a financiar bienes de consumo durable y la comercialización y existencia de productos. Los plazos máximos de estos créditos serían de 36 meses y la tasa de interés a cobrar de 29%, considerablemente alta con relación al resto de créditos proporcionados por los demás intermediarios institucionales.

Las Resoluciones 55 y 67 de 1975 dieron a las Corporaciones acceso al FFAP, para préstamos a largo plazo destinados a adquisición de maquinaria agrícola, obras de adecuación e infraestructura, y construcciones complementarias agrícolas y pecuarias. La tasa de interés máxima en estas operaciones sería del 20%. La orientación hacia el sector agrícola sería reforzada con el nacimiento de una nueva corporación especializada: la Financiera de Desarrollo Agrícola.

Fue notoria la dependencia que pasaron a tener estos organismos con relación al Banco de la República. En efecto, la cartera descontada ante el Emisor aumentó en \$ 716 millones entre 1974 y 1976, las dos terceras partes de dicho descuento realizado a través de Proexpo. A su vez, la participación del Banco de la República en los créditos otorgados subió de un 9.4% a un 15.4% en el mismo período de tiempo (Cua-

dro número 3) ¹³. Gracias a los documentos del Decreto 399, aumentó también la importancia de las exigibilidades en moneda nacional, que de representar en 1974 un 6.2 del total de los pasivos, pasaron a 17.6 en 1976.

Cajas de Ahorro.

Un particular dinamismo comenzaron a tener las Cajas de Ahorro a partir de la elevación de las tasas de interés y de la liberación de inversiones decretada en 1974. En 1975 los intereses a los depósitos ascendieron al 16% y una nueva elevación en 1976 los llevaría al 18%. Como resultado se registró un considerable incremento en la captación de depósitos, que fue del 28% en 1975 y del 38% en 1976.

Cuadro número 3
FLUJO DE FONDOS - CORPORACIONES FINANCIERAS
(Millones de pesos)

<i>Fuentes:</i>	1974	1975	1976
Exigibilidades en moneda nacional	258	1312	3086
Exigibilidades en moneda extranjera	527	510	234
Sección fiduciaria	223	3943	1504
Bonos en Circulación	37	— 77	— 26
Banco de la República	498	1201	1146
Capital y Reservas	418	689	804
Otros	1494	2451	679
Total	3455	5127	7427
 <i>Usos:</i>			
Caja y Bancos	33	286	— 15
Inversiones	650	422	1321
Préstamos y descuentos	1112	2952	4877
Otros	1660	1467	1244
Total	3455	5127	7427

Elaborado según cifras proporcionadas por el Banco de la República, Informes de Gerente. Años 1974, 1975 y 1976.

¹³ Dicha participación podría aparecer mayor si se hace la siguiente aclaración: el Banco de la República, fuente de estos datos, considera al IFI como una corporación financiera. Pues bien, el IFI, por Ley 687 de 1967, debe administrar ciertos recursos del ICSS. Es lo que aparece en el renglón "sección fiduciaria". Dejando aparte este rubro, el Banco de la República aparecería financiando el 19.3% de las operaciones de las corporaciones, contra un 15% en 1974.

El hecho de gozar de una relativa autonomía para el manejo de los fondos adicionales recogidos a partir de 1974, por fondos sobre los cuales la tasa de interés real continuaba siendo negativa, llevó a los bancos autorizados a recibir depósitos de ahorro, a una campaña publicitaria de cierta magnitud, y a la creación de estímulos adicionales, tales como sorteos mensuales entre los depositantes. A fines de 1976 ya la preponderancia de la Caja Agraria como captadora de la mayor cantidad de depósitos de ahorro no existía, pues ahora los bancos comerciales captaban el 60% del total de ellos. Como la política de crédito barato a la pequeña propiedad no había sido alterada por la primera, la única posibilidad con que ella pudo hacerle frente a los nuevos intereses fue el aumento de \$ 300 millones de su cupo de crédito en el Banco de la República.

Banco Central Hipotecario y UPAC.

Siguiendo los consejos de McKinnon, el sistema de crédito para vivienda se tendió a unificar en torno al sistema UPAC, eliminando paulatinamente los créditos a bajo interés con que había operado tradicionalmente el Banco Central Hipotecario (B.C.H.). Fue así como mediante el Decreto 1071 de 1975 se trasladó la Corporación Central de Ahorro y Vivienda al Banco Central Hipotecario. Anteriormente ya el Banco Central Hipotecario había recibido del Banco de la República el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano. El mismo decreto lo autorizaba a redescantar préstamos otorgados por los bancos comerciales destinados a obras de desarrollo urbano y de infraestructura sanitaria. La diferencia fundamental entre el manejo de este fondo por parte del Banco de la República y por parte del Banco Central Hipotecario reside básicamente en que en este último caso las operaciones no se realizan con emisión, sino con los recursos propios del Banco.

En 1975 se presentaría una emisión de cédulas hipotecarias, con interés del 18% y sujetas, a diferencia de las emisiones anteriores, a impuestos. Era de esperarse un éxito muy pobre en su colocación, en momentos en que otros activos financieros pagaban intereses superiores y en que las inversiones forzosas de los bancos, que en ocasiones anteriores habían sido el instrumento para la canalización de dichas cédulas, estaban ahora considerablemente disminuidas. La evolución, pues, del Banco Central Hipotecario se ligaría, tanto en lo que se refiere a recursos como a otorgación de créditos, al sistema UPAC. Por ello lo estudiaremos conjuntamente.

Una primera preocupación de la autoridad monetaria en su búsqueda de nivelación de las tasas de interés fue el de corregir las consi-

derables distorsiones que en el mercado de capitales había producido la aparición de las UPAC. Ya señalamos cómo, en los inicios de la reforma financiera, se había colocado un tope del 20% a la corrección monetaria y se habían disminuido los atractivos tributarios.

Pero no bastó semejante medida, y el Decreto 611 de 1976 fijó un nuevo límite a la corrección, esta vez del 18%. Bajarlo adicionalmente hubiera significado perjudicar a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, en las cuales estaban comprometidos los principales grupos financieros del país.

Recordemos que el establecimiento de las UPAC se había realizado en 1972 dentro del objetivo de canalizar fondos hacia la construcción. Pero esta actividad había venido sufriendo una crisis considerable durante 1975, y 1976 no constituyó propiamente una recuperación. Antes bien, en este último año la actividad constructora cayó en todo el país entre un 9 y un 10%¹⁴. Los aumentos en los precios de la vivienda, influidos por las tasas de interés y por la presión sobre los materiales de construcción estaban al origen de una menor demanda.

Sin embargo, los recursos captados por las corporaciones continuaron aumentando rápidamente, pues era indudable que dentro del conjunto de activos financieros disponibles el UPAC ofrecía todavía una combinación atractiva de rentabilidad y de liquidez. Además, pese a la disminución en las tasas de corrección monetaria, permanecía la idea, estimulada por la publicidad, de que la inversión en UPAC era el método más seguro para evitar una baja en el poder adquisitivo de los fondos líquidos, en momentos en que la inflación se agravaba.

¿Cómo fue posible hacer compatible la disminución real en la actividad constructora con el mantenimiento del sistema financiero que había sido creado para su estímulo? Una primera explicación reside en el aumento de precios de la vivienda, que elevaba por lo tanto el monto de cada crédito necesario para su adquisición o construcción. Una segunda comenzó a operar desde 1973, cuando los excesos de liquidez poseídos por las corporaciones fueron autorizados a ser depositados en el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) del Banco de la República, el cual pagaría un interés inferior en dos puntos al de la captación. En 1974 el sistema se reemplazó por un encaje obligatorio en el FAVI, encaje sujeto a la corrección monetaria.

El resultado neto fue una nueva "socialización" de las posibles pérdidas que hubieran podido tener las corporaciones. El Banco de la

¹⁴ Banco de la República, Informe del Gerente, 1976, pág. 335.

República perdió por concepto de las operaciones del FAVI \$ 6.3 millones en 1975 y \$ 321.9 millones en 1976¹⁵, con los correspondientes efectos monetarios. Por el contrario, las corporaciones pasaron de ganar \$ 79 millones en 1974 a \$ 210 en el 75 y \$ 162 en el 76. Es decir, que los altos intereses de los depositarios y las ganancias de las corporaciones no eran originados en la expansión real de la construcción sino en la emisión monetaria y en la elevación de precios. Téngase en cuenta que las UPAC fueron el activo financiero de mayor dinamismo (Cuadro número 6) entre 1973 y 1976, pues lograron canalizar el 31% del ahorro financiero global. Indudablemente su comportamiento es ilustrativo de las modalidades que asumió el desarrollo financiero durante el período.

III — RESULTADOS DE LA NUEVA ESTRATEGIA FINANCIERA

Indudablemente, los efectos de la política financiera puesta en marcha a partir de 1974 no pueden ser vistos al margen del conjunto de la política económica de la cual ella formó parte. Metodológicamente, entonces, abordaremos primero algunos de los efectos de la estrategia exportadora, para en seguida pasar a la evolución de los aspectos puramente financieros.

Por lo señalado en las páginas anteriores, es posible observar que la liberalización de la economía no constituyó en realidad sino un auxiliar en la política general destinada hacia el desarrollo hacia afuera de la economía colombiana. La intervención no fue abandonada, sino por el contrario reforzada, cuando se trató de defender los intereses de los grupos exportadores y de facilitar sus operaciones. Por ello, no es extraño constatar que la política liberal fue abandonada por el intervencionismo en dos esferas precisas: la política cambiaria y la política de crédito a la exportación.

Miremos primero lo sucedido con la evolución de la tasa de cambio. El control de cambios y la política de devaluación paulatina, instaurados en 1967, tenían como objetivo la promoción de exportaciones y el control del manejo de las reservas internacionales. Estas, es necesario recordarlo, eran en esa época negativas, hasta el punto de que la industria tropezaba con fuertes obstáculos para aprovisionarse de los bienes de capital necesarios. Se buscaba ante todo romper con una tradición de sobrevaloración, durante ciertos períodos, de la moneda nacional, seguida de fuertes devaluaciones con incidencias desestabilizadoras sobre el conjunto de la economía.

¹⁵ Idem. 1975, pág. 23, 1976, pág. 23.

Pero una situación completamente diferente se estaba viviendo en 1974. La promoción de exportaciones y los altos precios de las materias primas en el mercado internacional habían consolidado una situación de las reservas relativamente satisfactorias. Aparentemente, había llegado el momento de volver al tipo de cambio libre, o al menos de detener la tasa de devaluación y de disminuir cierto tipo de subsidios adicionales a las exportaciones. Pero hacerlo hubiera significado colocarse en contra de lo que, hemos visto, se constituía en la estrategia principal de acumulación.

Dos acontecimientos vinieron a agravar particularmente la situación. El alza en los precios del café, que de un promedio de US\$ 0.56 la libra en 1972, llegó a cotizarse a finales de 1976 en US\$ 2.08. Por otra parte, el auge de las exportaciones "ilegales" originó un cambio sustancial en el comportamiento de la balanza de servicios: de saldo negativo, éste pasó a positivo a partir de 1974 (salvo un pequeño déficit en 1975) ¹⁶. El resultado fue entonces una aceleración en el crecimiento de las reservas internacionales, hasta el punto de que el nivel alcanzado en 1977 representaba cuatro veces el de 1974.

El resultado fue entonces una aceleración en el crecimiento de las reservas internacionales hasta el punto de que el nivel alcanzado en 1977 representaba cuatro veces el de 1974.

Pero la política de devaluación continuó, y aun aumentó en 1975, con el propósito de compensar por esta vía y por la del aumento del fondo de Proexpo lo que los exportadores habían dejado de recibir por la rebaja del Certificado de Abono Tributario. El resultado, evidentemente, no dejó de tener consecuencias monetarias. El aumento en las reservas internacionales llegó a representar un 31.5% del total de aumento de la base monetaria en 1975 y un 141.7% en 1976, es decir, que en este último año el saldo neto de todos los demás factores de expansión tuvo que ser considerablemente contraccionista para compensar la expansión originada en las reservas.

Es interesante conocer en qué medida dicha expansión estuvo determinada de una manera directa por la devaluación ¹⁷. Es lo que hemos intentado hacer para los años 1975, 1976 y 1977 (ver Cuadro número 4), según el procedimiento siguiente:

¹⁶ Al saldo positivo de lo que podríamos llamar "Balanza de Contrabando" (exportaciones ilegales - importaciones ilegales), se adiciona la remesa de los trabajadores colombianos en el exterior.

¹⁷ Porque existe también una causalidad indirecta al estimular la acción de los exportadores y desestimular la de los importadores.

Sea

D_i = Reservas internacionales en dólares, año i.

P_i = Reservas internacionales en pesos, año i.

T_i = Tasa de cambio peso/dólar, año i.

E_i = Efecto monetario de la devaluación, año i, que estará dado

por la siguiente fórmula:

$$E_i = \Delta D_i - (\Delta P_i \cdot T_{i-1}).$$

Los resultados de la aplicación de esta fórmula nos muestran cómo la devaluación puede explicar ella sola el 19.3%, el 25.3% y el 21.6% del total de expansión de la base monetaria.

Cuadro número 4

DEVALUACION Y BASE MONETARIA 1974 - 1977

Año	1 Reservas Internacionales (Millones de US\$)	2 Variación Absoluta	3 Reservas Internacionales (Millones de pesos)	4 Variación Absoluta	5 Tasa Media del dólar	6 Efecto Monetario de la devaluación	7 Variación de la Base Monetaria	8 Efecto Relativo de la devaluación 6/7 x 100
1974 . . .	429.5	—	11167	—	28.6	—	—	—
1975 . . .	547.3	117.8	16418	5251	33.0	1882	9706	19.3
1976 . . .	1165.8	618.5	40804	24386	36.3	3976	15679	25.3
1977 . . .	1829.6	663.8	69256	28722	38.0	4626	21439	21.6

FUENTE: 1, 3, 5 y 7, Revista del Banco de la República.
6 y 8 cálculo según fórmula. (Ver texto).

Pero además, por muy diferentes caminos, la política de exportaciones vino a influir sobre las tasas de inflación. La elevación artificial de los precios exteriores (pues eso es precisamente la devaluación forzada) expresados en pesos hacía que para buena cantidad de productos y comerciantes la exportación fuera mejor negocio que la venta en el interior. Como resultado, la oferta interna se estrechaba, lo cual fue

particularmente grave en el caso de ciertos productos agrícolas como el algodón y el azúcar, o de algunos productos industriales como el cemento.

Hay que añadir a todo ello el efecto multiplicador generado por la elevación en los precios de los productos importados. En situaciones de monopolio, como es el caso de la industria colombiana en sus principales ramas, dicha alza se traslada necesariamente al precio final.

Comenzamos entonces a entender los niveles considerables a que llegó la inflación en estos años, y que no encuentran precedente en la historia económica del país.

La otra área en donde se presentaron excepciones a la política financiera fue, como hemos dicho, la correspondiente al crédito de las actividades exportadoras. Ya hemos señalado igualmente, cómo, además del fortalecimiento de Proexpo, los otros fondos financieros se fueron adecuando paulatinamente al objetivo central de la política económica. También ello tendría sus efectos monetarios: recordemos que en 1975 por ejemplo, el 12.1% del aumento de la base monetaria correspondió al saldo neto de las transacciones del Banco de la República con Proexpo. La elevación de las tasas de interés, por otra parte, al aumentar los costos financieros de las empresas, pudo haber originado también presiones inflacionarias, por lo menos en los primeros meses de aplicación de la reforma.

En definitiva, la estabilidad monetaria, tan cara a los economistas neoliberales, fue sacrificada en aras a otro objetivo que para ellos tiene una mayor importancia: la vinculación al nuevo reordenamiento internacional a través de la orientación de la producción hacia el exterior.

¿Qué efectos tuvo la reforma sobre el comportamiento global del ahorro financiero? Los datos correspondientes a éste nos revelan un crecimiento considerable en el período a que nos estamos refiriendo, que llevó incluso a un crecimiento de su participación en el PIB de 3.1 en 1974 a 4.5 en 1976 (Cuadro número 7). Pero mirando los componentes de ese incremento en el período 1973 - 1977 (Cuadros 5 y 6) es posible constatar que las UPAC captaron ellas solas un 31.3% del total del ahorro financiero generado durante el período. Ya habíamos mostrado la distancia que separaba la evolución en términos financieros de esos activos y el comportamiento real de la actividad a la cual se suponía estaban directamente vinculados: la construcción. No es aventurado concluir a estas alturas que buena parte de la dinámica financiera estuvo apoyada en la emisión monetaria y en el alza de precios, que fueron como vimos, los factores que permitieron la supervivencia de las UPAC.

Cuadro número 5

PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

(Millones de pesos)

	1973	1974	1975	1976
1. Cajas de Ahorro	7973.9	9623.0	12288.5	16917
2. Depósitos a Término	—	2649.0	5448.0	12471
Bancos	—	2649.0	5240.0	9108
Corporaciones Financieras	—	—	208.0	3363
3. UPAC	4650.0	8320.0	13704.0	19929
Cajas de Ahorro	2280.0	5216.0	8313.0	12727
Depósitos a término	2370.0	3104.0	5391.0	7202
4. Cédulas B. C. H.	7536.0	8136.0	8330.0	8514
5. Bonos de Desarrollo Económico "B" y "F"	3045.0	4051.0	3797.0	3870
6. Pagarés semestrales de Emergen- cia Económica	—	—	1081.5	518
7. Certificados de Abono Tributa- rio	1332.3	1528.0	942.1	770
8. Títulos de Ahorro Cafetero y Bonos Cafeteros	—	—	391.0	3101
9. Títulos Banco de la República	—	—	1431.0	4822
10. Colocación de nuevas acciones Bolsa de Bogotá	264.9	767.1	567.2	1097
Total	24802.1	35074.1	47980.3	72009

FUENTE: 1 a 9: Según cifras Banco de la República.

10: Manual del mercado bursátil, Bogotá 1977.

Cuadro número 6

AHORRO FINANCIERO 1974-1976

(Millones de pesos)

	Ahorro captado	Participación en el ahorro financiero (%)
1. Cajas de Ahorro	8943.1	18.3
2. Depósitos a término	12471.0	25.6
Bancos	7108.0	18.7
Corporaciones Financieras	3363.3	6.9
3. UPAC	15279.0	31.3
Cajas de Ahorro	10477.0	21.4
Depósitos a término	4832.0	9.9
4. Cédulas B. C. H.	978.0	2.0
5. Bonos de Desarrollo Económico "B" y "F" . .	825.0	1.7
6. Pagarés semestrales de Emergencia Económica	518.0	1.1
7. Certificados de Abono Tributario	— 562.0	— 1.2
8. Títulos de Ahorro Cafetero y Bonos Cafeteros	3101.0	6.4
9. Títulos Banco de la República	4822.0	9.9
10. Colocación de nuevas acciones Bolsa de Bogotá	2413.3	4.9
Total Ahorro Financiero 1974-1976	48806.4	100.0

Elaborado según el cuadro número 5.

Un aumento en el ahorro financiero no necesariamente se traduce en incrementos en el ahorro total de la economía. Afirmar lo contrario puede llevar a olvidar los efectos creados por fenómenos tales como la especulación. En el caso de Colombia, por ejemplo, pese al aumento considerable del ahorro financiero durante 1975, el coeficiente de ahorro (definido como la relación entre el ahorro interno y el Producto Bruto Nacional) descendió de un 19.6% a un 16% o de un 21% a un 18.2% (Cuadro número 7), según utilicemos los datos proporcionados por la

UNCTAD¹⁸ o por las cuentas nacionales del Banco de la República¹⁹. Ambas fuentes coinciden en señalar una recuperación en los niveles de ahorro interno para 1976, aunque difieren considerablemente en su cuantificación. Pero se puede dejar sentado que el automatismo entre las dos variables no es tan evidente como lo pretendían los autores de la reforma.

Cuadro número 7

AHORRO Y PRODUCTO NACIONAL

(Millones de pesos)

	Ahorro Financiero (1)	P. B. I. (2)	(1)/(2) (3)	Coefficiente de Ahorro (UNCTAD) (4)	Coefficiente de Ahorro (B. de la R.) (5)
1974	10272	329155,4	3,12	19,6	21,4
1975	12906	412828,7	3,13	16,0	18,2
1976	24028	532960,8	4,51	16,3	24,3

Fuentes: (1) Cuadro número 5.

(2) Cuentas Nacionales Revista del Banco de la República, mayo de 1978.

(4) UNCTAD. Op. Cit.

(5) Elaborado según datos Cuentas Nacionales Banco de la República.

¹⁸ Mirando el origen por ramas de actividad del P.I.B., el sector financiero no varía su participación. Esta es del 3,4% en 1974 y del 3,2% en 1976. Cuentas Nacionales de Colombia 1970-1976 en Revista del Banco de la República, mayo de 1978.

¹⁹ UNCTAD. Mobilisation des ressources interieures. L'épargne interieure dans les pays en développement. Paris 1978.