

MOVILIZACION DE RECURSOS DE AHORRO DOMESTICO

Introducción

El ahorro doméstico que genera la economía determina la capacidad de inversión del país, dado un nivel de acceso al crédito externo. Por esta razón, en la literatura del desarrollo se le asigna una gran importancia al estímulo del ahorro conocido su carácter decisivo en la evolución del crecimiento económico.

En estas Notas nos proponemos estudiar la evolución reciente del ahorro de la economía y la forma en la cual las instituciones financieras y el mercado bursátil, han contribuido a su distribución.

I. Evolución del ahorro en la economía

Como se sabe, el ahorro doméstico y el crédito externo determinan la capacidad de inversión de la economía. En la medida en que el acceso al crédito externo se fue dificultando durante la década de los 80 para todos los países del área latinoamericana, estos han tenido que depender cada vez más de su capacidad de ahorro interno para conseguir los niveles observados de crecimiento económico. Por ello, los llamados programas de ajuste buscan, fundamentalmente, incrementar la tasa de ahorro interno.

En Colombia la tasa de ahorro doméstico ha tenido una caída durante la década actual. En el Cuadro 1 y Gráfico 1 se observa cómo ésta ha venido decreciendo desde un pico en 1977 de 21.6% como proporción del PIB a un nivel de 15.5% en 1984. En promedio se aprecia que la tasa de ahorro se venía incrementando durante todo el decenio de los años 70 y que es durante el presente cuando se revierte dicha tendencia hasta colocarnos en niveles similares a los de comienzos del período en referencia.

La evolución del ahorro se debe, principalmente, al comportamiento del ahorro público que cayó drásticamente desde comienzos de los años 80. Así, mientras que para el período 1977-1980 el ahorro público promedio fue 5.9%, para 1981-1984 sólo fue de 2.2%. Esta evolución es reflejo del déficit fiscal que afectó la economía colombiana durante dicho lapso. Tal fenómeno se ha venido corrigiendo en forma exitosa durante los dos últimos años, por lo cual, según cifras preliminares, el ahorro público sube de nuevo a 5.5% en 1985.

El segundo componente que explica la reducción del ahorro doméstico, pero en menor grado, es la disminución en el ahorro de los hogares, que cae un punto durante la primera mitad de la presente década. Este comportamiento está aso-

CUADRO 1

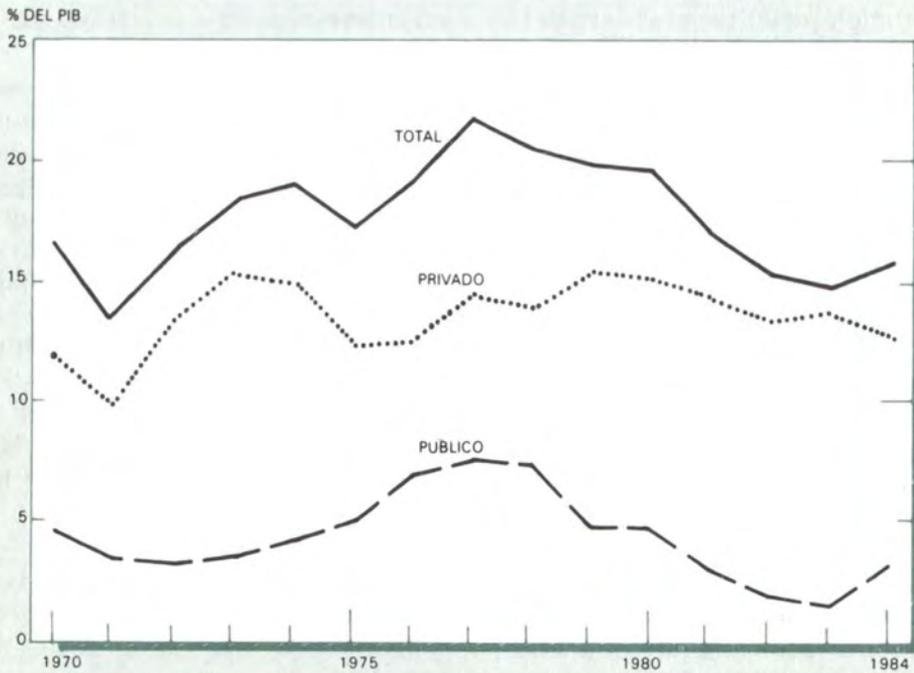
Colombia — Ahorro doméstico

(% del PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
AHORRO	16.3	13.3	16.2	18.3	18.9	17.1	19.0	21.6	20.4	19.8	19.6	16.9	15.1	14.7	15.5
PRIVADO	11.9	10.0	13.1	15.1	14.8	12.2	12.3	14.2	13.6	15.1	15.0	14.1	13.2	13.4	12.5
—Instituciones financieras	0.9	0.8	0.8	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.3	1.4	2.1	2.1	1.6	1.5	1.1
—Sociedades privadas...	3.8	4.1	3.5	3.8	4.2	2.9	3.3	3.1	3.3	4.3	3.9	3.9	3.5	3.3	2.8
—Hogares	7.1	5.0	8.8	10.2	9.3	8.0	7.9	9.9	9.0	9.4	9.0	8.0	8.1	8.6	8.6
PUBLICO	4.4	3.3	3.0	3.4	4.0	4.9	6.7	7.4	6.8	4.6	4.6	2.8	1.8	1.3	3.0
—Administraciones públicas	2.8	1.9	1.5	1.8	2.7	3.7	5.4	5.8	5.6	3.5	3.4	1.3	0.4	-0.7	0.6
—Sociedades públicas...	1.6	1.4	1.6	1.4	1.3	1.2	1.4	1.6	1.2	1.1	1.5	1.6	1.5	2.0	2.4

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales 1970 — 1984

GRAFICO No. 1
Comportamiento del Ahorro



ciado con el ciclo recesivo que afectó a la economía colombiana durante dichos años. En efecto, es generalmente aceptado que ante bajas en el ingreso, en el corto plazo, se tiende a disminuir más el ahorro que el consumo. Otro factor que pudo contribuir a la reducción contable en el ahorro⁽¹⁾ fue la evidente sobrevaluación del tipo de cambio a comienzos de los años ochenta que indujo una apreciable salida de capitales del país; las expectativas de una acelerada devaluación elevaron el rendimiento esperado de los activos externos y por ende, indujeron su sustitución en detrimento de los activos denominados en moneda local. Los dos factores anteriores explicarían la caída observada en el ahorro durante los últimos años.

Comparando el ahorro doméstico de Colombia con el de otros países de desarrollo intermedio, se encuentra que éste es relativamente bajo. Así por ejemplo el nivel de ahorro doméstico de Colombia es inferior al promedio de otros países latinoamericanos, y el de estos al presentado por los países asiáticos de reciente industrialización. En efecto, en 1984 el promedio del ahorro doméstico, como proporción del PIB, para los países asiáticos ascendió a 30.8%, el de los latinoamericanos era 21.7%, mientras que el de Colombia sólo llegaba al 16%.

Es interesante observar la evolución del ahorro doméstico en los países asiáticos con el ocurrido en Latinoamérica durante los últimos 20 años. En 1965 el nivel de ahorro de las dos regiones era muy similar, 19.2% en los países asiáticos versus 23.2% en los latinoamericanos. Lo anterior contrasta claramente con lo sucedido en 1984. De esta forma se observa que el rápido crecimiento de las economías asiáticas está positivamente correlacionada con mayores niveles de ahorro interno, que han servido para financiar las inversiones que han sostenido la acelerada expansión económica de estos países (véase Cuadro 2).

CUADRO 2

**Tasa de ahorro doméstico
Comparación internacional**
(% del PIB)

	1965	1984
Países Asiáticos		
Corea	15	29
Hong Kong	29	29
Singapur	10	43
Malasia	23	32
Tailandia	19	21
Promedio simple	19.2	30.8
Países Latinoamericanos		
Argentina	22	19
Brasil	27	21
Chile	16	13
México	21	30
Perú	19	18
Venezuela	34	29
Promedio simple	23.2	21.7
Colombia	17	16

Fuente: World Development Report 1986.
The World Bank

Lo anterior indica claramente que el país requiere incrementar su nivel de ahorro interno. Con miras a lograrlo, durante la última década se inició un proceso de liberación financiera, donde se destaca la adopción de tasas de interés reales positivas que no desestimulen al ahorrador y que tienden a orientar la colocación de estos recursos en los proyectos de inversión más rentables. Sin embargo, esto no es suficiente, pues se necesita una estabilidad macroeconómica, especialmente en lo referente a lograr un equilibrio fiscal y mayor estabilidad de precios, según lo comentamos en seguida.

(1) La salida de capitales no implica una caída en el ahorro, pues simplemente se está cambiando la forma en la cual se mantiene, sustituyendo activos denominados en pesos por aquellos en moneda extranjera. Sin embargo, en términos contables sí se puede estar disminuyendo porque en los balances de los agentes económicos los activos extranjeros aparecen como mayores gastos de consumo intermedio o consumo final. De todas maneras este ahorro va a financiar inversión o gastos en otros países y no en Colombia.

En el frente fiscal se han logrado avances importantes desde 1984. Mientras que el déficit fiscal del sector público consolidado en sus operaciones efectivas ascendía en 1984 a 6.7% del PIB, para finales de 1986 había disminuido a 0.8%. Lo anterior se logró, básicamente, por una relativa racionalización en los gastos y un incremento en los ingresos especialmente a consecuencia de la adopción del impuesto al valor agregado.

Otro factor macroeconómico fundamental es el control adecuado de la inflación. En efecto, estudios empíricos indican que a mayores tasas de inflación éstas tienden a ser más variables, y por ende, más incierto el retorno de los activos financieros. Por ello, mientras más acelerado sea el ritmo inflacionario los agentes económicos tenderán a demandar más activos fijos y externos, y bienes de consumo durable, como formas de proteger su riqueza contra la pérdida de poder adquisitivo de la moneda. Lo anterior, estimula inversiones de tipo especulativo, por ejemplo en finca raíz, en detrimento del ahorro que podría ser utilizado para financiar la inversión necesaria para garantizar un sostenido crecimiento económico.

Otro elemento importante para la promoción del ahorro es la imagen de solidez y confiabilidad que el sector financiero proyecte ante el público. Esta es una de las razones por las cuales ha sido prioridad de la autoridad económica el saneamiento del sector financiero, su fortalecimiento patrimonial, y en general el prestarle el apoyo necesario para que logre un nivel de solidez que le permita desarrollar cabalmente sus funciones de intermediación.

Por otra parte, para estimular el ahorro de los hogares conviene diversificar las oportunidades de inversión. Así, por ejemplo, es esencial que la inversión en acciones de sociedades anónimas vuelva a

ser suficientemente atractiva para incentivar a los pequeños ahorradores. En esta dirección, la Reforma Tributaria del año anterior adoptó importantes medidas que serán discutidas más adelante en la tercera sección de estas Notas.

II. Evolución de la profundización financiera

Uno de los medios más adecuados para la distribución del ahorro interno de la economía son las instituciones financieras. De allí la conveniencia de la llamada profundización financiera que se ha venido desarrollando desde la década pasada. Sin embargo, se debe enfatizar que no todo el ahorro financiero tiene una contrapartida en el ahorro doméstico de las cuentas nacionales. En efecto, el ahorro doméstico se define como el ingreso menos los gastos de consumo intermedio y consumo final en la economía. El ahorro financiero, a su vez, puede variar por cambios en el ahorro doméstico y por sustituciones entre las diversas fuentes de ahorro o simplemente por una mayor rotación de los pasivos de las instituciones financieras.

Una forma de medir el grado de evolución de la intermediación, es a través de los coeficientes de profundización financiera. Estos miden básicamente la forma cómo han evolucionado las captaciones como proporción del PIB en la economía. En el Cuadro 3 y Gráfico 2 se aprecia la relación y evolución de los principales pasivos del sistema financiero que generan crédito como proporción del PIB. Si bien la profundización financiera se había iniciado como resultado de las reformas sustanciales al sistema financiero en 1974, ésta presenta el crecimiento más acelerado entre 1979 y 1983, con niveles del 27% del PIB hasta alcanzar 35%.

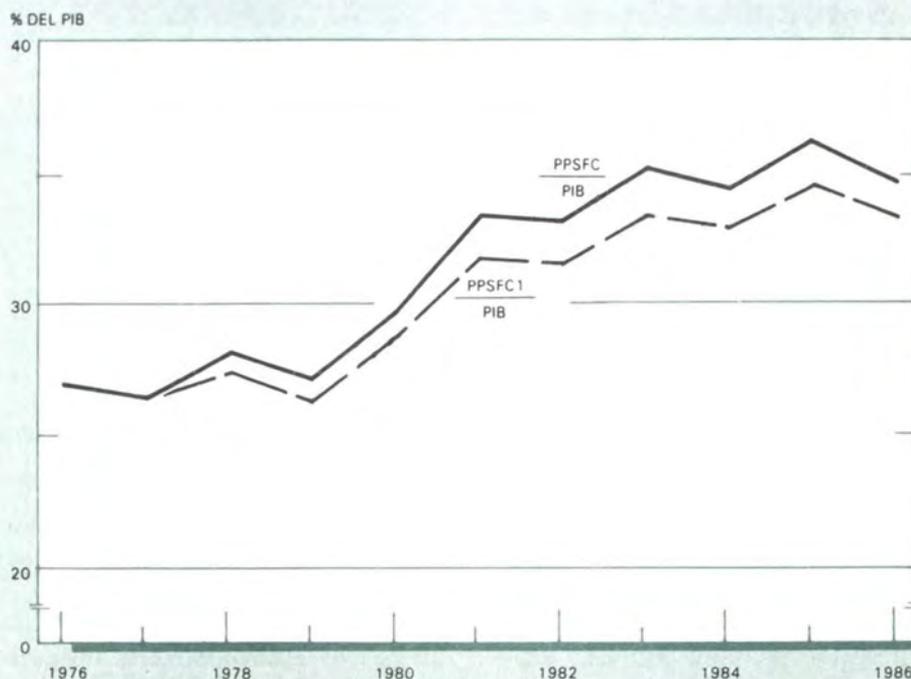
CUADRO 3
Principales pasivos del sistema financiero que generan crédito(1)

Año	Millones de \$			En porcentaje	
	PPSFC (1)	PPSFC1 (2)	PIB (3)	(1)/(3)	(2)/(3)
1976	143910	143910	532270	27.0	27.0
1977	190154	190154	716029	26.6	26.6
1978	257630	250160	909487	28.3	27.5
1979	323453	313710	1188817	27.2	26.4
1980	472940	454166	1579130	29.9	28.8
1981	666514	629690	1982773	33.6	31.8
1982	833386	789416	2497298	33.4	31.6
1983	1077386	1021239	3054137	35.3	33.4
1984	1333989	1270935	2856584	34.0	33.0
1985	1768187	1689104	4865132	36.3	34.7
1986	2219977	2123841	6354836	34.9	33.4

(1) PPSFC = Medios de Pago + Depósitos de Ahorro + Certificados de Depósito a Término en Banco y Corporaciones Financieras + Bonos de Corporaciones Financieras + Depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda + Títulos Agroindustriales + Cédulas BCH + Depósitos en las Compañías de Financiamiento Comercial.

(2) PPSFC1 = PPSFC — Depósitos en las Compañías de Financiamiento Comercial. Fuente: Banco de la República.

GRAFICO No. 2
Evolución del índice de profundización financiera



PPSFC — Principales pasivos del sistema financiero que generan crédito.
PPSFC1 = PPSFC — Depósitos en compañías de financiamiento comercial.

La evolución del coeficiente de profundización financiera está asociado especialmente con la liberación de tasas de interés ocurrida en 1980 para los depósitos a término de bancos y corporaciones financieras⁽²⁾. Como se observó en la primera sección dedicada al análisis del ahorro de la economía su tendencia ha sido decreciente, lo que contrasta con lo ocurrido al ahorro financiero cuyo crecimiento no incrementó en forma neta el ahorro de la economía, aunque seguramente facilitó una distribución más eficiente del mismo. El comportamiento aparentemente contradictorio del ahorro doméstico y del financiero tiene varias explicaciones. De una parte, como anotábamos antes, durante la primera mitad de la década de los ochenta el ahorro cayó por el déficit fiscal, el ciclo recesivo de la economía y la salida de capitales del país. Por otra, la liberación de tasas de interés afectó la rentabilidad relativa de los instrumentos de captación de recursos que indujo un desplazamiento de recursos del sector extrabancario de dinero y del mercado de capitales hacia el sector financiero institucional. Este punto se analiza con mayor detalle en la sección tercera de estas Notas. Finalmente, el mayor rendimiento de los activos financieros debió promover un manejo más eficiente de la caja y tesorería de las empresas y los hogares, incrementando de esta forma la rotación de sus activos líquidos y por ende, aumentando los pasivos de las instituciones financieras.

La institucionalización del ahorro financiero trae importantes beneficios. De una parte, en términos globales de la economía en el costo promedio del crédito disminuyó al reducir los factores de riesgo en la intermediación debido al proceso de absorción del sector extrabancario, cuyas mayores tasas los obliga a financiar proyectos con un retorno esperado elevado, pero en muchas ocasiones con un alto riesgo. Lo anterior es característica de las actividades especulativas, de baja utilidad económica y social.

Por ello, al reorientar importantes montos de recursos hacia el sector financiero institucional se garantiza, en principio, una menor financiación de este tipo de actividades y un mayor acceso de crédito a las actividades productivas.

Si bien ha habido importantes logros en el proceso de profundización financiera en los últimos años en Colombia, su nivel es aún relativamente bajo si lo comparamos al de otros países latinoamericanos y del sureste asiático. Así, el promedio latinoamericano en 1984 de la relación M_2 a PIB era de 29.8% y en los países asiáticos ascendía a casi el doble, 54.6%. Ambas cifras son sensiblemente superiores a la presentada por Colombia que sólo llegaba a 21.3% (véase Cuadro 4).

CUADRO 4
 M_2 como porcentaje del PIB⁽¹⁾
(1984)

Países Asiáticos	
Corea	35.9
Singapur	70.0
Malasia	57.6
Tailandia	54.9
Promedio simple	54.6
Países Latinoamericanos	
Argentina	31.3*
Brasil	11.6
Chile	29.4
México	31.3
Perú	28.4
Venezuela	46.9
Promedio simple	29.8
Colombia	21.3

(1) Entre los cuasi-dineros sólo se incluyen depósitos de ahorro y a término en bancos comerciales.

* 1983

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales. Enero de 1987
FMI

(2) Parte de este incremento se debe a la institucionalización de las Compañías de Financiamiento Comercial mediante el Decreto 1970 de 1979. No obstante, se observa en el Cuadro 3, que aun corrigiendo por este factor, el índice de profundización financiera crece y sobrepasa los niveles del 33% del PIB.

Lo anterior indica claramente que existe campo para continuar el proceso de profundización financiera en el país. Para lograr este propósito se requiere adoptar nuevas medidas que le den mayor operatividad al mercado y aumenten su capacidad de movilización de recursos, al mismo tiempo que disponga de instituciones fuertes y eficientes que ofrezcan un alto nivel de confianza al público.

III. Mercado Bursátil

Uno de los propósitos fundamentales del mercado bursátil, además de la negociación de acciones, es el de promover la distribución de recursos de ahorro de largo plazo que faciliten la inversión pública y privada, y den acceso al capital

de riesgo. Así mismo, el mercado bursátil cumple un papel muy importante en el desarrollo de la política monetaria, en la medida que en la Bolsa se negocian parte de los títulos con los cuales la autoridad monetaria realiza sus operaciones de mercado abierto.

Durante la última década es bien conocida la pérdida de participación de la negociación de acciones en el total del volumen transado en la Bolsa. Es así como su participación que ascendía en 1976 a 16.2% del total de transacciones se había reducido a un promedio de 1% en los dos últimos años. Por el contrario, las negociaciones que predominan han sido en forma creciente, en papeles de renta fija y aquellas que se negocian con descuento (véase Cuadro 5).

CUADRO 5
Evolución del total transado por activos financieros 1976 - 1986
(Participación %)

Año	Renta fija							
	Acciones	Títulos canjeables	Bonos privados	Bonos públicos		C.D.T.	Cédulas B.C.H.	Otros (1)
				Desa. Eco.	I.F.I.			
1976	16.2	—	0.9	6.0	—	3.7	13.0	8.8
1977	6.7	—	N.S.	2.4	—	6.0	4.2	6.5
1978	14.6	—	N.S.	1.2	—	4.8	3.5	5.6
1979	18.3	—	—	0.5	0.3	1.6	3.2	1.7
1980	14.0	—	—	0.2	0.3	0.5	2.6	0.2
1981	16.5	—	—	0.1	0.6	1.9	1.9	0.2
1982	5.5	10.4	—	N.S.	0.2	2.8	3.2	N.S.
1983	3.3	23.4	0.1	0.4	0.2	3.9	4.6	N.S.
1984	2.2	3.6	0.3	—	0.1	5.5	4.8	—
1985	0.9	0.5	0.2	—	N.S.	7.9	2.6	N.S.
1986	1.2	21.9	1.0	—	0.1	25.3	1.5	2.7(3)

Año	Descuento								Total Millones (5)
	TAN	Certificado eléctrico valorizable	T.E.R.	Títulos de participación	Certificados de cambio	C.A.T y/o CERT	Certificados cafeteros	Otros (2)	
1976	—	—	—	—	—	13.3	—	38.1	9056.4
1977	—	—	—	—	70.6	2.3	—	1.3	20630.5
1978	—	—	—	—	67.4	2.7	—	0.2	26473.5
1979	—	—	—	8.9	59.7	5.7	—	0.1	29804.6
1980	—	—	—	41.3	36.7	4.1	—	0.1	48002.9
1981	—	—	—	38.3	33.7	3.7	—	0.3	73592.7
1982	—	—	—	6.1	52.4	6.1	12.1	1.2	66241.2
1983	0.2	12.2	—	1.0	30.3	4.7	15.5	0.2	67266.0
1984	5.1	8.4	—	N.S.	40.1	5.1	24.8	0.1	99920.7
1985	5.7	7.3	0.3	—	69.3	3.7	1.5	0.1	228421.4
1986	7.3	5.1	2.2	2.1	26.4	3.2	N.S.	0.2	262430.7

(1) Corresponde a Bonos Acueducto de Bogotá, Empresas Públicas de Medellín, Ganaderos y Prourbe, Cafeteros, IFI—Fomento Industrial, Títulos Financieros Agroindustriales y Títulos de Ahorro Cafetero.

(2) Consolida a Certificados de Desarrollo Turístico, Papeles Comerciales y Pagares de Abono Semestral.

(3) TAC 2.4% N.S = no significativo. Fuente: Bolsa de Bogotá

Si bien durante el último año el volumen negociado de acciones ha tenido algún repunte, lo mismo que la colocación de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, su participación en el total de transacciones no ascendía sino a 2.2% en 1986.

Los papeles más negociados en la Bolsa han sido aquellos con los cuales la autoridad económica realiza las operaciones de control monetario, específicamente los títulos canjeables, certificados de cambio y títulos de participación que contribuyen con el 50.4% del total de negociaciones del año anterior. La negociación secundaria de depósitos a término de bancos y corporaciones ha adquirido una importancia creciente durante los últimos años. De ser prácticamente insignificantes en 1980, ascendían en el año anterior a 25.3% del total negociado.

La evolución de la estructura del tipo de papeles negociados en la Bolsa de Valores tiene varias explicaciones. De una parte, se encuentra la preferencia de las empresas para financiar su crecimiento vía endeudamiento en detrimento de la emisión de acciones, comportamiento que se explica por razones de tipo tributario (deducibilidad de los intereses y la doble tributación), por la abundante disponibilidad de líneas de rendimiento con plazos amplios e intereses subsidiados y por la estructura tradicional de propiedad de las empresas donde ha prevalecido la sociedad cerrada, generalmente de origen familiar, la cual tiene limitado acceso al mercado de capitales ante el temor de que nuevas emisiones de acciones impliquen la pérdida de control sobre la empresa. Otra razón que explica el cambio en la composición de los papeles negociados en la Bolsa es la aparición de muchos títulos de renta fija y de descuento con rendimientos muy atractivos. Así mismo, la liberación de tasas de interés en el mercado financiero redujo en forma importante la rentabilidad rela-

tiva de las acciones. En el Cuadro 6 se observa que mientras en 1976 el rendimiento obtenido de las acciones era similar al de los certificados de depósito a término (CDT), (88% de éstos) para 1986 las acciones rendían la mitad de lo percibido por un CDT.

CUADRO 6
Rendimiento de acciones y CDT

	Tasa de interés CDT (1)	Rendimiento Acciones (2)	(2)/(1) % (3)
1976	25.6	22.5	87.9
1977	25.6	17.2	67.2
1978	24.4	12.0	49.2
1979	25.6	13.1	51.2
1980	34.0	18.2	53.5
1981	37.6	15.7	41.8
1982	35.9	13.4	37.3
1983	34.2	18.3	53.5
1984	34.4	14.5	42.2
1985	35.9	21.9	61.0
1986	32.1	16.3	50.8

Fuentes: Para 1976—1984 — Héctor Melo "Incentivos Tributarios, Concentración Accionaria y Centralización del Capital" Para 1985—1986 — Banco de la República y Memorando Económico (varios números). No incluye valorización.

Una importante fuente de diversificación de activos ofrecidos al público en la Bolsa han sido, como ya se mencionó, los títulos mediante los cuales la autoridad económica adelanta en forma creciente la política monetaria. Así mismo, han ganado importancia los títulos emitidos por el Gobierno Central y entidades descentralizadas como el caso de los Títulos de Ahorro Nacional (TAN), Certificados Eléctricos Valorizables y los Títulos Energéticos de Rentabilidad Creciente (TER). En algunos años también han sido importantes las emisiones de títulos del sector cafetero tal como los Certificados Cafeteros y en el año anterior los Títulos de Ahorro Cafetero (TAC).

CUADRO 7
Colocación de acciones y bonos obligatoriamente convertibles
en acciones (BOCEAS) — Mercado primario 1976 - 1986
(Millones de pesos)

Año	Acciones	Incr. %	BOCEAS	Incr. %	Total	Incr. %
1976	1097.1	—	—	—	1097.1	—
1977	1873.6	70.8	—	—	1873.6	70.8
1978	2847.4	52.0	—	—	2847.4	52.0
1979	3065.1	7.6	—	—	3065.1	7.6
1980	4508.0	47.1	—	—	4508.0	47.1
1981	1497.7	-66.8	—	—	1497.7	-66.8
1982	2756.4	84.0	—	—	2756.4	84.0
1983	5238.3	90.0	242.7	—	5481.0	98.8
1984	976.9	-81.4	1383.2	469.9	2360.1	56.9
1985	547.8	-43.9	1824.4	31.9	2372.2	0.5
1986	N.D.	N.D.	11091.1*	507.9	N.D.	N.D.

* Información incompleta basada en el Avance Estadístico Mensual de enero de 1987 de la Comisión Nacional de Valores.

N.D. = no disponible

Fuente: Bolsa de Bogotá

Como se observa, la pérdida de importancia de la negociación de acciones en el mercado de capitales no sólo se debe a menor dinamismo de su mercado sino también a una muy importante diversificación del tipo de inversiones accesibles en el mercado bursátil⁽³⁾.

Sin embargo, esta tendencia ha sido parcialmente compensada por el uso del instrumento de los Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones (BOCEAS). Así entre 1983 y 1986 un total de 71 entidades han emitido BOCEAS por un valor de \$ 54.373.4 millones. Ello ha sido posible debido a los créditos otorgados por el Fondo de Capitalización Empresarial que ha estimulado su colocación masiva en el año anterior. Estimativos preliminares señalan que su colocación ascendía en 1986 a \$ 11.091.1 millones. Cabe advertir que hasta 1985 sólo una parte de ellas se habían colocado.

Los BOCEAS parecen ser una alternativa viable a la colocación primaria de acciones, pues al garantizar un rendimiento a sus tenedores reducen en gran parte el riesgo inherente a comprar

acciones de empresas que en el corto plazo no están repartiendo dividendos. Pero, no deja de preocupar que haya sido necesario otorgar crédito subsidiado (23% interés anual) para incentivar la demanda por estos papeles. Es claro que este estímulo no puede ser permanente y en la medida en que el público ahorrador conozca el funcionamiento de los BOCEAS, su rendimiento de mercado deberá ser suficiente incentivo para garantizar su colocación.

Un fenómeno supremamente interesante del año anterior fue la importante recuperación en la cotización de las acciones. Así, medida en términos reales la cotización de las acciones se había reducido a finales de 1985 a tan sólo el 35.7% del valor que presentaban a comienzos de la década de los 80. Estas se recuperan en 1986 hasta alcanzar un 58.7%, lo cual representó un crecimiento con respecto al año anterior de 64.4% (véase Cuadro 8 y Gráfico 3).

(3) No sólo la negociación de acciones en la Bolsa ha caído significativamente sino también su emisión. En el Cuadro No. 7 se observa que la colocación primaria de acciones se redujo de un pico de \$ 5.238 millones en 1983 a un nivel de \$ 547 millones en 1985.

CUADRO 8

Bolsa de Bogotá — Índice diario de cotización de acciones

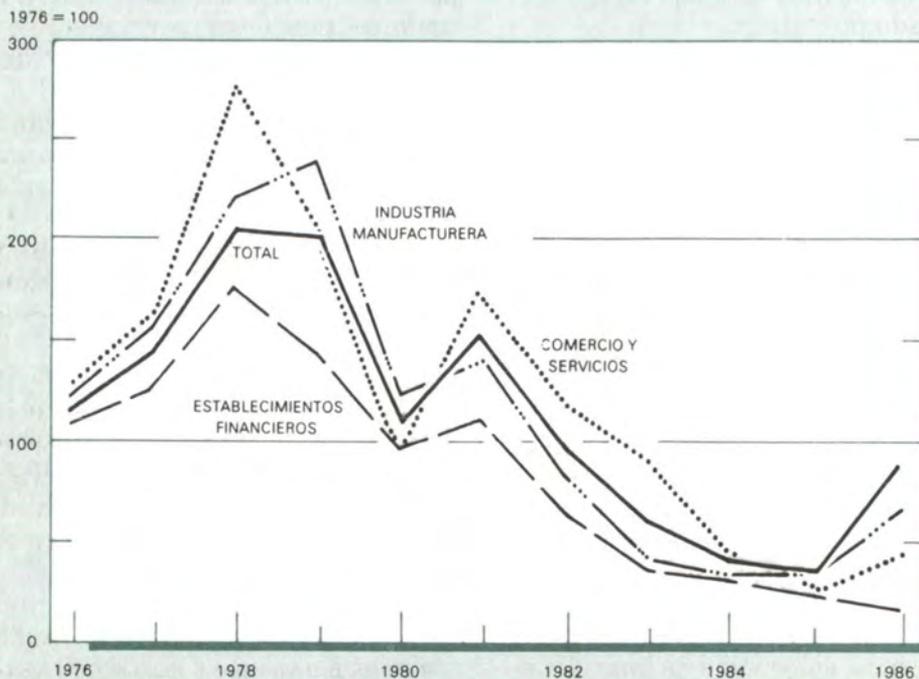
Fin de:	Total		Establecimientos Financieros		Industria Manufacturera		Comercio y servicios	
	Nominal	Real (1)	Nominal	Real (1)	Nominal	Real (1)	Nominal	Real (1)
1976	116.7	116.7	107.7	107.7	122.3	122.3	124.7	124.7
1977	173.0	145.2	151.8	127.4	184.4	154.7	189.0	158.6
1978	294.9	203.5	252.4	174.2	318.8	220.0	402.3	277.7
1979	374.7	200.5	271.5	145.3	449.4	240.4	383.8	205.4
1980	259.9	110.9	230.6	98.4	298.7	127.5	230.7	98.4
1981	439.6	151.9	500.2	172.8	397.6	137.3	319.5	110.4
1982	348.5	96.6	424.4	117.7	291.4	80.8	232.7	64.5
1983	264.6	62.2	372.2	87.5	202.4	47.6	158.7	37.3
1984	215.9	41.9	225.1	43.7	180.6	35.0	169.2	32.8
1985	226.6	35.7	177.2	27.9	223.3	35.2	149.3	23.6
1986	463.3	58.7	334.3	42.4	525.9	66.7	150.4	19.1

(1) Deflactado por el índice de precios al por mayor (Base 1976 = 100).

Fuente: Bolsa de Bogotá.

GRÁFICO No. 3

Evolución del índice real de cotización de acciones



Se debe anotar que durante el primer trimestre del presente año la cotización de las acciones se estabilizó e incluso algunas de ellas tendieron a la baja.

Es importante señalar que la tendencia creciente de la cotización de las acciones durante el año anterior fue determinada principalmente por el comportamiento de las acciones de las empresas pertenecientes a la industria manufacturera. Su índice real pasa de 35.2% en 1985 a 66.7% en 1986. Las acciones de los establecimientos financieros también presentaron una importante recuperación, mientras que la del sector comercio y servicios siguieron deteriorándose.

Son varias las razones que se aducen para explicar el repunte en la cotización de las acciones:

1. La demanda de acciones fue estimulada por la recuperación de la economía en el año anterior que hizo prever una mayor utilidad de las empresas, especialmente del sector manufacturero.

Se debe señalar la importancia de los créditos para capitalización del sector manufacturero y financiero y de democratización del sector financiero en los positivos resultados que se observan hoy en el desempeño de las mismas. Así, el Fondo de Capitalización Empresarial presenta aprobaciones durante el período de julio de 1983 a diciembre de 1986, por un valor de \$ 24.261.1 millones que beneficia a 184 empresas. La línea de capitalización del sistema financiero (Resolución 60 de 1984 de la Junta Monetaria) había aprobado hasta finales de 1986 créditos por un valor de \$ 33.539.2 millones. Este importante apoyo del gobierno indudablemente le ha permitido a muchas empresas del sector manufacturero y financiero acelerar su proceso de recuperación y saneamiento.

2. Un importante estímulo a las acciones y a su demanda, se ha derivado de la

Reforma Tributaria aprobada en diciembre del año anterior. Cabe destacar, en primer lugar, la exclusión del valor patrimonial neto de las acciones del cómputo del patrimonio líquido que sirve de base para el cálculo de la renta presuntiva (Art. 47 de la Ley 75 de 1986). Por ello, se elimina un gran incentivo para deprimir el precio de las acciones, con el citado artículo de la Reforma Tributaria. Así mismo, la mencionada Reforma elimina la tributación en cabeza de los accionistas y reduce la tarifa impositiva de sociedades anónimas del 40% a 30% en un lapso de 4 años. Por otra parte también se elimina en forma gradual la deducibilidad del componente inflacionario de los costos y gastos financieros y la tributación sobre el componente inflacionario de los intereses.

Las medidas anteriores constituyen un gran estímulo tanto a la demanda de acciones, dada la exención tributaria existente, como un importante aliciente a las empresas, para que éstas reduzcan sus niveles de endeudamiento y se financien vía colocación primaria de acciones.

3. Otro elemento que ha permitido el incremento de la demanda por acciones fue la nueva reglamentación sobre los fondos mutuos de inversión (Decreto 1705 del 25 de junio de 1985) el cual obliga que el portafolio de estos fondos esté invertido en acciones y BOCEAS en un monto no inferior al 10% del total.

Lo anterior ha obligado a estas importantes instituciones a ajustar la composición de su cartera que anteriormente estaba invertido casi en su totalidad en papeles de renta fija o con descuento.

4. La reducción en la tasa de interés de los depósitos a término en bancos y corporaciones financieras desde comienzos de 1986 mejoró la rentabilidad relativa de las acciones. En efecto, mediante el Decreto 274 de 1986 y la Resolución 8 del

mismo año de la Junta Monetaria se señalaron tasas máximas de colocación y captación a estas entidades financieras. Ello porque se consideró que existían las condiciones económicas para reducir las tasas de interés (véase las Notas Editoriales de enero de 1986). Esto en efecto se comprobó cuando a mediados de año se eliminaron de nuevo las restricciones administrativas y las tasas de interés permanecieron en niveles más bajos que los iniciales.

5. También, se mencionan en la recuperación del índice de cotización de las acciones la amplia liquidez de la economía durante el segundo semestre del año anterior la cual permitió que parte de su exceso se canalizara hacia la demanda de acciones, la reducción en la tasa de interés de los depósitos a término en bancos y corporaciones financieras que mejoró la rentabilidad relativa de las acciones y posiblemente un retorno de capitales al país a consecuencia del ajuste observado en el tipo de cambio real.

6. Por último, hay cierta escasez de oferta de acciones. Esto se debe al alto grado de concentración de las mismas ocurrida en la última década durante los conocidos episodios de consolidación de poder de diversos grupos conglomerados.

Las perspectivas del mercado accionario son buenas en el corto plazo. De una parte, la economía sigue creciendo a un buen ritmo. Así mismo, la nueva reglamentación de la Reforma Tributaria debe estimular la emisión de acciones y una dinámica colocación de las mismas. De esta manera, se esperaría que en este año continúe incrementando la participación de las acciones en el total de las operaciones de la Bolsa de Valores.

IV. Conclusiones

En estas Notas hemos analizado la evolución reciente del ahorro interno del país y

de las tendencias de su distribución por intermedio del sector financiero y el mercado bursátil. Se encuentra que el ahorro doméstico ha disminuido sensiblemente durante la primera mitad de los años 80 debido principalmente a la reducción en el ahorro del sector público y en menor grado a la de los hogares. Lo anterior se explica por el gigantesco déficit fiscal que ha sido corregido exitosamente en los últimos dos años y a la recesión que vivió la economía colombiana durante los primeros años de la presente década.

Se observó que la tasa de ahorro de Colombia es relativamente baja si se compara con el promedio latinoamericano y especialmente con respecto a los países del sureste asiático. Es indudable que hay una correlación positiva entre las posibilidades de inversión, y por ende de crecimiento, con el nivel de ahorro interno de la economía. Lo anterior es especialmente cierto en la presente coyuntura internacional donde para toda el área latinoamericana el acceso a las fuentes privadas de endeudamiento externo se ha hecho cada vez más difícil. Algunas medidas que deben estimular el ahorro son el continuo fortalecimiento del sector financiero, la diversificación de los activos accesibles a los ahorradores y el mantenimiento de tasas remunerativas de interés.

Con respecto a la evolución de la intermediación del ahorro por parte de las instituciones financieras se observó que el coeficiente de profundización financiera, medido como la relación de los principales pasivos del sistema financiero que generan crédito como proporción del PIB tuvo un importante incremento desde finales de la década anterior y durante los primeros años de la presente. Este fenómeno es asociado al proceso de liberación financiera adelantado por las autoridades económicas durante los últimos años. El incremento en el coeficiente de profundización se explica por

un traslado de los recursos del sector extrabancario hacia el institucionalizado. Se anotó también que a nivel internacional la profundización financiera colombiana es relativamente baja.

Con relación a la intermediación del ahorro en el mercado bursátil se advirtió la preponderancia de las operaciones en papeles de renta fija y de descuento sobre las de acciones que prácticamente desaparecieron en los dos últimos años. Este fenómeno parece estar revirtiéndose en la medida que se han conjugado varios factores que han estimulado de nuevo la demanda por acciones en los últimos meses. Algunos de estos factores han sido la recuperación de la economía, especialmente del sector manufacturero y la Reforma Tributaria del año anterior que redujo el nivel impositivo de la sociedad anónima y eliminó la doble tributación, favoreciendo de esta manera a los accionistas.

Se aprecia que las medidas recientes de índole tributario también incentivarán el incremento de la emisión de acciones por parte de las empresas como mecanismo de financiación alternativo al endeudamiento. Así mismo la eliminación de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses también favorecerá la emisión primaria de acciones.

Los diferentes aspectos analizados nos permiten concluir que los avances conseguidos en materia de profundización financiera y de dinamismo del mercado de capitales no han sido suficientes para conseguir un repunte importante de la tasa de ahorro. A pesar de los índices favorables que se han descrito, especialmente en el caso de la intermediación financiera, vemos que ésta no se traduce en tasas de ahorro con similar tendencia. Es necesario por lo tanto continuar en el proceso de ordenamiento del sector financiero, el cual en la medida en que se concluye la etapa de recuperación plena de las instituciones debe acompañarse de acciones que propicien un funcionamiento mucho más eficiente y dinámico.

Indiscutiblemente el buen manejo de la política macroeconómica es esencial para conseguir mayores tasas de ahorro. Por una parte, el riguroso control fiscal y monetario que garantiza la estabilidad de precios, y por otra, el equilibrio cambiario necesario para estabilizar los movimientos de capitales y el flujo de ahorro externo, constituyen elementos esenciales de la política de ahorro. Una clara conciencia acerca de la necesidad que se tiene de elevar las tasas de ahorro y de estimular a las empresas, al gobierno y a las familias para que le otorguen prelación al ahorro sobre el gasto deben ser las bases de la política de crecimiento a mediano término.

VIDA DEL BANCO

Agilización del crédito para pequeños agricultores

El Banco de la República y la Caja de Crédito Agrario celebraron, el 3 de febrero del presente año, un convenio para el trámite de operaciones de crédito con destino a pequeños campesinos, iniciándose así la aplicación del cupo establecido por la Junta Monetaria en el programa de crédito del Fondo Financiero Agropecuario —FFAP— para 1987.

El nuevo mecanismo busca, en esencia, agilizar al máximo este tipo de operaciones, de tal manera que la Caja asuma en lo sucesivo el estudio y aprobación de las solicitudes de crédito, sin necesidad de remitirlas previamente al FFAP como acontecía anteriormente. Por supuesto, la entidad crediticia administrará estos recursos con base en normas y procedimientos previamente establecidos, particularmente en materia de otorgamiento de créditos, administración del cupo, suministro de estadísticas, sistema de

redescuento y control de inversiones, aspectos que figuran en el texto del Acuerdo.

En este sentido, se aspira a cubrir oportunamente amplios sectores de la población campesina, con un mayor volumen de recursos crediticios, a fin de incrementar a corto plazo la oferta de alimentos, para beneficio de los productores y consumidores de bajos niveles de ingreso.

Gerencia de la Sucursal del Banco en Ipiales

La Junta Directiva del Banco, en sesión del 12 de los corrientes, nombró al doctor Carlos Hugo Rodríguez M. como gerente de la Sucursal del Banco en Ipiales, en reemplazo del doctor Eduardo Ponce J., quien salió a disfrutar de su pensión de jubilación el 2 de febrero del presente año.