

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Desarrollo Económico y Social*
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Cooperación y Servicios de Apoyo*
Robert T. Brown

Director de la Revista
Raúl Prebisch

Secretario Técnico
Adolfo Gurrieri

Secretaria Adjunta
Rosa Nielsen



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, DICIEMBRE DE 1985

SUMARIO

Política exterior y negociación financiera internacional: la deuda externa y el Consenso de Cartagena. <i>Jorge Eduardo Navarrete</i>	7
Deuda externa: ¿por qué nuestros gobiernos no hacen lo obvio? <i>Guillermo O'Donnell</i>	27
Deuda externa y crisis: el ocaso de la gestión ortodoxa. <i>Robert Devlin</i>	35
La deuda externa de los países latinoamericanos. <i>Raúl Prebisch</i>	55
América Latina y la integración: opciones frente a la crisis. <i>Guillermo Maldonado Lince</i>	57
Comercio y equilibrio entre los países de la ALADI. <i>Jorge Torres Zorrilla y Eduardo Gana</i>	73
Un ataque en dos frentes a la crisis de pagos de los países en desarrollo. <i>Fabio R. Fiallo</i>	83
Las fallas del mercado de capitales. <i>Eduardo Sarmiento P.</i>	103
La agricultura de América Latina: transformaciones, tendencias y lineamientos de estrategia. <i>División Agrícola Conjunta CEPAL/FAO</i>	125
El papel de las empresas pequeñas y medianas en el mejoramiento de la estructura productiva de los países en desarrollo. <i>Carlo Secchi</i>	139
25 años del Banco Interamericano de Desarrollo. <i>Felipe Herrera</i>	151
Algunas intervenciones realizadas en la Reunión de Expertos sobre Crisis y Desarrollo de América Latina y el Caribe (Santiago de Chile, 29 de abril al 3 de mayo de 1985)	161

Las fallas del mercado de capitales

*Eduardo Sarmiento P.**

La teoría clásica del capital se fundamenta en un funcionamiento ideal de los mercados y supone que las economías tienen una gran capacidad de ajuste, pues los bienes serían fácilmente sustituibles, las ofertas relativamente elásticas, los precios flexibles y los mercados conformados por un gran número de individuos. Sin embargo, la mayoría de las economías subdesarrolladas presentan rasgos que se apartan considerablemente de esta teoría. ¿Son estos rasgos suficientemente importantes como para modificar los resultados del modelo clásico y explicar las fallas del mercado de capitales? El autor responde a este interrogante a base de algunos conceptos centrales y la experiencia de la economía colombiana.

El artículo consta de cuatro partes. En la primera se identifican algunos elementos sobresalientes que no han sido incorporados explícitamente en el análisis del mercado de capitales. Se analizan en detalle la complementariedad entre el crédito y la demanda de bienes, la oferta de bienes físicos, el poder monopolista de los agentes y el predominio de las expectativas de adaptación. Como estos fenómenos son irregulares, sus repercusiones sobre el mercado de capitales no pueden analizarse con los procedimientos tradicionales. Una buena parte de la sección se destina a delinear algunos conceptos y herramientas para manejar ese tipo de problemas.

En la segunda parte se examinan los efectos de la liberalización de los mercados de capitales, mientras que en la tercera se discute hasta dónde la información introducida en la segunda parte representa una comprobación de los supuestos sobre el financiamiento del mercado de capitales presentados en la primera parte. Además, estos elementos se analizan en forma simultánea para sintetizar las causas de las fallas del mercado de capitales y su relación con la liberalización financiera.

En la última parte se definen las características de las reformas financieras requeridas para conciliar eficiencia y estabilidad.

*Funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

I

Conceptos básicos

1. Crédito y bienes duraderos

Algunos estudios empíricos sugieren que los efectos del crédito varían con las características de los bienes. Las comprobaciones son especialmente claras para los bienes duraderos y no duraderos, y concuerdan con la teoría que distingue entre los flujos y los acervos. En general se reconoce que los flujos están relacionados con el ingreso y los acervos con la riqueza y que unos y otros dependen a corto plazo de elementos diferentes. Las fluctuaciones del crédito afectan inicialmente los acervos y la riqueza y sólo más tarde los bienes duraderos. Los procesos relativos de ambos tipos de bienes pueden fluctuar a corto plazo, interfiriendo con el proceso de ajuste.

Estos conceptos pueden ilustrarse con la identidad de la riqueza:

$$W + C = P_K + P_D + F$$

En que, W riqueza, C crédito, K bienes de capital, D bienes duraderos, P_K y P_D precios de los bienes de capital y de los bienes de consumo duraderos y F activos financieros.

Según esta identidad, la suma de la riqueza y el crédito es igual a los activos físicos y financieros. Si el crédito aumenta y la producción no varía, los precios de los bienes de inversión y de consumo duraderos subirán.¹ Los fondos, luego de pasar por los vendedores de los bienes, volverían al mercado financiero en forma de activos financieros o se emplearían para adquirir activos físicos. La riqueza efectiva de la economía resultaría mayor que la riqueza deseada. La igualdad sólo se lograría mediante una elevación del nivel de precios o una reducción del crédito. Esta relación también se cumple en la dirección opuesta. La elevación de los precios de los activos sólo puede hacerse efectiva cuando se eleva la riqueza deseada o se amplía el crédito. De esa manera la

¹ El impacto final del crédito depende de las condiciones de oferta que no pueden generalizarse fácilmente. El proceso de ajuste descrito en esta sección se aplica principalmente a bienes duraderos con una oferta inelástica, como los activos que requieren un largo período de producción: vivienda e inversiones sujetas a grandes indivisibilidades como son las propias de las grandes empresas.

demanda de crédito aumenta en la misma dirección que los precios de los activos.

La ampliación del crédito genera, entonces, una elevación de los precios relativos de los activos físicos y luego una expansión de los activos financieros. Ambos factores, en conjunto, determinan una ampliación de la riqueza efectiva de la economía con relación a la riqueza deseada. Los individuos responderían a esta situación sustituyendo los activos físicos por bienes de consumo no duraderos, lo cual se traduciría en una elevación del nivel general de precios. El nuevo equilibrio se conseguiría en el punto en que los precios relativos retornan a su nivel inicial.

Este ajuste no ocurre cuando los precios de los bienes no duraderos están sujetos a controles, o están determinados por los precios externos en una economía abierta. La corrección del desequilibrio estaría condicionada a que los precios de los activos desciendan hasta volver a su nivel inicial y encuentren la resistencia de los propietarios. Estos tratarían de retener las propiedades y presionarían para mantener el aumento inicial del crédito. De ahí que una tendencia generalizada a evitar la liquidación de los activos a un precio más bajo se podría manifestar en una alta demanda de crédito que impediría el descenso de las tasas de interés.

Se suele suponer que los precios de los activos están determinados en un sistema en el cual todas las ofertas y las demandas se satisfacen. Pero en el mundo real los agentes económicos no disponen de información que les permita conocer cuándo se llega a una situación de esa índole. Así en los mercados de acervos, que están expuestos a grandes imperfecciones, los precios percibidos no siempre reflejan lo que ocurre con las transacciones efectivas. En esos mercados es común el caso de individuos que no logran vender sus productos por ofrecerlos a precios superiores a los de oferta y demanda. Es posible que en un sistema de expectativas adaptativas, en que los individuos tienden a fijar los precios de acuerdo con la experiencia del pasado, los precios percibidos resulten superiores a los que satisfacen la ecuación de la riqueza. Sería una típica situación en que la riqueza percibida por los individuos resultaría mayor que la riqueza efectiva. El intento de los individuos por mantener esos precios se traduciría en una demanda de crédito superior a

la que provocó el choque inicial. Las tasas de interés estarían determinadas, entonces, por una estructura de expectativas de precios irreales que podría situarlas en cualquier nivel.

Es claro que los activos físicos y el crédito están íntimamente relacionados entre sí, es decir, son bienes complementarios. Aunque este hecho no se rechaza abiertamente, no siempre se incorpora en la práctica. La influencia de la teoría neoclásica ha llevado a suponer que todos los bienes son sustitutivos. En esas condiciones, las fluctuaciones de un mercado, aunque influyan en los otros, no modifican su fisonomía básica. Se podrían justificar las formulaciones en que la oferta, la demanda y la tasa de interés del mercado financiero son independientes del resto del sistema económico, pero esta simplificación es equivocada cuando los bienes son complementarios. En ese caso la alteración de un mercado puede desestabilizar otros mercados que operan en forma satisfactoria por sí solos. Así, en el ajuste descrito se observa que el crédito afecta los procesos de los activos y éstos la tasa de interés. Este vínculo entre el mercado de crédito y el mercado de activos físicos cumple un papel central en la interpretación de los fenómenos de la realidad. Más adelante se mostrará cómo muchos sucesos que ocurren en el mercado de crédito se originan en el mercado de activos físicos, y a la inversa.

2. *Liquidez e indivisibilidad*

La posibilidad de adquirir un bien y de venderlo luego a otro precio se ve limitada por los recursos necesarios para efectuar la transferencia. De ahí que la liquidez aparezca como uno de los principales requisitos para efectuar cualquier operación especulativa y esté claramente relacionada con las características de los bienes. Si éstos fueran perfectamente divisibles, las opciones especulativas serían muy escasas. Todo el mundo podría participar en ellas de acuerdo con sus posibilidades, tal como acontece en los mercados de bienes y servicios. El valor esperado de las ganancias especulativas correspondería en el largo plazo a la rentabilidad normal del capital. Naturalmente, el número de individuos que pueden operar en esos mercados es tanto menor cuanto mayor sea la indivisibilidad de los bienes.

El supuesto de competencia especulativa pierde validez. La especulación en los mercados de bienes de gran tamaño confiere claros poderes monopolistas a quienes tienen acceso a la liquidez. Así lo corroboran las gestiones de los grupos económicos en las transacciones de las grandes empresas. El procedimiento consiste en precipitar movimientos de precios para obtener enormes ganancias en las operaciones de compra y venta.

El concepto keynesiano de la especulación se basa en que los individuos mantienen recursos líquidos en espera de oportunidades que les reporten una ganancia en la compra y venta de los productos. Las grandes indivisibilidades modifican esta noción en el sentido de que la liquidez no sólo se requiere para aprovechar la oportunidad de compra y venta, en cierta forma fortuita, sino para adquirir un bien al cual otros no tienen acceso. La ganancia no se origina tanto en el aprovechamiento de una operación inmediata sino, más bien, en la administración de la actividad por parte de quienes disponen de la liquidez. La ventaja proviene de la renta que resulta de obtener las empresas existentes a bajos precios.

En este punto es importante distinguir la propiedad sin control y la propiedad con control. La primera se refiere a los pequeños accionistas y la segunda a los agentes económicos que administran y orientan las empresas. Mientras influyen en la actitud de aquéllos los elementos de corto plazo, la de éstos es determinada por las posibilidades de las empresas y sus efectos sobre otras actividades. En este contexto, no tiene validez la hipótesis de que las grandes empresas se hacen divisibles en los mercados de valores. La propiedad con control es indivisible, en el sentido de que el poder para influir en las decisiones de las empresas sólo se consigue con una participación mínima en la propiedad de los activos.

En las elaboraciones oficiales de la teoría económica tiende a suponerse que la tenencia de bienes y la liquidez son sustituibles. Los individuos pueden ampliar la posesión y el consumo de bienes en la medida en que prescindan de los saldos líquidos. Los planteamientos anteriores constituyen un argumento en contra de tal hipótesis. Algunos bienes tienden a ser complementarios con la liquidez y la relación se hace más estrecha en la medida en que ellos son más indivi-

sibles. Su demanda tiende a quedar restringida por elementos de tipo cuantitativo.

La liquidez introduce, entonces, una restricción en el funcionamiento de las economías que impide a los individuos llegar a las situaciones deseadas.

En la teoría económica se supone generalmente que las distorsiones que obstruyen el ajuste automático de los mercados se presentan en forma aislada y en cuantías mínimas. Sin embargo, esta interpretación no puede extenderse fácilmente al caso de la liquidez que afecta a una amplia variedad de agentes económicos y de bienes. La limitación impuesta por el tamaño de los bienes resulta en una demanda muy inferior a los deseos de los agentes económicos, lo cual tiene hondas repercusiones sobre todo el sistema económico.

La experiencia muestra que el desarrollo de grandes empresas toma varios años. Su oferta es inelástica en el mediano plazo. Por ello, la mayor demanda para adquirirlas se manifiesta inicialmente en una elevación de los precios. Como este efecto no es de larga duración, el volumen de estas empresas permanece sin modificar. El ajuste se efectuaría principalmente por el conducto de las cantidades. Los mayores precios relativos de los activos determinan un aumento de la riqueza, que estimula una expansión del gasto y una elevación del nivel general de precios. De esa manera la elevación inicial de los precios de los activos y la ampliación de la cantidad nominal de dinero se neutralizan. Los precios relativos y la cantidad real de dinero tienden a retornar a la situación inicial. Se forma así un claro círculo vicioso. La producción no se amplía porque el aumento de los precios es temporal y éste es temporal porque aquélla no se expande.

3. *Sustitución entre activos financieros y físicos y mercado de acciones*

La sustitución entre activos físicos y financieros ha sido materia de un largo debate (McKinnon, 1973; Levhary y Patink, 1968). Sarmiento (1984a, cap. vi) muestra que ella no tiene lugar en términos globales. El desplazamiento de la riqueza hacia los activos financieros resulta de una expansión del crédito que permite mantener el mismo volumen de activos físicos con una me-

nor propiedad. La relación tiene interés cuando se plantea entre activos financieros y capital empresarial y depende de la forma cómo se canalice el crédito generado en la expansión de los recursos financieros. Si éste se destina a financiar bienes duraderos o a mantener saldos especulativos, los dos activos aparecerían como sustitutivos.

Estos conceptos adquieren un mejor significado teórico y una mayor utilidad práctica cuando se refieren a agentes económicos específicos. Así, la sustitución entre activos financieros y capital empresarial es muy distinta para los accionistas regulares o los accionistas que controlan las empresas. Es presumible que los primeros estén dispuestos a transar sus acciones por activos financieros en la medida en que obtengan una mayor rentabilidad. En cambio, la rentabilidad de los accionistas con control está determinada por las condiciones de largo plazo de las empresas que no pueden ser reemplazadas fácilmente por los rendimientos financieros momentáneos. Además, hemos visto que la transacción del control empresarial está limitada por la liquidez. El comprador de una empresa no sólo debe estar en posición de efectuar una transferencia patrimonial, sino también de mantener el crédito para cubrir la mayor parte de los activos. Resulta así que los activos físicos de los accionistas regulares son altamente sustitutivos de los activos financieros y los de los accionistas con control son relativamente complementarios.

El vínculo entre el mercado financiero y el mercado de valores aparece nítido en este contexto. Supongamos que la tasa de interés de los títulos financieros se eleva mediante la aplicación de mecanismos administrativos o de mercado. Los accionistas regulares se desplazarían hacia los activos financieros y la expansión de éstos se manifestaría en una ampliación del crédito. No hay, sin embargo, ningún mecanismo que garantice la canalización de estos recursos del crédito hacia las empresas que han experimentado la reducción de los accionistas regulares. Todo depende de la gestión en los mercados de capitales. Si las empresas logran atraer el crédito generado por el desplazamiento de sus accionistas regulares, se daría una situación en que los pasivos estarían representados en una mayor proporción por crédito y en una menor por el capital pagado. En términos generales, se observaría

una expansión de los títulos financieros y el crédito, una reducción de los accionistas de las empresas y un fortalecimiento del poder económico de los accionistas con control.

Las motivaciones distintas de los accionistas regulares y de los accionistas con control ha tenido una influencia central en el desempeño del mercado de valores y en el mercado de títulos financieros. Muchas de las fallas observadas en los últimos años se originaron en una percepción inadecuada de esa realidad. La hipótesis de que los dos tipos de accionistas se comportan de la misma forma llevó a suponer que la expansión del ahorro financiero provenía de un aumento neto del ahorro y que el debilitamiento del mercado de acciones era neutral en materia de inversión y de poder económico. Estas actitudes tuvieron una influencia decisiva en la posición pasiva de los gobiernos ante los fenómenos extraños del sector financiero.

La evolución de la bolsa de valores en los últimos 25 años en Colombia suministra información valiosa sobre estos comportamientos y permite verificar empíricamente algunas de las hipótesis. Las cifras están fundamentadas en una encuesta de 30 empresas realizada por la Comisión de Valores y publicada en un trabajo de J.C. Restrepo y otros (1983). La información básica de la encuesta se resume en los cuadros 1 y 2.

En el apéndice se deriva una expresión aproximada de la rentabilidad de las acciones. Si esta rentabilidad es igual a la tasa de interés de un título financiero con el mismo riesgo, el mercado financiero y el mercado de valores están relacionados en condiciones de equilibrio por la siguiente ecuación:

$$r = \frac{D}{P_a} + \frac{D'}{D} - \frac{P'}{P}$$

En donde D dividendo, P_a cotización de la acción, P nivel de precios, $\frac{P'}{P}$ tasa de variación del nivel de precios, $\frac{D'}{D}$ tasa de cambio de los dividendos y r tasa de interés real.

La información sobre dividendos e inflación que aparece en el cuadro 2 se introdujo en esta ecuación para estimar la tasa de interés equivalente de las acciones. Los resultados de este ejercicio se resumen en el cuadro 3.

En los cuadros 1 y 2 se muestra que la participación del capital pagado de las empresas y la

Cuadro 1
COLOMBIA: ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA SOCIEDAD ANONIMA, 1960-1981
(Porcentajes)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	
I. Activos																							
Caja	4.0	4.0	5.0	4.0	4.0	4.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.4	2.5	2.6	3.1	2.9	3.1	3.2	3.4	3.9	3.2	2.9	3.3	
Deudores:																							
Corto plazo	20.0	20.0	21.0	23.0	24.0	25.0	26.0	24.0	24.0	25.0	23.7	23.7	24.3	25.3	23.8	25.1	26.8	28.3	26.3	27.5	29.5	27.6	
Largo plazo				1.0	1.0	1.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.1	2.7	2.9	3.1	3.4	4.4	4.3	3.9	4.3	5.7	4.0	3.1	
Existencias	31.0	20.0	27.0	26.0	26.0	25.0	28.0	26.0	24.0	27.0	26.4	27.2	26.1	25.5	30.3	30.2	30.9	30.5	30.1	29.7	30.0	24.1	
Instalaciones y equipos	31.0	32.0	33.0	31.0	29.0	28.0	26.0	23.0	23.0	23.0	21.9	21.6	21.9	21.2	19.2	19.6	18.8	17.4	15.9	15.1	20.8	29.8	
Otros	14.0	15.0	14.0	15.0	16.0	17.0	15.0	17.0	19.0	14.0	22.5	22.3	22.6	21.8	20.4	17.5	16.0	16.5	19.5	18.8	11.8	12.1	
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
II. Pasivos																							
Acreeedores:																							
Corto plazo	31.0	32.0	35.0	26.0	28.0	25.0	29.0	26.0	26.0	27.0	26.5	27.4	28.1	30.9	34.8	34.1	34.6	38.3	37.3	40.3	44.3	41.0	
Largo plazo				8.0	10.0	13.0	12.0	14.0	14.0	15.0	10.1	12.2	14.3	13.6	13.0	16.0	15.0	12.3	14.1	14.8	16.7	22.2	
Otros pasivos	6.0	5.0	5.0	6.0	5.0	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	7.8	7.8	7.4	9.2	9.7	10.4	12.5	11.0	9.6	10.0	8.6	8.5	
Total	37.0	37.0	40.0	40.0	43.0	43.0	45.0	44.0	44.0	46.0	43.9	47.4	49.8	53.7	57.0	60.5	62.1	61.6	61.0	65.1	69.6	71.7	
Capital pagado	31.0	31.0	30.0	28.0	27.0	26.0	24.0	23.0	22.0	21.0	16.1	14.4	12.8	11.2	9.5	8.8	7.8	6.6	5.4	4.8	7.1	9.0	
Utilidades	6.0	5.0	6.0	6.0	5.0	4.0	5.0	4.0	3.0	5.0	6.6	6.0	6.1	6.3	6.8	5.4	6.3	6.5	7.8	6.1	5.3	3.9	
Superávit	26.0	27.0	24.0	26.0	25.0	27.0	26.0	29.0	31.0	28.0	33.4	32.2	31.3	23.8	26.7	25.3	23.8	25.3	25.8	24.0	18.0	15.4	
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

Fuente: ABC (1973); Pieschacón (1982). Cálculos de la Comisión Nacional de Valores, División de Desarrollo del Mercado.

Cuadro 2
COLOMBIA: DIVIDENDOS, COTIZACIONES
Y RENTABILIDAD ESPERADA
DE LAS ACCIONES INDUSTRIALES,
1960 A 1982
(Porcentajes)

Año	Dividendos	Cotizaciones	Rentabilidad esperada
1960		178.0	
1961	14.5	163.0	
1962	12.0	160.5	-2.3
1963	11.7	131.7	-8.3
1964	112.5	125.8	11.1
1965	13.4	106.4	-0.6
1966	15.2	83.6	20.6
1967	15.2	83.3	20.7
1968	13.8	89.4	11.0
1969	10.9	97.8	3.1
1970	10.0	100.0	9.7
1971	14.7	75.5	14.3
1972	16.4	55.5	11.1
1973	17.1	46.1	3.0
1974	14.2	33.4	10.4
1975	22.0	23.6	8.5
1976	18.7	23.6	8.6
1977	17.8	26.4	19.9
1978	10.8	33.3	3.9
1979	9.6	33.9	9.9
1980	15.1	23.6	6.0
1981	16.0	23.0	-37.5
1982		22.8	

Fuente: Restrepo y otros (1983).

cotización de las acciones han venido descendiendo en los últimos 20 años. Sin embargo, la evolución no ha sido muy regular. Los precios bajan en unos períodos y suben en forma menos acentuada en otros. Asimismo, se observa que el comportamiento es distinto en las dos décadas.

En el decenio de 1960 es posible distinguir dos períodos. En el primero (1960-1966) los precios de las acciones descendieron y en el segundo (1967 a 1970), subieron en términos reales. En el último período los rendimientos fueron más altos y en la mayoría de los años crecieron a un ritmo superior al de la inflación. De esa manera la rentabilidad esperada fue de 4.0% en el período 1960-1966 y de 11% en el período 1967-1970. La relación cercana entre los precios reales y los rendimientos muestra que el mercado de valores es altamente sensible a los rendimientos de corto plazo. Es indudable que dominaban en éste agen-

tes económicos para los cuales las acciones y los títulos financieros eran altamente sustituibles.

La evolución es menos clara en el decenio de 1970. La monumental caída de las cotizaciones reales que tuvo lugar entre 1970 y 1975 no puede atribuirse a la rentabilidad esperada, cuyos valores en ese período no fueron muy diferentes a los del período 1966-1970. Lo propio puede decirse de la recuperación de los precios que tuvo lugar en 1976-1979, cuando la rentabilidad tampoco fue muy diferente a la de los años anteriores. Todo esto sugiere que el comportamiento del mercado de valores durante el decenio de 1970 no puede atribuirse fácilmente a factores coyunturales. La explicación hay que buscarla en los cambios estructurales del mercado de valores y en factores exógenos.

En el cuadro 3 se observa que la rentabilidad esperada fue mucho mayor en el decenio de 1970 que en el anterior. Esto está claramente relacionado con la transformación del mercado de capitales que tuvo lugar a lo largo de esa década. La elevación de la tasa de interés de los títulos financieros que tuvo lugar durante ese período creó una competencia que llevó a los agentes a exigir mayores rendimientos para mantener las acciones.

Las alteraciones observadas durante 1970-1980 reflejan muchos de los fenómenos acumulados durante ese período de transición. El proceso permanente de baja de precios y los desplazamientos de los accionistas regulares al mercado financiero trajeron consigo una reducción del

Cuadro 3
COLOMBIA:
TASAS DE INTERES EQUIVALENTES
Y COTIZACIONES REALES,
1962-1966 A 1980-1982
(Porcentajes)

Período	Tasa de interés equivalente anual	Variación media de las cotizaciones reales (anual)
1962-1966	4.02	-12.1
1967-1970	11.1	4.6
1971-1975	10.5	-24.9
1976-1979	10.6	10.0
1980-1982	-15.7	-10.9

Fuente: Cálculos del autor

número de propietarios y del porcentaje de capital pagado en los activos de las empresas. El control de éstas podía lograrse con un menor patrimonio y redundaba en beneficios cada vez mayores. De esa manera, pasaron a influir en el mercado en forma creciente los accionistas con poder, y la sustitución entre las acciones y otros activos financieros se redujo progresivamente. Dejó de ocurrir la relación cercana entre los precios y los rendimientos observada durante el decenio de 1960. Así, la elevación de los precios que se presentó en el período entre 1976 y 1979 no se explica por un mejor rendimiento sino por la competencia entre distintos agentes para obtener el control de las empresas. De ahí que las variaciones de los precios aumentaran y no estuvieran relacionadas con la rentabilidad de corto plazo de los activos financieros.

El debilitamiento sistemático del mercado de valores no puede atribuirse a causas estructurales inevitables. La alta sustitución entre activos físicos y financieros para los accionistas regulares y la baja sustitución para los accionistas con control es probablemente el único factor que puede considerarse inherente al funcionamiento del sistema económico, pero su sola presencia no podía generar la transformación. La caída de los precios, el desplazamiento de los accionistas regulares hacia el mercado financiero y la concentración de la propiedad están relacionados con una serie de elementos cuya aparición y fortalecimiento pueden ser identificados a lo largo de las dos décadas. En el decenio de 1960 se explican por los bajos rendimientos de las acciones y en el siguiente por la elevación de la tasa de interés y el poder creciente de los grupos económicos.

Nada de esto era inevitable. Los bajos rendimientos del decenio de 1960 habrían podido contrarrestarse con una política más abierta de distribución de utilidades. El alza de la tasa de interés, que fue provocada por la misma política económica, podía evitarse con procedimientos administrativos. Lo que sí es cierto es que el enorme poder de los grupos era muy difícil de contrarrestar a finales del decenio de 1970 sin provocar graves situaciones de crisis. También es cierto, sin embargo, que a esa situación no se habría llegado sin las condiciones que facilitaron el proceso de transformación que terminó en la fuerte concentración del poder económico.

Otro factor que ha influido en el mercado de valores es la legislación tributaria. El régimen prevaleciente en los últimos años incluye normas de distinto tipo que discriminan contra las acciones. La más importante de ellas es la que autoriza a las empresas a incluir los pagos por conceptos de intereses como costos. Como estos pagos tienen un alto componente de inflación, que corresponde más bien a una valorización de los pasivos, el crédito lleva consigo un cuantioso subsidio que aumenta con la inflación y permite ocultar las utilidades reales. Esta estructura estimula la sustitución de las acciones por el crédito, facilita el manejo de las empresas orientado a distribuir una pequeña fracción de las utilidades y ha gestado un sistema tributario altamente inequitativo.

Estos resultados tienen repercusiones prácticas y teóricas. Es indudable que los grupos económicos disponen de poderes monopolistas, que permiten afectar los precios de las acciones. Así, la política de aumentar los dividendos nominales a un ritmo inferior al de la inflación movilizó a los individuos a vender las acciones, provocando una caída de sus precios. Claro está que este comportamiento fue facilitado por el alza del tipo de interés de los títulos financieros y por la carencia de regulaciones efectivas.

4. Los grupos económicos

Junto con el capitalismo han surgido grandes empresas que demandan cuantiosos recursos financieros para su creación y mantenimiento. Es algo que resulta de la proposición general según la cual la producción masiva se puede llevar adelante en condiciones más favorables en empresas de gran tamaño. Las características del proceso han variado, sin embargo, de un lugar a otro. La industrialización en el Reino Unido se adelantó mediante un sistema de inversiones financiadas primordialmente con las utilidades de las empresas. En cambio, en Alemania estuvo fundamentada en una estrecha relación entre los bancos y las empresas industriales. De otro lado, el rápido crecimiento de los Estados Unidos al final del siglo XIX coincidió con la aparición de las grandes empresas y los carteles que llevaron a una alta concentración de la propiedad.

El crecimiento industrial y financiero de América Latina de las últimas décadas ha estado

asociado con los llamados grupos económicos o conglomerados. Estos grupos tienen algo del modelo alemán y del norteamericano. Están constituidos por individuos que, muchas veces, tienen algún nexo familiar y profesan una gran lealtad a la organización. Tienden a operar en el sector financiero y en el sector industrial y buscan en general extenderse a una gran variedad de actividades. El objetivo común es obtener los mayores beneficios para la organización, lo cual en algunos casos puede significar pérdidas en ciertas actividades para favorecer otras.

La característica más sobresaliente de los grupos económicos es, sin duda, la enorme atracción al riesgo. Muchos de los fenómenos financieros que han tenido lugar en los últimos años tanto en materia económica como institucional están relacionados con esa actitud. Sin embargo, la explicación corriente de que los grupos están en mejor situación para diversificar los riesgos por actuar en diversas actividades no es suficientemente convincente. Hay, sin duda, razones mucho más poderosas.

La más importante está relacionada con la naturaleza de las actividades de los grupos. Algunas tienen propiedades de bien público y generan externalidades para otras actividades. El caso más ilustrativo es el de las instituciones financieras, cuyas fallas llevan consigo pérdidas de confianza que atentan contra la estabilidad del sistema financiero y de toda la economía. Algo similar aconteció con las grandes empresas industriales, cuya salud se interpreta muchas veces como un indicador del estado de todo el sector y como una responsabilidad de los gobiernos. Su parálisis se manifiesta en reducciones notables del empleo, porque las máquinas no pueden desplazarse a otras actividades, y es susceptible de prevenirse con subvenciones del gobierno, que suelen corresponder a una pequeña fracción de los costos fijos. A corto plazo los costos económicos, y, desde luego, los públicos, de mantenerlas en pie siempre aparecen menores que permitir su cierre. Por eso, en la práctica ningún gobierno acepta durante su administración la quiebra de las grandes empresas.

De otro lado, los grupos están organizados de tal manera que los estados financieros de las diferentes actividades son independientes. De ahí la práctica común de registrar las empresas a

nombre de personas distintas y los procedimientos de generar pérdidas en ciertas actividades para ganar en otras. Naturalmente, la acción simultánea de los grupos en actividades de diferente tipo que no tienen una responsabilidad solidaria induce a comportamientos que se apartan de las concepciones tradicionales.

Este marco institucional le ha conferido a los grupos el poder de administrar un bien público. Ellos están en posición de apropiarse de los beneficios de actividades que afectan a un amplio núcleo de la población. Como es natural, sus esfuerzos se orientan a captar y concentrar las ganancias de las buenas épocas en los dueños de los grupos y a trasladar las pérdidas de las épocas malas al gobierno y a los accionistas que no pertenecen a la organización.

La mejor ilustración de esto se encuentra en la crisis económica de los últimos años. Los grupos se movilizaron para obtener subvenciones de los gobiernos para evitar las quiebras de las grandes empresas. La bonanza económica de fines del decenio de 1970 terminó en una amplia intervención del Estado en los bancos principales y en las grandes empresas para evitar su desaparición.

No menos indicativa ha sido la gestión de los grupos en perjuicio de los accionistas que no pertenecen a ellos. Anteriormente se vio que los grupos económicos están en posición de distribuir las utilidades que van específicamente a los socios regulares, y aun de influir en el precio de sus acciones. De otro lado, hay evidencia de que las operaciones ilegales que llevaron a sancionar a los grupos obedecen a prácticas encaminadas a trasladar las pérdidas a los pequeños accionistas. La más conocida consistía en precipitar cambios en los precios de las acciones en favor de los miembros del grupo, mediante procedimientos especulativos apoyados en empresas ficticias.

Es claro que los grupos operan dentro de un típico juego de grandes elementos positivos.² El

²En todos los juegos hay ganadores y perdedores. Los primeros reflejan los elementos positivos y los últimos los negativos. En un juego de suma cero, que es el caso general de los deportes, los elementos positivos igualan a los negativos. Los grupos participan en un juego de suma cero o de suma ligeramente positiva y tienen una alta probabilidad de ganar en múltiples actividades. Ellos operan en un juego en el cual obtienen grandes elementos positivos.

valor esperado de las ganancias es mayor que cero, aumenta con el número de actividades y constituye un estímulo indefinido a la expansión. El único limitante a su actividad es el crédito y la liquidez, y quizá las deseconomías administrativas que resultan de operar en un gran número de actividades diversas.

La capacidad de expansión de los grupos llevó a suponer que tenían un enorme potencial para acometer inversiones cuantiosas de alto riesgo. No se advirtió, sin embargo, que ese tipo de actividades no eran las más atractivas de las características y opciones del mercado de capitales. Si la rentabilidad de las empresas existentes es mayor que la de las nuevas inversiones, era sólo natural que los grupos orientaran sus esfuerzos para obtener el mejor provecho de esa situación. Por eso sus organizaciones terminaron siendo especialmente eficaces para actuar en forma rápida y con una amplia disponibilidad de liquidez en un gran número de actividades. Sus utilidades provienen más de las actividades de especulación y transferencia que de la creación de riqueza.

Los grupos lograron, entonces, establecer organizaciones altamente eficientes para el manejo de la liquidez y para obtener las ventajas de un juego de grandes elementos positivos. Era difícil concebir un marco más propicio para sacar ventajas de las distorsiones e imperfecciones del mercado de capitales. Naturalmente, los beneficios de una estructura de este tipo no provienen de la eficiencia que resultaba de la competencia del mercado. Por el contrario, se originaban en sus debilidades.

5. Heterogeneidad de los mercados de capitales

Una de las debilidades de la teoría económica está en suponer que todos los mercados se comportan en forma similar a los mercados de productos homogéneos y perecibles. El ajuste de estos mercados tiene lugar en forma rápida. Los productores tienden a suponer que la elevación de los precios relativos de sus artículos es temporal o, al menos, que las ganancias que resultan de su almacenamiento son pequeñas. Las ofertas y demandas estarían permanentemente en equilibrio y las expectativas se formarían sobre la base de que las tasas de interés tienden a mantenerse

relativamente constantes. En cambio, los mercados de activos, debido a la imperfección de los mercados y a la respuesta demorada de la oferta, tienen ajustes muy lentos. Los inversionistas, que saben muy bien que los precios de estos bienes están expuestos a ciclos que pueden durar varios años, tienden a interpretar las variaciones de los precios relativos como una señal de algo que continuará sucediendo en el futuro. Surge una demanda especulativa que contribuye a ampliar las fluctuaciones. Así, la elevación de los precios de las acciones y de la propiedad crea expectativas que la acentúan.

Este error de apreciación es evidente en las formulaciones usuales del mercado financiero. Al igual que en los productos homogéneos, se supone que el mercado se encuentra permanentemente en equilibrio y que la tasa de interés refleja la escasez de los fondos. Hemos visto, sin embargo, que los activos son altamente complementarios del crédito y que las alteraciones de los mercados de activos físicos se trasladan inevitablemente al mercado financiero. Los problemas de ajuste de un mercado se manifiestan en los demás. Así, la tendencia de los individuos a suponer que las elevaciones de precios conducen a aumentos mayores en el futuro causa una ampliación de la demanda de bienes y de crédito que se traduce finalmente en un alza de las tasas de interés. De esa manera se llega a un resultado opuesto al dictado por la ortodoxia. Los precios de los activos físicos y la tasa de interés se mueven en la misma dirección.

La presencia de los grupos económicos también ha contribuido a alterar las características del ajuste. Estos grupos operan dentro de un juego de grandes elementos positivos que les permite obtener pérdidas en algunas actividades durante ciertos períodos. Las ganancias se generan en plazos largos y, algunas veces, se realizan en los momentos de las transacciones. Por eso las decisiones de los grupos no son muy sensibles a las alteraciones temporales de los precios y su actitud general es la de financiar las pérdidas temporales con la ampliación del crédito. Es posible que el aumento de los precios de los activos y la elevación de las tasas de interés terminen en una mayor demanda de crédito. Este comportamiento ha sido facilitado y acentuado por el vínculo entre las instituciones financieras y la

actividad industrial. La financiación de las empresas no está sujeta a las garantías y los filtros bancarios capaces de condicionarla a un estado general que garantice la amortización de la deuda. Los grupos, en su conjunto, están dispuestos a efectuar esas operaciones con sus bancos en la medida en que las empresas generen los ingresos que les permitan mantener indefinidamente los préstamos.

Es evidente que las características del mercado financiero en un sistema en que el crédito se utiliza para obtener ventajas monopolistas son muy distintas a las de los mercados competitivos descritos en los libros de texto. En éstos se supone la presencia de fuerzas de distinto tipo que tienden a regular y estabilizar el mercado. En cambio, los mercados monopolistas pueden estar expuestos a una presión permanente, tanto en las épocas de expansión como en las de contracción, para mantener y expandir el endeudamiento. La

demanda de crédito sería infinita o al menos muy superior a la oferta, lo que conduciría a altas tasas de interés reales y, lo más grave, impartiría una gran inestabilidad al sistema. No hay nada que prevenga y regularice el aumento de los precios de los activos y de las tasas de interés. El proceso puede tener lugar durante un largo plazo y llevar a todo el sistema al colapso.

La demanda infinita de crédito es un fenómeno de corto plazo. La elevación de los precios de los activos y de las tasas de interés desemboca progresivamente en situaciones de insolvencia. El poder de expansión de los grupos puede dilatar el proceso por varios años, pero no evita el colapso, que suele traducirse en quiebra de los bancos y de las empresas industriales y en grandes pérdidas de los ahorradores. La reducción de los precios de los activos y de las tasas de interés tiene lugar en forma abrupta.

II

La experiencia colombiana

La economía colombiana se desarrolló durante el decenio de 1960 con un sistema financiero altamente regulado. El crédito era orientado por los gobiernos hacia actividades consideradas productivas, las tasas de interés y las características de los títulos eran fijadas por las autoridades económicas y el endeudamiento externo privado estaba limitado a ciertos proyectos. La liberalización financiera se basó en dos tipos de políticas. De un lado, se autorizó a los bancos a negociar las tasas de interés de los préstamos y a fijar los rendimientos y las características de los títulos financieros. De otro lado, se permitió orientar parte de la cartera bancaria libremente, se redujo el campo de acción de los fondos de desarrollo y se debilitaron los mecanismos de vigilancia bancaria.

La liberalización de la economía colombiana no puede compararse con la que siguieron otros países latinoamericanos. Por ejemplo, Argentina y Chile fueron mucho más lejos, sobre todo con relación al crédito. En ambos países se autorizó a

los bancos a distribuir libremente la cartera y se levantaron las restricciones para traer financiamiento externo. En cambio, en Colombia la liberalización del crédito fue parcial y el crédito externo se mantuvo bajo la regulación central del gobierno.

1. *Liberalización del crédito y de los activos financieros*

La economía operó antes de la liberalización con un sistema de tasas de interés reguladas y crédito dirigido. Los recursos se orientaban preferentemente hacia la inversión empresarial. Las demás actividades, como los bienes duraderos y las actividades especulativas, resultaban racionadas y, como tales, estaban dispuestas a pagar una tasa superior a la fijada por las autoridades monetarias.

Naturalmente, la liberalización financiera resultó en la movilización de los fondos hacia las actividades restringidas. Este proceso fue clara-

mente visible en la financiación de los bienes duraderos, cuya demanda se amplió notablemente. El precio de la vivienda subió sin precedentes y se elevaron notablemente los gastos en automóviles y electrodomésticos. Además, en esta última área se empezó a gestar el proceso de la elevación de las tasas de interés, con la práctica de pagar y aceptar tasas de interés exageradas en el crédito.

El caso más interesante se relacionó con las grandes empresas. La restricción tradicional de movilizar el crédito para la adquisición de actividades existentes y las limitaciones cuantitativas mantuvieron deprimido el precio de esas empresas durante mucho tiempo. Este comportamiento era una simple secuela de la complementariedad entre la liquidez y el control de las grandes empresas. La liberalización del crédito abrió la oportunidad de comprarlas por debajo de sus precios reales. Pero esta opción estaba restringida a los grupos que tenían acceso a los recursos financieros y contaban con la organización adecuada para administrar las empresas. La práctica de adquirir las empresas con créditos concedidos a ellas por las instituciones financieras se hizo atractiva y pronto se generalizó.

El proceso descrito originó un vínculo fuerte entre la actividad industrial y el sector financiero. Los grupos adquirieron las empresas, en gran parte, con créditos a favor de ellas. Los índices de endeudamiento aumentaron en forma notoria, sus precios se elevaron progresivamente y el sector financiero se hizo más vulnerable.

Las cifras del cuadro 4 muestran la evolución de los precios de las acciones antes y después de la liberalización financiera. El corte preciso no es posible establecerlo porque este proceso se gestó durante varios años. Sin embargo, las principales medidas sobre la materia se dictaron durante el período 1973-1975 y fueron seguidas por un rezago, que no es fácil identificar, debido a una fuerte alteración de los precios reales de las acciones. Estos aumentaron en forma apreciable entre 1976 y 1979.

La evolución de los precios de las acciones muestra claramente que los ajustes no se cifieron a los criterios tradicionales de la competencia. La enorme caída de las cotizaciones y la subsiguiente recuperación sugieren que las empresas pasaron de estar subvaluadas a estar sobrevaluadas. Este

Cuadro 4.
COLOMBIA:
INDICE DE PRECIOS REALES DE ACCIONES
Y DE VIVIENDA Y TASA DE INTERES REAL,
1971 A 1982

Año	Cotización real acciones	Precio real de la vivienda	Tasa de interés real
1971	76.1		
1972	57.8		
1973	52.0		
1974	41.9		
1975	30.2		6.8
1976	30.8		8.2
1977	33.3		-0.4
1978	45.6	64.5	7.6
1979	50.4	81.9	11.4
1980	22.8	100.0	11.8
1981	39.8	111.6	13.4
1982	25.1	108.6	13.7

Fuente: Cotización de acciones (incluye todas las acciones transadas en la Bolsa de Bogotá); Bolsa de Bogotá; precios de la vivienda: Centro Nacional de Estudios de la Construcción (CENAC); tasa de interés: Banco de la República.

comportamiento sólo puede entenderse cuando se advierte el ambiente de expectativas optimistas que rodeaba el proceso de liberalización financiera. La rápida elevación de los precios de las empresas llevó, en cierta forma, a validar el supuesto inicial de que ellas estaban subvaluadas y a suponer aumentos adicionales que terminaron en una aceleración creciente.

No menos importante fue la liberalización de los activos financieros. Sarmiento (1984a, cap. VIII), muestra que en el decenio de 1960 las opciones financieras en Colombia estaban limitadas a las acciones de las sociedades anónimas, las cédulas del Banco Central Hipotecario y unos pocos activos transferibles, cuyos rendimientos en general estaban regulados. La liberalización financiera modificó esta estructura al autorizar a los intermediarios financieros a emitir títulos de cualquier tipo y fijar libremente los rendimientos. Sus defensores consideraban que la discrecionalidad de los intermediarios financieros sería regulada muy eficientemente por el mercado, que operaría como un filtro que seleccionaría las opciones más convenientes para la sociedad. En tales condiciones, los rendimientos de los títulos se ordenarían de acuerdo con su liquidez y el

período de maduración predominante corresponderían a aquél que hiciera más eficiente el mercado de capitales.

La debilidad de estas hipótesis reside en el desconocimiento del papel de la liquidez. En la economía colombiana existe una amplia comprobación de su importancia. Las estimaciones de la elasticidad de sustitución sugieren que los individuos requieren una enorme gratificación para moverse de un activo de corta duración a otro de larga duración. Al parecer, el período de maduración no es determinado por la rentabilidad de los fondos en las actividades productivas, sino por la de ellos en las oportunidades especulativas. La validez de esta apreciación se confirma a la luz de la evolución que ha tenido lugar en el proceso de liberalización del mercado de capitales en Colombia. Sarmiento (1984a, cap. vii) muestra que la aparición de títulos de corto plazo creó una competencia que no pudo ser soportada por la de títulos de larga duración. Por la alta preferencia por la liquidez los individuos sólo estaban dispuestos a mantener estos últimos con enormes diferencias de tasas de interés. De otro lado, los grupos económicos no hicieron mayor cosa para evitarlo. Por el contrario, siguieron una política de repartición de utilidades restrictiva que aceleró la caída de los precios de las acciones y provocó el retiro de los accionistas regulares.

La presencia de estos factores alteró notoriamente la estructura financiera de las empresas. Estas se movilizaron agresivamente a sustituir los recursos captados a través de acciones por préstamos del sistema bancario. Pero esta gestión no dependía sólo de ellas. Los recursos de corto plazo suministrados por los ahorradores no podían ser transferidos directamente a las empresas que requieren préstamos de cierta duración para acometer actividades de largo plazo. La conexión tenía que efectuarse por conducto de la intermediación financiera. Como los bancos están expuestos a consignaciones y retiros que, por la ley de las probabilidades, no ocurren simultáneamente, ellos están en condiciones de captar recursos de corto plazo y prestarlos a largo plazo. Gracias a esto, las empresas tienen acceso a préstamos con plazos superiores al de los depósitos y a una renovación frecuente de los créditos de corto plazo.

La dependencia del crédito generó un fuerte

vínculo entre el sector industrial y el sector financiero. La estabilidad de las empresas quedó condicionada, en cierta forma, a la disposición de las instituciones financieras de transformar los recursos de corto plazo en recursos de largo plazo. Además, los desplazamientos de los activos financieros afectaron la estructura del poder económico. El control de las empresas es más fácil cuando los pasivos están representados principalmente por crédito, porque los activos reales pueden obtenerse con una propiedad menor. El crédito aparece, entonces, como un factor determinante en la organización administrativa del mercado de capitales y su acceso redundaba en poderes monopolistas.

2. El vínculo financiero industrial

La liberalización financiera creó grandes posibilidades de ganancias en la utilización del crédito para adquirir bienes y elevó la rentabilidad de las operaciones interrelacionadas de la industria y el sector financiero. Estas oportunidades estaban restringidas a las organizaciones que tenían la capacidad de administrar grandes empresas u operar simultáneamente en varias actividades. Por eso, la liberalización financiera coincidió con el fortalecimiento y expansión de los grupos económicos.

Infortunadamente, este fortalecimiento se originó, en buena parte, en los poderes monopolistas del crédito y de las ventajas que concedía el vínculo entre la industria y el sector financiero. Las actividades más visibles de los grupos estaban en las operaciones de transferencia, que requerían decisiones rápidas y liquidez, y en la adquisición de empresas existentes. Por eso, su expansión se manifestó más en el precio de las empresas que en el cuántum de nuevas inversiones. Tampoco resultó en actividades más eficientes. Los balances muestran que las utilidades de las diez empresas más grandes de Colombia descendieron en los últimos cinco años y que varias de ellas funcionan actualmente con pérdidas. Algo similar ocurrió con el sistema financiero. Ortega y Hommes (1984) encontraron en un trabajo minucioso que la rentabilidad de los bancos disminuyó entre 1979 y 1984. El mayor vínculo entre el sistema financiero y las actividades industriales no creó empresas ni intermediarios

financieros más eficientes. Las grandes ganancias que aparentemente trajo consigo eran más bien el producto de transferencias que de la creación de nueva riqueza.

El fuerte vínculo entre las empresas y los bancos le restó margen de maniobra al sistema económico. Esto se observó claramente en el período 1980-1983. El procedimiento tradicional de amortiguar las pérdidas de las empresas provenientes de una caída en los ingresos consistía en reducir los dividendos. Este mecanismo de ajuste perdió eficacia en el momento en que las empresas de los grupos se hicieron dependientes del crédito proveniente de sus bancos, y se sustituyó por la modalidad de no atender las cargas financieras. La forma disimulada de hacerlo en la práctica consistió en aumentar el endeudamiento en una cuantía igual a los intereses de la deuda anterior. De esa manera el debilitamiento empresarial, en lugar de traducirse en una reducción de la demanda de crédito, que a la larga haría bajar las tasas de interés, condujo a un proceso creciente de endeudamiento.

La secuela más grave de esta estructura ha sido la inestabilidad. De un lado, la dependencia del endeudamiento de corto plazo ha colocado a las empresas ante una situación permanente de insolvencia, lo que ha interferido su programación y afectado la posición de los bancos. El aumento del endeudamiento coincidió con un crecimiento de la cartera de difícil cobro que ha reducido la capacidad de los bancos para asumir riesgos. Las quiebras bancarias se han incrementado y el Estado ha tenido que crear cuantiosas líneas de crédito subvencionadas para evitar la extinción de las grandes empresas. De otro lado, la concentración de las carteras en las propiedades de los grupos resulta contraria al principio de la diversificación de los riesgos e hizo más vulnerable a la economía. Una falla de una pequeña parte del andamiaje es suficiente para ocasionar la caída del grupo y suscitara efectos en cadena sobre la actividad económica.

Es evidente que la liberalización financiera no estimuló una competencia entre múltiples agentes económicos. En la práctica se generó, más bien, una competencia monopolista que ni siquiera resultó en un aumento del número de grupos, porque las oportunidades eran tanto mayores cuanto mayor el conglomerado. Los

grupos mayores procedieron a adquirir múltiples actividades y a ampliarse en forma nunca imaginada. La concentración de la propiedad se acentuó notoriamente; unos pocos conglomerados lograron tomarse una parte importante del control de las economías.

3. La tasa de interés

Uno de los aspectos más llamativos del proceso de liberalización fue el alza de la tasa de interés. Era natural que la liberalización financiera, al hacer los recursos accesibles a un mayor número de actividades, provocara una ampliación de la demanda de fondos y terminara elevando la tasa de interés. Sin embargo, los niveles observados en la práctica fueron mucho más altos de lo que podía predecirse de los sistemas de competencia perfecta. La tasa de interés real llegó a superar ampliamente las estimaciones de la productividad marginal del capital. Además, tampoco se cumplió el presupuesto de los modelos competitivos según el cual esta tasa podía regularse mediante la expansión del crédito.

La elevación de los precios de la propiedad provocada por la liberalización financiera creó un ambiente de expectativas optimistas. Se corroboró claramente la hipótesis formulada de que en esas condiciones los mercados no se comportan de acuerdo con los sistemas de equilibrio. Los individuos interpretaron la variación de los precios relativos de la propiedad como algo que continuaría en el futuro. Se generó una demanda especulativa de bienes y crédito que presionaba a esos precios al alza. Por ello, la cotización de las acciones, el precio de la vivienda y la tasa de interés se elevaron durante 1975-1979 (cuadro 4).

No se cumplió la suposición de que así como el proceso especulativo había originado en un principio una elevación de las tasas de interés, éste debería producir el resultado contrario al final. Durante el colapso financiero que se inició entre 1980 y 1981 la caída de los precios de la propiedad no fue acompañada de un descenso de las tasas de interés. Este comportamiento puede ser interpretado en términos de los conceptos desarrollados en la primera parte. Al final del período especulativo se encuentra que los precios de los activos han subido más de lo normal y

su mantenimiento en ese nivel requiere una gran liquidez de los deudores. El endeudamiento se adquiere para financiar tanto los préstamos del pasado como las tasas de interés. La resistencia a liquidar los activos a precios más bajos resulta en una demanda del crédito similar, o aún mayor, a la que se presenta al comenzar la bonanza. Simplemente, el crédito que produjo el alza de los precios de los activos existentes se torna luego en una demanda para impedir su descenso. Resulta así que la tendencia de la tasa de interés real a mantenerse por encima de la productividad marginal del capital tanto en las épocas de expansión como en las de contracción es un argumento poderoso en favor de la hipótesis de que ella es determinada por factores especulativos. La demanda de liquidez resulta de los esfuerzos tanto por obtener ganancias como por prevenir pérdidas.

Ahora es posible considerar la relación entre las altas tasas de interés y el fortalecimiento de los grupos financieros observado durante los últimos años. El origen de los dos fenómenos es similar. Hemos visto que los grupos que tenían propiedad bancaria encontraron que la opción más rentable era emplear los fondos captados por ellos para adquirir las empresas existentes y relacionadas. Al mismo tiempo, los grupos que no tenían propiedad financiera se desplazaron para obtener los recursos de los bancos y adquirir instituciones financieras. En ese proceso el crédito apareció como el elemento central para el desarrollo de operaciones de alta rentabilidad.

La demanda de crédito aumentó y presionó la tasa de interés. Anteriormente se vió que, mientras el mercado de valores fue dominado por los accionistas regulares, los precios de las acciones eran muy sensitivos a la tasa de interés. Sin embargo, la relación tiende a diluirse a medida que los grupos adquieren la propiedad de los accionistas regulares y acentúan el control de las empresas. Las decisiones dejan de ser sensitivas a las alteraciones temporales y se hacen más dependientes de las rentabilidades de largo plazo y de los poderes monopolistas de las empresas. El ajuste no es gobernado por los rendimientos y los precios corrientes sino por un juego de grandes elementos positivos. En estas condiciones, la reducción de las utilidades de las empresas no lleva a un proceso de liquidaciones que resulte en una

menor demanda de crédito. Por eso, las determinaciones de los grupos con relación al crédito no son muy sensitivas a la tasa de interés corriente.

En este punto no es difícil sintetizar los efectos de la transformación financiera sobre las tasas de interés. Los altos niveles no pueden atribuirse solamente a la eliminación de las restricciones administrativas. Se explican principalmente por los fenómenos generados por la liberalización de un mercado expuesto a serias rigideces y distorsiones. El crédito se movilizó para adquirir las empresas que se encontraban en una clara situación de desequilibrio, en el sentido de que la limitación impuesta por la liquidez había situado sus valores de mercado por debajo de los valores reales. La mayor demanda, en conjunto con la presencia de expectativas adaptativas en los mercados de acervos, provocó una elevación de los precios de los activos que se interpretaba como una señal de aumentos similares en el futuro, ampliando aún más la demanda de crédito y desvinculando el acceso al crédito de la situación de las empresas. En este contexto, la tasa de interés podía situarse en cualquier nivel y no resultaba muy sensible a las variaciones del crédito. Ni siquiera los colapsos financieros lograron colocarla en niveles razonables.

4. La eficiencia, el ahorro y la inversión

La liberalización del sector financiero se justificó en términos de eficiencia (McKinnon, 1973). De un lado, se suponía que las altas tasas de interés provocarían un aumento del ahorro. De otro lado, se esperaba que la libertad de movilización de los fondos y de las tasas de interés crearía un marco favorable para que los recursos se movilizaran hacia las actividades más rentables. También se presumía que la organización de los grupos económicos era muy eficaz para canalizar los recursos hacia las actividades de alto riesgo y gran tamaño. Con este marco de referencia se dio por hecho que el mayor ahorro resultante de la elevación de las tasas de interés se desplazaría hacia las actividades más convenientes. Todo esto llevó a predecir un aumento y mejoramiento de la calidad de la inversión y una aceleración del crecimiento.

Los partidarios de la liberalización financiera adoptaron una concepción muy optimista de la

relación entre el ahorro y la tasa de interés. Este nexo ha sido materia de un largo e inconcluso debate, que no es del caso revivir en este artículo. Parte de la dificultad analítica se origina en que las variaciones de la tasa de interés, por ser en la práctica relativamente pequeñas, no provocaban efectos observables en el ahorro. Aunque se sabía que una alteración de dos puntos en la tasa de interés no afectaba los hábitos de consumo de las familias, se desconocía el impacto de variaciones de 6 ó 7 puntos porcentuales. Pues bien, la magnitud de la elevación de las tasas de interés que se ha presentado durante el proceso de liberalización financiera suministró un marco casi de laboratorio para dilucidar el interrogante.

Sarmiento (1984a, cap. VII) muestra que la influencia de la tasa de interés sobre el ahorro en Colombia es muy pequeña. Las variaciones de éste se explican principalmente por las fluctuaciones del sector externo y por la política fiscal.

Joseph Ramos (1984) encontró un comportamiento similar para Argentina y Chile. En el cuadro 5 se observa que la tasa de ahorro no aumentó en dichos países en 1975-1982, cuando la tasa de interés alcanzó los niveles más altos.

Estos resultados contrastan con la evolución de los títulos financieros. En el cuadro 6 se obser-

Cuadro 5
ARGENTINA, COLOMBIA Y CHILE:
AHORRO NACIONAL Y TASA DE INTERES

Año	Argentina		Colombia		Chile	
	Ahorro	Tasa de interés	Ahorro	Tasa de interés	Ahorro	Tasa de interés
1970	20.4		17.8		15.7	
1971	21.5	-15.4	16.6		13.1	
1972	21.6	-23.5	16.9		6.5	
1973	21.4	-14.8	18.2		7.9	
1974	19.8	-12.4	19.5		16.8	-40.8
1975	18.5	-67.6	16.6	6.8	7.6	127.1
1976	22.8	-62.0	18.1	8.2	11.7	17.7
1977	26.2	15.4	20.1	-0.4	8.4	34.1
1978	23.9	0.4	19.5	7.6	8.1	35.1
1979	21.2	-2.2	19.0	11.9	11.6	16.6
1980	18.7	5.7	18.8	11.8	14.1	12.0
1981	15.0	19.3	18.3	13.4	7.8	38.7
1982	15.4	11.4	17.0	13.7	0.5	35.1
1983	12.8		17.6	19.0	5.9	

Fuente: Ahorro: CEPAL; tasas de interés: Argentina y Chile, J. Ramos (1984); Colombia: Banco de la República.

Cuadro 6
COLOMBIA:
RELACION ENTRE TITULOS FINANCIEROS Y EL PIB

Año	Balances anuales	Incrementos anuales
	PIB	PIB
1971	6.5	0.7
1972	6.4	0.4
1973	8.7	2.6
1974	8.8	0.7
1975	9.7	1.5
1976	13.0	3.6
1977	19.3	2.0
1978	15.2	1.7
1979	15.2	0.5
1980	19.1	4.8
1981	21.9	4.8
1982	22.3	—

Fuente: Banco de la República y estimaciones del autor. Los títulos financieros comprenden todo los depósitos de ahorro y bonos, pero no las acciones.

va que la elevación de la tasa de interés real trajo consigo un aumento del ahorro transferible.

¿Cómo es posible conciliar este comportamiento de los títulos financieros con el del ahorro global? La primera explicación es que parte de estos títulos se originó en desplazamientos de otras tendencias. Así, en Colombia los títulos financieros sustituyeron a las inversiones directas en las empresas y a los títulos de los mercados ilegales. Además, la expansión del ahorro financiero provino, en una alta proporción, de los ingresos generados por las altas tasas de interés, que constituyen una transferencia de las empresas. Esta erogación significa menores precios de las acciones o una reducción de las utilidades.

Estos ajustes afectaron los comportamientos y relaciones de los agentes económicos. La decisión de adquirir acciones o participación directa de las empresas prácticamente implicaba otra decisión de invertir, y las utilidades de las empresas se convertían en una alta proporción en capital físico. Naturalmente, la liberalización financiera, al estimular la movilización hacia los títulos de corto plazo, favoreció el ahorro canalizado por las instituciones financieras. Se debilitó el vínculo entre el ahorro y la inversión. Los recursos que antes iban directamente a la inversión pasaron a depender de la discreción de los intermediarios

financieros, que en muchos casos encontraron conveniente desviarlos hacia otras actividades. Durante la liberalización financiera aumentó el crédito destinado a la adquisición de bienes duraderos y las actividades especulativas como la compra de las empresas existentes. Se dirá, sin embargo, que los recursos empleados en estas operaciones especulativas, por ser una simple transferencia, deben llegar finalmente a las actividades nuevas. Esta observación sería correcta si los ajustes tuvieran lugar en forma rápida. Pero lo que ha ocurrido en la práctica es que los recursos van de actividades especulativas a actividades especulativas, y en ese proceso las tasas de interés se mantienen en altos niveles que impiden la movilización hacia las actividades productivas.

Nada de esto descarta la posibilidad de que el alza de la tasa de interés hubiera contribuido a elevar el ahorro de algunos agentes económicos. Pero este aumento, en el evento que hubiese ocurrido, fue más que compensado por el desplazamiento del crédito hacia los bienes de consumo duraderos y las actividades especulativas. En realidad, el efecto de las reformas financieras no fue aumentar el ahorro sino ampliar la intermediación financiera. El error de interpretación consistió precisamente en suponer que los dos conceptos son equivalentes.

La amplitud para movilizar el ahorro no lo orientó hacia las actividades productivas. En primer lugar, propició un desplazamiento de los recursos hacia los bienes duraderos y las actividades especulativas que habían estado restringidas por los sistemas de crédito dirigido. Además, el mayor acceso al crédito no resultó en una mayor competencia entre los agentes económicos para movilizarlo, sino en una mayor flexibilidad para los grupos económicos. Estos emplearon sus bancos para orientarlo hacia la adquisición de aquellas empresas cuyos precios se encontraban deprimidos por las limitaciones de la liquidez y las empresas interrelacionadas que permitían afianzar sus poderes monopolistas. Tampoco resultó cierto que la menor aversión de los grupos hacia el riesgo propiciaría el desarrollo de inversiones de gran tamaño. Por el contrario, ellos mostraron una clara preferencia por las actividades de transferencia y especulación.

Por último, las altas tasas de interés generadas por la liberalización no eran el reflejo de la alta rentabilidad y eficacia de las empresas que obtenían los créditos. Por el contrario, eran el producto de la alta preferencia por la liquidez para obtener ganancias especulativas o prevenir la liquidación de pérdidas por descensos de los precios de los activos.

III

Conclusiones

Los planteamientos teóricos de la parte I se orientaron a identificar ciertas características sobresalientes del sistema económico que difieren de la concepción neoclásica del mercado de capitales. Algunos de estos elementos se observaron durante el proceso de liberalización financiera y luego durante la crisis que tuvo lugar recientemente. En esta parte se resumen y concretan sus repercusiones generales sobre el funcionamiento de la economía, así como la información que sirve para sustentarlos empíricamente.

La complementariedad entre los bienes físicos y la liquidez le resta sustentación a muchas simplificaciones de la visión ortodoxa. La teoría

neoclásica se fundamenta en el supuesto de que los diferentes bienes son altamente sustitutos. Se considera que los individuos están en posición de obtener un bien en la medida en que prescindan de los demás. En las elaboraciones formales de la teoría económica se muestra que en esas condiciones las alteraciones de un mercado afectan a los demás sin modificar sus rasgos sobresalientes. De ahí surge la tendencia a formular la oferta y la demanda del mercado de capitales y la determinación de la tasa de interés en forma aislada del resto del sistema económico. No acontece lo mismo cuando los bienes son complementarios. En tal caso, la alteración de un mercado

puede hacer inestable la operación de otro que aisladamente opera en forma regular. No es difícil mostrar que la complementariedad entre las grandes empresas y la liquidez introduce un vínculo de esas características. Las limitaciones impuestas por la liquidez se trasladan al mercado de las grandes empresas y la inelasticidad de la oferta de éstas al mercado de crédito. Ambos mercados tienden a operar en desequilibrio en el sentido de que las demandas deseadas son mayores que la oferta.

La complementariedad de la liquidez y las grandes empresas es confirmada por factores de diverso tipo. En primer lugar, el mayor acceso de los individuos al crédito hizo más comerciables a las empresas existentes. El aumento del endeudamiento que se presentó en el período 1976-1980 coincidió con un mayor número de transacciones y con una elevación de sus precios. La relación directa entre los precios de los bienes duraderos y la tasa de interés también es prueba de la complementariedad. Este comportamiento no se observaría en condiciones de equilibrio. Por el contrario, es el producto de una situación de desequilibrio configurada por la complementariedad, la baja elasticidad de oferta de las grandes empresas y de algunos bienes duraderos y la prevalencia de expectativas de adaptación.

La presencia de los grupos económicos le resta validez a la hipótesis clásica de que el mercado de capitales es el resultado de la competencia entre gran número de individuos. La acción de estos grupos en un juego de grandes elementos positivos desencadena una competencia monopolista para mantener y ampliar los recursos de crédito. Además, la función tradicional del sistema bancario de regular y seleccionar esta demanda se diluye en una estructura interdependiente de acreedores y deudores. El mercado financiero queda desprovisto de mecanismos para orientar los fondos, las tasas de interés se sitúan en niveles excesivamente altos y el sistema tiende a ser altamente inestable. No hay nada que prevenga una elevación indefinida de los precios de los activos físicos y de las tasas de interés.

El desempeño de los grupos en un juego de grandes elementos positivos se corroboró claramente en el momento de la crisis financiera. Las quiebras de los bancos y de las empresas de los grupos no se cubrieron con las ganancias obteni-

das en el pasado o en otras actividades. El Estado tuvo que capitalizar el sistema bancario para compensar la cartera vencida, que en muchos casos estaba representada por préstamos a las empresas subsidiarias, y conceder líneas de crédito con tasas de interés subvencionadas a las empresas industriales. De otro lado, los pequeños ahorradores incurrieron en cuantiosas pérdidas por la incapacidad de las instituciones financieras de retribuirles sus depósitos y por la caída monumental de los precios de las acciones. También hay indicios de que este juego conduce a una competencia en que no sobreviven muchos. Los grupos se apoderaron de una parte importante de la economía y las carteras del sistema financiero se concentraron en unas pocas manos.

No se comprobó el supuesto general de que el mercado financiero es estable y se ajusta gradualmente. La elevación de los precios de las acciones y de los bienes duraderos y de las tasas de interés registrada en el período 1976-1979 sugiere lo contrario. El sistema puede operar en desequilibrio durante largos períodos gracias a la complementariedad entre el crédito y los activos físicos y a la inelasticidad de la oferta de las grandes empresas y de algunos bienes de consumo duraderos. Además, el sistema puede ser altamente inestable por la presencia de monopolios y la prevalencia de expectativas de adaptación.

Los hechos no confirmaron la hipótesis según la cual la liberalización del sector financiero redundaba en una ampliación del ahorro y de la inversión que resulta a la postre en un mayor crecimiento económico. Como se suponía que la regulación administrativa de las tasas de interés había deprimido el ahorro y éste la inversión, se daba por cierto que el levantamiento de la restricción modificaría radicalmente esas condiciones. El principal error de este razonamiento residía en suponer una alta elasticidad entre el ahorro y la tasa de interés. Otro error grave fue imaginar que la restricción del ahorro había recaído en la inversión empresarial. En general se observó que la eliminación de la restricción facilitó la movilización de los fondos hacia los bienes de consumo duraderos y las actividades especulativas.

Tampoco es cierto que el ahorro se canalice automáticamente hacia las inversiones más eficientes. Las características de los mercados finan-

cieros tienden a estimular la movilización de los fondos hacia los bienes de consumo duraderos y a la adquisición de las empresas existentes. La mejor comprobación se encuentra en la ampliación del ahorro externo que ocurrió en los decenios de 1960 y 1970. El ingreso de recursos externos en esos años se destinó principalmente al consumo y a la financiación de la infraestructura física (Sarmiento, 1984b, cap. III).

La presencia simultánea de estos elementos da lugar a una estructura financiera que se aparta considerablemente de las concepciones tradicionales. La complementariedad entre las grandes empresas y el crédito, el desempeño de los grupos económicos en un juego con grandes elementos positivos y el predominio de expectativas adaptativas dan lugar a un mercado de capitales altamente inestable y sin capacidad de generar las señales para movilizar los recursos hacia las actividades más adecuadas. El sistema está expuesto a procesos de elevación de los precios de

los activos físicos y de las tasas de interés y a una concentración de las carteras financieras. La rentabilidad privada no se genera en el desempeño más eficiente de las actividades sino en el aprovechamiento de las imperfecciones del mercado y de las oportunidades especulativas. De otro lado, la inelasticidad del ahorro con respecto a la tasa de interés, el hecho de que la elasticidad con respecto a la tasa de interés de la inversión empresarial sea mayor que la de los bienes de consumo duraderos, y la alta rentabilidad de las empresas existentes constituyen una restricción para que los fondos se movilicen preferentemente hacia la inversión productiva. La libertad de movimiento de los fondos y las altas tasas de interés no garantizan la asignación más eficiente de los recursos como sostiene la ortodoxia.

En este contexto es evidente la necesidad de la intervención del Estado para garantizar la estabilidad del mercado financiero y movilizar los fondos hacia las actividades más convenientes.

IV

Repercusiones de política y reformas

Las fallas del mercado financiero se originan en las características de la economía y en factores institucionales. Las primeras son inherentes al sistema y están asociadas con las complementariedades, las bajas elasticidades de oferta y los ajustes lentos de los mercados. En general, es muy poco lo que se puede hacer para modificarlas. Las opciones en la práctica se reducen a moderar sus efectos inconvenientes. En cambio, los factores institucionales, que están relacionados especialmente con los grupos económicos, ofrecen un mayor grado de maniobra. Varios de ellos pueden ser corregidos en su raíz.

El desequilibrio generado por la complementariedad entre la liquidez y los activos físicos no puede ser corregido mediante una ampliación general del crédito. Según hemos visto, este expediente no modifica los precios relativos, ni la cantidad real de dinero, y por último no altera la demanda efectiva de bienes duraderos. Se trata de una distorsión que sólo puede aminorarse

mediante la intervención del Estado en la orientación de los recursos. Pero esto no es posible sin un fortalecimiento de los mecanismos tradicionales de crédito dirigido. Los sistemas de crédito de fomento tendrían que perfeccionarse con el ánimo de favorecer la movilización de los fondos hacia las nuevas inversiones. Además, los préstamos bancarios tendrían que someterse a una estricta reglamentación y vigilancia para evitar su desviación hacia la compra de propiedades existentes o la adquisición de bienes de consumo duraderos.

No se pueden desconocer las dificultades institucionales para realizar una gestión de este tipo. Existe la posibilidad de que los instrumentos se utilicen de acuerdo con las prioridades políticas de cada gobierno o según las presiones de los grupos económicos. Por eso mismo, la viabilidad y la conveniencia de un sistema de crédito dirigido están condicionadas a la existencia de una banca de fomento que mantenga cierta continui-

dad en su labor y no sea muy dependiente de las condiciones y presiones políticas. No se trata, sin embargo, de un propósito imposible. Hay varios ejemplos de instituciones que han logrado independizar sus actividades del desarrollo político. Un buen ejemplo se encuentra en las actividades del sector energético y minero en Colombia, donde se ha logrado una gran continuidad en los últimos 10 años sin mayor injerencia política. También hay algunos ejemplos más generales. Así, la banca de fomento en México ha logrado una orientación de los recursos cifándose a lineamientos relativamente estables fijados en los planes de desarrollo. Tal vez el primer paso para lograr una estructura de crédito autónomo sea la creación de una entidad general encargada de movilizar los fondos de fomento y dotarla de una serie de funciones específicas que limiten las posibilidades de presión política o gremial. No es del caso analizar en este documento el marco institucional requerido para el funcionamiento de esa entidad. Es presumible, sin embargo, que no sea muy distinto al de algunas entidades que, mediante juntas integradas por funcionarios del poder ejecutivo y expertos independientes, han conseguido cierta autonomía para el desempeño de sus funciones.

La intervención del Estado debe extenderse también a las tasas de interés. La experiencia muestra que las altas tasas de interés no alteran fundamentalmente el ahorro y, en cambio, desestimulan la inversión y elevan los costos de funcionamiento de las empresas. Naturalmente, es reducido el alcance de las soluciones por conducto del mercado para orientar una variable determinada por distorsiones económicas y por condiciones especulativas. El control efectivo de las tasas de interés requiere la aplicación de mecanismos administrativos. Sin embargo, la experiencia del decenio de 1960 muestra que las tasas de interés negativas provocaron enormes desviaciones de los préstamos y estimularon una demanda de crédito que dificultó seriamente el control de la oferta monetaria. El mantenimiento de esa estructura parece mucho más difícil en las condiciones actuales de apertura de la economía mundial y con los rendimientos predominantes en los mercados externos. En esas condiciones, las tasas de interés tienen que ser positivas, pero en no más de 1 ó 2 puntos.

Deben modificarse las condiciones que le conceden ventajas y poderes monopolistas a los grupos. Debe erradicarse el privilegio de administrar bienes públicos. Es preciso definir claramente las actividades que requieren la intervención de última instancia del Estado y someterlas a un tratamiento semejante al previsto en las legislaciones bancarias. El Estado debe tener facultades para intervenirlas en el momento en que considere que su gestión no favorece a la sociedad ni a los accionistas.

La conformación y organización de los grupos también deben ser materia de una decisión abierta. La experiencia reciente muestra que la legislación existente ha facilitado su expansión al ignorarlos. El camino indicado sería, más bien, el de definir una serie de presunciones y condiciones que obliguen a los grupos a manifestarse como tales y a responder solidariamente en las diferentes actividades administradas y controladas por ellos. De esa manera las pérdidas percibidas en unas actividades tendrían que ser cubiertas con las ganancias que se originen en otras. El juego de grandes elementos positivos se tornaría en una competencia más justa.

La reglamentación de las asociaciones entre los agentes económicos es el campo que exige reformas más novedosas. El desarrollo y fortalecimiento de grupos económicos se originó en el propósito de los gobiernos de facilitar organizaciones capaces de acometer proyectos de alto riesgo y gran tamaño, que ha sido una de las restricciones más serias al crecimiento económico. Sin embargo, el vínculo entre el sector financiero y el industrial resultó en organizaciones muy eficaces para las operaciones especulativas. Su prohibición no perjudicaría la capacidad de la economía para adelantar grandes proyectos de inversión. Por el contrario, estimularía la creación de organizaciones autosuficientes con una mayor capacidad para dedicarse exclusivamente a actividades productivas. Sería un paso decisivo para conciliar el desarrollo de un sector financiero estable y propicio para la inversión.

No puede desconocerse que las empresas lograron sustituir la financiación de largo plazo de las acciones por el crédito de corto plazo gracias a que controlaban los bancos. Si el vínculo desaparece, las empresas no tendrían la misma garantía

para postergar los préstamos de corto plazo. Se verían presionadas a seguir una política realista de dividendos para atraer a los accionistas pequeños y lograr así una mejor estructura de los pasivos. El desarrollo del mercado bursátil se facilitaría con una estructura independiente de los dos sectores. Esta relación también se daría en la dirección contraria: la conformación de una estructura independiente se facilitaría dentro de un mercado bursátil avanzado.

La viabilidad de una estructura financiera e industrial independiente está condicionada, entonces, a la formación de un mercado de capitales fundamentado en títulos con un mayor plazo de maduración. La emisión de títulos no puede dejarse a la discrecionalidad total de las instituciones financieras. Se requiere alguna acción en materia administrativa y económica para instarlas a ofrecer bonos con mayores plazos de vencimiento. De otro lado, es indispensable reorganizar el mercado bursátil. La política de dividendos debe ser regulada y vigilada para que reflejen la situación real de las empresas. Los impuestos que discriminan contra las acciones deben ser eliminados y, quizás, sustituidos por estímulos. Deben crearse las condiciones institucionales requeridas para el desarrollo de mercados secundarios.

La conveniencia de las asociaciones en el sector financiero es mucho menos clara. La experiencia muestra que gracias a ellas se adquirieron unas entidades con los préstamos otorgados por otras, lo cual terminó en un sistema cruzado y altamente concentrado que permitió evadir los

límites de la capitalización. La solución no reside, sin embargo, en una estructura fundamentada en instituciones totalmente independientes. La tendencia universal se mueve en la dirección de suministrar los servicios bancarios en forma conjunta, y en algunos estudios se señala que ello ha traído consigo apreciables economías de escala (Bernal y Herrera, 1983). La solución práctica consistiría, más bien, en establecer normas que definan la solidaridad entre las distintas instituciones y prohíban la concesión de crédito para adquirir las propiedades del grupo. De esa manera se eliminarían los factores de inestabilidad, preservando las ventajas de la prestación de servicios bancarios en gran escala.

Los nexos en el sector industrial están determinados en alto grado por razones naturales. La dinámica de la industrialización genera procesos de aprendizaje y experiencia que pueden ser aprovechados mediante inversiones en actividades conexas. El intento de interferir en ese proceso natural frenaría las posibilidades de difusión y transferencia tecnológicas. Aun así, la práctica de adquirir actividades simultáneas en el sector industrial no puede dejarse a la discreción del sector privado. Igual que en el sector financiero, esas asociaciones deben ser declaradas y deben significar una solidaridad. Además, sólo deben autorizarse en aquellos casos en que se demuestre su conveniencia para la sociedad en su conjunto y deben someterse a estricta vigilancia a fin de evitar su orientación con fines monopolistas.

Apéndice

Rentabilidad esperada de las acciones

La rentabilidad de una acción es igual al dividendo más la valorización real de la cotización. Esta valorización es desconocida y le introduce una gran incertidumbre al mercado. Los medios empleados por los individuos para inferirla pueden ser examinados con la ayuda de matemáticas elementales.

La rentabilidad esperada de los individuos es igual al dividendo más la valorización esperada:

$$\frac{D}{P_a} + \left(\frac{\dot{P}_a}{P_a} - \frac{\dot{P}}{P} \right)$$

En donde D dividendo, P_a cotización de la acción, P nivel de precio, $\frac{\dot{P}_a}{P_a}$ variación porcentual de la cotización, $\frac{\dot{P}}{P}$ variación del nivel de precios.

Supongamos que la tasa de interés de los bonos de renta fija ajustada por el riesgo es r. En

condiciones de equilibrio se tendría la siguiente expresión:

$$r = \frac{D}{P_a} + \frac{\dot{P}_a}{P_a} - \frac{\dot{P}}{P}$$

Si el término de la izquierda es mayor que el de la derecha, los individuos sustituirían las acciones, provocando una reducción de sus precios reales. Si, por el contrario, es menor, los precios de las acciones subirán. La alteración del precio de las acciones, a su vez, alterará el dividendo y las expectativas de valorización. Cada variable será causa y efecto de las demás.

Este proceso puede simplificarse introduciendo algunos elementos prácticos. Supóngase que el mercado de acciones viene operando en condiciones de equilibrio con un dividendo dado. Si este dividendo se aumenta en proporción inferior a la inflación, el rendimiento tenderá a reducirse en el período siguiente. Si las condiciones y posibilidades del inversionista en otras opciones no varían, los individuos tratarán de vender las

acciones hasta que su desvalorización real sea igual a la del dividendo.

Esta interpretación del comportamiento del mercado es relativamente simple y es conocida por la mayoría de los agentes que operan en la bolsa de valores. Es posible, en efecto, suponer que los individuos formulan sus previsiones sobre la base de que la desvalorización de los rendimientos es acompañada de una desvalorización igual del precio. En términos algebraicos:

$$\frac{\dot{P}_a}{P_a} = \frac{\dot{D}}{D}$$

En equilibrio se tendría la siguiente aproximación:

$$r = \frac{D}{P_a} + \frac{\dot{D}}{D} - \frac{\dot{P}}{P}$$

El término de la derecha de esta expresión puede calcularse a base de las cifras históricas de rendimiento e inflación.

Bibliografía

- ABC (1973): La política económica y el mercado bursátil. *El mercado de capitales en Colombia*.
- Bernal, O. y S. Herrera (1983): Producción, costos y economías de escala en el sistema bancario colombiano. *Ensayos sobre política económica*. Bogotá: Departamento de Investigaciones del Banco de la República, marzo.
- Levhary, D. y D. Patink (1968): The role of money in a simple growth model. *American economic review*, septiembre.
- McKinnon, R. (1973): *Money and capital in economic development*. Washington D.C.: The Brookings Institution.
- Ortega, F. y R. Hommes (1984): *Estado, evolución y capitalización de bancos y corporaciones financieras*. Cartagena: Convención de Asobancaria, 15 de noviembre.
- Ramos, J. (1984): *Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur*. Estudios e Informes de la CEPAL N° 38.
- Pieschacón, C. (1982): *Supersociedades - evolución financiera de la década del 70 y temas económicos*. Tomo II, cap. 5.
- Restrepo, J.C., J.G. Serna y M.G. Rosas (1983): Inflación, financiamiento y capitalización empresarial. *Ensayos sobre economía política*. Bogotá: Departamento de Investigaciones del Banco de la República, N° 4, diciembre.
- Sarmiento, E. (1984a): *Funcionamiento y control de una economía en desequilibrio*. Bogotá: CEREC y Contraloría General de la República.
- _____ (1984b): *El endeudamiento externo en economías fluctuantes y segmentadas*. Bogotá: Fedesarrollo.