

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo de la CEPAL
Norberto González

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

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



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

SUMARIO

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	

El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985

*Mauricio Carrizosa
y Antonio Urdinola**

En la primera mitad de los años ochenta, uno de los aspectos más destacados en el sector financiero de Colombia, como en el de varias otras economías latinoamericanas, fue el endeudamiento creciente de las empresas privadas y públicas. Gran parte de los mayores recursos prestados tuvo origen interno, lo que dio pie a un desarrollo sin precedentes de los activos financieros en poder del público y de los sistemas de intermediación. Al mismo tiempo, el otrora activo mercado accionario entró en agonía; la gran mayoría de las acciones quedó en manos de unos pocos grandes inversionistas, en tanto que el inversionista pequeño destinó sus ahorros a los activos emitidos por los intermediarios que prestan a las empresas.

El presente estudio tiene tres propósitos. En primer lugar, pretende describir y analizar la evolución del endeudamiento del sector empresarial colombiano y del sector financiero que lo proveyó, distinguiendo entre el endeudamiento en moneda nacional y aquel en moneda extranjera, y haciendo hincapié en el primero. En segundo lugar, examina los vínculos del fenómeno del endeudamiento con la evolución de la actividad económica y el desempeño productivo de las empresas. Por último, analiza los efectos del endeudamiento interno sobre la vulnerabilidad del sector financiero. Como bien se sabe, los altos coeficientes de endeudamiento acrecientan el riesgo de insolvencia empresarial, y si el fenómeno es generalizado, se limita la capacidad de las entidades financieras para mantenerse en niveles aceptables de riesgo por medio de la diversificación de la cartera. Parece claro, como se apreciará en el artículo, que así sucedió con los intermediarios financieros en Colombia durante la primera mitad de los años ochenta.

*Los autores son, respectivamente, M.A. en Economía, Universidad de Chicago, actualmente economista del Banco Mundial; y Doctor en Economía (cand.), Universidad de Harvard, Asesor especial del Secretario Ejecutivo de la CEPAL en la Oficina de la CEPAL en Bogotá.

Este estudio fue preparado bajo los auspicios del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional", RLA/77/021.

I Evolución del endeudamiento del sector empresarial

La descripción del endeudamiento a través del tiempo que se presenta aquí distingue entre las empresas no financieras y las financieras. Las razones que justifican esta distinción son claras: de un lado, el endeudamiento de las entidades financieras está expresamente regulado por la legislación en función de su patrimonio. De otro lado, buena parte del endeudamiento empresarial tiene como fuente indirecta los recursos obtenidos por los bancos, de suerte que es impropio sumar la deuda de ambos tipos de entidades.

1. Endeudamiento de las empresas no financieras

Existen estadísticas que permiten apreciar la evolución del endeudamiento de las sociedades anónimas que no son intermediarios financieros entre 1950 y 1984. Las cifras correspondientes muestran una tendencia hacia la financiación del capital por medio del endeudamiento (cuadro 1). A comienzos de los años cincuenta, la fracción financiada por deuda no superaba la cuarta parte de los pasivos totales. A mediados de los años ochenta casi tres cuartas partes de estos pasivos no pertenecían a los propietarios de las sociedades.

Existe, por supuesto, el conocido sesgo que introduce la contabilización de activos fijos al costo histórico; pero su corrección difícilmente anularía la tendencia ascendente de la deuda, pues otros indicadores de la economía apoyan la hipótesis descriptiva enunciada. Uno de esos indicadores es la comparación, desde 1970 en adelante, del pago de intereses con el pago de dividendos por parte de las empresas, que muestra la importancia cada vez mayor de los primeros (cuadro 2). Un segundo indicador es el significativo crecimiento de los activos financieros no accionarios con relación al producto interno bruto, especialmente en los años cincuenta y a partir de 1970. Un tercer indicador es el descenso significativo, en los años setenta, de la proporción que representa el valor comercial de una muestra de

acciones de todas las sociedades anónimas que alguna vez fueron abiertas, dentro de un total que abarca además los activos financieros no accionarios.¹ Es pues claro que el creciente endeudamiento de las empresas tiene su contraparte financiera en el acelerado desarrollo de los activos financieros inter-

Cuadro 1

COLOMBIA: COEFICIENTE DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS, 1950-1984

	Indice
1950	24.0
1951	27.0
1952	27.0
1953	32.0
1954	31.0
1955	29.0
1956	32.0
1957	32.0
1958	34.0
1959	35.0
1960	37.0
1961	37.0
1962	40.0
1963	40.0
1964	43.0
1965	43.0
1966	45.0
1967	44.0
1968	44.0
1969	46.0
1970	43.9
1971	47.4
1972	49.8
1973	53.7
1974	57.0
1975	60.5
1976	62.1
1977	61.6
1978	61.1
1979	65.1
1980	73.0
1981	71.2
1982	71.7
1983	71.2
1984	71.9

Fuente: 1950-1980: Restrepo (1985), p. 14.
1981-1983: Superintendencia de Sociedades Anónimas (1984), *Boletín mensual*, Nos. 3, 4, y 6.

¹Los dos últimos indicadores aparecen respectivamente en Carrizosa (1985), p. 140, y en Carrizosa (1986), pp. 94-96. El indicador sobre intereses y dividendos se obtiene a partir de las cuentas de ingresos y gastos de las empresas en las Cuentas Nacionales de Colombia preparadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

mediados por los establecimientos de crédito, y en el estancamiento de las acciones como instrumento de movilización de recursos.

Corresponde ahora examinar la distribución del endeudamiento entre moneda nacional y moneda extranjera. Desafortunadamente, este ejercicio no se puede efectuar de manera directa, puesto que los estados financieros que se entregan a la Superintendencia de Sociedades Anónimas no distinguen entre ambos tipos de endeudamiento. Pero sí es posible y útil comparar el total de la deuda externa privada del sector no financiero, con el total de la cartera en moneda nacional del sistema bancario y de las corporaciones financieras privadas. Esta comparación (cuadro 3) no indica tendencia alguna en la importancia relativa de los dos tipos de deuda.²

Cuadro 2

COLOMBIA: GASTOS EN INTERESES Y DIVIDENDOS DE LAS SOCIEDADES Y CUASISOCIEDADES PRIVADAS NO FINANCIERAS, 1970-1983

(Millones de pesos)

Año	Intereses	Dividendos	Intereses/ dividendos
1970	3 930	7 099	0.55
1971	5 347	8 022	0.67
1972	6 458	12 270	0.53
1973	8 748	16 770	0.52
1974	10 804	23 084	0.47
1975	17 364	26 803	0.65
1976	22 054	36 196	0.61
1977	27 010	46 564	0.58
1978	35 460	50 096	0.71
1979	44 916	56 029	0.80
1980	69 751	79 051	0.88
1981	104 461	92 362	1.13
1982	140 233	117 463	1.19
1983	163 421	133 756	1.22

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (1985), *Cuentas Nacionales de Colombia, 1970-1983*, cuadro 25, pp. 128-141.

²Es posible, no obstante, que otros intermediarios no tradicionales, como por ejemplo las compañías de financiamiento comercial, hayan suministrado un volumen creciente de fondos. Estos, sin embargo, constituyen todavía una fracción pequeña de todo el mercado.

Cuadro 3

COLOMBIA: ENDEUDAMIENTO EXTERNO E INTERNO, 1970-1984

(Millones de pesos)

	Endeudamiento privado externo	Sistema bancario Colocaciones en moneda nacional	(2) / (1)	Corporaciones financieras privadas Colocaciones en moneda nacional	(4) / (1)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	10 065	12 922	1.28	2 339	0.23
1971	14 030	15 392	1.10	2 823	0.20
1972	16 203	18 125	1.12	3 819	0.24
1973	18 295	23 984	1.31	4 807	0.26
1974	28 922	32 951	1.14	5 813	0.20
1975	35 860	42 593	1.19	8 130	0.23
1976	43 447	54 085	1.24	11 884	0.27
1977	40 313	77 505	1.92	19 009	0.47
1978	48 093	95 413	1.98	25 134	0.52
1979	82 588	110 459	1.34	25 873	0.31
1980	20 782	165 541	1.37	42 184	0.35
1981	177 032	238 620	1.35	58 890	0.33
1982	251 357	286 946	1.14	62 817	0.25
1983	328 626	390 993	1.19	73 474	0.22
1984	415 812	477 206	1.15	79 783	0.19

Fuente: (1) Banco de la República.
(2) y (4) Asociación Bancaria de Colombia (1985).

El peso relativo de la deuda en moneda extranjera disminuyó transitoriamente entre 1975 y 1978. De hecho, la deuda externa privada, expresada en dólares, permaneció estancada en alrededor de 1 100 millones de dólares hasta 1978, y después mostró un vigoroso crecimiento hasta 1982. Luego, la deuda externa expresada en dólares se estancó, y el aumento de su valor en pesos a partir de 1982 obedeció fundamentalmente a la acumulación del costo financiero originado en la devaluación.

En resumen, entonces, las cifras agregadas muestran, primero, un incremento en los índices globales de endeudamiento empresarial y, segundo, una distribución sin cambios permanentes entre la deuda de origen externo y la deuda de origen interno. Al parecer la capacidad de intermediación interna de fondos creció aproximadamente en la misma forma que el acceso al endeudamiento en moneda extranjera, al menos durante los años setenta.

Conviene detallar algo más la descripción del endeudamiento de las sociedades no financieras. Para el efecto, se tomó una muestra de sociedades anónimas con el fin de calcular coeficientes de endeudamiento total y según tipos de acreedores, así como índices de liquidez y de endeudamiento de corto plazo, indicativos de un cambio en las características globales de endeudamiento (cuadro 4). El promedio calculado en la última línea confirma la tendencia ascendente del endeudamiento, salvo en el último año, cuando éste desciende de manera no despreciable. Pueden apreciarse algunos casos extremos de endeudamiento superior al activo total, indicativos de patrimonio negativo.

La participación del pasivo de corto plazo en el pasivo externo total ha permanecido, en promedio, constante a lo largo del período analizado (cuadro 5). El pasivo corriente (de corto plazo) representa una fracción más o menos constante, cercana al

Cuadro 4

**COLOMBIA: EVOLUCION DE LOS INDICES DE ENDEUDAMIENTO EN UNA
MUESTRA DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985**

	Endeudamiento (porcentaje) ^a							
	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	33.4	30.7	57.5	58.8	77.0	51.8	43.6	...
Cervecería Unión	20.6	20.5	43.9	58.6	63.2	61.2	59.6	46.5
Proleche	...	18.5	39.2	43.2	51.6	50.3	47.7	55.9
Cía. Colombiana de Tabaco	21.3	55.4	57.2	61.5	69.3	72.5	72.2	71.1
Cía. Molinera de Herrán	17.5	18.9	65.3	53.7	...	...	...	...
Cía. Nacional de Chocolates	44.8	27.6	34.5	38.7	67.0	48.2	42.7	47.9
Industrias Alimenticias Noel	44.8	19.5	62.3	65.9	61.7	61.6	58.4	58.1
La Industria Harinera	25.0	13.7	46.2	61.4	66.4	76.1	73.4	74.9
Manuelita	39.5	20.3	52.1	62.6	81.4	79.3	79.9	78.2
Colcultidos	16.7	32.8	45.5	52.3	77.3	65.8	70.9	66.8
Coltejer	31.3	35.8	58.2	77.4	76.3	73.7	74.0	77.6
Fabricato	24.8	43.7	65.3	69.0	74.6	76.8	75.3	58.1
La Garantía-A. Dishington	21.6	51.7	79.6	68.2	99.0	159.4	234.1	...
Paños Vicuña Santa Fé	43.0	52.5	58.8	79.6	73.0	74.9	74.3	70.4
Sociedad Industrial Alicachín	23.6	36.9	53.3	78.1	92.1	127.7	156.9	...
Tejicondor	41.2	44.5	57.9	69.5	80.6	84.9	70.2	69.4
Tejidos Unica	55.3	59.3	55.9	66.8	67.7	78.8	...	47.1
Cartón de Colombia	...	38.8	56.6	68.0	74.3	66.5	64.3	62.8
Cauchosol	36.8	43.2	61.8	73.0	68.2	...	...	...
Croydon	42.1	58.2	78.3	61.8	69.6	...	95.7	84.6
Cementos Argos	0.4	8.7	9.8	13.7	28.0	27.1	21.8	18.0
Cementos del Valle	20.1	76.8	71.8	70.4	71.1	69.5	70.8	70.9
Cementos Diamante	23.0	33.1	51.2	52.8	62.9	65.0	40.8	36.6
Manufacturas de Cemento	26.7	39.8	64.1	72.6	91.6	74.1	72.2	72.4
Eternit Atlántico	32.9	31.2	47.8	28.9	44.1	49.7	46.7	38.8
Eternit Colombiana	38.7	33.0	50.8	26.3	46.3	52.3	44.6	38.1
Eternit Pacífico	29.1	35.5	53.4	57.9	64.0	51.8	48.6	42.3
Ladrillera La Candelaria	15.0	31.4	51.5	70.9	73.9	72.5	67.6	...
Tubos Moore	13.4	31.1	73.6	74.8	71.9	75.3	83.4	88.8
Vidriera de Colombia	16.7	45.1	84.4	...	...	...	...	...
Acerías Paz del Río	6.1	38.5	53.0	73.7	94.3	73.5	80.6	85.6
Colmotores	...	87.8	84.9	90.1	88.9	...	...	116.8
Distral	...	71.7	81.2	80.2	80.6	76.8	64.1	72.5
Furesa	...	25.8	78.7	71.6	80.5	78.3	82.3	79.5
Icasa	...	81.7	92.9	85.8	88.1	66.3	69.5	72.3
Industrias Metálicas de Palmira	...	23.4	63.5	58.1	70.0	...	...	94.9
Industrias Metalúrgicas Iderna	...	24.1	65.0	65.4	79.8	76.2	67.7	67.2
Muebles Arrecto	...	57.0	73.0	88.3	89.1	92.6	97.0	132.3
Avianca	57.2	73.3	81.2	75.0	81.8	89.4	93.5	93.2
Cine Colombia	23.9	24.9	34.9	33.5	48.6	46.8	51.5	56.0
Urbanización David Puyana	23.0	33.3	73.9	68.2	79.1	81.9	83.3	72.7
Hipódromo de Techo	25.0	31.3	39.0	82.5	...	...	...	...
Promedio ^b	28.3	39.4	59.7	63.6	72.4	73.3	73.7	68.2

Fuente: Estados financieros de las empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas. Cámara de Comercio.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Jaramillo (1983). Las correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

^aÍndice de endeudamiento = $\frac{\text{Pasivo total con terceros}}{\text{Activo total}} \times 100$

^bCorresponde al promedio aritmético.

Cuadro 5

**COLOMBIA: EVOLUCION DE LA RELACION ENTRE EL PASIVO CORRIENTE
Y EL PASIVO TOTAL CON TERCEROS EN UNA MUESTRA
DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985**

	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	48.9	59.2	45.5	30.3	24.3	29.8	32.0	...
Cervecería Unión	78.5	83.9	75.3	71.9	66.5	62.0	53.3	60.7
Proleche	...	30.4	71.1	80.3	60.6	73.5	79.5	87.9
Cía. Colombiana de Tabaco	88.2	68.1	53.3	60.9	62.8	61.0	52.9	56.2
Cía. Molinera de Herrán	...	...	...	...	...	...	...	...
Cía. Nacional de Chocolates	66.5	55.1	75.5	57.8	62.2	63.3	45.9	53.7
Industrias Alimenticias Noél	94.5	70.4	71.8	78.7	78.8	70.4	60.0	74.6
La Industria Harinera	43.3	6.4	79.3	90.0	89.6	89.7	92.1	91.4
Manuelita	76.4	67.1	26.9	53.7	25.7	27.5	36.0	36.6
Colcurtidos	77.7	41.8	63.1	65.0	69.0	61.8	66.9	69.2
Coltejer	57.1	64.5	51.6	50.6	42.7	28.8	31.6	30.1
Fabricato	74.2	59.9	55.6	52.8	61.5	57.5	60.4	28.2
La Garantía-A. Dishington	100.0	42.3	56.0	58.7	61.5	61.3	66.9	...
Paños Vicuña Santa Fé	51.3	71.4	35.7	55.7	54.3	54.9	55.8	62.6
Sociedad Industrial Alicachín	71.4	20.9	55.7	56.3	67.8	72.6	75.0	...
Tejicondor	59.7	77.5	46.4	45.9	34.2	20.6	26.6	26.2
Tejidos Unica	50.8	67.0	68.5	63.0	74.2	86.5	...	100.0
Cartón de Colombia	...	81.7	63.7	67.4	61.0	62.5	65.4	58.7
Cauchosol	68.0	15.1	95.7	94.2	91.5	...	...	...
Croydon	74.5	62.8	72.7	69.5	65.0	...	70.2	70.3
Cementos Argos	42.8	33.7	74.7	68.3	65.0	64.3	63.7	67.6
Cementos del Valle	66.6	...	55.9	53.6	40.8	33.9	28.7	31.2
Cementos Diamante	72.6	79.8	60.6	62.1	60.7	66.9	60.6	53.2
Manufacturas de Cemento	58.3	20.0	52.7	61.0	33.7	37.5	60.4	57.8
Eternit Atlántico	17.3	48.3	54.8	60.0	69.9	77.0	69.9	60.9
Eternit Colombiana	55.1	43.3	62.9	67.0	59.2	81.1	75.6	64.6
Eternit Pacífico	47.8	40.8	52.3	61.0	77.8	65.7	55.7	57.3
Ladrillera La Candelaria	...	43.2	53.7	22.4	31.9	44.0	40.0	...
Tubos Moore	57.1	30.5	35.2	30.9	26.1	39.5	34.5	36.7
Vidriera de Colombia	50.0	43.3	74.3	...	...	...	...	...
Acerías Paz del Río	57.5	27.3	42.7	30.2	38.2	38.3	37.9	47.2
Colmotores	...	66.2	74.8	70.3	76.9	...	...	98.0
Distral	...	42.9	38.5	37.9	53.1	62.0	53.7	52.5
Furesa	...	44.3	67.9	21.8	18.5	14.4	18.2	18.6
Icasa	...	69.9	67.5	68.6	68.5	63.9	68.7	67.8
Industrias Metálicas de Palmira	...	47.5	67.6	88.2	82.2	...	...	94.6
Industrias Metalúrgicas Iderna	...	75.3	82.2	79.5	89.1	85.8	73.5	82.5
Muebles Arctecto	...	89.5	80.3	76.5	82.1	60.0	69.8	41.9
Avianca	58.5	34.3	22.3	37.6	33.6	64.3	77.2	80.7
Cine Colombia	79.2	56.6	62.8	49.5	44.9	40.4	55.7	62.1
Urbanización David Puyana	16.9	24.0	95.8	95.5	96.8	97.6	95.7	56.1
Hípódromo de Techo	39.2	48.5	81.6	96.9	...	...	...	...
Promedio ^a	59.4	51.4	61.6	61.0	59.0	57.7	57.4	59.9

Fuente: Estados financieros de las empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas, Cámara de Comercio.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Jaramillo (1983). Las correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

^aCorresponde al promedio aritmético.

Cuadro 6

**COLOMBIA: EVOLUCION DE LOS INDICES DE LIQUIDEZ EN UNA
MUESTRA DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985**

	Liquidez ^a							
	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	3.1	1.2	1.8	3.0	2.9	2.3	2.2	...
Cervecería Unión	2.0	1.8	0.8	1.1	1.6	1.9	1.8	1.8
Proleche	...	2.9	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3	1.1
Cía. Colombiana de Tabaco	2.5	1.7	1.8	1.6	1.3	1.3	1.5	1.4
Cía. Molinera de Herrán	9.7	6.5	2.0	1.8	...	...	...	...
Cía. Nacional de Chocolates	2.4	3.0	1.9	2.0	1.6	1.7	2.5	2.1
Industrias Alimenticias Noel	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.8	1.7
La Industria Harinera	6.2	3.8	1.8	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
Manuelita	1.6	4.3	1.7	1.3	1.3	1.4	1.2	1.3
Colcultidos	2.7	2.4	2.5	1.8	1.4	1.6	1.5	1.6
Colrejer	2.4	1.8	2.1	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4
Fabricato	2.1	1.5	1.8	1.8	1.1	1.1	1.3	3.2
La Garantía-A. Dishington	3.3	2.2	1.6	1.9	0.8	0.4	0.2	...
Paños Vicuña Santa Fé	3.1	2.2	3.2	2.6	1.8	1.7	1.7	1.5
Sociedad Industrial Alicachín	4.3	9.2	4.1	1.7	1.5	1.0	0.8	...
Tejcondor	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8	3.2	2.9	3.2
Tejidos Unica	1.8	2.0	1.8	1.5	1.0	0.8	...	1.9
Cartón de Colombia	...	1.3	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
Cauchosol	2.5	3.3	1.4	1.3	1.4	...	...	...
Croydon	2.2	1.0	1.4	1.6	1.6	...	1.1	1.4
Cementos Argos	20.0	1.9	0.9	1.1	0.8	0.9	1.4	1.1
Cementos del Valle	2.8	7.1	1.2	1.3	1.9	1.9	2.5	2.5
Cementos Diamante	1.4	2.5	2.0	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
Manufacturas de Cemento	2.1	2.9	1.6	1.6	2.6	2.4	1.1	1.2
Eternit Atlántico	10.0	4.0	2.6	2.7	2.5	1.5	1.7	2.4
Eternit Colombiana	3.0	2.3	1.9	2.2	2.5	1.3	1.9	2.4
Eternit Pacífico	5.0	3.5	2.8	2.2	1.6	1.6	2.1	2.3
Ladrillera La Candelaria	...	0.7	1.6	1.8	1.2	0.6	1.0	...
Tubos Moore	2.0	1.5	1.2	2.3	2.9	1.9	1.5	1.2
Vidriera de Colombia	6.5	2.6	1.0	...	...	...	...	...
Acerías Paz del Río	8.2	3.0	2.3	1.9	1.1	0.9	0.9	0.6
Colmotores	...	1.4	1.2	1.2	1.1	...	...	0.5
Distral	...	2.0	2.4	2.1	2.0	1.8	2.0	1.9
Furesa	...	...	1.1	3.7	2.6	3.7	2.7	2.9
Icasa	...	...	1.5	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3
Industrias Metálicas de Palmira	...	...	1.7	1.6	1.4	...	...	0.3
Industrias Metalúrgicas Iderna	...	2.2	1.3	1.4	1.1	1.1	1.7	1.5
Muebles Arctecto	...	1.5	1.5	1.4	1.1	1.5	1.1	1.2
Avianca	1.4	1.0	2.6	1.5	1.7	0.9	0.7	0.6
Cine Colombia	0.9	2.3	1.0	1.8	1.3	1.6	0.9	0.8
Urbanización David Puyana	15.3	2.3	2.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.9
Hipódromo de Techo	0.8	1.8	1.8	1.2	...	...	...	...
Promedio ^b	4.1	2.6	1.8	1.7	1.5	1.5	1.5	1.8

Fuente: Estados financieros de las empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas. Cámara de Comercio.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Jaramillo (1983). Las correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

$$^a \text{Índice de liquidez} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

^b Corresponde al promedio aritmético.

Cuadro 7

COLOMBIA: COMPOSICION MEDIA DEL PASIVO CON TERCEROS DE UNA MUESTRA DE EMPRESAS DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA

(Porcentajes)

	Pasivo financiero	Pasivo laboral	Pasivo del gobierno	Otros ^a	Total
1971	36.1	18.0	14.6	31.3	100.0
1978	39.4	23.2	6.9	30.5	100.0
1980	40.0	22.7	6.6	30.7	100.0
1982	41.3	21.3	6.7	30.7	100.0
1983	43.6	21.3	5.3	29.8	100.0
1984	37.3	25.3	5.0	32.4	100.0
1985	41.9	22.1	5.9	30.1	100.0

Fuente: Para 1971, 1978, 1980 y 1982: Figueroa, Jaramillo (1983).

Para 1983, 1984 y 1985: cálculos de los autores.

^aIncluye deudas comerciales y extrabancarias.

60%, del endeudamiento total. Sin embargo, como el crecimiento del endeudamiento total no estuvo acompañado por un aumento similar de los activos líquidos, la relación de activos corrientes a pasivos corrientes descendió de manera significativa. Como se aprecia en el cuadro 6, este descenso se registró durante los años sesenta y setenta; el índice promedio de liquidez de las sociedades anónimas se estableció en torno a 1.5. En comparación con los años sesenta, estas sociedades presentan hoy un mayor riesgo de no poder atender sus obligaciones corrientes oportunamente. No sorprende entonces que, como se analizará más adelante, la cartera vencida de las entidades financieras haya aumentado también de manera significativa.

2. Distribución del endeudamiento global

En las secciones anteriores se ha analizado el incremento del endeudamiento global del sector empresarial colombiano; en esta sección se estudiará con quién ha sido dicho endeudamiento, en lo atinente al sector no financiero.

El cuadro 7 presenta la variación entre 1971 y 1985 de la composición del pasivo con terceros (deuda) de las empresas que conforman la muestra

presentada en la sección anterior. Entre 1971 y 1978, disminuyó el endeudamiento con el gobierno del 14.6% al 6.9% del endeudamiento total, debido en gran medida a sucesivas amnistías tributarias para las empresas que se pusiesen al día en sus impuestos. En cambio, se observa un incremento en el pasivo financiero, de 36.1% a 39.4%, por razones que se explican en la sección siguiente, y sobre todo en el pasivo laboral, que sube de 18.0% a 23.2%; este último pasivo abarca básicamente jubilaciones por cuenta de las empresas, y cesantías³ acumuladas del personal empleado. Los otros pasivos permanecen relativamente estables, como sería de esperar dada su característica eminentemente comercial (por ejemplo, crédito de proveedores).

Entre 1978 y 1983, se observa una tendencia clara a un mayor endeudamiento con el sector financiero, que pasa del 39.4% al 43.6% del total, mientras que el pasivo laboral desciende del 23.2% al 21.3%,⁴ el oficial (gobierno) del 6.9% al 5.3% y el

Cuadro 8

COLOMBIA: RELACION DE M2 CON EL PRODUCTO INTERNO BRUTO Y CON M1, ENTRE 1970 Y 1985^a

(Porcentajes)

	M1/M2	M2/PIB
1970	86.3	18.9
1972	83.7	18.8
1974	69.5	20.6
1976	62.7	23.8
1978	57.2	25.9
1980	50.0	27.1
1982	43.8	29.8
1984	41.7	32.6
1985	39.8	34.1

Fuente: M1 y M2: Banco de la República. Producto interno bruto: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

^aM1: Efectivo más cuentas corrientes. M2: M1 más cuasidinero (oferta monetaria ampliada).

³La cesantía es una prestación establecida por la ley colombiana, que equivale a un sueldo mensual por cada año trabajado, pagadera al retiro del trabajador, y cuyo valor acumulado se actualiza en función del último salario devengado.

⁴Debido a que el Instituto de Seguros Sociales comienza a asumir una proporción creciente de las jubilaciones.

comercial (otros) disminuye también ligeramente. La crisis financiera de 1982 a 1983 se refleja en una fuerte disminución relativa del endeudamiento financiero, de 43.6% en 1983 a 37.3% en 1984, con lo que se aumenta la participación de las deudas laborales y comerciales. El sistema financiero tuvo dificultades para sostener el ritmo de crecimiento de nuevos créditos al sector no financiero en 1984, especialmente por el cierre de líneas de crédito por parte de corresponsales extranjeros.

En 1985 se observa un regreso a cifras similares a las de 1982, con un pasivo financiero que representa 41.9% del total.

3. El endeudamiento del sector financiero

En los años setenta se introdujeron reformas financieras importantes, que se tradujeron en la creación de nuevos intermediarios (corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial

Cuadro 9

COLOMBIA: ENDEUDAMIENTO DE LOS BANCOS COMERCIALES, 1970-1985

	Pasivos totales (millones de pesos)	Recursos de crédito externo (millones de pesos)	Patrimonio (millones de pesos)	Pasivos externos con terceros (1) - (3) (millones de pesos)	Pasivos externos con terceros/ Pasivos totales (porcentaje)	Recursos de crédito interno (4) - (2)	Recursos de crédito interno/ Pasivos externos (porcentaje)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1970 Junio	21 365	...	2 870	18 495	86.6	...	...
Diciembre	22 996	...	3 302	19 694	85.6	...	...
1971 Junio	25 348	7 022	3 632	21 716	85.7	14 694	67.7
Diciembre	25 533	7 071	3 860	21 673	84.9	14 602	67.4
1972 Junio	29 544	8 901	4 243	25 301	85.6	16.400	64.8
Diciembre	31 684	9 011	4 561	27 123	85.6	18 112	66.8
1973 Junio	38 029	10 090	4 992	33 162	87.2	23 072	69.6
Diciembre	44 568	10 114	5 367	39 201	88.0	29 087	74.2
1974 Junio	50 523	12 537	6 072	44 451	88.0	31 914	71.8
Diciembre	58 363	20 191	6 740	51 623	88.4	31 432	60.9
1975 Junio	66 466	21 341	7 429	59 037	88.8	37 696	63.9
Diciembre	73 992	22 228	8 485	65 507	88.5	43 279	66.1
1976 Junio	86 925	24 610	9 964	76 961	88.5	52 351	68.0
Diciembre	99 008	27 169	11 115	87 893	88.8	60 724	69.1
1977 Junio	127 021	24 199	12 780	114 241	89.9	90 042	78.8
Diciembre	138 151	27 483	14 073	124 078	89.8	96 595	77.8
1978 Junio	170 212	29 735	16 193	154 019	90.5	124 284	80.7
Diciembre	178 181	29 725	19 566	158 615	89.0	128 890	81.2
1979 Junio	251 047	31 092	22 005	229 042	91.2	197 950	86.4
Diciembre	252 376	49 412	25 714	226 662	89.8	177 250	78.2
1980 Junio	300 178	57 967	29 771	270 407	90.1	212 440	78.6
Diciembre	362 281	73 579	35 697	326 584	90.1	253 005	77.5
1981 Junio	409 873	79 590	40 187	369 686	90.2	290 096	78.5
Diciembre	491 634	91 026	47 227	444 407	90.4	353 381	79.5
1982 Junio	558 496	108 783	51 181	507 315	90.8	398 532	78.6
Diciembre	594 176	118 438	60 292	533 884	89.8	415 446	77.8
1983 Junio	685 682	161 181	61 466	624 216	91.0	463 035	74.2
Diciembre	758 026	167 331	68 672	689 354	90.9	522 023	75.7
1984 Junio	837 968	195 579	71 039	766 929	91.5	571 350	74.5
Diciembre	909 494	206 824	71 563	837 931	92.1	631 107	75.3
1985 Junio	1 018 559	232 355	75 996	942 563	92.5	710 208	75.3
Diciembre	1 182 232	...	...	...	...	...	...

Fuente: (1): *Revista del Banco de la República* (enero de 1986), 1970-1985, cuadro 3.1.2.

(2): Cálculos basados en datos de la Asociación Bancaria de Colombia (1985), cuadro 5, p. 22.

(3): Igual que (2), pero sobre la base de datos del cuadro 4, p. 20.

y sociedades fiduciarias) y en el alza de las tasas reales de captación de las entidades financieras, al eliminarse en 1972-1974 los topes legales que las mantenían a niveles negativos en términos reales.

Como resultado, el cuasidinero (cuentas de ahorro, depósitos a plazo) ganó importancia rápidamente (cuadro 8). Las tendencias son claras. Entre 1970 y 1985, el efectivo más las cuentas corrientes (M_1) descendió ininterrumpidamente: de representar el 86.3% de la oferta monetaria ampliada (M_2) pasó a representar sólo el 39.8% de ella; esto significa, entre otras cosas, que la composición de los recursos del sistema financiero varió radicalmente entre los gratuitos (las cuentas corrientes no se remuneran en Colombia) y los pagados, en favor de estos últimos, aumentando así su vulnerabilidad a problemas de liquidez por deterioro en la cartera.

De igual modo, la disponibilidad relativa de crédito en la economía se incrementó apreciablemente, al pasar la relación M_2 /PIB de 18.9% en 1970 a 34.1% en 1985. El sector financiero se encontró, entonces, con tres hechos fundamentales: un mayor volumen relativo de recursos que colocar, un mayor costo medio de sus recursos al aumentar la proporción de los pagados con respecto a las cuentas corrientes, y una fuerte alza de las tasas de interés pagadas y cobradas.

La mayor disponibilidad de recursos internos cambió también las proporciones del endeudamiento del sector financiero entre interno y externo. Los únicos intermediarios colombianos autorizados para endeudarse en moneda extranjera son los bancos comerciales y las corporaciones financieras (bancos de inversión).⁵

Puesto que en Colombia el endeudamiento global (o pasivo con terceros) de los intermediarios financieros es regulado por la ley, no es de extrañar que la relación de endeudamiento de los bancos comerciales haya mostrado un aumento pequeño, aunque sostenido, entre junio de 1970 y junio de 1985, al pasar de 86.6% a 92.5% (cuadro 9, columna (5)).

La participación de los recursos internos en el endeudamiento total de los bancos tuvo un comportamiento cíclico (cuadro 9, columna (7)), depen-

⁵Dado que la distribución de la deuda empresarial entre obligaciones en moneda nacional y obligaciones en moneda extranjera no presenta cambios permanentes, se colige que las empresas han acudido cada vez más al endeudamiento directo.

Cuadro 10

COLOMBIA: RELACION ENTRE LOS RECURSOS INTERNOS PAGADOS^a Y LOS ACTIVOS PRODUCTIVOS DEL SISTEMA BANCARIO,^b 1970-1984

	Porcentajes
1970	25.5
1971	30.6
1972	31.4
1973	32.2
1974	39.7
1975	47.3
1976	49.3
1977	54.0
1978	60.7
1979	60.2
1980	60.0
1981	63.6
1982	74.0
1983	70.8
1984	76.2

Fuente: Carrizosa (1985), pp. 110-111

^aDepósitos de ahorro, certificados de depósito a plazo y recursos del Banco de la República.

^bPréstamos, descuentos, deudores varios e inversiones.

diendo de la mayor o menor apertura al crédito externo determinada por el gobierno mediante el control de cambios que rige en Colombia desde 1967. Entre 1975 y 1979, aumentó fuertemente la participación de los recursos nacionales, de 60.9% a 86.4%, al coincidir la expansión del ahorro financiero nacional antes descrita con una bonanza cafetera que llevó a frenar el acceso al crédito externo. Entre 1979 y 1983, se observa una tendencia a la baja en el peso relativo de los recursos internos (hasta 74.2%) por una mayor flexibilidad del gobierno frente al endeudamiento externo. Esta tendencia es frenada por la crisis internacional de 1982-1983, a partir de la cual la renuencia de la banca extranjera a aumentar sus préstamos al Tercer Mundo ha mantenido la cifra en 75%, aproximadamente, en el caso de los bancos comerciales.

En el cuadro 10 se muestra de otra manera la dependencia cada vez mayor del sistema bancario respecto de los recursos internos pagados, con efectos que se iban a manifestar en la crisis de los años ochenta.

Las corporaciones financieras exhibieron una evolución similar a la de los bancos comerciales en lo referente a su nivel global de endeudamiento, que se elevó de manera constante desde 77.8% en 1970 a 88.3% en 1985 (cuadro 11, columna (5)). La composición de este endeudamiento se mantuvo relativamente estable hasta 1978: los recursos internos representaron 85.89% de él entre 1970 y 1978; posteriormente, la proporción siguió descendiendo hasta llegar a 61.5% en 1985. Las corporaciones financieras perdieron capacidad para captar ahorro interno, y pasaron a depender cada vez más de recursos externos canalizados a través del Banco de la República para financiar importaciones de

equipos. Esta dependencia tendría serias consecuencias para ellas al acelerarse la devaluación iniciada a finales de 1984, como parte del programa de ajuste convenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Al depender su endeudamiento en un 100% de recursos pagados, las corporaciones financieras se encontraron en la misma situación que los demás intermediarios no bancarios: las sociedades de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Por lo tanto, la crisis del sector real iba a afectar seriamente la liquidez y hasta la solvencia de varias de ellas, como se analizará en la sección III.

Cuadro 11

**COLOMBIA: ENDEUDAMIENTO DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS,
1970-1985**

(Millones de pesos)

	Pasivos totales	Recursos de crédito externo	Patri- monio ^a	Pasivos externos (1) - (3)	Pasivos externos/ Pasivo total (porcentaje)	Recursos de crédito interno (4) - (2)	Recursos internos/ Pasivos externos (6) / (4) (porcen- taje) (7)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1970	8 891	813	1 975	6 916	77.8	6 103	88.2
1971	11 241	1 271	2 323	8 918	79.3	7 647	85.7
1972	14 052	1 352	2 533	11 519	82.0	10 167	88.2
1973	15 899	1 694	3 173	12 726	80.0	11 032	86.7
1974	19 353	2 221	3 681	15 672	81.0	13 451	85.8
1975	24 481	2 731	4 415	20 066	82.0	17 335	86.4
1976	31 908	2 965	5 220	26 688	83.6	23 723	88.9
1977	44 997	4 218	6 080	38 917	86.5	34 699	89.1
1978	57 619	6 878	8 938	48 681	84.5	41 803	85.9
1979	70 039	9 774	10 696	59 343	84.7	49 569	83.5
1980	105 536	18 678	13 463	92 073	87.2	73 395	79.7
1981	142 919	25 561	16 711	126 208	88.3	100 647	79.7
1982	182 537	37 056	27 952 ^a	154 585	84.7	117 529	76.0
1983	220 846	44 790	31 686	189 160	85.6	144 370	76.3
1984	265 391	75 189	35 593	229 798	86.6	154 609	67.3
1985	385 261	130 985	45 094	340 167	88.3	209 182	61.5

Fuente: (1): 1970-1977: Informe del Gerente, anexo estadístico, pp. 80 y 64.
1978-1985: *Revista del Banco de la República*.

(2): 1970-1977: Informe del Gerente, anexo estadístico.

1978-1985: Informes anuales del Gerente a la Junta Directiva.

(3): 1970-1971: *Ibid* (1). Patrimonio = capital pagado + reserva legal + reservas eventuales + utilidades del ejercicio.

1972-1977: Patrimonio = capital pagado + reserva legal + reservas eventuales.

1978-1985: *Revista del Banco de la República* e informes del Gerente.

^aEl aumento se explica por el aporte del gobierno a la Financiera Eléctrica Nacional (FEN).

II

Factores que explican el endeudamiento interno

Corresponde ahora proponer una interpretación de las tendencias del endeudamiento identificadas en la sección anterior, y examinar sus consecuencias en el sector productivo. Con este objetivo en mente, se presentan a continuación las consideraciones fundamentales que rigen la elección entre deuda y capitalización, y la composición de la deuda según su origen (interno o externo). Luego se utiliza este modelo para analizar el posible comportamiento de la demanda y la oferta de crédito interno. Al final de la sección se señalan los efectos del crecido endeudamiento sobre el sector productivo, así como el papel desempeñado por el incremento de las tasas de interés a finales de los años setenta, y la recesión de la primera mitad de los años ochenta.

1. *Determinación de la estructura de la financiación del capital*

El aspecto más extensamente analizado en la literatura sobre estructura financiera de las empresas es la distinción entre capital propio y endeudamiento. La esencia de esta distinción radica en los derechos de propiedad que corresponden a cada forma de financiación. El valor y el rendimiento del capital propio depende expresamente del desempeño de la empresa. En contraste, las condiciones que rigen el valor y el rendimiento de la deuda son principalmente función de la oferta y demanda en el mercado de crédito, y son relativamente independientes de la suerte que registre la empresa. El nexo existente entre las condiciones financieras de la deuda y la empresa deudora es una prima de riesgo, que cubre la expectativa de insolvencia para atender obligaciones con terceros. Pero, de todas maneras, resulta significativo que las condiciones pactadas de rendimiento y valor del capital de la deuda son relativamente independientes de los resultados que arroje la empresa, los que afectan más bien el valor de los dividendos o el precio de la acción. Es decir, el interés que una empresa debe pagar o el capital de la deuda que debe amortizar no disminuyen si los resultados de la empresa se deterioran, aspecto que le imprime inflexibilidad al manejo financiero.

Las dos grandes opciones citadas de estructura de los pasivos de las sociedades reflejan en el fondo

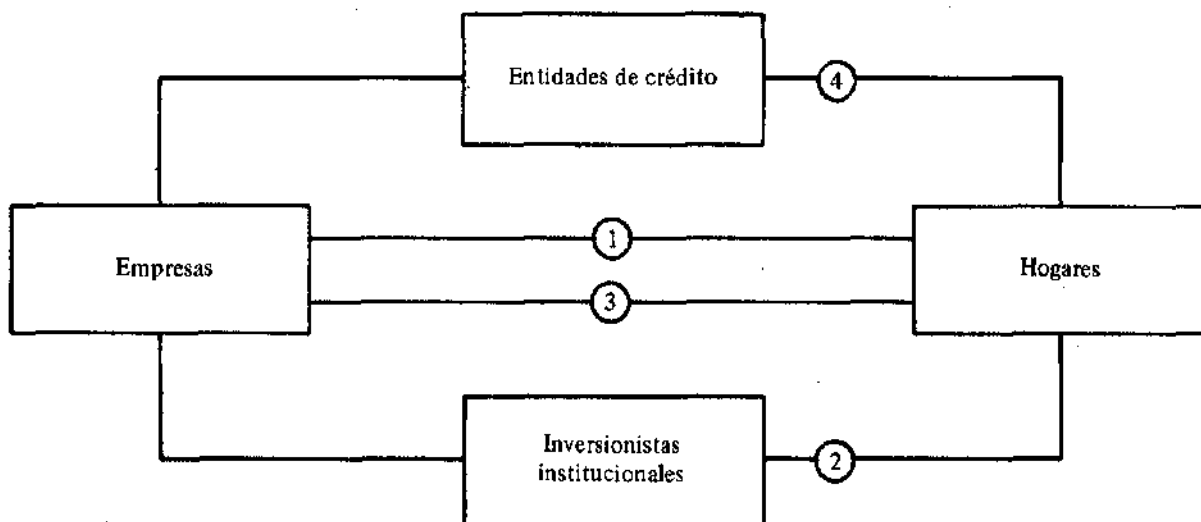
las formas alternativas en que los hogares pueden financiar el capital empresarial. Este punto se ilustra en el gráfico. La cartera financiera de los hogares puede estar constituida por acciones o por bonos. A su vez, estos bonos o acciones pueden ser emitidos directamente a los hogares por las empresas, o bien pueden ser emitidos originalmente a favor de intermediarios financieros e inversionistas institucionales. Dicho en forma esquemática, entonces, se tienen cuatro vías principales de financiación. En la primera, los hogares mantienen acciones de sociedades anónimas; en la segunda, mantienen títulos de inversionistas institucionales, quienes a su vez invierten en acciones de sociedades; en la tercera, los hogares son titulares de la deuda de las empresas, y en la cuarta, los hogares son titulares de bonos y depósitos en entidades financieras, las cuales prestan directamente a las empresas. Hay, por supuesto, otros canales de financiación del capital que no aparecen en el gráfico (por ejemplo, los inversionistas institucionales pueden adquirir bonos en lugar de acciones). Pero los citados son los más importantes para fines del presente análisis.

Dentro de la deuda o la propiedad empresarial, hay otras distinciones que conviene señalar. Existen diferentes tipos de acciones (comunes o preferenciales, por ejemplo); diferentes tipos de accionistas (personas naturales, personas jurídicas privadas, entidades del sector público); diferentes tipos de deuda (interna o externa, de largo o corto plazo) y diferentes tipos de deudores. Para los fines de este estudio, que enfoca fundamentalmente la deuda interna de las empresas, conviene desarrollar el análisis teórico en dos etapas, preguntándose primero por los elementos determinantes del endeudamiento global de las empresas, y luego por la distribución de este endeudamiento entre deuda externa y deuda interna.

a) *Emisión de acciones o endeudamiento*

El enfoque convencional para analizar la estructura de los pasivos de una empresa, según se trate de patrimonio o endeudamiento, invoca la conocida teoría del costo del capital. Para aplicarla se analizan los elementos que determinan el costo del capital en las dos opciones de financiación, con el fin

Gráfico I
PRINCIPALES OPCIONES DE FINANCIACION DEL CAPITAL



de comparar los incentivos para hacer uso de una u otra. El concepto de costo del capital permite determinar cuánto cuestan a una empresa los recursos provenientes de endeudamiento y cuánto los recursos obtenidos por emisión de acciones. Aunque un análisis elemental señala que la tasa de interés es la variable fundamental, esta respuesta simplifica indebidamente un problema que presenta muchas complejidades cuando se incorporan los efectos de la tributación, la inflación y el reparto de utilidades.

Con el fin de evaluar el papel que desempeñan las variables anteriores, conviene presentar un ejemplo simple que ilustra el concepto de costo del capital: Un empresario debe decidir si le conviene adquirir maquinaria para elevar su capacidad de producción. Si se supone que no hay inflación ni impuestos, que nuestro empresario se reparte a sí mismo todas sus utilidades, que no tiene posibilidad de colocar acciones en el mercado y que su capital físico no se deprecia, se concluye que el costo del capital es sencillamente la tasa de interés en el mercado de crédito. Este costo indica el mínimo adicional que debe producir la nueva maquinaria para que se justifique el endeudamiento que permita ampliar la operación. Si la maquinaria no produce ese mínimo, más le vale al empresario mantener su nivel actual de producción, o buscar una línea de actividad más rentable.

Cuando se incorporan al análisis los efectos de la tributación (personal y de sociedades), y de la inflación, el cálculo del costo del capital para la emisión de acción (X_a) es:

$$X_a = \frac{r - q + qc}{f} \quad (1)$$

donde r es la tasa de interés nominal, q es la tasa de inflación, c es la tasa de impuesto sobre las ganancias de capital, y

$$f = (1-t)[1-(pu + (1-p)c)] \quad (2)$$

donde t es la tasa de impuesto a las sociedades, u es la tasa de impuesto a las personas naturales, y p es la proporción repartida de las utilidades. De otra parte, el costo del capital financiado por endeudamiento (Auerbach, 1983, pp. 905-940) es:

$$X_d = \frac{r - q}{1 - u} + q \left(\frac{1}{1 - 4} - \frac{1}{1 - t} \right)^6 \quad (3)$$

Cabe esperar que en el margen las dos alternativas de financiación presenten el mismo costo. No está claro, sin embargo, cuál es la variable (o el

⁶En esta fórmula se supone que todos los intereses son deducibles en tanto que los dividendos (utilidades repartidas) no lo son.

conjunto de variables) que se ajusta para igualar estos costos, cuando varían los parámetros tributarios o la tasa de inflación. En el modelo expuesto, las posibilidades se limitan a la tasa de descuento o a la proporción de utilidades repartidas. Para dar un ejemplo, un aumento de la tasa impositiva que se aplica a las sociedades eleva X_a y disminuye X_d . Si se supone una repartición total de las utilidades (e.i., $p = 1$), el efecto de un aumento en r sería mayor sobre X_a que sobre X_d , de tal suerte que la igualación de los dos requeriría una disminución de r . Sobre este punto, sin embargo, no es indispensable profundizar para los efectos del presente estudio. Basta señalar, retomando el ejemplo, que el aumento en t estimularía el endeudamiento, y que este efecto sería el que correspondería intentar corroborar en las cifras presentadas en la sección anterior.

Conviene señalar los efectos esperados de cambios en la tasa de interés, el ritmo de inflación y las tasas de tributación. Para facilitar el análisis, se supone que las sociedades reparten la totalidad de las utilidades, y que las ganancias de capital originadas en la inflación no tributan. Sobre la base de estos supuestos, un aumento de la tasa de interés, permaneciendo constante el ritmo de inflación, elevaría el costo de emitir acciones más que el costo del endeudamiento. La razón es que parte de este aumento es deducible como costo; en el caso del endeudamiento, en tanto que no lo es cuando la remuneración al capital se paga en calidad de dividendos. Visto de otra forma, las utilidades tributan dos veces, en tanto que los intereses tributan sólo una vez, de suerte que un aumento en la tasa de interés real eleva más el costo de la emisión de acciones.

Por otra parte, el efecto de un aumento de la inflación, manteniendo constante la tasa de interés real (e.i., $r - q$), depende de los valores que tengan las tasas impositivas sobre las sociedades y las personas. Si la tasa que se aplica a las sociedades es superior a la que se aplica a las personas, se reduce el costo del endeudamiento. Lo contrario ocurre si la tasa para las personas es superior a aquella para las sociedades. El aumento en la tasa de inflación, con los supuestos señalados, no tiene efecto sobre el costo del capital por emisión de acciones, en la medida en que, como se supuso, las ganancias de capital originadas en la inflación no estén efectivamente gravadas.

El aumento de la tributación sobre las sociedades eleva menos el costo del endeudamiento puesto que también genera, en este caso, una deduc-

ción. En cambio, la mayor tributación acentúa aún más el doble gravamen sobre las utilidades que se reparten como dividendos. De otro lado, el aumento de la tasa de tributación que se aplica a las personas eleva más el costo del endeudamiento, puesto que grava, al nivel personal, el componente inflacionario de los intereses. La validez de esta última conclusión depende, por supuesto, de que los intereses realmente tributen a nivel personal. Este supuesto es discutible en el caso colombiano, donde la evasión tributaria sobre los ingresos por intereses parece ser mayor que la evasión sobre los ingresos por dividendos.

b) *El endeudamiento interno frente al endeudamiento externo*

El análisis anterior se ocupó de la distribución de los pasivos empresariales entre endeudamiento y capitalización, suponiendo implícitamente alternativas homogéneas de endeudamiento. Sin embargo, uno de los propósitos centrales del presente estudio es precisamente el de examinar el comportamiento del endeudamiento interno.

En la economía colombiana, la distinción entre endeudamiento interno y externo corresponde virtualmente a aquella entre deuda en moneda nacional y deuda en moneda extranjera, si bien existen algunas operaciones de crédito en moneda nacional con recursos externos, en donde el riesgo cambiario es asumido por el Banco de la República.

Ahora bien, en un mercado crediticio sin restricciones artificiales o institucionales de cantidades o de precios (tasa de interés, por ejemplo); con proyecciones totalmente ciertas del movimiento del tipo de cambio, y con igualdad de tratamiento tributario, a los empresarios les sería indiferente endeudarse en moneda nacional o en moneda extranjera, ya que la tasa de interés en moneda nacional sería igual a la suma de la tasa de interés externa y de la devaluación perfectamente anticipada. Sin embargo, basta con que la devaluación no se anticipe con certidumbre para que no resulte equivalente para una empresa adquirir uno u otro tipo de deuda. Para una empresa con un producto cuyo precio no tenga ajuste cambiario, el riesgo de pérdida por endeudamiento externo es mayor que para una empresa con un producto comercializable internacionalmente. De otra parte, pueden existir restricciones importantes que pesen sobre el acceso a los diferentes tipos de crédito, aspecto que es de la mayor importancia en el caso colombiano. En algunas épocas, factores insti-

tucionales han determinado el acceso al crédito en moneda nacional; en otras, la política cambiaria o la política crediticia de las entidades internacionales de crédito han limitado la utilización de recursos externos. Conviene, pues, repasar tanto el régimen de devaluación en Colombia como las diferentes políticas que de alguna forma u otra han restringido el mercado durante los últimos veinte años.

Como bien se sabe, Colombia practica el sistema de devaluación gradual (*crawling peg*) desde 1967. El ritmo de devaluación se ajusta según la escasez o abundancia de divisas. Así, hasta 1975, la devaluación en términos reales fue relativamente acelerada, y buscó aumentar la oferta de divisas; a partir del agudo deterioro cambiario registrado a mediados de los años sesenta. Durante la segunda mitad de los años setenta, la devaluación real fue lenta (de hecho, negativa), porque el café y otros productos (incluidos los estupefacientes) generaron una abundante oferta de moneda extranjera. Finalmente, a partir de 1983, la devaluación ha sido acelerada, como resultado de la crisis cambiaria ocurrida en ese año. El año de devaluación más aguda dentro de este último proceso fue 1985, con una caída de 50% del valor del peso colombiano, la que no había tenido precedentes durante el régimen de devaluación gradual. Este episodio probablemente había sido anticipado por las empresas desde tiempo atrás, si bien había existido incertidumbre sobre el momento preciso en el cual se llevaría a cabo.

En lo que se refiere a las restricciones de tipo institucional, aquellas de origen interno derivan de la política monetaria, generalmente preocupada por el efecto que puedan tener en el sector monetario las divisas provenientes del crédito externo. En la segunda mitad de los años setenta, cuando cabía suponer que el bajo ritmo de devaluación estimularía la demanda de crédito en moneda extranjera, ésta se vio limitada por las restricciones que introdujo la Junta Monetaria. En los años ochenta, las limitaciones se originaron más bien en las entidades de crédito externo, deseosas de reducir apreciablemente su expansión crediticia en el área latinoamericana en general. Colombia resultó afectada por este cambio en la percepción del riesgo, si bien salió mejor librada que algunos otros países de la región.

Finalmente, conviene señalar una diferencia importante entre el tratamiento tributario del costo de la deuda externa y el tratamiento del costo de la deuda interna. Hasta 1978, el ajuste cambiario de la deuda externa en que se incurría para hacerse de

capital de trabajo no era aceptado como deducción. En contraste, los intereses sobre el crédito en moneda nacional siempre han sido deducibles en su totalidad. Esto crea una asimetría en la determinación del costo de la deuda, según ésta se denomine en moneda extranjera o en moneda nacional.

2. Estímulos a la demanda de crédito

A base de las ecuaciones (1) y (3), se puede calcular la evolución del costo teórico que tiene en Colombia el capital para las sociedades anónimas, según se financie por endeudamiento o por emisión de acciones. Este cálculo fue efectuado en Carrizosa (1986). Sus resultados en caso de distribución total de utilidades de una sociedad anónima, aparecen en el cuadro 12. Ahí puede apreciarse que el costo del capital por emisión de acciones ha sido en general superior al costo del capital obtenido por endeudamiento. Corresponde ahora analizar las razones de esta permanente discrepancia.

Antes de 1953 no existía doble tributación sobre las utilidades en Colombia. Los accionistas de las sociedades anónimas no tributaban sobre los dividendos que recibían, en tanto que las sociedades anónimas sí tributaban sobre sus utilidades de acuerdo a tasas progresivas. De otra parte, las sociedades de responsabilidad limitada no tributaban, al tiempo que sus socios sí pagaban impuesto a la renta sobre las participaciones que les correspondían en estas sociedades. Tanto las sociedades anónimas como las personas naturales estaban afectas además al impuesto sobre los excesos de utilidades y otras sobretasas que formaban parte de la tributación a la renta.

Pese a la ausencia de doble tributación antes de la reforma de 1953, el costo del endeudamiento era entonces inferior al de las acciones. Esto se explica por la inflación (fenómeno que aumenta la ventaja tributaria de la deuda cuando los intereses son deducibles en su totalidad) y por el bajo nivel nominal de éstos hasta 1974. Con la reforma de 1953, la conveniencia relativa del endeudamiento aumentó de manera significativa, puesto que esta reforma, además de introducir la doble tributación, elevó las tasas tributarias aplicables a las sociedades anónimas en mayor medida que las aplicables a las personas naturales. La doble tributación disminuyó la ventaja impositiva de los dividendos; el mayor aumento de las tasas aplicables a las sociedades elevó el efecto que sobre los impuestos de la sociedad tenía el hecho de que los intereses fuesen deducibles.

Cuadro 12

COLOMBIA: COSTO TEORICO DEL CAPITAL PARA UNA SOCIEDAD ANONIMA, SEGUN LA RENTA DEL ACCIONISTA*

Año	Emisión de acciones			Deuda		
	Renta de un millón de pesos ^b (1)	Renta de 2.5 millones de pesos ^b (2)	Renta de 10 millones de pesos ^b (3)	Renta de un millón de pesos ^b (4)	Renta de 2.5 millones de pesos ^b (5)	Renta de 10 millones de pesos ^b (6)
1953 ^c	4.18	4.18	4.18	1.40	1.98	3.08
1953 ^d	5.02	5.41	6.48	-0.31	0.77	3.77
1960 ^e	5.40	6.20	7.03	-0.21	2.40	4.69
1960 ^d	5.60	6.44	8.06	-1.17	1.00	5.16
1967 ^e	10.48	12.83	14.09	3.28	7.51	9.78
1967 ^d	10.88	13.22	14.57	4.00	8.22	10.65
1974 ^e	9.16	9.61	11.06	5.86	8.07	15.18
1974 ^d	8.93 (20.83) ^f	11.79 (27.52)	14.20 (33.14)	-0.60	12.58	23.67
1982	28.25	32.68	37.88	17.66	26.96	37.88
1983 ^d	16.67	18.71	19.58	3.82	10.94	13.41
1985	16.67	18.70	19.58	4.59	11.18	14.54

Fuente: Carrizosa (1986), p. 75.

*Se supone una distribución total de utilidades.

^bPesos constantes de 1985.

^cAntes de la reforma tributaria de ese año.

^dDespués de la reforma tributaria de ese año.

^fLos porcentajes entre paréntesis suponen una tributación de 20% sobre las ganancias de capital.

Desde la reforma tributaria de 1953 y hasta la de 1960, la inflación aumentó las tasas tributarias que se aplicaban a cada nivel de renta real de personas naturales y de sociedades. El aumento de la tasa aplicable a las sociedades eleva la ventaja relativa del endeudamiento; el aumento de las aplicables a las personas naturales disminuye esta ventaja, puesto que recae sobre la totalidad de los intereses y no afecta la porción de las utilidades que ya tributó en la sociedad anónima. El efecto neto de estas fuerzas, disminuyó la ventaja relativa del endeudamiento para personas naturales con rentas altas, mientras que el efecto de la inflación sobre las tasas aplicables a rentas bajas fue poco significativo.

La reforma tributaria de 1960 bajó las tasas correspondientes a personas naturales (excepto en el caso de rentas altas) y subió las de las sociedades, de suerte que nuevamente aumentó la ventaja relativa

del endeudamiento. El efecto positivo de la inflación acumulada sobre las tasas impositivas reales aplicables a las personas naturales disminuyó esta ventaja entre 1960 y 1967, y lo mismo hicieron los aumentos de estas tasas promulgados en 1967. Entre 1967 y 1974, la inflación y las tasas de interés aumentaron, y la inflación acumulada elevó nuevamente las tasas tributarias aplicables a cada nivel de ingreso real de las personas naturales. Este último efecto disminuyó otra vez la ventaja del endeudamiento, si bien al ser mayor el aumento de la inflación que el de las tasas de interés se compensó parcialmente el efecto de la mayor tributación personal sobre el costo del endeudamiento. La reforma tributaria de 1974 elevó las tasas impositivas aplicables a ingresos medianos y altos disminuyendo aún más la ventaja del endeudamiento, excepto para ingresos bajos; este efecto hubiese sido mayor si al mismo tiempo no se hubiese

decidido elevar las tasas aplicables a las utilidades empresariales. Entre 1974 y 1982, el efecto de la inflación acumulada sobre las tasas aplicables a personas disminuyó de nuevo la ventaja tributaria del endeudamiento, pero el aumento de las tasas de interés tuvo un impacto mayor sobre el costo del capital por emisión de acciones, puesto que en la alternativa de endeudamiento es posible deducir los intereses. Por lo tanto, se mantuvo la ventaja neta de esta última opción. Posteriormente, la reforma de 1983 alivió la doble tributación sobre los dividendos y la tributación personal sobre los intereses, con un resultado neto favorable al endeudamiento.

Las cifras del cuadro 12 muestran que, en general, el costo teórico de la emisión de acciones se ha mantenido por encima del costo teórico de la deuda. Si a ello se añade que la tributación personal sobre los intereses se evade más fácilmente que la tributación personal sobre los dividendos, la ventaja del endeudamiento sobre las acciones resulta todavía mayor. Esta ventaja explica en gran medida por qué las sociedades en Colombia han buscado endeudarse en la forma descrita en la sección anterior.

Otro aspecto menos conocido del problema es el papel que desempeña el endeudamiento como mecanismo para cerrar las sociedades, y aislarlas del control de los ahorradores pequeños. Este mecanismo se ve estimulado por los aumentos en las tasas tributarias, ya que a través de sociedades cerradas se facilita la evasión.

Si bien la información sobre la distribución de la deuda empresarial entre moneda nacional y moneda extranjera es muy limitada, las cifras presentadas antes en el cuadro 3 sugieren que esta distribución no presenta cambios de carácter permanente. El análisis de la elección entre las dos modalidades de deuda debe consultar tanto los cambios en el grado de riesgo cambiario como en el acceso a los dos tipos de recursos. Además, la devaluación *ex post* afecta el costo efectivo de la deuda externa, aspecto que se refleja en los cambios observados en el endeudamiento. Ya se vio que la importancia relativa del endeudamiento externo privado disminuyó entre 1975 y 1978 debido principalmente a dos factores: en primer término, el menor ritmo de devaluación del período disminuyó el crecimiento del valor en pesos de la deuda externa vigente. En segundo término, pese a que este menor ritmo de devaluación elevó la demanda de crédito externo, la política financiera limitó el acceso a estos recursos, con miras a detener la acumulación de reservas in-

ternacionales, fenómeno que estaba amenazando la estabilidad monetaria.

Es interesante también analizar el período 1982-1985. Las cifras disponibles indican que en él la deuda en dólares se estancó y luego cayó. A ello contribuyó tanto el mayor riesgo percibido de devaluación abrupta, como el progresivo endurecimiento de los mercados de crédito externo hacia América Latina. Sin embargo, el valor en pesos de esta deuda creció más rápido que la deuda contraída en moneda nacional, debido al acelerado ritmo de devaluación. No es mucho más lo que puede decirse a partir de las cifras globales disponibles. Parece claro, no obstante, que la distribución de la deuda entre moneda extranjera y moneda nacional es muy sensible a las disposiciones de política financiera, al ritmo efectivo de devaluación, y al acceso que brinden las entidades de crédito externo. Por lo demás, no deja de sorprender que, en promedio, la importancia relativa de los recursos externos no se haya modificado en forma permanente.

3. Aspectos institucionales de la oferta de crédito por el sector financiero

Las reformas financieras de la primera mitad de los años setenta incrementaron grandemente la captación de ahorro financiero y el número y clase de entidades dedicadas a la intermediación. Se presenció una explosión en la actividad financiera y proliferaron toda clase de empresas, unas vigiladas por la Superintendencia Bancaria y otras sin ninguna clase de controles, dedicadas a atraer ahorros personales ofreciendo altas tasas de interés reales; éstas, como se ha indicado, no eran una novedad en Colombia (Carrizosa, 1985) ya que con anterioridad a los años setenta existían altas tasas reales en el mercado libre de dinero. La novedad consistió en permitir (inicialmente a las corporaciones de ahorro y vivienda en 1972, y después a todo el sistema financiero) pagar tasas de interés reales positivas por el ahorro financiero. Como resultado, la relación de M_2 al PIB aumentó espectacularmente, doblándose casi en el curso de los últimos quince años (cuadro 8).

El gran aumento en la captación de recursos de ahorro por los intermediarios financieros tuvo una serie de consecuencias importantes tanto en el valor de las acciones como en la concentración de los créditos, la proliferación de intermediarios y la propia calidad de la cartera de activos de éstos.

a) Deterioro del valor de las acciones

Al no existir en el país un mercado de acciones integrado por grandes inversionistas institucionales capaces de apreciar el impacto de los asuntos patrimoniales o de rentabilidad en el valor intrínseco de las acciones, el precio de éstas pasó a depender de la capacidad de la sociedad anónima de pagar al ahorrador pequeño o mediano un dividendo competitivo con las tasas de interés ofrecidas por los intermediarios financieros.

Al elevarse después de 1972 las tasas de interés reales ofrecidas al ahorrador por las entidades financieras, el efecto de esta alza sobre las acciones fue demoledor: "en 1965, les correspondía el 59% del valor de las transacciones en la Bolsa de Bogotá; en 1970, la participación todavía estaba en 57%; en 1975, 24%; en 1980, 14% y en 1982, 5.5%". (Figueroa, 1983, p. 6.)

Las sociedades anónimas trataron de defenderse repartiendo una proporción mayor de sus utilidades netas, la que pasó de 64.4% en 1970 a 77.3% en 1982 para la muestra estudiada. "A pesar de ello, y como era de esperar, los dividendos no pudieron darle por sí solos una rentabilidad competitiva a las acciones. Por ello, el índice de cotización de acciones deflactado por el de precios implícitos del PIB muestra un deterioro secular a partir del establecimiento de la doble tributación en los años cincuenta." (Figueroa, 1983, p. 6.)

Entre 1970 y 1975 el proceso de depreciación del valor real de las acciones se agudizó hasta estabilizarse en una proporción entre 23% y 33% más baja que la de 1970, como reflejo de los nuevos niveles de las tasas de interés pagadas desde 1972 por el sistema que opera con unidades de poder adquisitivo constante, y por el sistema financiero en su conjunto a partir de 1974.

La depreciación real de las acciones llevó su precio de bolsa a situarse muy por debajo de su valor intrínseco, lo que atrajo el interés de grupos empresariales que vieron ahí una buena oportunidad para adquirir a bajo costo las grandes sociedades anónimas abiertas del país, aprovechando que las acciones de tales sociedades se hallaban en manos de un gran número de pequeños y medianos inversionistas, interesados únicamente en los dividendos, los que eran cada vez menos competitivos con los intereses ofrecidos por el sector financiero.

Colombia vivió a partir de los años setenta un intenso proceso de concentración de la propiedad de sus principales sociedades anónimas.

Muchas de las adquisiciones de sociedades que se realizaron en este período fueron hechas por conglomerados industriales-financieros a base de recursos obtenidos del público a altas tasas de interés reales. Se suponía que esas adquisiciones iban a permitir obtener utilidades mayores que el simple dividendo, al concentrar en el grupo toda una serie de beneficios (seguros, depósitos, etc., ...); esto, unido a utilidades ocasionales por la venta de activos fijos de las empresas adquiridas, permitiría al grupo pagar los intereses de los ahorradores y lograr una buena ganancia en el proceso.

En conclusión, lo estrecho e inadecuado del mercado nacional de acciones hizo que el valor real de éstas se resintiera por medidas como la doble tributación y la liberación de las tasas de interés, lo que a su vez estimuló operaciones especulativas de alto riesgo a base del ahorro del público.

El gobierno, preocupado por las implicaciones de todo este proceso, creó en 1979 la Comisión Nacional de Valores, con el fin de regular las adquisiciones de las sociedades en la bolsa, y la oferta pública de valores en general; pero era tarde, puesto que ya había culminado una gigantesca concentración de activos bajo el control de unos cuantos conglomerados, cuyo nivel consolidado de endeudamiento por la vía del proceso conocido como "piramidación", era muy elevado. Tales conglomerados, lo mismo que las empresas independientes que comenzaron los años ochenta con altos niveles de endeudamiento, probaron ser incapaces de resistir la desaceleración que sufrió la economía a partir de 1980, como se verá después.

b) Concentración de los créditos

La abundancia de recursos y de intermediarios financieros creó una fuerte competencia por prestar a los clientes capaces de mostrar "contablemente" márgenes de rentabilidad operacional suficientes como para poder pagar los altos intereses cobrados por los intermediarios. Muchos de éstos carecían de redes bancarias extensas que les facilitasen distribuir ampliamente sus créditos entre consumidores, pequeñas y medianas empresas, o geográficamente, y como resultado concentraron sus créditos en las empresas más dinámicas del sector no financiero. Como los activos fijos de éstas se encontraban hipotecados a las entidades que habían servido de intermediarias para su adquisición (bancos o corporaciones), los nuevos créditos les fueron otorgados

generalmente sin garantías reales, lo que iba a tener un efecto devastador en el futuro, como se verá más adelante.

El problema de mostrar niveles de endeudamiento demasiado altos en los balances de las empresas productivas fue resuelto por contadores ingeniosos mediante el mecanismo de reavalúos "comerciales" de los activos fijos; así, al incorporarse al patrimonio este incremento de valorización, se rebajaba considerablemente el endeudamiento aparente de las sociedades. Este método, también utilizado por las entidades financieras, como se verá después, mostró sus peligros cuando hubo que recibir posteriormente muchos de tales activos en dación en pago, y se comprobó lo irreal de muchos avalúos "comerciales".

Más grave aún, la competencia entre los intermediarios por colocar rápidamente y al por mayor sus recursos abundantes y costosos, los llevó a aceptar como práctica la refinanciación permanente de los créditos de corto plazo, de manera tal que en el estudio de las solicitudes de crédito sólo se consideraba la capacidad del cliente de pagar los intereses, pero no la de amortizar el capital. Cuando la economía se desaceleró al culminar el ciclo cafetero de 1979, y los bancos comenzaron a notar que sus clientes tenían dificultades para pagar los intereses oportunamente, comprobaron con alarma que menos posible aún les sería amortizar el principal, y que el alto endeudamiento hacía que los propietarios de las empresas deudoras tuviesen poco interés en rescatarlas con aumentos de capital. En otras palabras, al concentrar sus créditos en un número relativamente pequeño de empresas, el sector financiero iba a terminar siendo dueño de ellas cuando la caída cíclica del café afectase los niveles de rentabilidad del sector no financiero en los años ochenta.

c) Proliferación de intermediarios y dificultades de fiscalización

La proliferación de intermediarios y el número de oficinas de éstos, terminó imposibilitando el control efectivo de sus actividades por la Superintendencia Bancaria. Esta entidad había sido creada en 1923 con el fin de practicar auditorías amplias, detalladas y frecuentes en un número relativamente pequeño (20) de bancos y compañías de seguros. Con el correr de los años, se le fueron acumulando toda clase de funciones de vigilancia, para entidades tan

disímiles como las sociedades urbanizadoras y los corredores de bolsa.

A mediados de los años setenta, la Superintendencia vigilaba más de 300 entidades, con 2 500 oficinas. Sin embargo, sus mecanismos de visita, análisis y control seguían siendo los de 1930, pese a la creciente sistematización de las entidades financieras. Como resultado, la Superintendencia no pudo detectar ni impedir los abusos, autopréstamos y robos que algunos empresarios inescrupulosos cometieron con el ahorro del público, fuera de los que ocurrieron en empresas no vigiladas por la Superintendencia y que también se dedicaron a captar ahorros del público, masiva e irresponsablemente, a altísimas tasas reales de interés (20% y más). Esto llevó a que el gobierno estableciera en 1982, por decreto, la calidad de delito para la captación masiva y habitual de ahorro del público por entidades no autorizadas especialmente para ello, pero ya era tarde.

A la Superintendencia le ha correspondido en estos años intervenir y administrar en liquidación 32 entidades financieras, tarea para la cual tampoco estaba preparada. El gobierno se halla abocado ahora a una reforma profunda de la Superintendencia, que incluye la reducción del número de entidades vigiladas y de informes requeridos, una sistematización total del manejo de la información, y un programa de capacitación y remuneración más adecuado de su personal, hoy en su mayoría joven y de alta rotación. No cabe duda de que buena parte de los problemas del sector financiero (como la laxitud en los préstamos, los autopréstamos ilegales, los robos y otros) se hubiera podido evitar si la Superintendencia Bancaria se hubiese modernizado diez años antes.

d) Insuficiencia de las regulaciones contables

Así como no existieron mecanismos de control adecuados sobre las entidades financieras, tampoco había en el país una reglamentación clara y completa sobre la forma de llevar la contabilidad de las empresas del sector productivo; existían grandes vacíos en la interpretación de las regulaciones contables en temas críticos (como el tratamiento de los efectos de la inflación sobre los balances y estados de pérdidas y ganancias, la presentación de las cuentas de orden, y otros) que dejaban amplio margen a la interpretación de los contadores y revisores fiscales;

Cuadro 13

**COLOMBIA: DISTRIBUCION DE LAS RENTAS DEL CAPITAL,
TASAS DE INTERES REAL, Y DESVIACION DEL PRODUCTO
INTERNO BRUTO RESPECTO DE LA TENDENCIA
GENERADA POR EL CRECIMIENTO DE
LA POBLACION, 1970-1983**
(Porcentajes)

Año	Dividendos y participaciones/ Renta de la propiedad (empresa privada) (1)	Tasa de interés real (2)	Desviación del PIB respecto de la tendencia poblacional (3)
1970	60.0	2.5	(5.5)
1971	57.1	5.2	(4.3)
1972	63.3	2.3	(1.4)
1973	63.9	(1.1)	1.0
1974	66.7	0.4	2.8
1975	59.6	0.2	1.2
1976	61.1	3.1	2.0
1977	62.4	1.7	2.2
1978	57.7	3.8	6.7
1979	54.6	8.4	8.2
1980	52.7	9.6	8.6
1981	46.5	12.4	7.2
1982	45.1	13.0	4.5
1983	44.5	8.8	1.8

Fuente: (1): DANE, Cuentas Nacionales de Colombia: Cuenta de ingresos y gastos de las empresas privadas no financieras.
(2): Carrizosa (1985), p. 96.
(3): Regresión del logaritmo del producto interno bruto en función de la población.

esto llevó a que empresarios inescrupulosos utilizaran contadores y revisores de "manga ancha", cuando no abiertamente tramposos. Así lo pudieron comprobar los acreedores cuando les tocó revisar la realidad de los estados financieros de sus deudores morosos, lo que culminó en no pocas demandas penales.

La insuficiencia administrativa de la Superintendencia de Sociedades, encargada de la vigilancia y control de las sociedades anónimas y de las sociedades limitadas más grandes fue, junto con lo inadecuado de las normas contables, otro factor crítico en los errores que cometió la banca al prestar basándose en estados financieros amañados. Igual que en el caso de la Superintendencia Bancaria, la Superintendencia de Sociedades no se tecnificó ni capacitó suficientemente a su muy mal pagado personal para enfrentar el enorme aumento del número y la complejidad de las empresas bajo su vigilancia; esto explica en gran medida la desconfianza de los in-

versionistas acerca de la realidad de los patrimonios declarados por las sociedades, y sobre lo fidedigno de los avalúos como elemento para determinar el valor de las acciones, en adición a los dividendos repartidos.

El gobierno expidió en 1986 el Decreto 2160, sobre normas de contabilidad, con el fin de corregir los vacíos más obvios en este campo, aunque sin dar soluciones de fondo al espinoso problema del tratamiento contable de la inflación.

4. Consecuencias sobre el sector productivo

Una de las inquietudes interesantes que suscita el aumento observado y analizado del endeudamiento se refiere a sus relaciones con el desempeño del sector productivo. El aspecto que corresponde examinar, por lo tanto, es el efecto del endeudamiento sobre el riesgo de insolvencia de las empresas. Un alto nivel de endeudamiento eleva el riesgo de insol-

vencia que puede derivar de una recesión o de un alza de las tasas de interés. Cabe suponer que la frecuencia de casos de insolvencia observada está inversamente relacionada con la participación de las utilidades en las rentas totales provenientes de la propiedad del capital, para la economía en general. Cuanto más baja sea esta participación, mayor será el número probable de casos de insolvencia.

En el cuadro 13, columna (1), se presenta el valor de esa participación desde 1970 hasta 1983. La columna (2) del cuadro muestra estimaciones de la tasa de interés real. La columna (3) indica la diferencia porcentual entre el valor observado del PIB y la tendencia de largo plazo del producto interno bruto derivada del crecimiento de la población. Durante el período analizado hubo dos etapas de actividad económica vigorosa (1970-1974 y 1976-1980), una recesión breve en 1975 y otra prolongada de 1981 en adelante. Esta última es interesante de analizar. En el cuadro, las cifras de la primera columna son indicativas tanto del elevado endeudamiento alcanzado como del efecto de la recesión económica y de las altas tasas de interés sobre las utilidades después de 1980. Para muchas empresas la recesión se tradujo en pérdidas que las inhabilitaron para responder por sus acreencias con el sistema financiero. La coincidencia de aguda recesión, altas tasas de interés reales y elevado endeudamiento, configuró el escenario propicio para que parte del sector productivo no pudiese permanecer solvente, y trasladara sus pérdidas a las entidades de crédito, haciéndoles efectivo el riesgo que asumieron al prestar sin la debida prudencia, y con el respaldo por omisión de una Superintendencia Bancaria inhabilitada para

evaluar la relación de capital a activos de riesgo en dichas entidades.

En contraste, puede afirmarse que los índices relativamente bajos de endeudamiento registrados en décadas anteriores permitieron a las empresas absorber los golpes recesivos con menores traumatismos financieros. La economía colombiana ha registrado recesiones profundas anteriormente (por ejemplo, en 1967) y, sin embargo, nunca antes se había advertido efectos tan extendidos y generalizados de insolvencia. Nunca los índices de cartera bancaria vencida o de dudoso recaudo habían mantenido niveles tan altos desde 1950. Esto se analiza en la sección siguiente.

Desde otro punto de vista, cabe preguntarse si el fenómeno de la insolvencia financiera presenta a su vez efectos de retroalimentación sobre el sector productivo. Una empresa que no puede pagar sus obligaciones bancarias, y se va a la quiebra, deja de producir; a pesar de que su operación tal vez continúe siendo rentable, la empresa no es institucionalmente viable, dado el conflicto de derechos de propiedad que la quiebra protocoliza. En una empresa bien capitalizada, el resultado puede ser diferente, puesto que las pérdidas son absorbidas por los accionistas, para quienes la disminución en el valor de la acción puede ser transitoria si se trata de una empresa viable a largo plazo. Es muy difícil establecer cuántas empresas insolventes en Colombia hubieran podido continuar funcionando de haber contado con una base más sólida de capital, en lugar de verse convertidas en chatarra o bienes raíces cesantes y en reclamo prendario, a la espera del desarrollo de todo el trámite legal e institucional que acompaña al proceso de bancarrota.

III

Papel del endeudamiento empresarial en las dificultades del sector financiero durante los años ochenta

1. Evolución de la cartera de las entidades financieras

En secciones anteriores se ha visto cómo de la conjunción de una demanda ilimitada de crédito por parte del sector no financiero y de un gran aumento de las disponibilidades de recursos en manos del sector financiero a raíz de las reformas de 1972-1974,

el endeudamiento de las principales empresas no financieras del país llegó a niveles muy elevados a comienzos de los años ochenta.

Se ha visto también que los márgenes de utilidad de las empresas del sector productivo comenzaron a descender como consecuencia del menor ritmo de crecimiento, lo que significó que la

capacidad de esas empresas para pagar las altas tasas de interés reales prevaletientes en el país no se pudo conservar. Las empresas sobreendeudadas comenzaron entonces a atrasarse en el pago de sus intereses, lo que inicialmente fue resuelto por las entidades financieras con una refinanciación continua del principal y los intereses, aumentando aún más los niveles de endeudamiento de los clientes. Esto se explica por la necesidad de no dejar vencida la cartera, evitando el tener que incluir esas deudas entre las de dudoso recaudo. Según las normas legales colombianas, contra las deudas no amparadas con garantías reales hay que establecer provisiones para protección de cartera equivalentes al 100% del valor de éstas, más sus intereses causados y no percibidos, y lo mismo debe hacerse sobre aquella parte de las deudas de dudoso recaudo que no esté plenamente amparada por una garantía real (hipotecas, prendas, etc.).

Anteriormente se explicó que, en el caso de muchas empresas sobreendeudadas, las entidades financieras les habían concedido grandes créditos sin garantías reales, ya que tales empresas generalmente estaban comprometidas con los acreedores que habían financiado la construcción o la importación de los activos fijos. De allí que la reacción inicial del sector financiero ante la crisis fuese taparse los ojos y refinanciar, con la esperanza de una recuperación de la economía. Como ésta no se produjo, los empresarios acosados siguieron pidiendo más crédito para pagar sus intereses, para no hablar de la refinanciación permanente del principal.

Finalmente, los bancos tuvieron que enfrentar el problema de una vez por todas, dejando vencer las obligaciones, para coaccionar así a los empresarios a buscar alternativas de recapitalización castigándolos con los intereses de mora y las amenazas de ejecución.

En el cuadro 14 se observa que en junio de 1980 la cartera vencida de los bancos comerciales sobrepasó por primera vez el límite de 7%, sin que esto se reflejara inicialmente en la cartera de dudoso recaudo. Esa señal de alarma no bastó sin embargo dada la realidad de la economía, y desde ese año la cartera vencida en los bancos aumentó continuamente hasta 1983; a esas alturas, el problema se había convertido ya en una acumulación de cartera de dudoso recaudo, como lo indica el rápido incremento de ella a partir de 1982, hasta llegar a un tope del 18.7% en junio de 1985.

Razón fundamental para que los problemas se trasladaran al área de dudoso recaudo, y por tanto, al estado de pérdidas y ganancias del sector financiero, en virtud de las provisiones obligatorias en ese caso, fue la explosión de concordatos en el sector productivo.

En efecto, cuando la banca presionó a los empresarios sobreendeudados, negándoles la refinanciación de intereses, y la refinanciación del principal, éstos se negaron a capitalizar sus sociedades, dado el peso enorme de la deuda y las incertidumbres sobre el desarrollo de la economía, y prefirieron recurrir a la fórmula del concordato preventivo para protegerse de las entidades financieras y de los otros acreedores.

La ley colombiana establece que una vez que la empresa solicita un concordato preventivo con sus acreedores, éstos no pueden embargarla ni hacer efectivas sus garantías reales mientras no se tome una decisión sobre el futuro de la empresa por una mayoría que represente no menos del 70% del valor de las acreencias. Estas últimas tienen que ser previamente aceptadas por la empresa, o en caso de conflicto, homologadas por un juez.

Durante todo este proceso, los dueños conservan el control y dirección de la empresa. En muchos casos, ellos mismos complican los trámites (disputando la validez de las deudas, por ejemplo), de manera que pueden pasar años sin poder reunir una asamblea de acreedores capaz de tomar decisiones sobre el futuro de la empresa: liquidarla o administrarla directamente.

En algunos casos, el tiempo ganado por los empresarios es aprovechado para saquearla por dentro, dejando luego a los acreedores un cascarón lleno de pasivos.

La práctica generalizada del concordato ha tenido enormes efectos en el sector financiero, ya que, según normas de la Superintendencia Bancaria, tan pronto una empresa solicita el concordato, las deudas, *vencidas o no*, pasan a incluirse entre las de dudoso recaudo, con el agravante de que aun en el caso de las obligaciones amparadas por garantías reales, hay que constituir una provisión del 50% del valor de los intereses causados y no cobrados.

De allí que, a partir de 1983, el incremento de la cartera de dudoso recaudo de los bancos, haya sido más acelerado que el de la cartera vencida.

Fenómenos similares a los descritos para la banca ocurrieron a las corporaciones financieras a

Cuadro 14

**COLOMBIA: PARTICIPACION DE LA CARTERA VENCIDA Y DE LA
DE DUDOSO RECAUDO EN LA CARTERA TOTAL, 1970-1985**

(Porcentajes)

Año	Bancos comerciales		Corporaciones financieras		Compañías de financiamiento comercial		Corporación de ahorro y vivienda	
	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo
1970 Junio	...	3.1		...				
Diciembre	...	2.6		...				
1971 Junio	6.6 ^a	2.6		...				
Diciembre	6.2 ^a	2.5		...				
1972 Junio	5.3 ^a	2.7		...				
Diciembre	5.3 ^a	2.9		...				
1973 Junio	5.4 ^a	3.1	1.9	...				
Diciembre	4.6 ^a	3.5	1.6 ^a	6.5				
1974 Junio	4.6 ^a	3.5	1.6	...				
Diciembre	6.0 ^a	3.0	2.3	5.9				
1975 Junio	5.4 ^a	4.0	2.5	5.6			4.9 ^b	0.1
Diciembre	4.8 ^a	4.1	...	6.1			5.1 ^b	0.2
1976 Junio	4.9 ^a	5.8	3.8	6.1			9.4 ^b	0.4
Diciembre	4.5 ^a	4.0	2.3	5.6			10.6 ^b	0.8
1977 Junio	5.0 ^a	4.8	2.3	5.6			8.4 ^b	0.6
Diciembre	4.5 ^a	4.1	2.4	4.0		0.1	11.6 ^b	1.3
1978 Junio	5.2 ^a	4.2	3.0	3.7		...	11.5 ^b	2.8
Diciembre	4.3	4.2	2.3	3.6		0.4	5.3 ^b	2.3
1979 Junio	6.1 ^a	3.5	5.1	4.2		...	6.1	2.2
Diciembre	5.2 ^a	4.5	4.7	5.6		0.9	7.8	2.9
1980 Junio	7.1	3.7	5.5	6.5		...	8.0	2.3
Diciembre	6.2	3.2	3.8	4.8		1.3	7.2	2.3
1981 Junio	8.1	3.8	4.1	5.6	9.8	1.1	8.8	1.8
Diciembre	7.6	3.7	...	4.1	7.8	1.4	...	1.4
1982 Junio	10.1	5.0	5.4	4.7	8.2	1.4	10.4	1.4
Diciembre	11.5	7.5	6.6	7.3	10.0	5.0	9.5	1.8
1983 Junio	13.1	8.8	7.5	8.2	13.4	13.8	8.5	1.6
Diciembre	11.4	7.5	10.0	14.4	9.7	15.7	6.6	1.6
1984 Junio	12.2	10.0	5.4	14.2	...	...	8.5	2.4
Diciembre	9.5	15.2	7.4	14.2	...	...	5.8	2.5
1985 Junio	12.2	18.7	5.4	14.6	...	...	8.5	3.4
Diciembre	6.9	16.8	5.2	21.4	...	...	4.9	3.6

Fuente: Revista del Banco de la República (enero de 1986).

^aSe refiere al sistema bancario, no incluye Caja Agraria ni Banco Central Hipotecario (BCH).^bSe refiere a los préstamos vencidos en relación con el total de préstamos y descuentos de las corporaciones de ahorro y vivienda.

partir de 1979, cuando su cartera vencida comenzó a incrementarse hasta llegar a un tope de 10% del total en diciembre de 1983, para luego descender otra vez (cuadro 14). Tal como ocurrió con los bancos, la cartera de dudoso recaudo sobrepasó la línea del 7% por primera vez en diciembre de 1982, cuando la Superintendencia Bancaria comenzó a exigir una mayor severidad en el tratamiento de la cartera vencida. Tras un período de estabilización en 14%, la cartera de dudoso recaudo de las corporaciones aumentó a 21.4% debido a nuevos y cuantiosos concordatos que, como se explicó antes, caen directamente en este rubro aun sin estar las obligaciones vencidas.

Las corporaciones de ahorro y vivienda, merced a su régimen especial que sólo les permite colocar préstamos hipotecarios de primer grado, no tuvieron los problemas de los demás intermediarios financieros, como se nota en el cuadro 14. Su cartera de dudoso recaudo sólo comenzó a afectarse a partir de 1984, cuando las políticas de ajuste de corte recesivo redujeron la capacidad de los asalariados para pagar el servicio de los préstamos de vivienda, problema que ha venido agravándose desde entonces.

Las compañías de financiamiento comercial, que en muchos casos concentraron sus créditos como lo hizo la banca (por lo general sin garantías reales, dado lo corto de los plazos a los que usualmente prestan), vivieron problemas muy similares a los de la banca comercial, como lo muestra el fuerte aumento de la cartera de dudoso recaudo a partir de diciembre de 1982. Sus dificultades se vieron agravadas porque, a diferencia de los otros intermediarios financieros, carecen de cupos directos de liquidez en el Banco de la República, lo que tiende a convertir sus problemas de este tipo en crisis de solvencia que llevan a intervenciones y liquidaciones.

2. Evolución de la rentabilidad de las entidades financieras

Los problemas contables que se han descrito antes sobre el tratamiento de los activos fijos por efectos de la inflación, hacen que el concepto de patrimonio de las sociedades colombianas sea una base precaria para calcular su rentabilidad; por ello, hemos preferido trabajar con el concepto de margen financiero bruto como proporción de los activos productivos, con lo cual se excluyen del denominador los activos improductivos de toda clase, como las daciones en pago y las inversiones en activos fijos. Esta relación está diseñada para mostrar cómo el deterioro de la cartera de las entidades financieras, que las obligó a

Cuadro 15
COLOMBIA: MARGEN FINANCIERO
BRUTO DE BANCOS Y CORPORACIONES
FINANCIERAS PRIVADAS CON
RELACION A ACTIVOS
PRODUCTIVOS, 1970-1985

(Porcentajes)

Año ^a	Bancos	Corporaciones financieras
1970	7.8	3.8
1971	6.9	3.8
1972	6.7	3.7
1973	8.9	3.7
1974	7.0	3.9
1975	7.1	4.6
1976	6.9	4.8
1977	6.6	3.5
1978	6.3	3.2
1979	6.9	2.9
1980	8.2	4.9
1981	7.5	6.1
1982	6.6	7.6
1983	6.2	6.2
1984	3.8	1.8
1985	3.0	-1.2

Fuente: Asociación Bancaria de Colombia (1985), pp. 26 y 44.

^aJunio de cada año.

crear provisiones para los intereses y el principal de sus acreencias de dudoso recaudo, fue minando su rentabilidad en forma progresiva. En el caso de los bancos comerciales, el margen bruto de rentabilidad de las colocaciones comenzó a bajar en 1980 desde un nivel muy alto de 8.2%, hasta 3% en 1985 (cuadro 15).

Las corporaciones financieras, con más garantías reales en el total de su cartera por lo largo de los plazos a que colocan buena parte de sus recursos, tardaron más en ver su rentabilidad afectada, pero la racha de quiebras y concordatos de 1983 en adelante finalmente tuvo un impacto aún más dramático sobre ellas: en 1984 el margen de rentabilidad era de 1.8%, y en 1985 se había vuelto negativo, de -1.2%. Su mayor endeudamiento relativo en moneda extranjera se transformó en un problema grave cuando se aceleró la devaluación real desde 1984.

La caída de los márgenes de rentabilidad financieros no fue más que el reflejo contable, en los estados de pérdidas y ganancias, de la crisis de la cartera generada por la incapacidad del sector pro-

ductivo de pagar sus deudas, como ya se explicó; el resultado fue la eventual iliquidez de muchas entidades financieras, complicada con pánico de ahorradores al revelarse malos manejos o diversos tipos de préstamos ilegales en varias de ellas, que llevó desde mediados de 1982 a intervenciones generalizadas por parte del gobierno, y a la creación de un régimen jurídico especial que permitía nacionalizar una empresa financiera con celeridad y reducir casi a cero el valor de los aportes de los anteriores dueños. Por este procedimiento el gobierno adquirió el control de las empresas financieras del Grupo Grancolombiano, el más grande del país, y de una serie de bancos, corporaciones financieras, etc., por todo lo cual el Estado controla en la actualidad más del 70% de los activos bancarios.

Las dificultades de otros bancos obligaron al gobierno a crear fondos de capitalización en el Banco de la República, a través de los cuales se ha emitido una cantidad importante de dinero para subsidiar la capitalización del sector financiero; pero esto ha complicado el manejo de los medios de pago, con resultados regresivos sobre una distribución del ingreso de por sí altamente desigual.

Hay que añadir que si bien las nacionalizaciones y la entrega fiduciaria al Estado de algunas entidades financieras importantes las salvaron de la quiebra e impidieron que miles de ahorradores perdieran sus depósitos ante la insuficiencia de los activos de tales entidades para responder por sus pasivos, el costo para la Nación ha sido alto. En otros casos, la Superintendencia Bancaria simplemente ordenó la liquidación de las entidades financieras insolventes, como antes se explicó; pero al no estar preparada para manejar las 32 entidades que le correspondió administrar, la Superintendencia ha tenido graves dificultades para controlar eficientemente a sus propios liquidadores, y proteger debidamente a los ahorradores. Hay que advertir que en Colombia no existe un seguro de depósitos, y que cuando una entidad financiera entra en problemas, las únicas alternativas siguen siendo su intervención o su estatización. En 1985 entró en funcionamiento el Fondo Nacional de Garantías de las Instituciones Financieras, que tiene por objeto resolver los problemas de solvencia de éstas antes de que se vuelva inevitable su liquidación o nacionalización; en la práctica, dada la crítica situación del sector, se ha

Cuadro 16

COLOMBIA: PATRIMONIO DEL SISTEMA BANCARIO, 1970-1985

(Millones de pesos constantes de 1970)

Fin de:	Capital pagado	Reserva legal	Reservas eventuales	Superávit por valorizaciones	Ajuste de tipo de cambio	Total
1970	1 856.3	1 064.1	94.8	195.9	5.7	3 216.9
1971	1 795.9	1 141.9	131.5	175.8	10.3	3 255.3
1972	1 636.2	1 171.7	165.0	193.8	13.2	3 179.9
1973	1 341.2	1 147.1	111.5	191.9	15.9	2 807.8
1974	1 182.8	1 067.2	89.3	220.6	24.3	2 584.3
1975	1 154.6	1 164.1	79.0	273.3	37.4	2 708.4
1976	1 194.2	1 222.4	87.4	266.5	40.9	2 811.5
1977	1 306.1	1 294.4	89.5	296.6	56.3	3 042.9
1978	1 286.7	1 333.1	143.3	625.9	62.6	3 451.6
1979	1 102.8	1 313.0	107.2	956.5	81.8	3 561.3
1980	1 066.6	1 440.9	113.2	1 231.8	126.7	3 979.1
1981	910.4	1 381.5	161.3	1 673.0	194.4	4 320.4
1982	844.9	1 235.9	159.6	1 987.3	271.7	4 499.4
1983	755.3	1 151.3	109.5	2 235.5	454.9	4 706.5
1984	671.0	868.5	100.0	2 106.7	344.2	4 090.4
1985	720.0	694.3	91.8	1 752.7	605.7	3 864.4

Fuente: Balances de los bancos y cálculos de la Asociación Bancaria. Las cifras se deflactaron por el índice de precios al por mayor del comercio.

Cuadro 17

**COLOMBIA: COEFICIENTES DE GINI DE LA DISTRIBUCION
DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA EN SEIS SOCIEDADES
ANONIMAS FINANCIERAS**

	Banco de Colombia	Banco de Bogotá	Compañía Suramericana de Seguros	Colseguros	Banco Comercial Antioqueño	Banco del Comercio
1970						
1971						
1972						
1973						
1974		0.80		0.80	0.61	0.91
1975	0.82	0.80		0.81	0.66	0.92
1976						
1977	0.84	0.85	0.84	0.81	0.66	0.92
1978	0.86	0.82	0.91	0.88	0.69	0.91
1979	0.88		0.90	0.89	0.78	0.90
1980	0.84		0.93	0.90	0.76	0.93
1981	0.85		0.94	0.94	0.88	0.94
1982	0.79		0.73	0.84	0.84	0.78
1983	0.94	0.94	0.90	0.94	0.88	0.94
1984						

Fuente: Bolsa de Bogotá (1984), *Manual del Mercado Bursátil*, Bogotá.

tenido que continuar con el proceso de estatización de la intermediación financiera mediante cuantiosos aportes de capital del Fondo, con recursos del Banco de la República y con los ahorros del Fondo Nacional del Café.

Aunque el Fondo Nacional de Garantías de las Instituciones Financieras tiene facultades para crear un sistema de garantías a los depósitos, hasta ahora no lo ha hecho por la magnitud de los problemas existentes y la incertidumbre sobre la real situación de muchos intermediarios.

3. Descapitalización y concentración

Desde el punto de vista contable, las pérdidas de las entidades financieras deben cargarse contra el capital pagado y las reservas que tengan constituidas. No es de extrañar, entonces, la radical variación sufrida por la estructura del patrimonio de los bancos del país (cuadro 16). En 1970, el capital pagado representó el 57.7% del patrimonio de la banca, la reserva legal el 33%, las reservas eventuales el 3%, el superávit por valorizaciones el 6.1% y el de ajuste de

cambios 0.02%. En otras palabras, cerca del 94% del patrimonio bancario en 1970 se originaba en aportes en efectivo o en utilidades retenidas, mientras que sólo 6% provenía de valorizaciones contables de activos fijos o en moneda extranjera.

Hacia 1985, las proporciones se habían alterado radicalmente, como consecuencia de la caída de la rentabilidad de las acciones; el gobierno autorizó en 1978 que el superávit por valorización de activos se incluyese dentro del patrimonio para efectos de cumplir con las relaciones legales de endeudamiento, con lo cual se repitió en el sector financiero el fenómeno contable que ya se describió respecto del sector productivo. Los accionistas lógicamente buscaron hacer uso de este mecanismo antes que aportar nuevo dinero, cuya rentabilidad era mayor en títulos de renta fija después de 1972, como se dijo antes. En consecuencia, en 1985 el capital pagado y las reservas constituyeron menos del 40% del patrimonio bancario, y el 61% correspondió a valorizaciones, de significado real muy incierto.

Lo impresionante del caso es que aun con estos mecanismos contables, las pérdidas rebajaron el va-

lor real del patrimonio bancario, de un máximo de 4 706 millones de pesos de 1970 en 1983, a 3 864 millones en 1985. Incluso en el año tope de 1983, el incremento con relación a 1970 fue de sólo 46% (2.95% anual compuesto) en términos reales, sobre un período de 13 años en el cual M_2 aumentó vertiginosamente con relación al producto interno bruto.

Pero no sólo hubo una descapitalización real de los bancos a partir de 1983, sino que culminó en ese período un proceso de concentración accionaria que, según anotamos, comienza a observarse en todas las grandes sociedades anónimas del país en los años setenta.

Una muestra de cuatro grandes bancos privados y dos compañías de seguros (cuadro 17) deja ver que en todos ellos aumentó el índice de concentración de las acciones entre 1974 y 1983; en todos menos en un banco disminuyó el número de accionistas, ya que la concentración se efectuaba a través de sociedades que compraban a los accionistas individuales sus aportes, que éstos invertían luego en títulos de renta fija. El cierre de las sociedades, como es sabido, iba seguido de la explotación de ellas a través del mecanismo del grupo o conglomerado, con la resultante concentración de créditos y beneficios.

Los esfuerzos del pasado gobierno por democratizar las entidades financieras a través de decretos que fijan plazos obligatorios para ello, han tenido que ser prorrogados una y otra vez ante la baja rentabilidad del sector y la falta de fe del público en él; en cambio, los créditos subsidiados de los fondos de capitalización que se crearon para llevar nuevos inversionistas al sector financiero y al productivo, sólo han acentuado el proceso de concentración, ya que en la práctica las emisiones de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en éstas, sólo han sido suscritas por los mismos accionistas que controlaban la sociedad emisora.

La meta del pasado gobierno y del actual de capitalizar a los sectores productivo y financiero, democratizándolos en el proceso, no sólo no se ha logrado, sino que no se ve posible mientras no se resuelvan los grandes problemas estructurales que se anotaron en capítulos anteriores sobre el desarrollo del mercado nacional de capitales; no mejore la baja rentabilidad actual de la mayoría de las sociedades anónimas en comparación con las tasas de interés pagadas al ahorrador, y no se elimine la desconfianza de éste acerca de la calidad moral de muchos de los administradores y empresarios.

IV

Resumen y conclusiones

El presente trabajo ha mostrado claramente la tendencia al mayor endeudamiento en el sector empresarial colombiano, financiero y no financiero, desde 1950 hasta 1985. Este endeudamiento se distribuyó en proporciones relativamente constantes entre deuda interna y deuda externa a lo largo del período transcurrido a partir de 1970, en el cual ha estado vigente el actual régimen de control de cambios. También permaneció relativamente estable la deuda a corto plazo, como proporción de la deuda total de las empresas no financieras, según una muestra analizada en detalle.

Durante el período estudiado las empresas aumentaron su endeudamiento con el sector financiero y con el sector laboral, aunque la deuda con este último ha permanecido relativamente estable desde mediados de los años setenta. La razón del creciente

endeudamiento del sector productivo se encontró entonces en el campo financiero.

Para explicar este fenómeno, se utilizó un modelo teórico del costo del capital, que vincula los factores tributarios, los intereses y la inflación, y con el cual se puede inferir que la demanda de crédito por parte de las sociedades anónimas se ha visto fuertemente estimulada, por lo menos desde 1950, por factores tributarios e inflacionarios. En especial, el impuesto a la renta de las sociedades, la inflación y la mayor facilidad de evasión de la tributación personal sobre los intereses, han alentado el endeudamiento.

Por su parte, la oferta de capital estuvo dirigida básicamente hacia las acciones hasta fines de los años sesenta, debido a la congelación a niveles reales negativos de las tasas de interés que podían ofrecer

los intermediarios financieros. Las reformas de los años setenta cambiaron esta situación y aumentaron rápidamente la oferta de crédito basado en cuasidivido, captado a tasas reales altas por las entidades financieras.

Por razones de costos de colocación y de concentración en conglomerados, se produjo una acumulación de créditos que facilitó el endeudamiento hasta niveles peligrosos de las principales sociedades del país, bajo la convicción de que sus utilidades brutas eran suficientes para cubrir los gastos financieros, y de que la oferta de crédito seguiría haciendo posible la renovación permanente de los préstamos.

La disminución del ritmo de crecimiento de la economía colombiana a partir de 1980 sorprendió a parte importante del sector productivo con altos costos financieros, cada vez más difíciles de cubrir; vinieron entonces las moras e incumplimientos en los pagos, que finalmente se tradujeron en concordatos empresariales, y en carteras de dudoso recaudo en las entidades financieras. A su vez, esto último provocó pérdidas cuantiosas debido a las normas existentes sobre provisiones de los intermediarios financieros, lo que llevó a intervenciones de bancos y corporaciones, y por último a su estatización en ciertos casos importantes.

Del resumen anterior se puede extraer algunas conclusiones significativas:

a) Si el régimen tributario de las sociedades les permite deducir los intereses pagados, mas no así los

dividendos distribuidos, se crea un estímulo al endeudamiento como manera de obtener capital. Este estímulo será más fuerte mientras mayores sean los niveles nominales de las tasas de interés, y más facilidades existan para la evasión a nivel personal de los impuestos sobre intereses recibidos.

b) Para que las tendencias al endeudamiento de las empresas del sector productivo se concreten, sin embargo, se necesita que los intermediarios financieros tengan recursos suficientes y la voluntad de asumir los riesgos que dicho endeudamiento acarrea. Lo primero ocurre en mercados de capitales imperfectos, en los cuales la valorización de las acciones no es apreciada por los inversionistas como parte del rendimiento y en cambio se permite a los intermediarios ofrecer tasas de interés atractivas para captar el ahorro.

La voluntad de correr los riesgos, a su vez, depende del grado de concentración de las empresas en conglomerados industriales-financieros, de la dispersión y tamaño de las entidades intermediarias, de su profesionalismo, de los controles que el Estado efectivamente ejerza, y de las perspectivas de la economía.

En Colombia, durante el período 1970-1985 se agudizaron los factores que estimulaban la demanda de crédito, y simultáneamente hubo una respuesta institucional dirigida a satisfacer esa demanda no a base de capital accionario sino de capital deuda. El resultado fue la crisis del sector productivo, cuando la economía se desaceleró a partir de 1980.

Referencias bibliográficas

- Asociación Bancaria de Colombia (1985): *Estadísticas e indicadores de bancos y corporaciones financieras, 1970-1985*, Bogotá.
- Auerbach, Allan (1983): Taxation, corporate financial policy and the cost of capital, *Journal of Economic Literature*, vol. XXI (3), septiembre, pp. 905-940.
- Carrizosa, Mauricio (1985): Las tasas de interés y el ahorro financiero en Colombia, *La coyuntura del sector financiero, y las tasas de interés*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, pp. 87-158.

- _____ (1986): *Hacia la recuperación del mercado bursátil*, Bolsa de Comercio, Bogotá, pp. 5, 94-96.
- Figueroa Jaramillo, Alejandro (1983): El endeudamiento interno y la reactivación económica de los países de América Latina. El caso colombiano, *Boletín de Asuntos Económicos*, Banco de Bogotá, Ns. 85 y 86, pp. 6, 14-15.
- Restrepo, J.C. (1985): La economía colombiana y el desarrollo de la sociedad anónima en los últimos treinta años, en Comisión Nacional de Valores, *Boletín mensual*, mayo de 1985.