

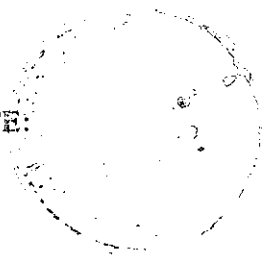
In - 100

- 6 -

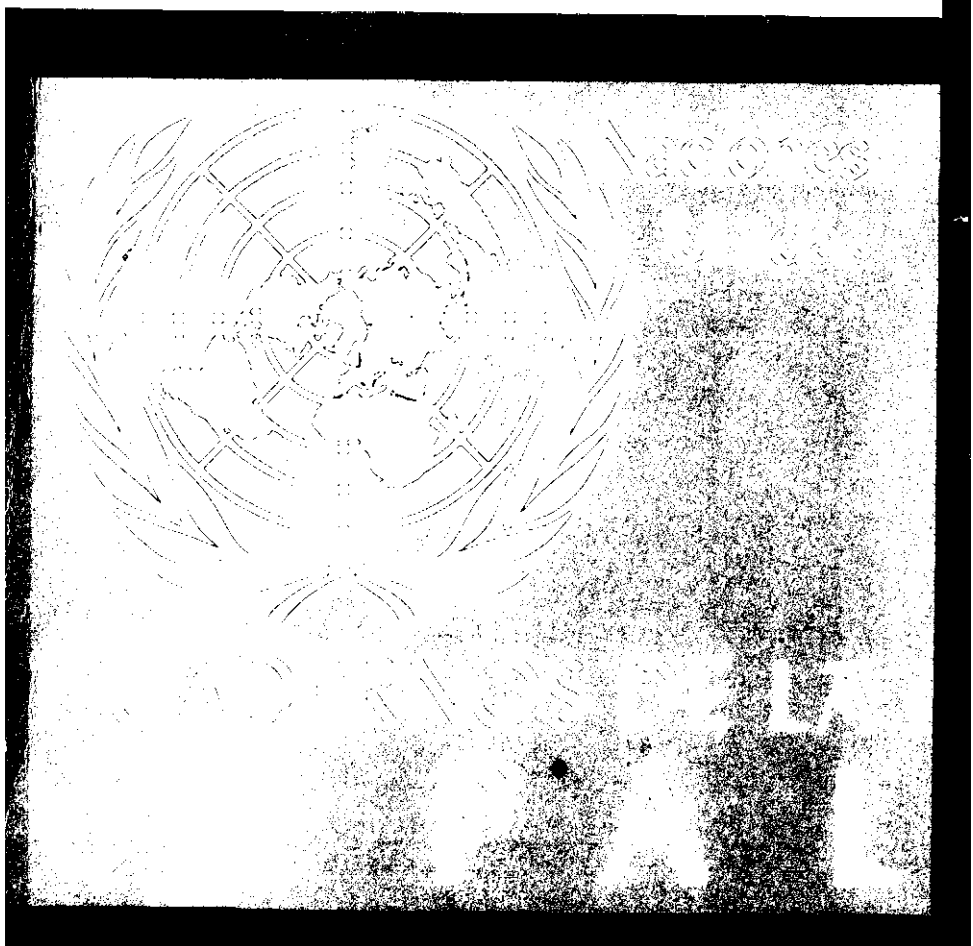
En 100

100

DINERO DE VALOR CONSTANTE:  
CONCEPTOS, PROBLEMAS  
Y EXPERIENCIAS



*Jorge Rose*



1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33  
34  
35  
36  
37  
38  
39  
40  
41  
42  
43  
44  
45  
46  
47  
48  
49  
50  
51  
52  
53  
54  
55  
56  
57  
58  
59  
60  
61  
62  
63  
64  
65  
66  
67  
68  
69  
70  
71  
72  
73  
74  
75  
76  
77  
78  
79  
80  
81  
82  
83  
84  
85  
86  
87  
88  
89  
90  
91  
92  
93  
94  
95  
96  
97  
98  
99  
100

1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33  
34  
35  
36  
37  
38  
39  
40  
41  
42  
43  
44  
45  
46  
47  
48  
49  
50  
51  
52  
53  
54  
55  
56  
57  
58  
59  
60  
61  
62  
63  
64  
65  
66  
67  
68  
69  
70  
71  
72  
73  
74  
75  
76  
77  
78  
79  
80  
81  
82  
83  
84  
85  
86  
87  
88  
89  
90  
91  
92  
93  
94  
95  
96  
97  
98  
99  
100

DINERO DE VALOR CONSTANTE:  
CONCEPTOS, PROBLEMAS  
Y EXPERIENCIAS

*Jorge Rose*

El autor es funcionario de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL). Las opiniones expresadas en este trabajo son de su exclusiva responsabilidad y pueden no coincidir con las de la organización a que pertenece.

Una versión especial de este trabajo fue presentada al Seminario Internacional sobre "Las instituciones financieras de fomento en América Latina - Desarrollo y Financiamiento de los Programas y Proyectos de Inversión" (Lima, mayo de 1975), bajo el título "Métodos para mantener el poder adquisitivo de los recursos de las instituciones financieras de fomento".

Composición, gráficos, impresión y encuadernación  
realizados por los servicios gráficos  
CEPAL / ILPES  
75-7-1429

# I N D I C E

|     |                                                   |    |
|-----|---------------------------------------------------|----|
| 1.  | Introducción                                      | 5  |
| 2.  | Conceptos                                         | 8  |
| a)  | <i>Indexing (o, también, indexation)</i>          | 9  |
| b)  | <i>Corrección monetaria</i>                       | 10 |
| c)  | <i>Reajustabilidad</i>                            | 11 |
| 3.  | Experiencias de aplicación                        | 12 |
| 4.  | Objetivos                                         | 15 |
| a)  | <i>El caso de la reajustabilidad parcial</i>      | 16 |
| b)  | <i>El caso de la reajustabilidad generalizada</i> | 17 |
| 5.  | Costo                                             | 19 |
| 6.  | ¿Se puede abandonar el DVC?                       | 22 |
| 7.  | Algunas conclusiones                              | 24 |
| 8.  | Investigaciones de casos: Brasil                  | 25 |
| a)  | <i>Estructura del sistema</i>                     | 26 |
| b)  | <i>Propósito</i>                                  | 31 |
| 9.  | Investigaciones de casos: Chile                   | 33 |
| a)  | <i>Estructura del sistema</i>                     | 33 |
| b)  | <i>Funcionamiento</i>                             | 34 |
| 10. | Investigaciones de casos: Colombia                | 38 |

/

## 1. INTRODUCCION

El presente análisis de los sistemas de Dinero de Valor Constante (DVC) era, a mediados de 1973, sólo una subsección del estudio en curso sobre el sector financiero especializado en vivienda de América Latina. Tenía como único objetivo completar la descripción de las muchas modalidades empleadas para captar recursos y financiar la edificación particular. En cuanto a estructura, comprendía tres investigaciones de casos que eran la totalidad de la experiencia latinoamericana y una tipificación en base a los denominadores comunes que éstos presentaban.

Repentinamente, sin embargo, dicho subtema adquirió importancia especial. De un lado, el recrudecimiento de la inflación mundial dió lugar a que cobrara vigor en las economías de mercado industrializadas la discusión acerca del DVC, discusión que se tornó polémica puesto que sólo contaban con experiencias propias limitadas y esporádicas. Del otro, en las tres economías latinoamericanas (que, en buena cuenta, eran la experiencia más importante de la historia económica occidental) el DVC comenzaba a mostrar una relación de costo a beneficio rápidamente creciente, induciendo a las autoridades nacionales a una revisión de su empleo.

Ambas circunstancias se conjugaron para dar al subtema una dimensión que rebasaba su relación con vivienda. Aunque ésta no perdió importancia, su impacto se hacía sentir no sólo sobre la política financiera sino que, asimismo, influía abiertamente sobre la programación monetaria. Aquella fue acrecentada aún más por los siguientes acontecimientos:

i) al nivel latinoamericano, los tres países que empleaban DVC comenzaron a reformular el sistema en uso sustituyendo en lo posible la modalidad más general (la reajustabilidad) por la que es de corte sólo financiero (la corrección monetaria). Siendo la segunda fácilmente intercambiable con emisiones financieras ordinarias, de tener éxito la sustitución debería dar lugar a esquemas financieros nuevos en América Latina.

ii) se pudo apreciar que un número creciente de grandes empresas de las economías de mercado industrializadas y de varias transnacionales comenzaron a publicar sus cuentas de resultado en los valores nominales tradicionales y según nuevos procedimientos DVC. Las primeras, además, solicitaban a sus respectivos servicios de impuestos internos que aceptaran los segundos para el cálculo de la depreciación; utilidades y ganancias de capital; y

iii) al nivel internacional, los países de la OPEP contemplaban una fórmula DVC para sus exportaciones. A la misma búsqueda también se abocaron algunos de los participantes en otros convenios comerciales internacionales.

En razón de los recursos disponibles, las tres investigaciones mencionadas se habían circunscrito al propósito original. Esta limitación tiene importancia, por supuesto, frente al uso potencial<sup>1</sup> del DVC es un hecho que dos de las investigaciones, las de Brasil y Chile, comprenden la

<sup>1</sup> Actualmente, se examina su viabilidad al nivel del comercio internacional.

totalidad de la experiencia mundial en materia de aplicación general y sistemática del DVC, y, asimismo, de las modificaciones susceptibles de introducirse para mellar el filo inflacionario que puede fácilmente presentar.

En dicha virtud y hasta que se presentaran nuevos casos, tenían plena validez los denominadores comunes mencionados. Estos permitían, de un lado, salvar el escollo analítico representado por la imprecisión sobre el significado de los términos *indización* (en inglés, *indexing*), *corrección monetaria* y *reajustabilidad*. A pesar de ser tres conceptos que aquí se reputan distintos se usan como sinónimos, razón que llevó a crear la frase Dinero de Valor Constante (DVC), que incluiría a las tres modalidades más otras que posiblemente surgirán en el futuro.

También resulta valedero el análisis de los objetivos que se persigue al aplicar el DVC en cualquiera de sus formas o combinando las mismas. Destaca el hecho de que no es una manera o instrumento de política económica para combatir una inflación. Su propósito es más limitado pues con él se procura tan sólo impedir que se asiente la desintermediación o, lo que resulta lo mismo, estimular la inversión.

Aunque lo mismo puede advertirse un muchos otros casos de empleo limitado, las experiencias latinoamericanas con el DVC demuestran que tiene un costo. Este recae en última instancia sobre el sector de personas. Antes, sin embargo, tiende a involucrar a las autoridades monetarias. Cuando éstas deben garantizar las emisiones financieras dentro del procedimiento de reajustabilidad, dichas experiencias demuestran que pueden verse en la necesidad de hacerlo emitiendo moneda aun cuando, por otro lado, estén adoptando medidas para reducir la liquidez de la economía.

Debido a lo anterior, el panorama latinoamericano presenta, primero, un caso de abandono de la reajustabilidad y, en general, del DVC. Si bien se produjo un retorno a condiciones financieras normales, la nueva estructura de flujos financieros comprendió un uso más amplio del mercado abierto pero a un nivel de tasas de interés más alto que anteriormente. En segundo lugar, presenta dos esfuerzos por sustituir la reajustabilidad de corte financiero garantizada por las autoridades monetarias por el sistema de corrección monetaria. En uno de los países Brasil, es un movimiento gradual que se estaría haciendo extensivo a transacciones no-financieras. El gradualismo también hubiera predominado en Chile de no haberse tornado excesivo el pasivo reajutable de la banca central, lo que le obligó a quitarle su respaldo a la liquidez inmediata de su principal componente, los llamados Valores Hipotecarios Reajustables.

Ahora bien, las autoridades latinoamericanas adoptaron el DVC con una audacia en que la necesidad era factor dominante. Su empleo, su ampliación y las correcciones que imponen están, en consecuencia, caracterizadas por el pragmatismo. Otras autoridades, que enfrentan desde ahora el uso del DVC en las contabilidades de las empresas, en la determinación de las pensiones de jubilación y en ciertas transacciones del sector privado, podrían aprovechar esa experiencia (con la que no contaban las primeras) para seguir un curso de acción que no sea improvisado.

Teniendo en cuenta su utilidad potencial, se consideró que el análisis del DVC debía ser ampliado y, asimismo, que merecía una presentación separada del estudio principal del que formaba parte. Este trabajo es el resultado.

En primer término se aboca a esclarecer la confusión que provoca un léxico demasiado novedoso y carente, en consecuencia, de definiciones que precisen los conceptos a los que se está haciendo referencia. Necesitándose un término genérico que englobe los tres sistemas en uso mundial se crea el concepto de Dinero de Valor Constante (DVC), que tiene razón de ser pues responde a la aspiración última de quienes lo emplean, esto es, la de impedir que con el correr del tiempo la moneda pierda su calidad de denominador común perfecto de todas las transacciones económicas.

El segundo punto es el de las transacciones a las que puede aplicarse. Aunque en ciertos momentos reitera lo expresado en la sección anterior, la duplicación se justifica por dos razones. Una, de corte expositivo, permite que dicha sección sea fundamentalmente conceptual. La segunda responde a la circunstancia de que existe una patente imprecisión acerca del campo en que pueden aplicarse las diferentes modalidades del DVC. Esto es importante no sólo desde el punto de vista de su adopción por la política financiera sino que, igualmente, para explicar las combinaciones más ventajosas con dichas modalidades.

En tercer lugar, analiza los objetivos susceptibles de perseguirse. Si se observa bien, la popularidad del DVC en la literatura económico-financiera actual se debe al curso seguido por los niveles de precios en las economías de mercado, vale decir, por su relación con la inflación. Pero mientras algunos creen que es un mecanismo para contenerla, otros creen que sólo sirve para hacerla llevadera y, en fin, hay autoridades académicas que insisten en que no pasa de ser otro factor inflacionario más. La experiencia latinoamericana a este respecto pone en evidencia que nunca ha sido una herramienta antinflacionaria pero que, aparte de otros objetivos más limitados, ha servido para canalizar transacciones financieras a objetivos prioritarios de la política económica.

Lo anterior lleva al cuarto punto tratado en este trabajo. Dicha canalización y en general el DVC, tienen un costo. Al analizarlo se encuentra que puede ser del todo aceptable para las autoridades encargadas de la política económica. No obstante, también puede llegar a ser inconveniente si ellas encuentran que se traduce en pasivos excesivos para las autoridades monetarias o en medidas que contradicen los lineamientos generales de la política vigente.

De ahí que el punto siguiente examine cómo las autoridades latinoamericanas se han esforzado desde 1974 en sustituir la modalidad de DVC llamada reajustabilidad por la de corrección monetaria. Esta sustitución afecta al sector financiero y, en particular, a las autoridades monetarias y constituye parte de un conjunto de medidas antinflacionarias. Sin embargo, en otros casos esta experiencia podría servir de ilustración para combinar las modalidades del DVC de modo que carezcan de efectos inflacionarios.

Finalmente, esta parte general, termina con un resumen. Siendo patente la necesidad de investigación adicional, sólo ofrece una primera aproximación a lo que normalmente serían conclusiones. En lo fundamental, el DVC es viable si se conjugan los sistemas que comprende de modo de reducir su costo conjunto (y, podría agregarse, su peligrosidad inflacionaria) a un nivel compatible con los beneficios que puede redituar. Después de todo, a eso se dirigen las políticas financieras de Brasil y Chile al escribir esta nota.

## 2. CONCEPTOS

Es centenaria<sup>2</sup> la teoría de que los valores unitarios nominales de una o más transacciones pueden variarse en función de los cambios que ocurran en el nivel general de precios. Aunque hubo casos aislados y temporales de aplicación de esta teoría, fue ignorada casi por completo hasta que las economías de mercado industrializadas se resintieron con el proceso inflacionario que las aqueja actualmente. No es de extrañar, por lo tanto, que haya adquirido resonancia en este decenio sin tener siquiera una definición o, cuando menos, una denominación aceptada consensualmente.

En esas economías se usa *indexing* o *indexation*, términos que se han adoptado, nacionalizados o traducidos literalmente en la mayoría de ellas.<sup>3</sup> En América Latina se emplean dichos términos en inglés, pero en español o portugués se emplean como sinónimos "reajustabilidad" y "corrección monetaria".

Ahora bien, aunque en la práctica todos estos términos puedan llegar a usarse como uno solo, en realidad se trata de tres conceptos distintos. Los dos sinónimos ingleses surgen de la teoría económica pura y son aplicables a una vasta gama de transacciones sin otra condición que los agentes que participan en ellas convengan de *motu proprio* en mantener constante el poder comprador de su valor unitario. Los dos términos latinoamericanos tienen sus raíces en una disciplina aplicada, la política económica, y se aplican, en consecuencia, a un número limitado de transacciones. De ellos, corrección monetaria es el más estrecho pues es aplicable exclusivamente a transacciones financieras, aunque, dada la confusión existente, la práctica lo hace extensivo a otras transacciones. La reajustabilidad cubre transacciones de diversa naturaleza pero siempre que la revaluación del valor unitario nominal se efectúe después de conocida la depreciación del nivel de precios, condición que no afecta a la corrección monetaria.

Los tres conceptos responden a un mismo principio aunque su sistemática varíe considerablemente. El principio común es el reconocimiento de que la unidad monetaria nacional cambia de significado si se le considera en un momento dado y en dos momentos separados. En el primer caso es un patrón perfecto del valor de mercado, pues es el denominador común de todas las transacciones efectuadas en la economía. Al agregar el factor tiempo pierde esa calidad debido a la variación en el nivel general de precios. Como corolario, reconocen que la cantidad de moneda asignada a una transacción debe variar en el tiempo para mantener su calidad de denominador común. Es este corolario el que lleva a emplear el término genérico Dinero de Valor Constante.

De otro lado, sus diferencias pueden plantearse atendiendo a la obligatoriedad legal y el procedimiento de cálculo. *Indexing* comprende las

<sup>2</sup> Fue propuesta por Alfred Marshall en 1866. Véase, al respecto, a David Finch, *Purchasing Power Guarantees for Deferred Payments*, en IMF Staff Papers, Vol. VI, 1957-1958, Washington, D.C., 1958.

<sup>3</sup> Recientemente el FMI ha comenzado a usar en castellano el término *indización*.

revalorizaciones obligadas por ley y aquellas que, en el fondo, son producto del juego de las fuerzas del mercado. Los términos latinoamericanos, en cambio, responden a un dictado de las autoridades que dirigen la política económica y que, por ello, son normalmente obligatorios.

En cuanto a los procedimientos para reponer el valor perdido, nada puede decirse en el caso de *indexing* puesto que sirve cualquiera que satisfaga a las partes. Originalmente, antes que el término se hiciera extensivo a transacciones no financieras, se entendía por corrección monetaria una tasa equivalente a la pérdida potencial de poder adquisitivo de una emisión financiera, la que se sumaba a la tasa de interés. En el caso de reajustabilidad el valor se calcula después de conocida dicha pérdida. Dicho de otro modo, la corrección monetaria se efectúa con una tasa cierta de interés y la reajustabilidad con una que se desconoce hasta que venza la emisión.

Las anteriores son las principales similitudes y distinciones. Sin duda se encontrarán otras en las definiciones individuales que siguen.

#### *a) Indexing (o, también, indexation)*

Este término se usa en las economías de mercado industrializadas. Se aplica a toda transacción en la que exista una modalidad para mantener constante en el tiempo su valor de compra, compensándolo indirecta y aproximadamente. Cuando la transacción se efectúa entre empresas o personas del sector privado se le califica como *indexation* espontánea. Si son las autoridades nacionales quienes la ordenan, se le conoce como forzada (*forced indexation*). Sin embargo, la calidad de espontaneidad no se pierde si el Estado establece el sistema para los impuestos y tasas que percibe y las pensiones que paga.

La amplitud conceptual del término difundido en dichas economías da lugar a que la argumentación a favor o en contra de la reajustabilidad pueda desplazarse a lo largo de las múltiples acepciones que se le puede dar. Para corregir esta situación los análisis recientes procuran, por lo tanto, abarcar el tema en su totalidad.

El profesor Samuelson, a quien podría calificarse de opositor al sistema, ofreció un análisis de siete puntos<sup>4</sup> sobre los diversos aspectos del DVC. Opina sobre los casos espontáneos, los forzados o legales, y sobre las diversas condiciones y situaciones en que pueden aplicarse. Con respecto a los sistemas legales es breve, reconociendo que las autoridades de Estados Unidos poseen las atribuciones del caso. Señala, sin embargo, que en Brasil sólo ha dado lugar a una proliferación de nuevas instituciones públicas encargadas de aplicarla.

Entre los partidarios del DVC destaca el profesor Milton Friedman, de la Universidad de Chicago. A comienzos de 1974 escribió un artículo<sup>5</sup> sobre "milagros económicos". Compara en él los casos del Japón y de la República Federal de Alemania, de hace un cuarto de siglo, con el más

<sup>4</sup> Véase, Paul A. Samuelson, *Aspects of indexing*, comunicado de prensa del 23 de septiembre de 1974.

<sup>5</sup> Véase, *El Mercurio*, Santiago de Chile, 31 de enero de 1974.

reciente del Brasil. De acuerdo con su artículo, los tres se basaron sobre políticas monetarias que permitieron la subsistencia de un sistema económico de mercado libre, sólo que Brasil siguió un camino distinto con la aplicación del DVC. Considera que le permite una tasa de inflación de 15% con menos distorsiones que las que provoca la de 9% a la economía norteamericana. Concluye: "Ya es tiempo de que en los Estados Unidos se aplique esta experiencia". En septiembre, sin embargo, cambió de opinión. Al tratar el tema con relación a los Estados Unidos,<sup>6</sup> coincide con Samuelson en que el DVC no debe imponerse al sector privado y propone, en su lugar, que se emplee sólo en el caso de los impuestos a la renta de personas y empresas y en la emisión de los bonos de la deuda pública de los Estados Unidos.

A mediados de año, el *National Institute of Economic and Social Research*,<sup>7</sup> del Reino Unido, anota que el país enfrenta un gran aumento de la desocupación, una caída de la demanda interna real y un creciente déficit en su balance de pagos. Sugiere, entonces, que todos los sueldos se relacionen con el índice de costo de vida y que se haga otro tanto con las transacciones que presuponen pagos corrientes, ahorro, inversión, endeudamiento e impuestos. Considera que sólo así podrían mejorarse el desempleo, la demanda interna y la situación de balance de pagos.

Además, el concepto de *indexation* es optativo en cuanto al momento en que se decida aplicarlo. Esto es, puede determinarse antes, o después de conocida la variación en el nivel general de precios.

#### b) Corrección monetaria

Consiste en aumentar la tasa de interés de un mutuo en la medida necesaria para compensar la pérdida potencial en el valor adquisitivo del capital prestado. Dicha tasa tiene, por lo tanto, dos componentes. Uno, la ganancia normal o, lo que es lo mismo, la tasa de interés propiamente; el otro, la indemnización que hace necesaria la existencia de un proceso de inflación.

En la práctica, por supuesto, se pacta una tasa única sin el desdoblamiento descrito arriba. Ello permite operar con cualquier modalidad para fijar intereses, incluida la de descuento. Asimismo, da lugar a que las transacciones puedan ser a plazos breves (días o semanas), característica que asimila los documentos emitidos con corrección monetaria a los demás de uso financiero.

Cabe observar aquí que la implantación de la corrección monetaria en Brasil fue parte de la política general de mediados de los años sesenta. Hasta entonces dominaba el concepto de que pasado cierto nivel máximo la tasa de interés dejaba de ser ganancia legítima. La ley castigaba la usura, esto es, una tasa superior a 14%, aunque la inflación tuviera un ritmo considerablemente más rápido. La derogación de la mencionada ley fue considerada como un acto de *corrección*, naturalmente, sobre la corriente monetaria.

<sup>6</sup> Véase, Milton Friedman, *Using Escalators to Fight Inflation*, Comunicado de prensa del 23 de septiembre de 1974. Asimismo, "¿Puede el uso de índices reducir el costo de la inflación?", en *Perspectivas económicas*, 1975/1, México, 1975.

<sup>7</sup> Véase, National Institute of Economic and Social Research, *Economic Review*, No 68, mayo de 1974, p. 4 y siguientes.

Aunque el concepto se ha hecho extensivo a una serie de transacciones, en la práctica está limitado a las de corte financiero, con tasa de interés (más corrección) cierta y fijada por anticipado. Para las operaciones a tasa incierta, que se determina después de conocida la de inflación, en el propio Brasil se usa la palabra *reajustaive*, siendo el ejemplo más destacado las *Obrigações Reajustaveis do Tesoro Nacional* (ORTN).

### *c) Reajustabilidad*

Ocorre cuando legalmente puede modificarse el valor nominal futuro de una transacción de acuerdo con las variaciones experimentadas por un índice que refleje el nivel general de precios. Son condiciones fundamentales, por lo tanto, que la decisión de modificar anteceda al primer momento de la transacción y, asimismo, que la modificación ocurra sólo después de conocida dicha variación.

La reajustabilidad es aplicable, a diferencia de la corrección monetaria, a toda suerte de transacciones. Sin embargo, desde el momento en que el sistema requiere contralor por parte de las autoridades que dirigen la política económica, se hace necesario limitar el número de transacciones sobre las que se aplica o instaurar un sistema de planificación central. De ahí que en la experiencia latinoamericana, dichas autoridades la imponen a transacciones claves o estratégicas solamente y permiten que las demás se rijan por el sistema de *indexing* o por las fuerzas libres del mercado.

### 3. EXPERIENCIAS DE APLICACION

Aunque conduzca a una exposición iterativa es necesario insistir en que cada una de las tres modalidades de DVC examinadas aquí abarca una gama diferente de transacciones. Dicha insistencia es importante desde dos puntos de vista. Del lado de las autoridades que deciden la política económica, influye sobre los resultados que esperan obtener del uso de una de ellas o de una combinación dada de las mismas y, asimismo, sobre las responsabilidades que harán recaer sobre sus juntas monetarias. Del lado de los agentes que participan en las transacciones económicas y financieras, su aceptación de alguna de dichas modalidades no es uniforme, variando en función de sus intereses<sup>8</sup> o su capacidad para participar en ellas. Esto conduce a marcos de referencia fundamentales, en los que dominan las condiciones locales y la amplitud con que pueden emplearse las modalidades mencionadas del DVC.

#### *Indexing*

En el primer sistema mencionado ni siquiera existe un límite teórico al número de transacciones al cual es aplicable. Mientras sea una de ellas mensurable en dinero y los participantes puedan unilateralmente (las pensiones de jubilación de los empleados públicos, por ejemplo) o por el libre juego de las fuerzas de mercado, convenir por anticipado o *ex post facto* la modificación del valor nominal, el sistema es aplicable.

Las modalidades de aplicación del *indexing* son tan variadas como el número de transacciones a las cuales se aplica. Entre ellas cabe citar:

- i) Fijación de una tasa de interés como un margen constante por encima de la corriente en el mercado de capitales, por ejemplo, LIBO más  $n\%$ ;
- ii) Revisión de precios por parte de los productores oligopólicos siguiendo un índice de costo de vida (Suecia e Israel);
- iii) Acuerdo entre determinados patrones y sindicatos de elevar los salarios siguiendo uno de dichos índices (la mayoría de esas economías);
- iv) Revisión periódica de alquileres para adecuarlos a un proceso inflacionario (Bélgica).

#### *Corrección monetaria*

Siendo la corrección monetaria una operación que, por la vía de una tasa de interés o de un descuento, anticipa la pérdida futura del poder adquisitivo, son limitadas las transacciones a las que puede aplicarse. Primero, los que participan en la transacción deben poseer una técnica que les permita

<sup>8</sup> En la práctica latinoamericana, por ejemplo, las empresas no financieras muestran una abierta preferencia por la corrección monetaria. Pueden precisar sus flujos y sus costos financieros futuros de antemano y no sólo estimarlos aproximadamente como sucedería en el caso de reajustabilidad. De otra parte, prefieren la última o el *indexing* si se trata de sus ventas.

evaluar dicha pérdida. En segundo lugar, la operación debe involucrar una transferencia de dinero en el primer momento de transacción que, además, debe constituir un valor aceptable en otro posterior.

Ambas condiciones eliminan o hacen excesivamente engorroso su empleo en una mayoría de transacciones. Aquellas en las que hay una transferencia real pagada por separado en cada uno de sus momentos están obviamente excluidas. Por ejemplo, los sueldos y salarios y los alquileres de viviendas o equipos constituyen en cada día de pago una transacción completa. No pudiendo anticiparse,<sup>9</sup> no pueden ser objeto tampoco de corrección monetaria.

La modalidad está circunscrita, por lo tanto, a las operaciones financieras, puesto que sólo en éstas se tiene un traspaso de fondos en un primer momento, los que son devueltos posteriormente. Esta limitación no reduce en absoluto la importancia de la corrección monetaria. Comprendiendo cualquier capital que se haya convenido devolver por ser un depósito, un recibo de efectivo o una compraventa con pago postergado, alcanza a ser aplicable al lado financiero de una mayoría de transacciones reales.

Esa importancia sólo se ve disminuída porque resulta difícil de aplicar (quizá debiera decirse aceptar por las partes) cuando los plazos involucrados son largos. Esto obedece a la hoy comprensible dificultad para evaluar las tasas de inflación más allá del futuro próximo. Por este motivo y precisamente por tratarse de las economías con más alta tasa de inflación en América Latina, en la región la corrección monetaria se usa sólo en operaciones de corte financiero a plazos cortos y medianos.

### *Reajustabilidad*

La reajustabilidad no adolece de esas limitaciones. Desde el momento en que el valor de la transacción se modifica con el dato que representa la inflación pasada, tiene una aplicación tan amplia como quieran o puedan darle las autoridades. Ahora bien, como esa amplitud tiene consecuencias, entre otros factores, sobre el costo del sistema, conviene considerar los dos casos que provee la experiencia latinoamericana. Uno es la aplicación parcial, a un tipo de transacción, y, el otro, un uso más universal.

La reajustabilidad puede aplicarse a un solo tipo de transacción o a un conjunto de transacciones claves o estratégicas. El primer caso es frecuente en el plano mundial, en tanto que el segundo sólo puede encontrarse en América Latina. Las situaciones que resultan de uno y otro caso son diferentes y se justifica, en consecuencia, describirlas con cierto detalle.

La aplicación *parcial* de la reajustabilidad es relativamente antigua. En los años treinta se usó en los Estados Unidos para impedir que los ingresos corrientes del sector agrícola continuaran disminuyendo conforme descendía al nivel internacional la relación de precios entre materias primas y manufacturas. Para el efecto, el gobierno de ese país estableció que la relación "normal" entre precios agrícolas e industriales era la que mantenían en 1913. En adelante, los primeros se ajustaron en función de los de la oferta fabril del país, para lo cual fue necesario crear un

<sup>9</sup> Lo que no obsta, por supuesto, para que uno de dichos arrendos pueda pagarse por anticipado. Es tan poco frecuente esta modalidad que no altera lo dicho arriba.

mecanismo, la Commodity Credit Corporation, que adquiriese y almacenase productos agropecuarios nacionales. El sistema subsiste, si bien se modificó en los años sesenta.

Otros casos de aplicación limitada son los de las corporaciones de vivienda de Colombia y los de salarios en Finlandia y Francia. Tales corporaciones reajustaron dos variables que les eran fundamentales. De una parte, lo hicieron con los depósitos que recibían tanto a la vista como a plazo y, de la otra, con los créditos que otorgaban a constructores y compradores de edificaciones.

En los casos de Finlandia y Francia sólo afectaba a una variable. Anualmente el nivel de sueldos y salarios de los sindicatos más importantes se reajustaba en función de las variaciones de los precios pagados por los consumidores. El sistema estuvo en uso en Francia poco menos de un decenio, pues fue suprimido e, incluso, se llegaron a prohibir pactos voluntarios de esa naturaleza en 1958. Después de un quinquenio, Finlandia siguió igual criterio en 1970.

En cuanto a la reajustabilidad *generalizada* existen la propuesta del National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido y dos experiencias en América Latina, que son realmente únicas en el mundo: las de Chile y el Brasil. Aunque se presentan en detalle más adelante, conviene resumirlas.

La reajustabilidad generalizada deja fuera todavía una serie de transacciones y no alcanza, por lo tanto, a ser circular.<sup>10</sup> Aquí se le denomina generalizada porque se aplica a una mayoría de variables estratégicas, cuyo comportamiento monetario repercute casi indefinida pero indirectamente, sobre las restantes de la economía. Entre las primeras, se encuentran los sueldos y salarios, los arriendos, el tipo de cambio externo, los precios de venta de empresas que no sean monopolios ni oligopolios,<sup>11</sup> los activos y pasivos a largo plazo del sector financiero y, entre otros, las deudas personales.

Como se puede apreciar, estas variables se refuerzan mutuamente (por ejemplo, salarios y precios de venta). Asimismo, si se les considera individualmente, en conjunto, o apareadas como en el ejemplo anterior, es inevitable que tengan continua repercusión sobre las variables no reajustadas.

<sup>10</sup> Si bien la reajustabilidad no es por sí sola circular, el DVC podría serlo según como se apliquen las tres modalidades que comprende. No hay sin embargo, experiencias al respecto.

<sup>11</sup> En Brasil y Chile los monopolios y oligopolios pueden reajustar sus precios de venta, pero deben hacerlo bajo la tutela de los organismos públicos encargados de controlar abusos a ese respecto.

#### 4. OBJETIVOS

Se ha señalado antes que la popularidad reciente del DVC obedece al fenómeno inflacionario mundial de los últimos dos años. De partida, por lo tanto, debe plantearse que ninguna de las experiencias latinoamericanas apoya la tesis prevalente en círculos norteamericanos y europeos de que es una herramienta para contener la inflación. Las autoridades chilenas ni siquiera han considerado necesario mencionar este hecho. Las brasileñas, cuyo proceso económico-monetario ha sido puesto repetidamente de ejemplo, han reputado aseveraciones de esa naturaleza, como se explica más adelante al tratar los objetivos de la reajustabilidad.

La relación entre DVC e inflación puede examinarse más realistamente desde otros ángulos. En primer término puede usarse durante un proceso de desintermediación o, lo que es lo mismo, cuando la tasa de inflación excede tanto a la normal en el mercado que la preferencia por la liquidez adquiere magnitudes excesivas. El objetivo en este caso es, naturalmente, restablecer los flujos financieros de acuerdo con el patrón deseado. En segundo lugar, si lo anterior tiene éxito, puede estimular la inversión, de ahí la producción, y consecuentemente, influir sobre los precios por la vía de la oferta. Tal como lo planteó el National Institute of Economic and Social Research<sup>12</sup> también podría estimular la demanda interna, de ahí la producción, etc.

El objetivo más general del DVC es, por lo visto, impedir la desintermediación. Le sigue el deseo de estimular la inversión en medio de un marco inflacionario. No se necesita mayor comentario sobre la importancia de ambos objetivos. Conviene, haciendo un paréntesis, señalar que el primer objetivo fue alcanzado en Brasil y Chile. El segundo, en cambio, sólo lo fue en Brasil, lo que puede explicarse por una serie de circunstancias especiales. De hecho, por lo tanto, se podría concluir que el DVC puede dar la intermediación financiera requerida pero que no estimula necesariamente la inversión.

#### *Indexing*

Es muy difícil precisar cuáles son los propósitos del indexing debido a la multitud de propósitos que se le asignan. Recurriendo a algunas simplificaciones puede considerarse que sus principales objetivos son de corte social. Unos pocos, sin embargo, responden al deseo de captar recursos de capital para el fisco y conservar cierto nivel de producción.

Entre los primeros, están la conservación del poder adquisitivo de sueldos y salarios, pensiones de jubilación de los empleados públicos y de las cuentas de ahorro de menor cuantía en instituciones públicas especializadas. En el segundo caso están las emisiones, ligadas a índices de precios o al valor de mercado del oro, de bonos públicos. Por último, se tiene la

<sup>12</sup> Véase en la p. 10 lo dicho sobre la propuesta del NIESR.

autorización, generalmente a cooperativas de ciertos productores, para elevar sus precios de venta.

En ninguno de los países donde se emplea *indexing* ha habido un proceso de desintermediación en los últimos veinticinco años. No sólo esta circunstancia puede, sin embargo, explicar por qué no usaron la modalidad en referencia con ese propósito. Antes habían combatido exitosamente dicho proceso con reformas monetarias radicales, alternativa que posiblemente evaluarían antes de usar *indexing* con ese propósito.

### *Corrección monetaria*

Su objetivo básico es evitar la desintermediación. Al dar a la tasa de interés una magnitud, real en principio, la propensión a la liquidez retorna a niveles normales. Si a ello se agrega el hecho de que las emisiones son a una tasa de interés o descuento cierta, el resultado es una intermediación de mayor costo pero creciente.

Un objetivo subsidiario de la corrección monetaria es otorgar mayor amplitud y diversificación a los mercados de capital. Las emisiones de ese tipo pueden usarse en los mercados secundario y abierto de capitales a corto y mediano plazo. En ambos no sólo se reduce la responsabilidad de la autoridad monetaria sino que, además, se atrae emisiones financieras que, en su ausencia, encontrarían colocación en mercados extralegales y el exterior.

### *Reajustabilidad*

Sus objetivos necesariamente se deben examinar en función del grado en que se aplique. La reajustabilidad parcial responde siempre a un objetivo concreto; la generalizada, en cambio, responde a un conjunto de objetivos de política financiera o económica.

#### *a) El caso de la reajustabilidad parcial*

La reajustabilidad parcial se ha aplicado en diversos países con los siguientes propósitos:

i) Impedir que las fuerzas libres del mercado provoquen el deterioro del sector agropecuario, en los Estados Unidos;

ii) Defender de la depreciación monetaria los depósitos en cuenta de ahorro del sector de personas. Son por lo menos tres las economías de mercado industrializadas donde ésto ocurre.

iii) Por último, movilizar recursos financieros personales para activar el sector de la construcción, en Colombia.<sup>13</sup>

En lo esencial el objetivo de la reajustabilidad parcial es siempre dar a un sector, subsector o grupo de instituciones un margen de ventaja que le impida caer en el deterioro o que le permita competir por recursos reales o financieros escasos que de otro modo no podría obtener. Esta característica debe tenerse presente más adelante cuando se examine el problema de los costos.

<sup>13</sup> Este objetivo, sin embargo, respondía a otro más amplio que era el de impulsar el crecimiento económico. Véase, Departamento Nacional de Planeación, *Las cuatro estrategias*, Bogotá, 1972.

b) *El caso de la reajustabilidad generalizada*

La reajustabilidad generalizada, por su parte, tiene como marco de referencia el reconocimiento de que existe un proceso inflacionario crónico a tasas relativamente altas. Las críticas que se le hacen en países de inflación reciente son precisamente por ese reconocimiento. Sus opositores alegan que su propósito es tan sólo proteger a sectores, subsectores e instituciones "débiles", entregándoles mayores montos de moneda, contribuyendo así a la inflación.

Vistas desde cierto ángulo, la posición tanto de los opositores como la de quienes apoyan la implantación de la reajustabilidad generalizada tienen bastante fuerza. Sin embargo, si se considera el costo social de contener un proceso inflacionario sin una ayuda masiva externa,<sup>14</sup> se aceptará que las autoridades pueden sentirse impotentes para aplicar los frenos necesarios.

En ese caso, la persistencia de la inflación efectivamente debilita ciertos sectores. La debilidad de algunos de ellos, sin embargo, contribuye en un segundo momento al proceso inflacionario. Cuando la tasa de éste alcanza, por ejemplo, un orden de 20 y 30% anual, comienza la desintermediación por parte del sector de personas, obligando a las autoridades monetarias a sustentar al sector financiero con mayor volumen de redescuentos y créditos. Una mayor elevación en dicha tasa sin otra correlativa en la media del mercado financiero puede conducir a que la desintermediación abarque, asimismo, al sector empresarial.

La distorsión que se da como ejemplo no es la única que puede ocasionar un proceso inflacionario. De ahí que la reajustabilidad generalizada tenga como objetivo básico impedir que proliferen otras que afectarían a la inversión y a la producción y su distribución.

Conviene insistir en que no es un procedimiento para terminar con la inflación. Sus opositores tienen razón al afirmar que tiende a alimentarla. De allí que en el caso del Brasil las autoridades hayan sido muy claras al respecto. Fueron otras medidas las que contuvieron la inflación a mediados de los años sesenta, reservándose a la reajustabilidad el papel de valla para nuevas distorsiones.<sup>15</sup>

Siendo el caso brasileño de singular importancia se considera conveniente hacer algunos alcances al respecto. En 1964 y en los años inmediatamente siguientes se eliminaron las restricciones legales que impedían que los precios respondieran al juego de las leyes del mercado. La reajustabilidad generalizada fue precedida por un período en que dicho juego fue acompañado por una *indexation* espontánea, lo que condujo a un reordenamiento en la importancia relativa de factores y variables macroeconómicas y financieras. En buena cuenta, por lo tanto, la reajustabilidad congeló el nuevo orden.

No obstante, subsisten y continúan operando algunas distorsiones. El salario real medio muestra aumentos, reflejando la relativa escasez de mano de obra calificada. De otro lado, el salario mínimo, en términos reales, se encuentra por debajo de los niveles medios que dominaban antes de que se

<sup>14</sup> Como la recibida por ciertos países europeos después de la segunda guerra mundial.

<sup>15</sup> Véase, Embajada del Brasil, *Inflation Control and Economic Growth*, Londres, junio de 1974, p. 2.

generalizara la reajustabilidad. Así, en Sao Paulo era de 62 cruceros como promedio en 1965; en septiembre de 1973 su nivel era de 53 cruceros y en el mismo mes de 1974, de 50.<sup>16</sup>

En los últimos años también se ha dado una distorsión en la inversión empresarial. Como lo señala un conocido articulista brasileño, existen empresas cuyas utilidades normales se vieron acrecentadas fuertemente en 1974 con las provenientes de aplicaciones en papeles reajustables en cartera.<sup>17</sup> Vale decir, la tasa de interés de las inversiones financieras en un sistema de reajustabilidad da lugar a que el sector empresarial, en este caso el fabril, pueda usar sus fuentes de fondos para propósitos distintos de la inversión real. De acuerdo con el último *Estudio Económico de América Latina* de la CEPAL, la tasa de crecimiento del sector fabril brasileño decreció de 15.8% en 1973 a 7.1% en 1974, año este último en que las empresas del país reclamaron por la insuficiente liquidez de la economía.

<sup>16</sup> Véase, Banco Central do Brasil, *Boletín*, vol. 10, N° 11, noviembre de 1974, cuadro II, 45, pp. 114 y 115.

<sup>17</sup> Véase, Aloysio Biondi, "Inflação", en *Opinão*, Río de Janeiro, 25 de marzo de 1974.

## 5. COSTO

Siendo medida de política económica, el DVC tiene un costo. Este es difícil de precisar pues no sólo debe evaluarse cada sistema en forma directa sino que también por sus repercusiones. En este caso se ha preferido un examen simplificado, que conduzca con el menor rodeo posible a los costos evidentes de sólo uno de ellos, la reajustabilidad.

En el caso de su aplicación parcial, en cada transacción intervienen dos agentes, los cuales siguen su conveniencia y necesidad. Uno recibe determinada suma y el otro la suministra. No existe problema alguno mientras sea equivalente el monto de lo que se recibe y se da, lo que suele ocurrir normalmente en las transacciones no financieras. El alza de los sueldos y salarios, por ejemplo, se compensa indefinidamente con el alza de precios que efectúa el patrón de acuerdo con las experiencias latinoamericanas.

En las transacciones financieras, sin embargo, interviene un intermediario entre ambos agentes, el cual además distingue entre ellos. Uno de los agentes sólo necesita disponer de recursos financieros excedentes, lo que le permite escoger el instrumento de mayor rédito y el intermediario financiero al que desea confiarle aquéllos. El otro, debe, primero, comprobar a satisfacción del intermediario su buen crédito y, después, suponer que los ingresos que obtendrá en el futuro serán suficientes para pagar una tasa que sólo puede predecir vagamente y que es la constituida por la de reajuste más la de interés.

No es de extrañar que con frecuencia las transacciones financieras reajustables entren en desequilibrio. Basta que las expectativas de inflación lleven a estimar un rédito potencialmente mayor que la tasa de interés dominante en el mercado para que los papeles reajustables absorban cantidades crecientes de dinero. Simultáneamente, la demanda de fondos reajustables propende a disminuir y, en la medida en que los ingresos de los acreedores en potencia tienen su origen en sueldos y salarios, descende el número de aquéllos con buen crédito.

En condiciones de no reajustabilidad el intermediario financiero que enfrenta un desequilibrio entre su activo y pasivo tiene medios conocidos para contrapesarlo. Aquel obligado a la reajustabilidad enfrenta una pérdida cuando no puede expandir su activo a la par que su pasivo. En la experiencia latinoamericana, los intermediarios financieros privados logran transferir el pasivo reajutable redundante a las autoridades monetarias. Este es el caso de las corporaciones de vivienda que pasaron a depender del Fondo de la Vivienda del Banco de la República de Colombia. Ha ocurrido otro tanto en Chile con las Asociaciones de Ahorro y Préstamo para vivienda. A partir de 1972 su Banco Central que los garantizaba comenzó a absorber los valores hipotecarios reajustables (VHR) que emiten dichas asociaciones. En septiembre de 1973 el monto en su poder era de 12 000 millones de escudos, cifra equivalente al 9.1% del dinero en circulación. El

10 de enero de 1974 había aumentado a 33 000 millones o, respecto a dicho dinero, a 14,4%.<sup>18</sup>

El costo que se acaba de describir parecería desaparecer en una situación de reajustabilidad generalizada y aparentemente circular, como es el caso brasileño. Un agente que pierde en una transacción reajutable, reajusta a su vez su activo, proceso que continuaría sin aparente interrupción visible. Es decir, al completarse el círculo todos los que participan en transacciones económicas habrían recuperado lo que perdieron y, en consecuencia, no habría un costo para el conjunto. Es importante para el análisis este concepto de costo cero pues en él se basa la presunción de que la reajustabilidad evita las distorsiones provocadas por la inflación.

En la práctica, sin embargo, los agentes que participan en las transacciones, vale decir, el gobierno, las empresas y las personas, no tienen un pasivo reajutable idéntico a su activo reajutable. Por razones obvias no son reajustables el dinero en caja o en poder de las personas, las emisiones financieras a la vista<sup>19</sup> o, asimismo, las transadas a descuento o los bienes que no son para la venta salvo, por supuesto, contablemente.

Algunos agentes poseen mayor número de activos no reajustables, situación que no pueden corregir por razones institucionales o de eficacia financiera. Siendo neto su pasivo reajutable salen perdiendo cada vez que hay un reajuste. Otros obtienen un activo neto reajutable y salen entonces ganando.

En este proceso de transferencia existe un sector innatamente débil, el de personas. Retiene consigo la mayor proporción del dinero en circulación, lo que persiste aunque la tendencia a la intermediación tenga un ritmo de rápido crecimiento. Fundamentalmente, adquiere bienes de crecido valor (vivienda, automóviles, artículos eléctricos, muebles), acrecentando su endeudamiento reajutable. De otro lado sus ingresos, constituidos principalmente por sueldos y salarios, normalmente no son reajustables dentro de un patrón de periodicidad que le sea favorable. En Chile, los reajustes espontáneos de precios no tienen solución de continuidad: los activos del sistema financiero de vivienda se reajustan en julio y los sueldos y salarios normalmente en enero.<sup>20</sup> En Brasil, las ORTN norman la reajustabilidad en general y son trimestrales. Para los sueldos y salarios se usa un período considerablemente mayor. Las Unidades de Poder Adquisitivo Constante (UPAC) del sistema financiero de vivienda colombiano conservaban mes a mes su valor pero los sueldos y salarios no estaban protegidos legalmente de las desvalorizaciones monetarias.

Un sector que no es inherentemente débil pero que con frecuencia suele serlo es el constituido por el gobierno central y las autoridades monetarias.

<sup>18</sup> En junio de 1975, en declaraciones publicadas por la prensa de Santiago, las autoridades chilenas explicaron que la decisión de suprimir la liquidez inmediata de los VHR obedecía a que el monto en poder del Banco Central era aproximadamente dos veces el de la moneda emitida por la institución.

<sup>19</sup> Si se emplea el concepto de corrección monetaria, ciertos activos a la vista tendrían una tasa de interés equivalente a la inflación y, por lo tanto, serían reajustables.

<sup>20</sup> Esta situación varió, pero no favorablemente para el sector de personas, a partir de 1975.

Su debilidad es consecuencia de su obligación de impulsar el crecimiento real de la economía y mantener la confianza general en la estabilidad del sistema financiero. Teniendo estos objetivos la más alta prioridad se justifica que los desequilibrios de la reajustabilidad, que coartarían ambos objetivos, recaigan sobre ellos.

Los intermediarios financieros del Brasil emiten bonos reajustables y varios de ellos están legalmente obligados a abrir una cuenta de ahorro reajutable a cualquier ciudadano que lo desee. De ellos, el Banco Nacional de la Habitación recibe los recursos del Fondo de Garantía por Tiempo de Servicios (FGTS), que se alimenta a su vez con un porcentaje de los sueldos y salarios pagados en el país y cuyo monto se deposita según ley en el BNH.

La aplicación de los recursos reajustables es restringida por razones que se han mencionado antes. Los intermediarios financieros brasileños procuran compensar el desequilibrio resultante manteniendo en cartera las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional (ORTN), instrumento mediante el cual el costo último del sistema de reajustabilidad lo financia el erario nacional o, cuando éste es deficitario, las autoridades monetarias.

Dicho costo no es pequeño, debido a que las ORTN podían ser adquiridas en calidad de inversión inmobiliaria por el sector privado no financiero. Al prohibírsele adquirir o poseer ORTN en 1974, año de aceleración inflacionaria, las autoridades buscaron reducir el costo correspondiente a lo necesario para mantener la estabilidad del sector financiero. Téngase en cuenta que en 1973 el Fisco brasileño, que tuvo un déficit de caja de sólo 295 millones de cruzeiros, debió desembolsar 2 873 millones de cruzeiros para reajustar y pagar los intereses de las ORTN en circulación.

De lo anterior se desprende que el costo de la reajustabilidad lo paga el sector de personas y esto ocurre de varias maneras. Una es a través de la pérdida que experimentan los activos no reajustables que poseen; otra, menos directa, es cuando los intermediarios financieros con pasivos reajustables redundantes los transfieren a las autoridades monetarias. La emisión a que éstas se ven obligadas, puede dar lugar a tasas de reajuste más altas, que acrecientan dicho costo.

Por eliminación se tiene que el sector empresarial, financiero y no financiero, es el que obtiene los beneficios de una reajustabilidad generalizada. Esto, por supuesto, es lo que desea la política económica. Puesto que busca acrecentar la inversión debe estimularla, circunstancia que en todo esquema financiero se traduce en un aumento de los beneficios empresariales a expensas del propio gobierno y del sector de personas.

## 6. ¿SE PUEDE ABANDONAR EL DVC?

Es por demás obvio que el DVC sólo tiene razón de ser cuando está de por medio un proceso inflacionario. Si éste fuera contenido totalmente, los tres sistemas que comprende dejarían de tener utilidad. Sería entonces prudente desarmar el aparato legal e institucional bajo el que operaron puesto que, de surgir nuevamente expectativas inflacionarias, podrían acrecentar el costo de los recursos financieros.

En la experiencia latinoamericana no hay, lo que no deja de ser sensible, un ejemplo de lo anterior. Ilustra más bien situaciones de sustitución del más costoso de los tres sistemas, la reajustabilidad, por el apto a favorecer un mercado abierto de capitales, esto es, la corrección monetaria. El caso de Colombia es bastante conocido. Simplemente, la reajustabilidad de los depósitos en las corporaciones de vivienda fue fijada a una tasa máxima inferior a la que en ese momento obtenía la inflación y se elevaron las tasas pagadas a otros tipos de depósitos a plazo y, asimismo, las aceptadas por las autoridades monetarias para los mercados abierto y secundario.

Brasil ilustra el caso de sustitución gradual de la reajustabilidad cuando se atenúa el ritmo inflacionario. En 1970 el Gobierno Central comenzó a emitir las Letras del Tesoro Nacional (LTN), vendidas a descuento. Desde entonces y hasta 1973, las LTN comenzaron a desplazar en los mercados financieros y de capital a las ORTN y, en el último año mencionado, las habían sustituido totalmente en lo que concierne a plazos inferiores a un año.

Dicho desplazamiento cesó e inclusive se invirtió al año siguiente pues recrudescieron las expectativas y el proceso inflacionario. Las emisiones financieras reajustables en general y las ORTN, en particular, adquirieron gran atractivo, tanto así que hacia fines de año las autoridades monetarias debieron restringir la posesión de las segundas a intermediarios financieros importantes en el contexto de la política económica. De esta manera se frenó en cierta medida la ampliación del volumen de emisiones reajustables.

En 1975, cuando había pasado el período crítico que se describe en el párrafo anterior, se adoptaron medidas adicionales para continuar desplazando las emisiones reajustables. Hasta entonces las ventas a plazo, entre las cuales destacan las de bienes duraderos, se pactaban invariablemente con cláusula de reajustabilidad. Las nuevas medidas estimulan el uso de tasas de interés prefijadas que, independientemente de que favorezcan o no a los compradores, reducen la importancia de las emisiones reajustables.

Las autoridades chilenas, por su parte, también vienen adoptando medidas que implican el abandono parcial de la reajustabilidad a favor del sistema de corrección monetaria. En su caso, el esfuerzo principal desde 1974 se dirige a disminuir la importancia de las asociaciones de ahorro y préstamo, cuya redundancia de fondos garantizados por el instituto emisor es un factor de emisión inorgánica y, simultáneamente, un pozo que succiona los recursos financieros requeridos por la producción.

En 1974 se puso un límite máximo al instrumento de las asociaciones, los depósitos. Al fluir, entonces, los fondos privados a los valores hipotecarios que también emiten, se adoptaron en 1975 las siguientes medidas para abrir nuevos cauces no reajustables al ahorro privado: los bancos comerciales podían ofrecer cualquier tasa de interés, primero, para los depósitos a plazo y, después, para los a la vista; el gobierno acrecentó la emisión de bonos a descuento para nutrir el naciente mercado abierto; y las asociaciones fueron autorizadas para operar a interés cierto.

El elevado nivel de la tasa inflacionaria se sumó a la inexperiencia de los ahorradores con las nuevas emisiones, por lo cual el ahorro financiero adquirió una definida preferencia por los VHR. En junio de 1975 las autoridades chilenas quitaron el respaldo del instituto emisor a la liquidez inmediata de los VHR señalando que el monto en posesión y con reajuste a cargo de la banca central aproximadamente duplicaba el de la moneda en poder del público. Como medida supletoria, los ahorradores sólo podían liquidar VHR en cuotas mensuales no mayores del equivalente de 100 dólares. Si bien podían pagar sus deudas o adquirir de las Asociaciones bienes raíces con VHR; pero si por necesidad o preferencia requerían liquidez debían cambiar aquellos por Bonos Hipotecarios Reajustables (BHR) a largo plazo que sí podían vender en el mercado abierto.

Los casos de Brasil, Colombia y Chile muestran que es factible reemplazar la reajustabilidad por la corrección monetaria. Sólo en el primero, sin embargo, se está siguiendo un procedimiento gradual que podría acelerarse o frenarse a discreción de las autoridades. En Colombia el reemplazo fue relativamente temprano, antes de que las emisiones reajustables para vivienda llegaran a ser las principales. En Chile constituye más bien una frenada violenta, que se explica por la elevada tasa de inflación que aqueja a su economía y que sus autoridades están dispuestas a combatir.<sup>21</sup>

<sup>21</sup> Al comienzo del segundo semestre de 1975, las transacciones abiertas de BHR se tornaron importantes pues, por su venta con descuento, arrojaban un interés real de 20%o.

## 7. ALGUNAS CONCLUSIONES

Aunque es patente la necesidad de mayor investigación de los casos ya estudiados y de otros existentes, se considera preferible adelantar algunas conclusiones tentativas sobre el DVC.

*Primero:* El DVC es un mecanismo innecesario cuando no existe inflación. Es utilizado cuando las autoridades desean continuar, indefinidamente o durante un período "correctivo", con una política inflacionaria. Como corolario, al nivel nacional o internacional las autoridades que continúan una política de ese tipo debieran emplear el DVC para evitar distorsiones en lo interno o en las transacciones internacionales.

*Segundo:* Debido a las diferencias en los beneficios, alcance de aplicación y costos, el DVC puede emplearse con más ventaja combinando sus diferentes modalidades. En lo financiero, las emisiones con corrección monetaria y con reajustabilidad deben ser intercambiables a fin de que las primeras sustituyan a las segundas cuando el proceso inflacionario se atenúa.

*Tercero:* Las autoridades tienden a otorgar un rendimiento excesivamente elevado a las emisiones reajustables. En un mercado dominado por tasas de interés negativas, tienden a atraer un monto elevado de ahorros y capitales, lo que puede no ser *movilización* sino tan sólo *canalización* de recursos.

## 8. INVESTIGACIONES DE CASOS

### Brasil

La experiencia mundial en materia de DVC no contiene un caso similar al de Brasil. De un lado, su aplicación ha constituido parte integral de la política nacional desde mediados del decenio pasado. Del otro, el sistema de reajustabilidad abarca una proporción elevada de las transacciones efectuadas en la economía del país desde fines del mismo decenio. El caso es, asimismo, singular por tratarse de una economía en rápida expansión y que mostraba simultáneamente una tasa de inflación descendente.

En lo que concierne a reajustabilidad, la experiencia brasileña ofrece al análisis un panorama tan vasto como novedoso. Ilustra las transacciones que pueden ser objeto de reajuste; cómo aplicar éste persiguiendo una política antinflacionaria; y la forma y ventajas de combinar gradualmente la reajustabilidad con la corrección monetaria cuando esa política comienza a tener éxito. Lo último tiene particular trascendencia dado que no sólo puede constituir una válvula adicional para regular la liquidez de la economía sino que, asimismo, es un arbitrio para restar importancia y, en su caso, poner fin a la reajustabilidad en lo que concierne al sector financiero.

La experiencia brasileña ha sido, sin embargo, breve. Abarca apenas diez años. Es natural, por lo tanto, que también presente aspectos que pueden considerarse negativos. Aunque la reajustabilidad aplicada allí es la más completa que se conoce no alcanza a ser circular. Esto es, en la rueda de transacciones ciertos sectores pierden y otros, mejor condicionados para aprovecharla, se benefician. La rápida expansión de la economía brasileña le resta, por supuesto, importancia a ese tipo de transferencia, pero de todos modos ella existe y perjudica al sector de personas.

Hay otro aspecto que no es precisamente negativo pero que es importante por cuanto confirma las otras experiencias latinoamericanas. En el Brasil la vinculación de recursos financieros reajustables a propósitos específicos tiende también a crear redundancias inconvenientes. Mientras que en los otros dos países de la región analizados aquí el problema tiene como causa las diferencias en las tasas de interés entre instrumentos de ahorro, en Brasil se advierten con mayor claridad las barreras que enfrenta la asignación de tales recursos en un marco de distribución económico-social dominado todavía por viejos patrones.

Por no tratarse de un análisis exhaustivo sino de una tipificación de los sistemas de reajustabilidad latinoamericanos, parecería que aquí se destacan los aspectos negativos de la experiencia brasileña. No es esa la intención y se juzga oportuno advertir que dicha experiencia sólo puede evaluarse en función de la política adoptada después de la revolución de 1964.

La política económica brasileña procura desde 1968 contener la inflación con dos limitaciones de singular importancia. Debe hacerlo gradualmente y manteniendo un rápido aumento en el ritmo de creci-

miento económico. No escapará a quienes advierten la inflación con recesión en que se debaten las economías de mercado industrializadas cuán difícil puede ser reconciliar dicho propósito con ambas limitaciones. Es notorio, sin embargo, que sus objetivos se han alcanzado en medida importante. La reajustabilidad tiene efectivamente un costo pero este pierde significación puesto que ha contribuido a un alto nivel de inversión en los sectores productivos y a incrementos masivos y oportunos en la captación de ahorros externos. En consecuencia, los "sin embargo" que aparecen ocasionalmente tienen como único propósito lograr una exposición equilibrada de los principales aspectos de la experiencia brasileña.

#### *a) Estructura del sistema*

La política económica demoró aproximadamente un quinquenio —que comenzó en 1964— en ampliar la reajustabilidad hasta llegar al grado de generalización ya descrito. Durante ese período coexistieron dos instrumentos legalmente reajustables: el salario mínimo y las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional (ORTN), con reajustabilidades "espontáneas" que surgían del abandono de los múltiples controles que se habían impuesto antes (por ejemplo, sobre los arriendos y precios de los artículos básicos).

Normalmente, no se usa el término evolución para referirse a un período de escasos cinco años. Durante el quinquenio, sin embargo, la reajustabilidad fue ampliándose por mandato legal a transacciones en las cuales en un comienzo el reajuste era espontáneo, y a una serie de nuevos intermediarios. Así, la revalorización de los activos inmovilizados de las empresas se convirtió en obligación legal a poco de iniciado el período. Los contratos entre personas, incluidos los arriendos y la compraventa a término, los depósitos a plazo en el sistema financiero, y los impuestos en mora, fueron igualmente legislados en etapas sucesivas. Otras transacciones, sin embargo, se convirtieron en parte del sistema por su permanencia como medidas de política económica. Entre ellas, destaca el valor externo del signo monetario, el que fue objeto de minidevaluaciones frecuentes que lo mantenían dentro de un curso similar pero no necesariamente paralelo al del nivel de precios.

Esta evolución ha redundado en una estructura que puede examinarse desde los más variados ángulos. Por su carácter general, no cabe hacer una lista de instituciones e instrumentos. Es preferible examinarla por las modalidades de su aplicación en lo concerniente a las personas, empresas no financieras, el fisco y el sector financiero.

*i) Personas.* La reajustabilidad afecta a sus ingresos por concepto de trabajo y a sus activos y pasivos a plazo. No afecta el dinero que poseen o a sus cuentas a la vista. Una vez al año se reajustan sus ingresos corrientes como trabajadores. Sus cuentas con el Fondo de Garantía por Tiempo de Servicios (FGTS), en cambio, se reavalúan trimestralmente. Sus depósitos de ahorro a término con cláusula especial y los bonos que poseen tienen diferentes plazos de reajuste. Los pagos que deben efectuar por arriendo, amortización de viviendas, bienes duraderos comprados a plazo, impuestos en mora y otras deudas son reajustables según fórmulas que varían en cada caso.

ii) *Empresas no financieras.* Están autorizadas para reajustar su activo inmovilizado cada año. El impuesto a las ganancias de capital, que inicialmente se rebajó de 10% a 5%, se eliminó en 1964. Desde entonces el reajuste de esos activos es una obligación legal. Las empresas de servicio público están autorizadas para ajustar sus tarifas cada vez que reavalúan su activo inmovilizado. Las demás, están en libertad para fijar sus precios pero aquellas que operan en un oligopolio identificable están sujetas a control por parte de organismos del sector público.

iii) *Sector público.* Los ingresos y gastos del sector público no se reajustan. Las deudas al fisco están sujetas, sin embargo, a reajuste trimestral.

Hasta 1970 la deuda interna se basó en las ORTN, documento fundamental del sistema de reajustabilidad. A partir de entonces cuenta, además, con las Letras del Tesoro Nacional (LTN), documento de corto plazo que las autoridades monetarias, por cuenta del Tesoro, venden a descuento. Actualmente las ORTN son a un año plazo como mínimo, quedando las LTN como documento a corto plazo.

iv) *Sector financiero.* El sector financiero brasileño se ha diversificado casi continuamente durante los últimos diez años. La diversificación no sólo se entiende desde un punto de vista institucional<sup>22</sup> sino que, asimismo, del de las emisiones que emplea.

Algunas instituciones operan casi exclusivamente sobre la base de emisiones pasivas y activas reajustables. Otras, lo hacen combinándolas, por conveniencia propia, con emisiones de tasa de interés cierta pero equivalente. Una tercera categoría, en la que tienen principal importancia los bancos comerciales, efectúan la misma combinación pero a causa del encaje a que están obligados.

En el primer grupo predominarían los intermediarios relacionados con vivienda. Las cooperativas, las asociaciones de ahorro y préstamo, las compañías de crédito inmobiliario y el Banco Nacional de la Habitación (BNH), cuyo principal rubro pasivo son los depósitos del FTGS, reciben y entregan emisiones financieras reajustables. Entre éstas se cuentan los depósitos, las letras inmobiliarias y las cédulas hipotecarias que emiten y, del lado del activo, los créditos que otorgan, los depósitos que efectúan y las ORTN que poseen como encaje voluntario o inversión mobiliaria.

El segundo grupo lo forman, principalmente, instituciones extrabancarias que financian empresas, adquisición de bienes durables y ciertas operaciones comerciales. La mayor parte de su activo se sujeta a la cláusula de reajustabilidad. Sin embargo, cuando les resulta ventajoso el uso del descuento lo emplean tanto para agenciarse como para suministrar fondos. La cartera típica de estas financieras tiene, por lo tanto, una proporción de emisiones reajustables que varía con frecuencia y que puede no estar en equilibrio con su pasivo, de convenirle así a las empresas del subsector.

El tercer grupo está integrado mayoritariamente por la banca comercial. El mecanismo de reajustabilidad tropieza en su caso con el tradicional y, en condiciones inflacionarias, indispensable encaje sobre los depósitos que recibe. Los depósitos a la vista y otros pasivos exentos de reajuste no

<sup>22</sup> De otro lado, sin embargo, el Banco do Brasil de propiedad estatal ha adquirido dominante importancia dentro del subsector bancario.

constituyen, por supuesto, un problema en cuanto a encaje. Si los recursos asignados al último pierden valor a consecuencia de la inflación, en igual medida lo hace el pasivo bancario que los genera.

Ahora bien, el encaje impide el uso del total de dichos recursos y da lugar a que la porción de los mismos que absorbe permanezca ociosa. Esto, como se acaba de señalar, no constituye un problema para el intermediario financiero. Sin embargo, desde el momento en que debe reajustar los depósitos con cláusula *ad hoc* el encaje correspondiente no puede permanecer ocioso. No emplearlo le obligaría a elevar su tasa media de interés a un nivel que le permitiese ingresos suficientes para financiar tales reajustes. Esto explica por qué en otros países los depósitos reajustables no están sujetos a encaje.

La solución brasileña ha sido sencilla. En el cuadro 1 se puede apreciar cómo se distribuyen los encajes obligado y voluntario de la banca comercial privada. En ambos tipos son importantes los títulos federales o, lo que es lo mismo en la práctica, las ORTN. Vale decir, la solución estriba en darle actividad al encaje con bonos reajustados por las autoridades monetarias en representación del Tesoro Nacional.

v) *Las Letras del Tesoro (ORTN y LTN).* Existen dos instrumentos financieros fundamentales en el sistema de reajustabilidad brasileño. Uno, las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional (ORTN), se ha convertido en la piedra angular de dicho sistema después de constituir por varios años un mecanismo para reducir la liquidez excedente en la economía y financiar el déficit de caja del Tesoro Nacional. Las Letras del Tesoro (LTN) son documentos descontables a plazo menor de un año y desde 1970 han comenzado a sustituir a las ORTN en la segunda de esas funciones.

Cuadro 1

BRASIL: ENCAJE DE LOS BANCOS COMERCIALES PRIVADOS

(Millones de cruzeiros)

| Saldos | Voluntario |             |                   | Obligado |             |                   | Total <sup>a</sup> |
|--------|------------|-------------|-------------------|----------|-------------|-------------------|--------------------|
|        | Total      | Caja y B.B. | Títulos federales | Total    | Caja y B.B. | Títulos federales |                    |
| 1969   | 1 545      | 1 474       | 71                | 2 912    | 1 617       | 1 295             | 4 501              |
| 1970   | 1 770      | 1 687       | 83                | 3 645    | 1 480       | 2 165             | 5 505              |
| 1971   | 2 808      | 2 292       | 516               | 4 909    | 2 003       | 2 906             | 7 864              |
| 1972   | 4 434      | 2 532       | 1 902             | -        | -           | 3 789             | -                  |
| 1973   | 6 608      | 3 578       | 3 033             | 10 134   | 5 728       | 5 806             | 19 982             |
| 1974   | 8 205      | 6 121       | 4 048             | 10 830   | 3 316       | 7 514             | 19 035             |

Fuente: Banco Central, *Boletín*, junio de 1974.

<sup>a</sup>Incluye encaje por créditos agrícolas.

Las ORTN se crearon en 1964 y tuvieron inmediata aceptación por cuanto eran el único papel reajutable y, además, garantizado por el Estado en el mercado financiero. Sólo dos años después se autorizó a los bancos a recibir depósitos a término con cláusula especial, pero sus saldos adquirieron más importancia que los de las ORTN sólo a partir de 1971.

Las ORTN son colocadas por los agentes de la Tesorería, específicamente el Banco Central Do Brasil y el Banco do Brasil, que son las autoridades monetarias del país.<sup>23</sup> Las primeras emisiones eran a plazo relativamente corto, el que ha venido ampliándose y es en la actualidad de hasta 5 años y en ningún caso menos de uno. La tasa de interés varía según el plazo pero su valor nominal se reajusta siguiendo un índice que refleja las variaciones en el nivel general de precios de la oferta interna.

Originalmente, su emisión tenía como propósito disponer de un mecanismo que no fuera directamente inflacionario para financiar el déficit de la Caja Fiscal. En los últimos años ese objetivo ha decrecido en importancia. De un lado, el Tesoro ha emitido un nuevo valor (LTN) descontable y que es legalmente reconocido como "efectivo". Del otro, el déficit de la Caja Fiscal ha disminuido fuertemente con relación a otras variables y, en 1973, se convirtió en superávit. Su emisión continuó, sin embargo, debido a la importancia que tiene para el sector financiero en general y por considerarse que constituía la opción más favorable para atenuar el proceso inflacionario brasileño. Su costo para el erario nacional tiene, entonces, secundaria importancia frente al papel decisivo que desempeña en la programación monetario-financiera del país.

Las ORTN cumplen una función aún más amplia que la señalada arriba. Sirven, asimismo, para apoyar a instituciones que, acatando dictados de la política económica, se ven obligadas a incurrir en pasivos reajustables que no tienen contrapartida en su activo. El caso más importante es el del Banco Nacional de la Habitación (BNH). Esta institución recibe recursos que provienen de un porcentaje (8%) de los sueldos y salarios pagados en el país (el FTGS, mencionado antes). Su directorio no puede legalmente regular esta afluencia negándose total o parcialmente a recibir esos recursos. De otro lado, sus atribuciones circunscriben a urbanismo y vivienda el destino que puede darles. Aunque ha usado todos los procedimientos a su alcance, incluido el financiamiento de vivienda de lujo, los saldos positivos del FTGS aumentan persistentemente. De no contar con las ORTN, el desequilibrio entre capacidades de captación y de asignación habría provocado una crisis institucional muy grave pues todos los balances de este decenio arrojarían pérdida. Las ORTN que posee el BNH en calidad de inversión mobiliaria y técnicamente voluntaria evitan dicha pérdida y mantienen la confianza en el FTGS.

En el caso anterior y otros similares, el costo para el fisco de las ORTN se justifica en función de la política económica vigente. En otros casos, sin embargo, esta justificación desaparece. Se trata de la adquisición de tales obligaciones por el sector no bancario y, en particular, por empresas de los sectores productivo y comercial. En su caso no existe una regulación de la liquidez de la economía y tampoco se cumplen objetivos explícitos de la política económica.

<sup>23</sup> Ambos bancos reemplazaron y absorbieron las funciones de la Superintendencia de Moneda y Crédito (SUMOC).

Al contrario, el propósito fundamental de la política económica es conseguir que esos sectores utilicen los recursos financieros que han captado o acumulado durante el proceso productivo en acrecentar los créditos que conceden o en expandir su inversión real. La disponibilidad de un instrumento financiero que les asegura la mantención del poder adquisitivo y, encima, les reditúa un interés dificulta la consecución de esos resultados. Los empresarios privados brasileños pueden obtener utilidades seguras con las ORTN y otros instrumentos reajustables y, según la coyuntura, preferirlas a otras inversiones.

Esa preferencia ha dado lugar a que en el último trimestre de 1974 se restringiera la compra y posesión de las ORTN. Desde entonces sólo el sistema bancario y las instituciones que cumplen objetivos prioritarios de política económica pueden adquirirlas o poseerlas.

Por su parte, las LTN han desempeñado un papel cada vez más importante en la programación monetario-financiera de Brasil. Aunque no constituyen un documento reajutable sino que el Banco Central las vende a descuento, sus características y las modalidades de su empleo las hacen potencialmente capaces de sustituir a los instrumentos financieros reajustables.

Entre sus principales características se encuentran las siguientes. Son un activo a corto plazo, con vencimientos que van desde unas pocas semanas a un año. En materia de liquidez tienen una perfección singular: son legalmente dinero y, por lo tanto, en un balance les corresponde la cuenta de caja. En consecuencia, no constituyen inversión mobiliaria y pueden, como el dinero mismo, formar parte de su encaje. Pero, a diferencia de éste, rinden una utilidad equivalente a la tasa de descuento.

No es posible determinar quienes son los tenedores de LTN. Esto se debe a que el Banco Central efectúa "remates" frecuentes entre instituciones del sector financiero y corredores altamente seleccionados. Los remates permiten que el Banco Central ofrezca la suma necesaria para retirar el monto de circulante programado y, a la vez, regular la tasa de interés (descuento, en el caso de las LTN) operacional del sector financiero.

Aunque parezca un procedimiento curioso retirar circulante entregando lo que es virtualmente su equivalente, existen razones valederas para este proceder. Quienes rematan LTN no lo hacen sólo para su cartera propia. Las personas y empresas no financieras pueden reemplazar efectivo por LTN con ganancia y, lo que es importante, manteniendo el nivel de liquidez que poseían.<sup>24</sup>

No es de extrañar, en consecuencia, que el monto de LTN en circulación haya aumentado rápidamente. Aunque su emisión se inició en 1970, en 1973 constituyen 8.0% del monto total de las principales emisiones financieras del país (véase el cuadro 2). En comparación, las ORTN equivalían al 9.6% y la suma de emisiones reajustables a 31.8%. Nótese que hasta la aparición de las LTN la proporción representada por el monto en circulación de ORTN aumentó casi continuamente, llegando en 1970 a un máximo de 14.7%.

<sup>24</sup> Si se observa bien, las LTN satisfacen simultáneamente la propensión a la liquidez y el ahorro precaucional.

Las cifras anteriores muestran una tendencia que cesó a fines de junio de 1974, cuando la tasa de inflación brasileña aumentó sustancialmente y acrecentó la capacidad de competencia de las emisiones reajustables. Al descender esa tasa desde entonces y prohibirse la posesión de ORTN por el sector no bancario habría proseguido con cierta aceleración.

*b) Propósito*

El sistema de reajustabilidad brasileño comenzó con la introducción de las ORTN en 1964. No hubo otro motivo que captar un monto adecuado de recursos para financiar el entonces crecido déficit fiscal.

Simultáneamente, la política económica brasileña comenzó a suprimir los diversos controles que se habían impuesto antes para contener el alza del nivel general de precios. Entre otras transacciones bajo control se encontraban las tasas de interés legal, el valor externo del signo monetario,

**Cuadro 2**

**BRASIL: OBLIGACIONES REAJUSTABLES DEL TESORO NACIONAL  
SEGUN TENEDORES, SALDOS AL FIN DEL PERIODO**

*(Millones de cruzeiros)*

|                                   | <i>Diciembre<br/>de 1972</i> | <i>Diciembre<br/>de 1973</i> | <i>Diciembre<br/>de 1974</i> |
|-----------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| <i>Como encaje obligado</i>       | 5 270                        | ...                          | ...                          |
| Banco do Brasil                   | 812                          | ...                          | ...                          |
| Bancos oficiales                  | 762                          | 1 299                        | 1 843                        |
| Bancos comerciales privados       | 3 696                        | 5 806                        | 7 514                        |
| <i>Como inversión mobiliaria</i>  | 4 019                        | ...                          | ...                          |
| BNH                               | 3 417                        | 4 989                        | 8 527                        |
| Caixa E. Federal                  | 318                          | 0                            | 166                          |
| Bancos comerciales privados       | 95                           | 109                          | 225                          |
| BNB                               | 95                           | ...                          | ...                          |
| BASA                              | 32                           | 508                          | ...                          |
| Otros bancos oficiales            | 62                           | 446                          | 382                          |
| <i>Instituciones no bancarias</i> | 6 607                        | ...                          | ...                          |
| Públicas                          | 1 841                        | ...                          | ...                          |
| Privadas                          | 4 736                        | ...                          | ...                          |
| <i>Total</i>                      | 15 896 <sup>a</sup>          | 20 944                       | 32 969                       |

*Fuente:* Banco Central, Gerencia de la Deuda Interna Pública.

<sup>a</sup>Excluye tenencias del Banco Central.

los precios de productos de consumo popular y de manufacturas y los alquileres. Dado el proceso inflacionario, estas medidas habían provocado una serie de distorsiones que ahora se quería corregir.

Hay otras distorsiones que son consecuencia del alza constante del nivel de precios, como lo comprueba la experiencia mundial. Los productores y vendedores tienden a postergar sus ventas mientras que los consumidores y compradores procuran gastar su ingreso por adelantado. En términos financieros lo anterior se traduce en una exagerada propensión a acumular existencias y a acrecentar al máximo el endeudamiento y, correlativamente, a reducir al mínimo el ahorro financiero de personas y empresas.

La extensión de la reajustabilidad —esta vez legal—, a las transacciones antes sujetas a control, a los activos inmovilizados de las empresas no financieras y a casi todas las emisiones financieras a término tuvo como propósito impedir las deformaciones descritas en el párrafo precedente. Al ser posible mantener constante el valor de los ahorros financieros la exageración de esas propensiones disminuyó y ellas retornaron a niveles normales; esto es, los interesados podían considerar las alternativas del caso: el costo de la postergación de ventas, del endeudamiento innecesario y de las compras para consumo o fabricación futuros.

Sin embargo, y aquí conviene recordar la advertencia que se hizo antes, no existen motivos para suponer que la reajustabilidad no provoca distorsiones. En Brasil existen áreas económicas relativamente rezagadas, condición que la política económica procura corregir en este momento. Hay grupos sociales que no han podido hacer uso de las facilidades normales de crédito del Banco Nacional de la Habitación, institución que ha debido desarrollar programas especiales que intentan satisfacer sus necesidades de vivienda.

Como la reajustabilidad es un mecanismo financiero, pueden aprovecharla más algunos que otros, ya sea que se esté haciendo referencia a personas, empresas o regiones. El caso de Brasil no arroja luz a este respecto. Primero, porque la reajustabilidad generalizada tiene pocos años de aplicación; segundo, por el comportamiento dinámico de su economía tanto en lo que se refiere a ritmo de crecimiento como a la contención del proceso inflacionario, todo lo cual coarta el examen de tales distorsiones. Será necesario, por lo tanto, postergar el examen hasta un futuro próximo para saber cuáles son las distorsiones y en qué sentido actúan.

## 9. INVESTIGACIONES DE CASOS

### Chile

El sistema chileno de reajustabilidad ha experimentado una serie de modificaciones desde su establecimiento. Se prestaría a confusión seguir todos los cambios, adiciones y eliminaciones de que ha sido objeto, al menos en un análisis resumido como el presente. Es posible, sin embargo, acotar que ha atravesado por tres grandes fases, la última de las cuales comenzó en 1974.

La primera es la constituida por la adopción de sus formas más simples hace dos decenios. Como la inflación chilena es un fenómeno crónico, la política económica encontró necesario elevar anualmente el nivel de las remuneraciones nominales al trabajo en la medida necesaria para restablecer aproximadamente su poder de compra. A ello se agregó la repetida devaluación externa del signo monetario y la concesión de créditos o, teniendo como fuente recursos externos, se ajustaban a esa devaluación.

A mediados de los años sesenta comenzó una segunda fase. Esta se caracteriza porque las devaluaciones se relacionaron más estrechamente con la tasa de inflación; la reajustabilidad se hizo extensiva a ciertos activos y pasivos de la banca central, a las cuentas de ahorro del principal banco del gobierno y al nuevo sistema de ahorro y préstamos para vivienda, a las cuentas con el sector de personas de la Corporación de la Vivienda (CORVI) y, por último, a las modificaciones anuales en el valor unitario de algunos impuestos específicos. En las postrimerías de esta fase se agregó la reajustabilidad al sistema financiero no bancario, es decir, al dedicado a la compraventa de bienes duraderos de alto precio unitario.

En su fase actual, que comienza en el segundo trimestre de 1974, tiende a disminuir la importancia de la reajustabilidad. Se iniciaron operaciones de mercado abierto con pagarés de tesorería, documento a descuento. Se autorizó la emisión de debentures a las empresas no financieras y, asimismo, a los bancos de depósito para que paguen y cobren tasas de interés predeterminadas sin otro límite que los mecanismos de mercado. Aun las asociaciones de ahorro y préstamo, que en Chile estaban ligadas sólo a vivienda y eran el bastión fundamental de la reajustabilidad, comenzaron a ofrecer documentos a descuento o a interés cierto.

Es muy pronto para conocer los resultados de las nuevas medidas, de las cuales sólo algunas han podido aplicarse de inmediato. Aun así, en los seis meses que median entre fines de marzo y fines de septiembre de 1974 se advierte un aumento más que proporcional de los instrumentos de ahorro no reajustables. Constituyen en el primero de los períodos mencionados 3.9% del total y 9.4% a fines de septiembre.

#### *a) Estructura del sistema*

Visto en su segunda fase, el sistema chileno comprendía las siguientes instituciones:

i) *El instituto emisor.* El instituto emisor tenía un mecanismo propio de reajustabilidad, que consistía en los títulos llamados Certificados de Ahorro Reajustables (CAR); los recursos originados en los CAR se asignaban en condiciones de reajustabilidad sin distinción de sector y se renovaban automáticamente a su vencimiento, condición que no es general a partir de 1974. Redescontaba, asimismo, ciertos activos reajustables del sector financiero y, en especial, los del organismo que encabezaba el sector especializado en vivienda.

ii) *Organismos públicos.* La Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) y organismos relacionados con urbanización (CORMU) y vivienda (CORVI) participan, en su respectivo campo, con créditos a la producción o construcción. Las fuentes de fondos son el ahorro externo, el instituto emisor, el Banco del Estado o el fisco.

iii) *Banco del Estado.* El Banco del Estado, de propiedad gubernamental, ofrece cuentas de ahorro reajustables. Los préstamos que concede no lo son.

iv) *Caja Central de Ahorro y Préstamo.* La Caja constituye el organismo financiero central del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (SINAP), constituido por las Asociaciones de Ahorro y Préstamo (para vivienda). Estas pueden venderle hipotecas o los Valores Hipotecarios Reajustables (VHR) colocados en exceso en los demás sectores. Las fuentes de fondos de la Caja son créditos externos, el excedente de las asociaciones y, en última instancia, el instituto emisor. Desde mediados de 1974, el último no adquiere documentos de la Caja.

v) *Asociaciones de Ahorro y Préstamo.* Las asociaciones operan directamente con el público y las cooperativas de vivienda. Le reciben depósitos a término reajustables y le venden VHR, y del otro lado, le prestan para vivienda con cláusula de reajustabilidad. A partir de fines de 1973 comenzaron a operar masivamente con constructores. Tienen acceso a la Caja mencionada arriba y directamente a créditos externos públicos y garantizados.

vi) *Cooperativas de vivienda.* Se trata de instituciones cerradas cuyos integrantes se han asociado con el propósito de reducir los costos de urbanización y otros que encarecen la vivienda. Tienen acceso financiero a las asociaciones y a fuentes externas de fondos. Sus operaciones son reajustables.

#### b) *Funcionamiento*

Las tres fases del sistema de reajustabilidad chileno obedecen en lo fundamental a modificaciones en la política económica del país. El hecho de que la fase más reciente pueda conducir a la restricción de la reajustabilidad obedece a que su funcionamiento ha tenido un costo creciente.

Si, en razón de su importancia, se limita el análisis al financiamiento de la vivienda se advierte, en primer término, que las asociaciones de ahorro y préstamo sólo han podido financiar a los grupos más favorecidos en cuanto a ingreso familiar. Esto es obvio, pues la mayor parte de la población obrera y de los empleados de menor categoría patentemente viven en habitaciones autofabricadas o que son producto de la inversión de organismos estatales.

Las asociaciones y su Caja funcionaron bien, por lo tanto, mientras se satisfacía la demanda de esos grupos. Después, y de ello hace ya varios años, comenzaron a empozar ahorros reajustables que no podían retomar al sector de personas. Esta acumulación fue acelerándose gradualmente e hizo crisis en 1973 y 1974. En ese año los depósitos aumentaron en 9.400 millones de escudos entre enero y octubre, en 900 millones en noviembre y en 1 500 millones más en diciembre, o lo que es lo mismo, aumentaron en 11 800 millones en total. El reajuste de sus saldos entre diciembre de 1973 y enero de 1974 condujo, sin embargo, a que registrase en el segundo mes mencionado un aumento de 22 900 millones. Vale decir que, al menos contablemente, la reajustabilidad dio lugar a un aumento de los activos personales a expensas de las asociaciones, su Caja y, en última instancia, del instituto emisor.

Las cifras anteriores están contenidas en el cuadro 3. Aparece en él también el saldo de las ventas de VHR al público. Durante 1973 aumentó en 26 000 millones de escudos. Al ser reajustado en enero de 1974 experimentó un aumento de 47 000 millones durante el mes. Este costo corrió también a expensas de las mencionadas instituciones.

Aparte del sistema de vivienda, el mecanismo financiero reajutable de mayor importancia lo constituyen los depósitos de ahorro en el Banco del Estado. Si bien su movimiento se presenta en el cuadro 4, se ha creído

Cuadro 3

CHILE: VARIACIONES DEL AHORRO FINANCIERO PRIVADO

(Mil millones de escudos)

|                                         | 1972 | 1973              |                |                | 1974  |         |       |
|-----------------------------------------|------|-------------------|----------------|----------------|-------|---------|-------|
|                                         |      | Enero-<br>Octubre | Noviem-<br>bre | Diciem-<br>bre | Enero | Febrero | Marzo |
| <i>I. Mecanismos reajustables</i>       | 12.4 | 40.0              | 10.6           | 55.6           | 56.9  | 1.8     | 15.4  |
| A. SINAP                                | 5.2  | 27.3              | 5.8            | 7.4            | 59.5  | 8.2     | 12.7  |
| 1. Dep. AAP                             | 1.9  | 9.4               | 0.9            | 1.5            | 22.9  | 0.5     | 1.8   |
| 2. VHR                                  | 3.0  | 16.9              | 4.8            | 4.3            | 47.2  | 6.8     | 10.7  |
| B. Bancos                               |      |                   |                |                |       |         |       |
| 1. Depósitos de ahorro Banco del Estado | 5.3  | 5.6               | 0.9            | 44.2           | -5.5  | -1.0    | 0.5   |
| 2. CAR                                  | 0.9  | 4.6               | 1.2            | 3.3            | 2.2   | 3.0     | 1.4   |
| <i>II. Mecanismos no reajustables</i>   | 0.3  | 2.6               | 0.1            | 0.5            | 0.3   | 0.4     | -0.3  |
| <i>Total I y II</i>                     | 12.5 | 42.6              | 10.7           | 56.1           | 57.2  | 2.2     | 15.1  |

Fuente: Banco Central de Chile. *Boletín mensual*, N<sup>os.</sup> 554 y 555.

oportuno agregar períodos anteriores con propósitos de comparación. En enero-septiembre de 1968 su saldo aumentó en 86 millones de escudos, 17 millones en octubre y 9 millones en noviembre, o sea, un total de 112 millones. El reajuste tiene lugar en diciembre, mes que no es sólo de balance bancario sino que, asimismo, durante el cual los depósitos personales tienden a aumentar a tasas estacionalmente reducidas en una mayoría de países. Sin embargo en sólo ese mes su variación fue superior (177 millones) a la suma de los once meses anteriores. El mismo fenómeno se repite en 1969 y 1973 y en otros años que no se consideró necesario incluir en el cuadro 5. Los datos que se ofrecen bastan para mostrar que el subsidio del Banco a los tenedores de ahorros reajustables tienen dimensión histórica.

En las condiciones particulares de Chile el costo del sistema de reajustabilidad sólo podría aumentar en el futuro próximo. Aunque los sectores populares del país tienen un considerable déficit habitacional, la demanda de créditos para vivienda no muestra un aumento siquiera similar al que experimentan los depósitos en las asociaciones de ahorro y préstamo y las compras de VHR. Los fondos redundantes fácilmente podrían, como lo hicieron en el pasado, continuar alimentando la emisión de moneda.

De ahí que durante 1974 se hayan adoptado medidas destinadas a agilizar el sistema financiero impidiendo, en lo fundamental, que persista la excesiva importancia de los instrumentos reajustables de ahorro. Se han iniciado operaciones a descuento con letras del tesoro nacional. A ellas se suman los debentures que emiten, bajo su propia responsabilidad, las empresas privadas. Estas operaciones de mercado abierto se han complementado con nuevas disposiciones sobre interés para la banca comercial. Esta puede ahora convenir con sus clientes las tasas de interés más favorables a ambas partes.

Cuadro 4

CHILE: BANCO DEL ESTADO. VARIACIONES DE LA CUENTA  
DE AHORROS REAJUSTABLES

(Escudos)

|                  | 1968-1969<br>(millones) | 1969-1970<br>(millones) | 1973-1974<br>(mil millones) |
|------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| Enero-septiembre | 86                      | 161                     | 5.6                         |
| Octubre          | 17                      | 23                      | 1.7                         |
| Noviembre        | 9                       | 24                      | 0.9                         |
| Diciembre        | 177                     | 273                     | 44.2                        |
| Enero            | 10                      | -42                     | -5.5                        |

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletín mensual*.

De otro lado, los principales instrumentos reajustables se han modificado de modo que pierdan su excesivo atractivo o se han limitado para

impedir que den lugar a fondos redundantes. Los Certificados de Ahorro Reajustables (CAR) del Banco Central no se renovarán automáticamente en el futuro. Los depósitos en las Asociaciones tienen, desde diciembre de 1974, un tope equivalente al ahorro previo necesario para adquirir una vivienda.

Las medidas que se comentan configuran una nueva situación. En adelante las unidades financieramente superavitarias tendrán que escoger entre colocaciones optativas o incurrir en un riesgo, en cuanto al poder de compra futuro de sus recursos, que había desaparecido cuando preponderaba la reajustabilidad. En teoría al menos, los recursos financieros podrán dirigirse con una versatilidad de la que habían carecido antes.

## 10. INVESTIGACIONES DE CASOS

### Colombia

En mayo de 1972 inició sus operaciones la primera Corporación de la Vivienda de Colombia, con lo cual entró en vigor la legislación que existía sobre reajustabilidad para esa rama del sector financiero.

Sin embargo, en agosto de 1974 el Ministro de Hacienda anunció que, como parte del nuevo programa de estabilización, el reajuste máximo quedaba limitado a 20% anual. Puesto que la tasa de inflación colombiana fue de 24% en 1973 y de 30% anual en los primeros seis meses de 1974, esa medida pone en seria duda la continuidad del sistema de reajustabilidad en Colombia.

Lo breve de su aplicación es, precisamente, lo que concede importancia al experimento colombiano. Este tuvo como propósito no tanto resolver el problema de la vivienda como impulsar la actividad económica, movilizándolo recursos financieros y canalizándolos hacia la construcción privada.<sup>25</sup> En lo segundo tuvo éxito. La construcción había aumentado 12.3% anual durante 1965-1970, 7.1% en 1971 y sólo 1.8% en 1972. Al año siguiente aumentó al elevado ritmo de 11.1%, satisfaciendo así ese propósito.

En lo primero, la movilización de recursos, no tuvo resultados particularmente satisfactorios. Es cierto que el monto de depósitos y certificados de ahorro reajustables que conformaban el pasivo de las Corporaciones de Vivienda aumentó con extraordinaria rapidez a partir de septiembre de 1972. Sin embargo, como sus oficinas no están ubicadas en áreas carentes de otros intermediarios financieros, ese aumento constituyó en medida sustancial una transferencia masiva de fondos desde otros intermediarios a dichas corporaciones.<sup>26</sup>

Antes de su transferencia, los fondos servían para una diversidad de propósitos. En poder de las corporaciones, en cambio, sólo podían utilizarse en la construcción privada. A pesar del repunte que experimentó ese tipo de actividad en 1973, la captación de ahorros reajustables tuvo un crecimiento aún más rápido, provocando una acumulación que tendía a superar el margen financiero concedido a las corporaciones.

Para situaciones como la anterior se había previsto un mecanismo o cuenta especial en el instituto emisor, el Fondo de la Vivienda (FAVI). Su capacidad para absorber los recursos redundantes en las corporaciones resultó, sin embargo, insuficiente. Aunque el instituto ensayó varios procedimientos optativos, incluida la emisión de documentos descontables para el mercado abierto, a la postre se encontró con que debía emitir moneda

<sup>25</sup> Véase L.E. Rosas, *Temas sobre el desarrollo en Colombia*, Bogotá, 1974, p.11 y siguientes.

<sup>26</sup> Véase Carlos Lleras Restrepo, "La organización del crédito en Colombia y el papel del banco emisor", en *Revista del Banco de la República*, mayo de 1974, p. 663.

para cumplir con la reajustabilidad de los fondos que se había visto obligado a recibir.<sup>27</sup> De ahí que, con el plan de estabilización iniciado en agosto de 1974 y una tasa de inflación de 30% anual, limitara su garantía a una corrección monetaria no superior a 20%.

En defensa del sistema se sostiene que su duración fue muy breve y que no alcanzó a llegar al punto en que las asignaciones excedieran la captación de parte de las corporaciones. Efectivamente, los desembolsos de estas instituciones fueron 59% de los ahorros en 1972, el 76% en 1973 y el 88% en junio de 1974. Existen extrapolaciones que atribuirán a estas cifras un valor superior a 100% antes de fines de 1975, cuando se llegara al punto mencionado.

Por su parte, en contra del sistema se puede señalar que la acumulación de recursos redundantes continuaría cuando menos hasta entonces, acrecentando a niveles muy elevados los pasivos que el instituto emisor debía reajustar. Otro argumento es que, a junio de 1974, el 60% de los desembolsos de las corporaciones favoreció a "constructores", es decir, productores que deben vender viviendas, tiendas y oficinas a "consumidores finales", cuyos ingresos no están legalmente sujetos a reajuste. Por último, conforme aumentaba la inflación, el margen (0.5%) entre la tasa de interés pagada por ahorros a la vista y a plazo perdía significación, se estancaba el monto de los segundos y las corporaciones comenzaban a tornarse en un refugio atractivo para los depósitos a la vista en la banca comercial.

#### *a) Organización*

El sistema partió con una organización acabada. Se disponía, como ilustración, de la experiencia brasileña y, particularmente, de la chilena, sobre financiamiento reajutable de la vivienda. Es interesante anotar que aun antes de entrar en operación se habían creado los organismos y mecanismos que pueden reputarse más adecuados para el caso.

Los primeros son cuatro. La Junta de Ahorro y Vivienda (JAV) era un organismo rector de alcance nacional, con atribuciones tanto del tipo planificador como de junta monetaria. Le competía regular las instituciones especializadas en vivienda y su planificación y, asimismo, apoyar sus demandas y ofertas de corrientes financieras.

Para lo último se creó el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) como una cuenta especial del Banco de la República. El pasivo del FAVI estaba formado por los aportes del Banco, del gobierno central y los depósitos del sistema. Su activo lo constituían los redescuentos y préstamos solicitados por las corporaciones de vivienda.

Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) constituyeron las ventanillas del sistema. El cuarto organismo, las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, no han dejado huella profunda. Las CAV podían prestar a personas o a constructores para cualquier tipo de edificación. Posteriormente, también podían financiar a empresas que produjeran materiales de construcción.

Las CAV recibían recursos según dos procedimientos, ambos reajustables. El primero, la cuenta de ahorro, con un depósito mínimo pequeño, de liquidez inmediata y con un interés efectivo de 5.0% anual sobre el

<sup>27</sup> Véase Carlos Lleras Restrepo, *idem*, p. 668.

saldo diario reajutable. El segundo, el certificado de ahorro, emitido por un mínimo 50 veces mayor que el de la cuenta de ahorro, con un vencimiento superior a 6 meses y un interés de 5.5%.

En cuanto al procedimiento de reajuste, inicialmente era mensual y sobre la base de los índices de precios pagados por obreros y empleados. Después se estimó que sus variaciones eran muy bruscas y aunque el reajuste continuó efectuándose mensualmente se le midió con promedios móviles cada vez más amplios. Primero fueron de tres meses pero a mediados de 1974 eran de 24 meses.

#### *b) Funcionamiento*

La aparición en el escenario financiero colombiano del sistema reajutable dio lugar a un nuevo ordenamiento en los movimientos de las emisiones financieras identificadas como ahorro. En general, esas emisiones recibían tasas de interés que con frecuencia eran inferiores a la de la inflación. Las cuentas de ahorro y certificados de las CAV, en cambio, ofrecían una tasa real positiva que fácilmente competía con aquéllas.

En 1973 los intereses pagados por las CAV eran superiores a 24.0% anual, incluido reajuste y netos de impuesto. Las cédulas hipotecarias del Banco Central Hipotecario rendían 11.0%, los bonos bancarios de inversión 12.6%, los bonos de desarrollo 11.6% y los depósitos de ahorro en el sistema bancario 7.0%. Es fácil deducir de las cifras anteriores hacia cuál instrumento podían dirigirse los ahorros financieros. (Véase el cuadro 5.)

Cuadro 5

#### COLOMBIA: CAPTACION DE RECURSOS FINANCIEROS DESDE LA INTRODUCCION DEL SISTEMA DE VALOR CONSTANTE

*(Millones de pesos corrientes)*

|                                | 1972  |       | 1973   |       |
|--------------------------------|-------|-------|--------|-------|
| <i>Mecanismos reajustables</i> | 183   | 0.3   | 4 489  | 35.1  |
| UPAC a la vista                | 41    | 0.1   | 2 239  | 17.5  |
| UPAC a plazo                   | 142   | 0.2   | 2 250  | 17.6  |
| <i>Mecanismos regulares</i>    | 6 496 | 97.3  | 8 320  | 64.9  |
| A la vista (bancos)            | 3 412 | 51.1  | 6 372  | 49.7  |
| A plazo                        | 3 084 | 46.2  | 1 958  | 15.3  |
| Depósitos                      | 1 683 | 25.2  | 2 142  | 16.7  |
| Cédulas hipotecarias           | 1 401 | 21.0  | -184   | -0.1  |
| <i>Total</i>                   | 6 679 | 100.0 | 12 819 | 100.0 |

Fuente: Banco de la República, *Boletín de la Asociación Bancaria*.

Las CAV operaron a partir de septiembre de 1972 y en cuatro meses captaron el 10.4% de las emisiones de ahorro del año. Sólo al año siguiente, sin embargo, se pudo advertir que la captación de las CAV no consistía sólo en emisiones financieras nuevas procedentes del sector de personas. En el sistema bancario los depósitos de ahorro aumentaron 41% en 1972 y 36% en 1973. Las cédulas hipotecarias a largo plazo del Banco Central Hipotecario habían aumentado 22.2% en el primero de esos años. En 1973 disminuyeron 2.4%. Los ahorros en las corporaciones financieras y las transacciones en las bolsas del país fueron sustentadas por otros factores y, en consecuencia, no aportaron mayormente al incremento de 4 206 millones que experimentaron los depósitos en las CAV durante 1973, cifra que representa el 97.2% de los ahorros financieros en ese año.

Cabe advertir que en América Latina es usual que la captación de los intermediarios financieros especializados en vivienda tenga un ritmo acelerado en comparación con su capacidad para asignar sus recursos al sector de personas. La operación de las CAV no constituye una excepción.

Las cifras anuales de captación presentadas muestran trimestralmente un crecimiento sostenido, salvo en octubre-diciembre de 1973, cuando rumores sobre cambios en el sistema provocaron una corrida importante. Acallados aquéllos, el crecimiento del valor depositado en cuentas y certificados recuperó su tendencia anterior.

El valor de las colocaciones también creció sostenidamente. Siguiendo una táctica muy conocida para conseguir ese resultado, el grueso de los créditos se concedió a constructores. Estos erigen edificaciones unifamiliares o multifamiliares y las venden, transfiriendo al comprador la obligación del crédito que han recibido. Durante seis meses a un año, las CAV financiaron una producción en proceso que en su oportunidad tendría que ser vendida o que engrosaría las existencias del productor.

Pese a dicha política, la suma de los préstamos utilizados por constructores y personas fue persistentemente inferior al monto de los ahorros en las CAV, con excepción del período en que se vieron afectados por los mencionados rumores. Esta diferencia se tradujo en una acumulación de fondos reajustables que no tenían salida. Su monto al finalizar 1972 era de 100.8 millones de pesos. En septiembre de 1973 sumaba 1 322.8 millones, cifra que se contrajo a 723.0 millones en diciembre pero volvió a aumentar a 1 454.4 millones tres meses después. Agregada al capital de las CAV, 425.5 millones, duplicaba los recursos asignados al FAVI por el Banco de la República.

La situación anterior era causa de preocupación debido a la creciente liquidez de los depósitos en las CAV. En diciembre de 1972 el 55% de su monto (183 millones de pesos), estaba constituido por certificados con un plazo mínimo de 6 meses. Doce meses después ese porcentaje había bajado a 28% y correspondía a un saldo de 4 672 millones de pesos. (Véase el cuadro 6.) Datos preliminares para junio de 1974 lo hacen descender con rapidez a 16% (8 313 millones de pesos). Como estos recursos se prestan a plazos de varios meses a los constructores, y hasta por quince años al sector de personas, cualquier repetición de la corrida de 1973 a las CAV podía causarles serios perjuicios y trascender a la totalidad del sector financiero.

Para anular el efecto expansivo sobre la emisión monetaria de la acumulación de recursos redundantes y la peligrosidad de esa liquidez, se adoptaron medidas destinadas a normalizar las corrientes financieras. Se elevó el nivel general de la tasa de intereses del sector bancario y se iniciaron operaciones a descuento, con bonos garantizados por el instituto emisor, en el mercado abierto. La persistencia de la inflación, que desde fines de 1973 acusaba además los efectos alcistas del nivel de precios

Cuadro 6

COLOMBIA: CRECIMIENTO DE LOS DEPOSITOS UPAC

(Millones de pesos corrientes)

|             | <i>A la<br/>vista</i> | <i>A plazo</i> | <i>Espe-<br/>ciales</i> | <i>Total</i> |
|-------------|-----------------------|----------------|-------------------------|--------------|
| <i>1972</i> |                       |                |                         |              |
| Septiembre  | 0.5                   | 0.1            |                         | 0.6          |
| Diciembre   | 41.0                  | 142.8          |                         | 183.0        |
| <i>1973</i> |                       |                |                         |              |
| Marzo       | 180.9                 | 740.1          |                         | 985.0 (sic)  |
| Junio       | 716.9                 | 1 371.4        | 0.4                     | 2 088.7      |
| Septiembre  | 1 651.6               | 1 864.5        | 11.6                    | 3 527.7      |
| Diciembre   | 2 280.3               | 2 369.5        | 22.7                    | 4 672.5      |

Fuente: Superintendencia Bancaria.

mundiales, se erigió en un serio obstáculo al éxito de tales medidas pues los reajustes de los depósitos a la vista en las CAV acrecentaba aún más su atractivo frente a otras emisiones financieras.

Las autoridades colombianas decidieron en agosto de 1974 poner fin a la reajustabilidad irrestricta de las CAV. Limitaron el reajuste de sus depósitos al equivalente de 20% anual, convirtiéndolos en un instrumento de ahorro financiero *sui generis*.

## CUADERNOS DE LA CEPAL

### Nº 1

#### **América Latina: El nuevo escenario regional y mundial**

Exposición del Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina, señor Enrique V. Iglesias, en el decimosexto período de sesiones de la Comisión.

### Nº 2

#### **Las evaluaciones regionales de la estrategia internacional de desarrollo**

Evaluación de Quito. Resolución 320 (XV) de la CEPAL.

Evaluación de Chaguaramas. Resolución 347 (XVI) de la CEPAL.

### Nº 3

#### **Desarrollo humano, cambio social y crecimiento en América Latina**

Separata de *El Desarrollo Latinoamericano y la Coyuntura Económica Internacional* (E/CEPAL/981)

### Nº 4

#### **Relaciones comerciales, crisis monetaria e integración económica en América Latina**

Separata de *El Desarrollo Latinoamericano y la Coyuntura Económica Internacional* (E/CEPAL/981/Add.2)

### Nº 5

#### **Síntesis de la evaluación regional de la estrategia internacional de desarrollo**

Este trabajo se presentó en versión mimeografiada en el decimosexto período de sesiones de la Comisión con la signatura E/CEPAL/1004

### Nº 6

#### **Dinero de valor constante. Conceptos, problemas y experiencias**

Por Jorge Rose, funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.



