

7º—El café será comprado por las firmas al precio del mercado y el Instituto Brasileño del Café (I.B.C.) les dará un aviso de garantía equivalente al valor del impuesto que paga el café verde en el Brasil.

8º—Los negocios se harán por conducto de los canales normales del mercado.

9º—Este café no estará amparado por la garantía de precio que otorga el I.B.C.

10—A partir del 13 de abril, el Brasil suprime el impuesto de US\$ 0.13 sobre cada libra de café soluble que se exporte a los Estados Unidos.

11—Los dos gobiernos vigilarán las consecuencias de este arreglo sobre el mercado de café y entrarán en consultas inmediatamente, cuando consideren que puede perjudicar su estabilidad.

Ambos gobiernos destacan en el encabezamiento del acuerdo su "propósito común de fortalecer la operación del Convenio Internacional del Café".

EXPORTACION DE CAFE COLOMBIANO
CUADRO COMPARATIVO Y PARTICIPACION PORCENTUAL

		MES DE FEBRERO				
		(Sacos de 60 kilos)				
		1970	%	1971	%	Diferencia
Estados Unidos..	281.835	45.5	161.065	37.5	—120.770	
Europa	316.208	51.0	256.351	59.7	— 59.857	
Otros	22.021	3.5	11.870	2.8	— 10.151	
Total	620.064	100.0	429.286	100.0	—190.778	

EXPORTACION DE CAFE A LOS ESTADOS UNIDOS

		MES DE ENERO		
		(Sacos de 60 kilos)		
		1970	1971	Diferencia
Colombia	243.400	206.409	— 36.991	
Brasil	487.482	322.422	+334.940	
Fedecame	452.393	409.546	— 42.847	
Otros	605.117	563.287	— 41.830	
Total	1.788.392	2.001.664	+213.272	

PRECIOS DIARIOS
DE LA ORGANIZACION INTERNACIONAL DEL CAFE

(En centavos de US\$ por libra)

—Embarque pronto ex-dock Nueva York—

Fechas		Suaves colombianos	Otros suaves	Arábigos no lavados	Robustas
Marzo 1.....	50.00	46.21	44.25	42.44	
Marzo 2.....	50.00	46.09	44.25	42.44	
Marzo 3.....	49.88	45.96	44.25	42.63	
Marzo 4.....	50.00	46.09	44.60	42.63	
Marzo 5.....	50.00	46.21	44.75	42.63	
Marzo 8.....	49.75	46.34	44.75	42.63	
Marzo 9.....	49.75	46.34	44.75	42.57	
Marzo 10.....	49.75	46.34	44.75	42.57	
Marzo 11.....	49.63	46.25	44.75	42.57	
Marzo 12.....	49.75	46.09	44.75	42.69	
Marzo 15.....	49.75	46.09	44.75	42.63	
Marzo 16.....	49.75	46.09	44.75	42.75	
Marzo 17.....	49.75	46.09	44.75	42.76	
Marzo 18.....	49.75	46.09	44.75	42.76	
Marzo 19.....	49.75	46.09	44.75	42.76	
Marzo 22.....	49.75	46.09	44.75	42.76	
Marzo 23.....	49.75	46.00	44.75	42.69	
Marzo 24.....	49.75	45.75	44.75	42.82	
Marzo 25.....	49.63	45.75	44.75	42.82	
Marzo 26.....	49.50	45.75	44.75	42.69	
Marzo 29.....	49.50	45.50	44.75	42.75	
Marzo 30.....	49.50	45.50	44.75	42.75	
Marzo 31.....	49.50	45.50	44.75	42.75	
Promedios	49.75	46.01	44.68	42.68	

SIMPOSIO SOBRE EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS PROBLEMAS DEL

MERCADO DE CAPITALES (1)

INTRODUCCION

Entre los términos de referencia que el señor Presidente de la República fijó al Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras, constituido recientemente con el fin de determinar las medidas que puedan ser convenientes para fortalecer la función social de estas dentro de la economía nacional, se encuentra la preparación de recomendaciones desti-

nadas a procurar el incremento de la formación de ahorro mediante la expansión y mejor regulación del mercado de capitales. Específicamente el señor Presidente ha indicado que esta tarea se debe realizar con base en los trabajos del simposio sobre la materia, organizado por la Junta Monetaria y el Ban-

(1) Documento SIMEC-M-19.

co de la República, y en los demás análisis que lleve a cabo el Grupo de Estudio.

Del 11 al 16 de marzo tuvo lugar en Bogotá la primera fase del simposio a nivel técnico y en ella se discutieron los diversos trabajos que habían sido preparados para ese fin. A continuación se presentan las principales consideraciones a que se llegó en el curso de tales debates.

BANCOS Y SECCIONES DE AHORRO Y MERCADO EXTRABANCARIO

La discusión sobre bancos y secciones de ahorro identificó entre otros los siguientes problemas en la política vigente:

a) La existencia de préstamos a largo y mediano plazo con recursos de corto plazo, y particularmente con depósitos a la vista, excepción hecha de las realizadas con base en depósitos de ahorro;

b) El régimen de inversiones forzosas y el efecto negativo de estas sobre la capacidad de los bancos para captar ahorro;

c) La limitación en las tasas de interés que pueden cobrar los bancos también obliga a estos a exigir mayor reciprocidad en negocios de comercio exterior y depósitos en cuenta corriente;

d) La capacidad crediticia limitada de los bancos y el proceso inflacionario estimulan el mercado extrabancario y los obliga a buscar reciprocidad en otros negocios.

Sobre el régimen de inversiones forzosas se pudieron notar dos corrientes de opinión. La primera en el sentido de que dicho régimen no tiene justificación pues disminuye, dada la baja rentabilidad asignada al mismo, la posibilidad del sistema para captar recursos de ahorro tanto por parte de los bancos como por las secciones de ahorro. El sistema también introduce gran rigidez a la asignación de recursos en situaciones cambiantes y dificulta a los bancos, debido al largo plazo de estas inversiones, cumplir con las disposiciones monetarias.

La segunda corriente de opinión justifica las inversiones forzosas como método de canalizar recursos hacia sectores que requieren una ayuda especial del Estado, tales como el sector campesino y el de vivienda. Esta posición se puede defender si se supone que la rentabilidad social de algunos sectores es superior a su rentabilidad privada. Así, se puede justificar una canalización forzosa y a tasas de interés de subsidio hacia esos sectores. Pero en ese caso, el gobierno tiene que decidir explícitamente fa-

vorecer estos sectores a costa de otros y el subsidio, en ningún caso debe ser superior a la diferencia entre la rentabilidad social y la privada.

Es claro que en Colombia las inversiones forzosas han surgido de necesidades del momento y existen diferentes niveles de subsidio para las mismas actividades, lo cual demuestra que el régimen no ha sido estructurado con base en un análisis amplio de las metas que se quieren lograr. (Por ejemplo, no es claro que se deba subsidiar a las personas de mayores ingresos, quienes son los principales beneficiarios de la Ley 26).

Los plazos largos de créditos subsidiados tampoco parecen ser adecuados a las metas que se pretenden alcanzar. El crédito subsidiado a largo plazo favorece la inversión en capital, mientras que el crédito a corto plazo favorece el empleo.

Si el Estado quiere fomentar el ahorro a fin de lograr los niveles de inversión necesarios para disminuir el desempleo, no debe gravar el ahorro con inversiones forzosas que tengan bajas tasas de interés. Es más eficiente financiarse a través de impuestos que no desestimen el ahorro, como impuestos a las ventas de bienes suntuarios, o sobre la tierra. Pero aún, si se desea obtener fondos del sector financiero, debe hacerse a tasas de interés que estimulen el ahorro y con inversiones forzosas de corto plazo, para evitar rigideces que dificulten el manejo bancario y el cumplimiento de las disposiciones monetarias.

En conclusión, sería deseable desmontar el sistema de inversiones forzosas y manejar uno de subsidios e impuestos a diferentes actividades con aportes presupuestales a aquellas entidades que se concentren en servir sectores en los cuales el rendimiento social es superior al privado.

Una alternativa menos radical sería mantener el régimen de inversiones forzosas y requisitos de cartera de fomento, pero con intereses rentables que favorezcan el ahorro y no desvíen recursos hacia el mercado extrabancario. Con el fin de facilitar el manejo bancario y fomentar el empleo, dichas inversiones forzosas deben tener mayor liquidez y flexibilidad.

Sobre los límites institucionales a las tasas de interés, se llegó a la conclusión de que para los usuarios, estas son superiores a los límites establecidos, pues la tasa nominal se aumenta a través de requisitos de promedios de cuenta corriente sin intereses que incrementan el costo del dinero y de negocios de comercio exterior, de los cuales los bancos derivan

importantes ingresos. Todos estos requisitos se utilizan como sistema para racionar o distribuir selectivamente recursos escasos.

Además de las grandes empresas que ya han copado su crédito bancario y de las que tienen escasez de capital de trabajo debido a que venden a plazo sus productos, hay otras intensivas en el uso de mano de obra, las que por no tener depósitos suficientes, ni negocios de comercio exterior, deben acudir frecuentemente al mercado extrabancario. El límite a las tasas de interés favorece por lo tanto, más a las grandes empresas que a las pequeñas y subsidia la mecanización de las primeras. Dicho límite también perjudica el ahorro al dificultar el pago de rendimientos atractivos a los ahorradores.

Se recomienda establecer un nivel más realista que el actual para las tasas de interés cobradas por los bancos. Esto haría posible una mayor captación de ahorro, particularmente a través de depósitos a término, al permitir incremento simultáneo de la tasa de interés pagada a los ahorradores, con base en el mayor rendimiento de los recursos prestados por los bancos, provenientes de tales depósitos. Tal medida estimularía también el empleo; restaría importancia al mercado extrabancario; favorecería aquellas empresas que hoy no cuentan con acceso al mercado de crédito organizado por no tener niveles de depósitos aceptables y generaría un uso más eficiente del ahorro. La medida de ajustar la tasa de interés cobrada por los bancos tampoco sería inflacionaria, pues el costo real de los préstamos no es inferior actualmente al 18% y una política realista de tasas de interés, al aumentar los recursos canalizados por el mercado de capitales institucional, disminuiría las tasas de interés del mercado extrabancario.

Como medidas adicionales para debilitar el mercado extrabancario se consideró de mucha utilidad establecer un marco legal que permita vigilar a los intermediarios especializados y a las empresas que manejan dicho mercado, así como las operaciones de bancos extranjeros no establecidos en el país. También se estimó conveniente que la Superintendencia de Sociedades y la Superintendencia Bancaria no pusieran barreras a la emisión de bonos o papeles hipotecarios de las empresas que vigilan, pues dichas barreras fomentan el mercado extrabancario.

Finalmente, se consideró útil estudiar la posibilidad de crear una comisión de valores, encargada de vigilar la emisión de una gama más amplia de papeles financieros. Dicha comisión podría ser un or-

ganismo técnico adscrito a la Junta Monetaria o al Banco de la República.

FONDOS DE INVERSION Y BOLSAS DE VALORES

A los fondos de inversión corresponde una importante función en la captación de ahorro. Sin embargo, la estrechez del mercado bursátil y la concentración de operaciones en un número reducido de papeles hace que estos acentúen los movimientos de precios y sean vulnerables a fluctuaciones de cotizaciones individuales. De otro lado, tal estrechez puede traer como consecuencia altas proporciones en la tenencia de acciones por parte de los fondos. Estos factores en conjunto pueden afectar el papel que corresponde a los fondos en el proceso de la formación del ahorro.

Se recomienda el análisis y estudio detenido de los siguientes temas:

a) Una acción combinada de las bolsas, corporaciones financieras y otras entidades para fomentar la inscripción de nuevas empresas en la bolsa;

b) La adopción de medidas tributarias, como las propuestas por el actual Gobierno, en relación con las condiciones tributarias de los diferentes tipos de sociedades comerciales;

c) El impulso en la creación y desarrollo de los fondos mutuos de empleados y empleadores, como factor muy importante en el logro de la democratización de la propiedad empresarial y de una mejor distribución del ingreso;

d) El establecimiento de mecanismos de liquidez que contribuyan, junto con las proporciones de papeles de primera clase que tienen los fondos, a suavizar los efectos que la redención de unidades en volúmenes apreciables puedan tener respecto de alteraciones anormales en las cotizaciones;

e) La presentación de información más amplia y frecuente por parte de las empresas para facilitar el análisis del inversionista;

f) La adopción de normas rigurosas sobre propaganda de los fondos;

g) La mayor amplitud en la autorización por parte del Gobierno para la fundación de nuevos fondos que estimulen la competencia;

h) La identificación de papeles distintos a acciones en los cuales los fondos puedan invertir sus recursos;

i) El tratamiento tributario que deben recibir los títulos públicos y privados de captación de ahorro; y,

j) La posibilidad de invertir recursos de los fondos, por encima de los límites legales, en nuevas emisiones de capital de empresas calificadas, señalando plazos prudenciales para hacer los ajustes correspondientes.

COMPANIAS DE SEGUROS

En la sociedad moderna los seguros de vida y los fondos de pensión son los mecanismos a través de los cuales se canaliza la principal proporción del ahorro familiar. El ahorro personal es función del deseo de acumular recursos para sostener a la familia cuando sus miembros dejan de pertenecer a la fuerza de trabajo.

El análisis de las principales causas en el crecimiento insuficiente del seguro en Colombia refuerza las recomendaciones antes anotadas sobre régimen de inversiones forzosas con bajos rendimientos y el tratamiento fiscal discriminatorio en contra de quien ahorra en seguros.

Se recomienda:

a) Colocar al sector privado en igualdad de condiciones con el Seguro Social desde un punto de vista fiscal, permitiendo que las primas de seguros sean deducibles de la renta bruta para fines de impuestos sobre la renta;

b) Eliminar en el futuro la inversión obligatoria que provenga de aumentos del capital y reservas patrimoniales;

c) Facultar a la Junta Monetaria para variar la composición de las inversiones sobre reservas técnicas y hacerlas flexibles, directamente o a través de incentivos basados en cambio de las tasas de interés de diferentes papeles financieros, excluyendo en lo posible los que tienden a resolver problemas puramente fiscales;

d) Eliminar los impuestos de timbre que no implican muchos ingresos fiscales pero que sí desestimulan el ahorro; y

e) Establecer normas flexibles para la fijación del interés técnico, a fin de mejorar la rentabilidad en la inversión del ahorro.

CORPORACIONES FINANCIERAS

Considerando que es función básica de las corporaciones la captación de recursos en el mercado de capitales y el financiamiento de operaciones a largo plazo.

Se recomienda:

a) Lograr una redistribución del crédito, de forma que la banca comercial se concentre primordialmente en el financiamiento a corto plazo y el crédito a mediano y largo plazo quede principalmente a cargo de las corporaciones financieras. Se recomienda también apoyar los esfuerzos para trasladar paulatinamente a las corporaciones recursos para préstamos a largo plazo;

b) Respaldar los bonos de las corporaciones para que ofrezcan liquidez inmediata, por medio de un fondo de sustentación y garantía de recompra, consistente en un cupo de crédito en el Banco de la República que compensara variaciones tanto en la tenencia de bonos como en la de títulos de depósitos a término emitidos por las corporaciones financieras.

c) Excluir del nuevo Código de Comercio la disposición que incorpora dentro de la masa de quiebra los depósitos a término;

d) Empezar operaciones de *under writing* y adelantar gestiones para concretar la posibilidad de que la Corporación Financiera Internacional colabore con las corporaciones financieras colombianas para tal fin;

e) Recomendar un trámite menos complejo para la autorización de la emisión de bonos, no requiriendo desde un principio especificar la tasa de interés, el descuento y los plazos de la emisión para poder ajustar el rendimiento a las condiciones variables del mercado; y,

f) También sería útil eliminar el impuesto de timbre sobre los bonos de las corporaciones.

CREACION DE GRUPOS PERMANENTES DE TRABAJO

La experiencia del presente Simposio ha demostrado la gran utilidad de discutir conjuntamente, entre el sector privado y el sector público los problemas del desarrollo del mercado de capitales. Sería útil por lo tanto establecer unos grupos de trabajo que incluyan miembros del Departamento Nacional de Planeación, del Banco de la República, de la Junta Monetaria y del sector privado, para elaborar estudios y recomendaciones de políticas concretas para facilitar el crecimiento del mercado de capitales y una mayor y más eficiente captación de ahorro nacional.

Dichos grupos llevarán estos estudios a la consideración de las entidades financieras pertinentes para su consideración.

I—EL PROBLEMA

Los países subdesarrollados, y concretamente los de la América Latina, presentan una serie de características explosivas que con el transcurso del tiempo se acentúan. El analfabetismo, la desnutrición, el bajo promedio de vida y la inadecuada distribución del ingreso, entre otros, constituyen los problemas fundamentales que han de resolver los gobiernos de estos países. Por otra parte, los escasos recursos económicos y las crecientes desigualdades sociales dificultan cada día más la posibilidad de implantar las soluciones óptimas.

El ataque frontal a los problemas del subdesarrollo debe hacerse con herramientas que aseguren una asignación adecuada de los recursos, con miras a mejorar el nivel de vida de la población, que tradicionalmente ha carecido del ingreso y de los servicios básicos que representan el bienestar de la comunidad.

El gobierno colombiano se ha preocupado de estos problemas fundamentales y está tomando las medidas pertinentes para su solución. Es así, como a través del Departamento Nacional de Planeación, y con la estrecha colaboración de todos los organismos gubernamentales, se elaboró el Plan de Desarrollo Económico y Social para el trienio 1971-1973. En dicho Plan se han consignado las mayores preocupaciones del gobierno en estos aspectos y se ha propuesto una solución que involucra el logro de un crecimiento del producto acompañado de una redistribución del ingreso.

II—GENERACION DE EMPLEO

Hay un orden de prioridades en el manejo de la política gubernamental determinado esencialmente por la escasez de los recursos y la urgencia de soluciones. Dentro de las primeras prioridades aparece la situación de desempleo crónico que constituye uno de los más graves problemas que aquejan el desarrollo económico colombiano.

Solucionar un problema de esta magnitud requiere un esfuerzo aún mayor de los que se han venido haciendo en los últimos años. En efecto, deberá aumentarse la capacidad de absorción de mano de obra por parte del sistema económico, y para ello es indispensable incrementar la producción nacional dando un especial énfasis a aquellos sectores que empleen un mayor número de trabajadores.

En 1970 la tasa relativa de desempleo fue de 8.4%, lo cual representaba 542 mil desempleados rurales y urbanos. Para reducir dicha tasa a 6.4% en el año de 1973, o sea para disminuir el desempleo absoluto de 59 mil colombianos, es indispensable que el Producto Interno Bruto crezca durante tres años a una tasa anual de 7.5%. Esta tasa nunca ha podido lograrse en la historia de la economía colombiana. Para efectuar una comparación, si el crecimiento del producto interno bruto fuera solamente de 5.5% anual, el desempleo absoluto aumentaría en 196 mil personas, destacándose el hecho de que este crecimiento del 5.5% ha sido el promedio observado durante los últimos veinte años.

III—REDISTRIBUCION A TRAVES DE SERVICIOS

Pero las metas del gobierno no se refieren solamente a la disminución del desempleo. Es necesario que aquellos servicios estatales que representan un mayor bienestar de la comunidad sean aumentados hasta extenderlos a toda la población, satisfaciendo además los requisitos de calidad y cantidad que deben tener para colmar las expectativas de los colombianos. Los recursos gubernamentales deben incrementarse consecuentemente y para ello el crecimiento de la producción real de la economía ha de aumentar en tal forma que se alleguen los fondos suficientes para capacitar al gobierno en la prestación de estos servicios. Existe una estrecha relación entre los ingresos corrientes del gobierno y el nivel del producto interno bruto. En efecto, el aumento de ese producto depende, entre otros factores, del incremento de la productividad, que se hace posible mediante la instalación de mejores servicios productivos y sociales que proyecta, que estudia, que planea y que financia el Estado. Teniendo en cuenta la capacidad que las organizaciones estatales tienen para redistribuir este ingreso hacia la prestación de servicios de salud, educación, justicia y recreación, entre otros, se puede aprovechar una elevada tasa de crecimiento de la producción, para lograr la extensión del bienestar de la comunidad en estas áreas, redistribuyendo al mismo tiempo el ingreso nacional hacia aquellas clases menos favorecidas por el bajo poder de compra de sus salarios.

(1) Discurso pronunciado por el doctor Roberto Arenas Inzúa, Jefe del Departamento Nacional de Planeación, ante los asistentes al Simposio sobre el Mercado de Capitales, Documento SIMEC-M-18.

Dentro de las metas propuestas por el Plan de Desarrollo tiene prioridad la redistribución del ingreso. Para el Gobierno del Frente Social del Presidente Misael Pastrana Borrero, una elevada tasa de crecimiento económico no es un objetivo por sí solo, si no se acompaña con una adecuada distribución del mismo entre toda la población. En efecto, los objetivos gubernamentales no se pueden reducir al crecimiento económico, porque este requiere de un desarrollo social que justifique los esfuerzos y asegure que las distorsiones sociales no serán impedimento para el desarrollo futuro.

Se argumenta con frecuencia que existe una incompatibilidad entre crecimiento económico y distribución del ingreso. Esta tesis se basa en que los grupos de mayor ingreso tienden a generar altas tasas de ahorro y que una política de redistribución, que pudiera efectuar el ingreso de esos grupos, implicaría una reducción en el ahorro nacional debido a que los de menor ingreso tienen una alta propensión al consumo.

Es evidente que en un modelo de crecimiento para una sociedad con grandes desigualdades, en donde unos pocos controlan el poder del dinero, el ahorro es una función exclusiva de esta clase, y cualquier medida que afecte su margen disponible de capitalización, afecta consecuentemente el ahorro y el crecimiento del producto nacional. Pero si vamos desmontando deliberadamente este modelo tradicional que ha sido característico de la economía colombiana, a través de una mayor redistribución del ingreso ligada en parte a un mercado más amplio de capitales, la inversión en el país ascendería en términos relativos y absolutos. Con nuevos instrumentos financieros y fiscales la redistribución del ingreso conduce, de hecho, a una ampliación de aquel mercado y a un mayor crecimiento del producto. Las valiosas investigaciones de este Simposio que expresan el alto nivel técnico y científico a que han llegado nuestras nuevas generaciones, nos ofrecen excelentes diagnósticos de los efectos negativos de la concentración del ingreso sobre ese mercado de capitales y, por otro lado, proponen interesantes recomendaciones para facilitar la política integral del actual gobierno de crecimiento económico y bienestar social.

V—RECOMENDACIONES

Al Departamento Nacional de Planeación le corresponde, entre sus funciones, no solo el diagnóstico de las situaciones, sino el estudio de las alterna-

tivas políticas que se presentan para que el Gobierno y el Congreso tomen las correspondientes determinaciones legales. Por eso, me he permitido sugerir a continuación una serie de políticas o recomendaciones concretas, cuya viabilidad y efectividad deben ser cuidadosamente estudiadas.

Se puede afirmar que un aumento en el producto bruto es crucial para absorber el desempleo y aumentar los servicios básicos a la comunidad. Esto implica que los esfuerzos para incrementar el ahorro interno deberán ser muy superiores a los que se han venido haciendo, y además, si se quiere redistribuir el ingreso proveniente de la actividad económica, el manejo de esta política deberá ser muy cuidadoso para alcanzar el objetivo propuesto de aumentar el ahorro interno.

Para lograr la meta descrita se pueden definir dos tipos de ahorro interno. Por una parte el grupo empresarial ahorra de acuerdo con el rendimiento de las inversiones que ellos determinan hacer; y por otra parte, el resto de los ahorradores tienen en cuenta el incentivo que se da a su ahorro a través de las tasas efectivas de rendimiento o interés. Para ser consecuentes con el comportamiento de los ahorradores del primer grupo es indispensable, además de una política de fomento del ahorro, estructurar una política de inversión.

Pero, es quizás en lo concerniente a la tasa de interés de los depósitos de ahorro en donde se pueden formular políticas más concretas y exitosas, teniendo en cuenta el estado actual de distorsión de este mercado, por la falta de instrumentos para canalizar el ahorro hacia la inversión. Cabe anotar, que parte de este esfuerzo está realizado directamente por el sector público en donde se han tomado algunas medidas encaminadas a fortalecer dicha capacidad de ahorro. Es así como se han creado mecanismos institucionales, por ejemplo, el Fondo Nacional de Ahorro, que capta recursos de los empleados públicos para orientarlos hacia inversiones de la más alta prioridad social.

Pero el mayor énfasis, por tratarse del grupo económico más fuerte y numeroso, debe ser puesto en incentivos al ahorro que realicen las unidades del sector privado tanto individuos como empresas; además, por tratarse del sector en donde se encuentran los mayores desajustes, las soluciones a los problemas que aquejan el mercado de capitales privados son las más urgentes.

La reforma que requiere nuestro mercado de capitales es aumentar el rendimiento del ahorro de

los pobres y disminuir los subsidios al crédito que se dirige a los sectores de altos ingresos.

La actual tasa de interés pagada en el mercado no compensa en forma adecuada el sacrificio del consumo presente para los sectores populares, constituyendo para el ahorrador un ingreso adicional muy bajo, factor que agregado a la elevación interna de los precios, desestimula el ahorro. Esto constituye una fuerte distorsión dentro del mercado de capitales que plantea la necesidad de revisar los intereses pagados por las instituciones que actúan como intermediarios entre el ahorrador y el inversionista, elevándolos hasta establecer una situación de competencia por los depósitos de ahorro.

Sin embargo, una política tendiente al aumento de las tasas de interés implica que los costos de los intermediarios financieros serían mayores, y por lo tanto es indispensable aumentar la capacidad que tienen para realizar estos pagos, elevando los ingresos con que cuentan en la actualidad. La situación de muchas de estas instituciones es similar a la de sus depositantes, por cuanto un buen porcentaje de sus recursos se ha de invertir forzosamente en activos de baja rentabilidad. Si esta situación se corrigiera, estarían entonces en capacidad de dar un mayor incentivo por los depósitos recaudados al ahorrador, pagando una mayor tasa de interés. Tal solución se ha venido recomendando desde hace algún tiempo por diversos organismos, y constituiría la base para incrementar el ahorro de los grupos de menores ingresos, que tomarían sus decisiones de acuerdo con el incentivo que encuentren en el mercado.

Cupos de crédito y subsidios—Por otra parte, existen disposiciones que se refieren a los “préstamos de fomento” ofreciendo tasas menores a las que rigen para préstamos ordinarios, y que buscan con ello subsidiar determinadas actividades indispensables para el desarrollo económico. Sin embargo, existen serias dudas tanto por parte de las instituciones prestamistas, como por parte del gobierno, en cuanto a la efectiva utilización de estos fondos en los sectores para los cuales fueron obtenidos a bajo interés.

Cabe anotar que los préstamos a largo plazo son utilizados para la financiación de capital físico, mientras que los préstamos a corto plazo se orientan para la financiación del capital de trabajo. Dada la necesidad de aumentar el empleo, es importante realizar estudios cuidadosos que permitan orientar los fondos hacia el logro de la plena utilización de los recursos humanos.

Finalmente y resumiendo, para solucionar el problema de la inversión que requiere la economía en su camino hacia el pleno empleo, hay que perfeccionar y ampliar el mercado de capitales a través de estímulos a los ahorradores de bajos y medianos ingresos que apoyen y amplíen los programas de inversiones del sector privado. De esta manera, un sector privado fortalecido complementaría en mayor grado los esfuerzos que el Estado realiza al dotarlo de mejores servicios productivos y sociales de infraestructura.

Si se logran los cambios estructurales en la economía que se proponen en el Plan de Desarrollo, será posible lograr altas tasas de crecimiento de la economía y del empleo sin requerir sacrificios excesivos en materia de consumo presente. No obstante, es vital hacer todos los esfuerzos posibles para captar suficiente ahorro tanto por parte del sistema fiscal para las inversiones estatales, como del mercado de capitales para la inversión privada.

Señores, esta noche en la dinámica ciudad de Medellín, me acompaña el convencimiento de que los aquí presentes estamos de acuerdo para afirmar:

Que no aceptamos el supuesto de que Colombia sea un país tan pobre, como para que los sectores públicos y privados fueran incapaces de hacer un esfuerzo solidario para ahorrar lo suficiente; como para garantizarle a nuestra gente el acceso a crecientes y mejores niveles de vida, condición indispensable en el logro del cambio hacia el bienestar social tan afanosamente buscado por todos nosotros.

La reforma y la innovación en el mercado de capitales se ha puesto de moda en los últimos años. Numerosos países de diversa configuración económica y política parecen haber abrigado esperanzas de que los activos financieros, unidos a las nuevas semillas en forma mágica, puedan producir el bienestar económico. Las agencias internacionales miran los mercados de capitales para liberarse de algunas de sus propias frustraciones.

Hay poco acuerdo desde el punto de vista económico. Inevitablemente los abogados y entusiastas de la reforma financiera tienen sus contrapartes en los indecisos y en los cínicos. Dentro de una perspectiva marxista, cada nuevo mercado de acciones o cada nuevo nivel en la estructura de intermediación implica una proliferación de deudas dentro de la superestructura financiera y un paso más hacia el colapso del capitalismo (1). Algunos componentes de las recientes reformas e innovaciones financieras no pasan la prueba del liberalismo de Henry Simons (2). Ningún estudio importante ha encontrado la prueba de que las superestructuras financieras sean importantes para el desarrollo económico, ni en la teoría económica ni en la historia económica (3). No es raro encontrar la idea de que la tributación, la autofinanciación, las empresas estatales y la ayuda externa son sustitutos superiores al **mercado de capitales** (4).

Mis comentarios no tratan de inclinar la balanza en esta disputa de un lado o de otro. Estos se refieren, en primer lugar, a las buenas y malas razones para la formación de un mercado de capitales. Hay malas razones: por ejemplo, que un mercado para los papeles del gobierno es un desarrollo necesario para las operaciones de mercado abierto del banco central. Hay buenas razones: por ejemplo, que los mercados de capitales pueden relevar parte del peso del desarrollo financiero del presupuesto fiscal.

Mi segundo punto será el que los mercados de capitales son costosos y no tienen virtudes propias inherentes a ellos: no son mejores que las políticas que los guíen. Una bolsa de valores en un palacio blanco puede ser un elefante blanco.

Antes de continuar, puede ser útil delimitar el "mercado de capitales". Hay ventajas en ampliar los límites a fin de incluir todos los procesos para obtener y asignar ahorros. Entonces, la autofinanciación

en cualquier sector público o privado podría incluirse dentro de las alternativas tecnológicas de crecimiento en la cuantía del capital material y humano. Los flujos de ahorros extranjeros considerarían aquellos ostensiblemente calificados como "ayuda". La práctica común coloca los límites del mercado en forma mucho más estrecha. Para los actuales propósitos, atribuímos al mercado de capitales aquellas transacciones que generan y transfieren activos financieros no monetarios. Estos son los mercados de capitales donde las tasas de interés son el precio explícito.

RAZONES NO VALIDAS PARA LA REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES

Algunas razones para la reforma de la tecnología del mercado de capitales son equivocadas o triviales. Por ejemplo, no es razón suficiente el que el gobierno desee un mecanismo de mercado para colocar su portafolio de empresas incluyendo, tal vez, la aerolínea nacional, el complejo petroquímico y las fincas mecanizadas. Los mercados de capitales preferiblemente no son hospitales para empresas que están en vía de bancarrota, ni mercado para las firmas que pueden existir solamente gracias al subsidio.

No es razón suficiente para la existencia de un mercado de capitales, el que otro país lo tenga. Si se comparten los servicios de un solo mercado, puede haber economías sustanciales para ambos países. Los principios de la especialización internacional se aplican para el mercado de capitales tanto como para los mercados en general.

No tiene suficiente peso hacer un mercado de capitales sofisticado con base en el argumento de que el banco central lo necesita para el control monetario o que el ministro de hacienda debe tenerlo para el manejo de la deuda pública. Las operaciones de mercado abierto, a la manera de la Reserva Federal, son un accidente histórico que no merece ser copiado en ninguna parte. Hay formas más sencillas o baratas de regular la moneda, algunas de ellas

(*) Conferencia pronunciada por el Profesor Edward S. Shaw, Decano de la Facultad de Economía de la Universidad de Stanford, con motivo de la celebración del Simposio sobre el Mercado de Capitales en Colombia. Documento SIMEC-14-A.

(1) Paul M. Sweezy, *Monthly Review*, septiembre 1970, página 13.

(2) Henry C. Simons, *Economic Policy for a Free Society*.

(3) Raymond W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, chapter 9.

(4) John G. Gurley, *The American Economic Review*, septiembre 1970, página 952.

menos susceptibles a abusos, tales como la fijación de tasas de interés. Para operaciones de gran escala el ministerio de hacienda puede crear alternativas eficientes a fin de sobrellevar y refinanciar la deuda pública dentro de un mercado de bonos bien conformado.

Xenófobo por naturaleza, no considero como buena razón para la existencia de mercados de capitales en países atrasados, que las firmas extranjeras puedan utilizarlos para canalizar ahorro doméstico. Los ahorros domésticos generalmente están o deberían estar en gran demanda por las firmas domésticas, incluyendo la agricultura que no es capital intensivo, que puede dar empleo a una oferta de trabajo grande y entrenar empresarios nacionales. Las empresas extranjeras deben ser un canal para el flujo de ahorros externos hacia las economías atrasadas y no un competidor de los propios ahorros de tales economías.

Es un poco preocupante que la reforma del mercado de capitales pueda ser otra manera de concentrar poder económico. Hay ya demasiados sistemas de este tipo que incluyen distorsiones de los términos de intercambio contra la agricultura, en beneficio de unas pocas firmas industriales o comerciales. Las licencias de importación con tasas de cambio sobrevaluadas y el acceso privilegiado a los préstamos bancarios con bajas tasas reales de interés, confieren rentas monopolísticas y preeminencia industrial a unos pocos. Se deben tomar precauciones contra el uso de mercados de capitales para eliminar y absorber empresas nuevas y pequeñas.

TRES RAZONES VALIDAS PARA LA REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES

Los mercados de capitales incurren en costos sociales e imponen riesgos sociales y hay sustitutos más o menos cercanos para ellos. Desde el punto de vista de los costos sociales, para su propia operación, los mercados de capitales requieren mano de obra calificada y escasos ahorros disponibles. Desde el punto de vista de los riesgos sociales, los mercados de capitales pueden ser un centro tormentoso de inestabilidad y son vulnerables a ser explotados. Algunos países han decidido que los costos y riesgos de sus sustitutos son más aceptables.

La premisa de la reforma del mercado de capitales es la de que los beneficios compensan adecuadamente los costos y los riesgos. Los beneficios dependen del efecto de la reforma en la ampliación del mercado de capitales. Deseo discutir este efecto por un momento y luego volver a los tres beneficios que

uno esperaría. El primero de ellos es el aumento en la relación ahorro doméstico-ingreso y el mejoramiento en términos del acceso al ahorro extranjero. Otro es el mejoramiento en la asignación de los ahorros en relación a sus usos alternativos. El tercero es el desplazamiento, en cierto grado, de algunos sustitutos del mercado de capitales; impuestos inflacionarios tal vez o ayuda extranjera atada. Estos resultados serían suficientes para justificar la reforma del mercado de capitales, pero otros tres no pueden ser dejados de lado. Es posible que la reforma pueda en parte solucionar el problema del desempleo crónico en las economías atrasadas; reducir las desigualdades del ingreso y disminuir la inestabilidad a corto plazo en la producción y el empleo. Volveré sobre esto al final, después de haber hecho énfasis en el punto de que la reforma del mercado de capitales es valiosa en la medida en que las políticas oficiales lo permitan.

EL EFECTO AMPLIFICADOR DE LA REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES

La reforma debería extender los límites u horizontes del mercado para quienes ahorran y para quienes invierten. Para los que ahorran debe haber una amplia gama de opciones en el portafolio; mayor diversificación en fuentes de ahorro para inversionistas y más oportunidades de liquidez o disponibilidad de riqueza. La dimensión de este efecto amplificador es geográfica. La fragmentación espacial de los mercados de capitales, con tasas de interés diferentes para inversiones comparables, implica un desperdicio de ahorro. El mercado del eurodólar ha permitido que los ahorros encuentren inversiones más baratas, las cuales, con base en rendimientos comparativos, son superiores. Servicios financieros relativamente nuevos en los Estados Unidos movilizan ahorros para inversiones residenciales y similares, de áreas en donde el crecimiento de la población es baja, hacia áreas donde el hacinamiento está en su punto máximo. La integración espacial de los mercados de capitales tiene futuro en todas partes para aliviar las escaseces y desigualdades económicas.

Otra dimensión del efecto amplificador es temporal. Una característica asombrosa de los mercados de capitales reprimidos en las economías atrasadas, es la de operar principalmente, con obligaciones de corto vencimiento. De seguro, el gobierno puede tener sus mercados cautivos, a largo plazo, en fondos de seguridad social o en programas de ahorro obligatorio, mientras que un pequeño mercado hipotecario puede incluir a pocos prestatarios privilegiados. Las renovaciones pueden mantener activos algunos

préstamos bancarios indefinidamente. Sin embargo, las letras, los pagarés a corto plazo y el crédito estacional predominan y se requeriría una investigación muy intensa para hallar una tasa de interés futura, digamos, para cinco años. Sin el efecto amplificador de la reforma del mercado de capitales, estos serían temporalmente miopes.

El efecto amplificador se extiende también al riesgo. En un mercado de capitales reprimido, hay una posibilidad muy pequeña para la diversificación del portafolio por parte de los que ahorran. El ahorrador puede acumular activos ostensiblemente seguros, tal vez, depósitos a término o deuda del gobierno, que casi inevitablemente se deprecian en períodos inflacionarios. Puede acumular obviamente activos que tienen mucho riesgo, a tasas brutas de rendimiento lucrativas, si puede escapar a las leyes contra la usura. No tiene forma de adaptar su portafolio cuidadosamente de acuerdo con el gusto por el riesgo y sus propias circunstancias. La reforma en el mercado de capitales le da la oportunidad que desea en activos financieros domésticos, para diversificar sus riesgos unitarios y reducir la variabilidad en el rendimiento de su portafolio total. También se reduce la vulnerabilidad de los inversionistas al riesgo. Por ejemplo, si no se enfrenta con frecuencia al problema de renovación de préstamos, puede extender el alcance en sus planes y hacer escogencias más racionales de oportunidades alternativas de inversión, y puede preocuparse menos acerca del genio o idiosincrasia de un banquero.

La integración de los mercados de capitales suprime los impedimentos de escala en el proceso ahorro-inversión. Un Boeing 747 es ineficiente en el mercado del transporte entre Londres y Liverpool y una intermediación financiera barata, especialmente en obligaciones a largo plazo, está fuera de lugar dentro del engranaje de los mercados de capitales. La integración de los mercados de capitales —el efecto amplificador en sus varias dimensiones— abre la puerta a la especialización de las funciones financieras, incluyendo la recolección y análisis de información, servicio de comisionistas y comercio. Del lado de la inversión, la nueva oportunidad para canalizar grandes cantidades de ahorro interno, permite a las firmas alcanzar un tamaño mejor, en términos de factores reales incluyendo la habilidad de los empresarios o del tamaño de los mercados de productos o de los precios de los factores que las firmas deben pagar.

La integración de mercados de capitales puede reducir los riesgos y costos financieros, pero a veces

se explota en forma oligopolística. Entonces, las economías de integración se absorben en márgenes de ganancia entre tasas de préstamo y tasas de depósito, y los beneficios no pasan a quienes ahorran e invierten. Si los mercados de capitales unificados son simplemente el coto de caza de los distribuidores, comerciantes y tenedores de acciones de firmas financieras, una economía debe ser orientada a que dependa menos en sus mercados de capitales y más de sus sustitutos.

LA RELACION AHORRO-INGRESO

Los mercados de capitales amplios, baratos y competitivos tienen alguna oportunidad sustancial de aumentar las relaciones ahorro-ingreso, tanto en el sector privado como en el público. Parte del aumento en el sector privado puede ser ilusorio: los ahorros pueden tomarse para ser usados en actividades que se contabilizan dentro de las cuentas nacionales y lejos de la fuga de capitales en sus varias formas, difíciles de medir. Alguna parte del beneficio puede resultar de reembolsos mayores al ahorro-tasas de interés real más altas y oportunidades para diversificar los portafolios de los ahorradores en activos domésticos. De nuevo, el crecimiento real de los mercados de capital da lugar a la existencia de un mayor número de inversionistas con acceso al crédito y les da incentivos para ahorrar y acumular el valor neto que hace más barato y más accesibles los préstamos. Finalmente, parece haber un cambio en los planes de los ahorradores lo cual reduce relativamente la atracción del consumo presente.

Cuando es efectiva la reforma del mercado de capitales, las relaciones del ahorro tienden a aumentar en el sector gubernamental de las economías descentralizadas. Por una parte hay menos dependencia en la inflación para movilizar el ahorro. Los ingresos del gobierno en las economías atrasadas son característicamente inelásticos a la inflación respecto de los gastos, de manera que el éxito en estabilizar el nivel de precios puede convertir al gobierno de usuario de ahorros en fuente de ahorro. De nuevo, si los inversionistas tienen acceso al mercado de capitales, tienen menor excusa para pedir subsidios gubernamentales de diferentes tipos. Finalmente, los gobiernos confrontados con las tasas de interés del mercado sobre sus deudas, tienden a economizar un poco en proyectos suntuarios.

ASIGNACION DE AHORROS

Mercados de capital amplios, baratos y competitivos deben mejorar la asignación del ahorro. Ellos

muestran las oportunidades de inversión y las enfrentan unas a otras para luchar por la obtención de financiación. Los mercados que llevan a cabo esta función pueden reemplazar muy bien la búsqueda oportunista de entidades canalizadoras del ahorro que uno observa con tanta frecuencia en economías atrasadas, especialmente cuando los funcionarios públicos están buscando proyectos adecuados para ser financiados con ayuda externa. Ellos pueden reemplazar la asignación de recursos de acuerdo con un plan que discrimina entre oportunidades de inversión con base en información inadecuada y suposiciones acerca del comportamiento económico, que puede no ser correcto una vez que el proceso de desarrollo y transformación tiene lugar.

Cuando los mercados de capitales y las tasas de interés están reprimidos, hay una afluencia de ahorros hacia actividades con relaciones capital-producto relativamente altas. Los ahorros se desperdician al tratar de sustituir trabajo por bienes de capital. Se desperdician en equipos subutilizados y en inversiones de baja productividad social que son atractivas en el sector privado como cobertura contra el riesgo. Algunos de ellos fluyen hacia papeles sustitutos de dinero cuando, como no es raro, la inflación o los impuestos ineficientes hacen que los balances monetarios sean caros de mantener. Se pierden en ferrocarriles, fábricas y equipo agrícola que se daña porque los inventarios de repuestos se valúan demasiado baratos. La reforma del mercado de capital economiza ahorro.

SUSTITUTOS DEL MERCADO DE CAPITALES

Una ventaja principal de los mercados de capitales eficientes es la de que pueden reducir, relativamente, la dependencia de una economía, de procesos alternativos al ahorro-inversión. Son una forma de evitar el alto costo de los créditos externos, los cuales son un elemento canceroso en demasiadas balanzas de pagos internacionales. Estos constituyen un escape, también, de explotaciones rápidas y no económicas de los recursos naturales de una economía atrasada: el ahorro humano puede economizar el desahorro de la naturaleza. Son un sustituto de los impuestos inflacionarios sobre los balances monetarios del público, los salarios de los trabajadores y las pensiones de los trabajadores del sector oficial. Dan al ministro de hacienda algún desahogo de los costosos viajes alrededor del mundo en busca de fondos de ayuda. Las técnicas fiscales generalmente tan imperfectas, desde distintos puntos de vista en las economías atrasadas, pueden dejarse para que realicen funciones sin distorsiones indebidas en la

equidad y en la eficiencia económicas. Aún ellas permiten a los gobiernos operar con un menor número de juntas directivas que a veces discriminan en contra de los sectores ahorristas en beneficio de los sectores que invierten.

PRECIOS RELATIVOS Y LA REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES

Por miedo a volvernos muy eufóricos acerca de los mercados de capitales, debo interrumpir momentáneamente el recuento de los beneficios. Los beneficios de la reforma que he mencionado están más allá del alcance de cualquier reforma que sea solamente estructural. No es suficiente convocar una comisión de valores y cambios; reproducir electrónicamente los precios de la bolsa; revisar las leyes de la propiedad real o pedir revisiones anuales de las sociedades inscritas. Es la política pública, la que afecta el precio relativo en los mercados de capitales y en los mercados asociados, la que en última instancia determina si la reforma es costosa pero valiosa o solamente costosa.

Los mercados de capitales presumiblemente son subastas para vieja riqueza y nuevo ahorro. Qué tanta riqueza pasa a través de ellos; qué tan eficientemente; y qué tan equitativamente se distribuye, depende de qué tan precisa y sensitivamente los precios relativos reflejan la productividad de la riqueza en varias formas y los costos de oportunidad de mantenerla. Las tasas de interés son naturalmente el precio más relevante. Tenemos las palabras de Lord Keynes y el precepto de la Iglesia medieval, de que:

“La tasa de interés no se ajusta a un nivel que sea el más adecuado a la ventaja social, sino que constantemente tiende a subir demasiado, de manera que un gobierno sabio debe importarle frenarla por ley y costumbre y aun invocando las sanciones de la ley moral.

“En un mundo, por lo tanto, en que ninguno reconoce estar a salvo, era casi inevitable que la tasa de interés, a menos que fuera controlada por todos los instrumentos a disposición de la sociedad, se elevaría demasiado para permitir un aliciente adecuado a la inversión” (5).

Por otra parte, tenemos la experiencia de muchos países donde el frenar las tasas de interés “por estatuto, costumbre... y ley moral” es fatal para los mercados de capitales. Frenar las tasas de interés por medio de competencia entre los poseedores de

(5) John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money*, página 351.

riqueza por flujos de información pertinente respecto a los rendimientos de la riqueza; por incentivos al ahorro para la acumulación de riqueza; y, por la estabilidad de la política macroeconómica del gobierno, son cosa distinta. Si las tasas altas de interés sobreviven a todas estas barreras, ellas son índices sociales esenciales de la productividad del capital y de la escasez del ahorro. Keynes y los escolásticos veían a la riqueza y a la deuda como usos competitivos del ahorro. No existe lógica en la reforma del mercado de capitales a menos que la riqueza y el endeudamiento sean complementos.

La estructura de las tasas de interés en cualquier economía es compleja. En la cima de la estructura hay un conjunto de tasas de ganancia anticipadas sobre capital físico y humano. La tasa de préstamo está cercana y expresa el precio de valores primarios en varias formas. La tasa de depósitos está por debajo de la tasa de préstamo. Para algunos propósitos es conveniente identificar dos tasas de depósito: una, sobre las obligaciones de intermediarios financieros no monetarios, desde fondos de pensión hasta sociedades constructoras y bancos de ahorro postal; y la otra, la tasa de depósitos sobre dinero, la menor de las tasas de interés. Cada una de estas tasas puede expresarse en términos nominales y tal vez pueda reescribirse en términos reales deduciendo la tasa esperada de inflación. Sir John Hicks ha designado la "brecha" entre tasa de ganancia y tasa del dinero en depósitos, como la prueba de la innovación y eficiencia del mercado de capitales.

"El principio de un proceso de expansión... puede ocurrir por factores reales... que aumentan la tasa real esperada de ganancia. Pero también puede ocurrir esto por las mejoras financieras que disminuyen el tamaño de nuestra "brecha"; por tanto, permitiendo el acceso a fondos para mejoras que hubieran podido ser hechas antes, si los fondos necesarios hubieran estado disponibles. No solamente es el ahorro lo que se necesita, sino un canal de comunicación entre el ahorro potencial y la inversión real potencial" (6).

Mientras Lord Keynes aplicaría la fuerza del estatuto, costumbre o ley moral y utilizaría una expansión monetaria sustancial para reducir el margen entre la tasa de préstamo y la tasa del dinero en depósito, Sir John dependería de las mejoras en el canal de comunicación entre el ahorro y la inversión, es decir, en el mercado de capitales.

Deseo poner énfasis en tres aspectos de la política gubernamental que pueden afectar la brecha po-

lítica gubernamental que es correcta si hace disminuir la brecha, de manera que la acumulación continúe aumentando las existencias de riqueza y que por el contrario es incorrecta si mantiene abierta la brecha y retarda la acumulación.

Un aspecto es tecnológico. La política gubernamental puede reducir el grado de monopolio que afecta a cada precio financiero. Puede reducir el componente de riesgo dentro de algunas tasas reales de interés; por ejemplo, utilizando el seguro sobre préstamos y depósitos. Hay maneras en que puede reducir también los costos de información para prestamistas y prestatarios.

El segundo aspecto de la intervención pública es la fijación de precios financieros. Ya sea por las razones que Lord Keynes y los escolásticos tenían en mente, o debido a la suposición equivocada de que tasas de interés altas son inflacionarias, ha sido práctica común de la política gubernamental imponer topes sobre las tasas de depósitos y sobre las de préstamo. El efecto de la primera ha sido el de aconsejar a quienes ahorran que no lo hagan y el efecto de la última ha sido aconsejar a los inversionistas que el ahorro es barato. Ambos consejos dentro de un contexto de riqueza escasa, garantizan que la reforma institucional en el mercado de capitales es inútil. Hacen sonar señales falsas en el "canal de comunicación entre ahorro potencial e inversión real".

La política monetaria afecta la brecha al determinar la tasa promedio de inflación y su varianza. La tasa de inflación es un impuesto sobre los activos financieros con rendimientos expresados en términos nominales fijos. La tasa esperada de inflación, relacionada de alguna manera compleja con la inversión realizada, es una tasa de interés negativa. Para aquellos de nosotros que somos teóricos cuantitativos, es una tasa negativa de interés impuesta sobre ciertos activos financieros y, por tanto, sobre los mercados de capital por falta de control de la expansión monetaria. Muy frecuentemente la variación es lo suficientemente grande como para aumentar substancialmente el riesgo de los ahorradores. Libertad en la política monetaria por parte de una autoridad monetaria indiscreta, combinada con topes en las tasas de interés, es más letal para los mercados de capitales que lo que sería cualquier pesada conspiración monopolista. Amplía la brecha entre la tasa de ganancia y la de depósito.

Una reforma del mercado de capitales trabaja mejor dentro del contexto de otras reformas. La

(6) John Hicks, *Capital and Growth*, página 290.

ventaja de hacer algo en relación a las tasas de interés, depende parcialmente de qué se hace con respecto a otros precios relativos. La política que afecte la tasa de cambio es un caso obvio. Una tasa sobrevaluada es una invitación abierta a la fuga de capitales. Es una promesa de mayores rendimientos para los ahorradores que se salen del mercado de capitales domésticos y sustituyen activos financieros domésticos por extranjeros. Una tasa subvaluada atrae flujos de capital hacia adentro, que algunas veces no pueden ser absorbidos eficientemente por la acumulación doméstica de capital. La tasa de inflación, la tasa de cambio y las tasas de interés doméstico, son precios relativos que afectan simultáneamente las decisiones de ahorro e inversión.

Los mercados de capitales ofrecen un factor de producción, un recurso para combinar con el trabajo y la tierra. Si hay distorsión en los precios relativos del capital, trabajo y tierra, el mercado va a ofrecer este recurso en cantidad y forma equivocada. Las distorsiones que uno observa en algunos países son el resultado de la inflación, y de los topes en precios administrados o de ambos. Cuando las tasas de salario van a la zaga en una espiral inflacionaria, el capital fluye hacia operaciones que involucran mano de obra. Cuando los salarios van a la delantera, el capital fluye para sustituir hombres por máquinas. Si las rentas de la tierra están circunscritas por el control de precios, hay crecimiento urbano no planeado. Si las rentas de la tierra están a la delantera, en cada movimiento de los precios hacia arriba, los rascacielos se multiplican. La riqueza viene en varias formas: activos extranjeros, seres humanos, recursos naturales e inversiones certificadas por activos financieros. Si hay ahorros para aumentar la riqueza y si ellos fluyen de una forma de riqueza a otra, depende de un conjunto muy grande de precios relativos. La reforma en uno de los mercados de riqueza puede frustrarse por la distorsión en otros.

Lord Keynes y los escolásticos no estaban solos al desconfiar del papel de los precios relativos en el financiamiento. También otros, quizás algunos de ellos en América Latina, han considerado que "fuerzas del mercado" que tienen que ver con las causas y efectos del precio relativo, son débiles, perversas o ambas cosas. Si ellos están en lo correcto, los mercados de capitales son un desperdicio social de recursos.

OTRAS TRES RAZONES VALIDAS PARA LA REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALS

La reforma del mercado de capitales puede justificar sus costos porque aumenta la relación ahorro-inversión doméstica, porque mejora la distribución

del ahorro. Una tercera ventaja ha sido sugerida, que mejores mercados de capitales pueden ser un sustituto de técnicas alternativas a la acumulación de capital. Ahora deseo sugerir tres ventajas adicionales que son más especulativas, al igual que más importantes desde el punto de vista del bienestar social. Quizás, la reforma del mercado de capitales puede reducir el desempleo crónico, mejorar la distribución del ingreso y estabilizar la tasa de crecimiento del producto nacional.

LA TASA DE EMPLEO

Altas tasas de desempleo en algunas economías atrasadas y la migración de los desempleados hacia tugurios urbanos, pueden ser parcialmente atribuibles a perversiones de los precios relativos en los mercados de los factores y productos. Las tasas de interés bajas en términos reales, combinadas con tasas de salarios mínimos que exceden cualquier precio racional de sombra para el trabajo, son un incentivo persuasivo al uso de capital y a procesos de producción que eviten el trabajo. Tasas de cambio sobrevaluadas y controles cuantitativos hacen aparecer como baratos los bienes de capital diseñados para procesos productivos que pueden ser económicos en países donde el trabajo es escaso. Los ahorros baratos para financiar compra de implementos baratos, para los cuales energía y otros servicios están subsidiados, están disponibles en las áreas urbanas y al menos en principio, son un incentivo para sustituir trabajo por capital que ninguna empresa pública o privada sensible a la situación del mercado puede ignorar. La constelación de precios relativos cierra las oportunidades de empleo en la industria. Impuestos relativamente fuertes sobre la agricultura disminuyen el crecimiento del empleo en el área rural. Con empleos difíciles de obtener en cualquier parte, la fuerza de trabajo prefiere mantenerse desocupada en la ciudad, con agua limpia, servicios médicos y la ilusión de un salario mínimo.

La corrupción de los precios relativos hace parecer que hay una relación positiva entre crecimiento y tasa de desempleo: "crecimiento" es industrialización intensiva en el uso de capital con sustitución de hombres por implementos. Ahora parece claro que esta correlación es una invitación a la discordia social. Afortunadamente es una correlación manejable y puede ser rota por reformas en la política. Una de ellas puede ser la reforma del mercado de capitales que hace aparente la escasez del capital y transfiere ahorros a empresas que pueden utilizarlos conjuntamente con una cantidad sustancial de trabajo.

La distorsión de los precios relativos ha hecho parecer que hay una correlación entre el crecimiento y la igualdad comparativa en la distribución del ingreso; "crecimiento" es una tasa rápida de incremento en el ingreso total con beneficios notables en la participación de las ganancias y las rentas con relación a los salarios. Información de muestreo en algunos países da razón ahora para creer que esta correlación también es ilusoria. Un cambio en los precios relativos que induce la sustitución de la mano de obra abundante por capital escaso puede implicar un aumento en la porción de ingresos del trabajo, aunque el reembolso a cada unidad de esfuerzo del trabajo se reduzca. Como comúnmente se dice, la elasticidad de sustitución entre el capital y el trabajo, a medida que el salario real se reduce relativamente a la tasa real de interés, parece ser mayor a la unidad en algunos países e industrias. Un mercado de capitales eficiente y libre, inevitablemente encontrará tales industrias y aumentará su parte relativa del flujo de ahorro.

Algunas de las rentas que acaparan una porción relativamente grande del ingreso en las economías atrasadas se genera por las intervenciones reguladoras en la estructura de precios relativos. Las licencias de importación a través de una tasa de cambio sobrevaluada pagan un alto rendimiento a los pocos favorecidos que pueden ser los beneficiarios, lo mismo que los préstamos bancarios racionados a bajas tasas reales de interés, energía eléctrica racionada a precios subsidiados y con exenciones tributarias, para compensar los costos de aprender cómo se produce con sistema de capital intensivo. El racionamiento para acabar con demandas excesivas por insumos de factores, subsidios u otros incentivos para terminar con ofertas excesivas actuales o esperadas de producciones, son tanto el resultado de distorsiones de precio, como causa de desigualdades en el ingreso y la riqueza. La reforma del mercado de capitales es un paso hacia la solución de la relación indeseable entre crecimiento y equidad, sobre todo, si puede reducir el racionamiento en la distribución del ahorro.

REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES Y EL EPISODIO CICLICO

En décadas recientes los países en desarrollo han experimentado un grado relativamente alto de inestabilidad. Parte de ella puede deberse a variaciones en los precios mundiales de sus exportaciones y otras a distorsiones externas. La mayor parte de la ines-

tabilidad parece venir de adentro. Hay una hipótesis razonable que consiste en la secuencia de episodios cíclicos con causa y forma común en la política económica del gobierno y en la estructura económica producida por la política económica. La economía en desarrollo se balancea como un péndulo alrededor de su tasa de crecimiento característica, pero el péndulo puede balancearse en arcos más pequeños, si no fuera por el empujón que le da la política económica. Uno desea creer que una mezcla diferente de política y una nueva estructura que incluye un mercado de capitales eficiente, reduciría el número y la intensidad de los episodios cíclicos.

Un prototipo del episodio empieza con una gran cosecha, un préstamo extranjero sustancial o, posiblemente, con la gestación de una nueva industria. En la situación inicial de ingreso nacional, nivel de precios y tasa de cambio externa, hay acceso a un aumento en el flujo del ahorro real, doméstico o extranjero, para financiar la nueva inversión. El flujo puede moverse a través del presupuesto fiscal, las cuentas internacionales o el sistema financiero interno. Existe una oportunidad para la expansión y es tomada. Infortunadamente el auge es empujado más allá de la capacidad de la economía para atraer o generar y absorber nuevo ahorro en formas sostenidas. Entonces se prolonga por impuestos inflacionarios, disminución en las reservas externas, préstamos externos a corto plazo o términos cada vez más onerosos u otros sistemas como disminución de los inventarios domésticos. El clímax está marcado por la llegada de una misión del Fondo Monetario Internacional y luego hay un doloroso retroceso, recuperación lenta hacia la tasa de crecimiento característica y a su debido tiempo un nuevo episodio.

Nada puede hacer una institucionalización formal del mercado de capitales en relación al episodio cíclico, si la política gubernamental permite que se desarrollen distorsiones en los precios relativos; una tasa de cambio sobrevaluada; tasas reales de interés bajas o negativas; ventas de productos en empresas públicas y en la agricultura por debajo de su costo real. Sin embargo, en contexto correcto de política económica, el mercado de capitales puede ayudar a discriminar en contra de inversiones pobremente ideadas, atrayendo ahorro doméstico para evitar la fuga de capitales en sus varias formas y encontrando buenos administradores para la riqueza existente. Puede anticipar excesos del auge y tal vez evitarlos, lo mismo que llamar la atención sobre las oportunidades de inversión en la recesión y tal vez financiarlas. Con una política de precios relativos apropiada como condición necesaria, una economía

puede suavizar el camino hacia la acumulación de riqueza, con un mercado de capitales amplio, eficiente, competitivo y escrupuloso.

UNA NOTA SOBRE PERSPECTIVA HISTORICA

En años recientes, la reforma y la innovación en el mercado de capitales ha estado de moda. Ha habido otras oleadas. Hace algunas décadas, pequeñas reservas federales o bancos de Inglaterra estaban esparcidas a lo largo del mundo en desarrollo. Había

Bretton Woods, Alianza para el Progreso y Ayuda Extranjera. Ninguno puede olvidar la breve moda de industrialización autárquica con eslabones aquí y allá para garantizar ahorro de esta inversión, o para financiar la próxima. El bienestar económico de los países en desarrollo tiene tan poco que ganar de estas oleadas en la moda, como la belleza femenina y el agrado masculino se benefician de la mini, midi o la maxifalda, a no ser que algo se haga también en ambos casos, acerca de la estructura y del comportamiento.

EL DESARROLLO FINANCIERO Y LA ESTRUCTURA DE LA ECONOMIA: MEXICO (1)

EL MARCO GENERAL

A partir de la Revolución de 1910-1917, la economía mexicana ha observado una tasa de crecimiento sostenida a niveles significativos, siempre mayor a la tasa de aumento de la población. Podemos distinguir claramente dos períodos en el proceso de desarrollo; uno de mayor duración correspondiente a la etapa que abarca desde el fin de la Revolución hasta los primeros años de la década de los cincuenta; y una segunda época que comienza a partir de la devaluación de 1954 hasta nuestros días.

El período pos-revolucionario en México se caracterizó por un crecimiento económico inflacionario, debido en parte a la redistribución del ingreso en el sector agropecuario, consecuencia del incremento en la superficie de tierras disponibles para el cultivo y la movilidad de los factores resultantes de la reforma agraria, así como por el alza de costos en el sector industrial provocada por aumento de salarios y de precios en insumos importados.

La política seguida en materia de inversiones con el objeto de apoyar el crecimiento en los sectores agrícola e industrial, condujo a un financiamiento presupuestal deficitario ante la rigidez de la estructura impositiva. Las presiones ejercidas sobre el sistema monetario, fueron acentuándose a medida que los requerimientos de fondos para inversión fueron mayores, traduciéndose en un incremento en la oferta monetaria sin cambios notorios en la velocidad de circulación.

La asignación de los recursos del sector público concentrada en obras de infraestructura, constituyó un factor inflacionario importante, al generar gastos y demanda de factores frente a una oferta inelástica. Sin embargo este proceso propició un in-

cremento en la dotación de capital, aumentando el rendimiento de las inversiones privadas al cobrar al Estado un precio inferior al costo marginal por los insumos y servicios prestados, fomentando nuevas inversiones que condujeron a relajar la inestabilidad de la oferta.

La contribución del sector agrícola al desarrollo del país se incrementó sustancialmente a partir de la reforma agraria; la forma de propiedad latifundista pre-revolucionaria se caracterizó por una explotación extensiva de la tierra, unida a una oferta asegurada de mano de obra lograda por procedimientos de sujeción como las tiendas de raya que al conceder crédito a los campesinos en los comercios, propiedad de los latifundistas, les impedían abandonar la hacienda en virtud de las deudas contraídas, las cuales pasaban de padres a hijos. Este sistema semifeudal proporcionaba al terrateniente un control monopólico del producto por las ineficientes vías de comunicación, alcabalas, etc., mientras que al existir una oferta ilimitada de mano de obra a los precios de mercado, optimizaban sus ganancias igualando el costo con el ingreso marginal.

La reforma agraria produjo dos efectos principales que afectaron la producción en el sector agrícola. Podemos considerarlos como un efecto redistribución y un efecto movilidad.

Por primer efecto, el ingreso se desconcentra de las grandes propiedades, distribuyéndose entre los ejidatarios y pequeños propietarios, lo cual acar-

(1) Exposición del licenciado Leopoldo Solís H., Director Estudios Económicos de la Secretaría de la Presidencia México, con ocasión de las reuniones del Simposio sobre el Mercado de Capitales en Colombia, celebradas en Medellín.

un incremento en la producción a causa de la alta elasticidad para el consumo de alimentos y bebidas que son producidos por el sector primario.

El efecto movilidad, tuvo importantes consecuencias para la industrialización del país, pues proveyó al sector industrial de mano de obra barata, ya que los salarios se mantuvieron a bajos niveles por el desplazamiento masivo de la población, sobre todo de los Estados del centro de la República, hacia la capital. Por otro lado, la concentración urbana fortaleció la elasticidad de la demanda para productos industriales debido a que los hábitos de consumo se inclinaron a favor de los bienes y servicios producidos por la industria.

El impulso que tuvo la Guerra del 40 sobre el sector agrícola, generando demanda de productos para importación, marcó claramente el carácter dual del sector, pues por una parte se intensificaron las inversiones creando un subsector dinámico y orientado hacia el mercado, mientras que las pequeñas parcelas siguieron en su mayor parte con una baja productividad y una marcada tendencia hacia el autoconsumo.

La inversión pública fue canalizada en gran medida a la construcción de vías de comunicación y de obras de irrigación, que contribuyeron a modificar profundamente la estructura agrícola. La aparición de la agricultura comercial se debió en gran parte al aumento de tierras irrigadas, iniciándose la mecanización en la producción y extendiéndose el uso de insecticidas, incrementando el rendimiento por hectárea especialmente a partir de 1950.

En contraste con esta situación, la agricultura de subsistencia, carente de flexibilidad para adoptar nuevas técnicas, con una continua presión demográfica se mantuvo a niveles tradicionales de productividad. Las cifras indican situaciones muy heterogéneas de productividad en distintas zonas.

Las alternativas en la asignación de recursos hacia el sector agrícola o industrial fueron objeto de numerosas polémicas entre los distintos grupos que expresaban intereses más o menos definidos. Por un lado, pequeños industriales y economistas pugnarón por la industrialización, mientras otro grupo, motivado por causas distintas, aducía que los fondos deberían encaminarse a la agricultura, en donde se ocupaba la mayoría de la población.

El sector agrícola jugó un papel bien definido en el desarrollo del país, pues tuvo que mantener altas tasas de crecimiento con el objeto de financiar las importaciones de insumos requeridos por la in-

dustria, la cual orientada a la sustitución de importaciones y enfrentada a un estrecho mercado interno, requirió transferencias de los demás sectores para su desarrollo, el cual se convirtió en el núcleo de la política económica.

Al concluir el período de intensa distribución de tierras, se canalizó un volumen creciente de recursos en favor de las actividades industriales, que se vieron favorecidas con estímulos fiscales, protección arancelaria, secundada por una política financiera que orientó los créditos tanto de instituciones nacionales como privadas al desarrollo industrial.

El advenimiento de la Segunda Guerra fue altamente favorable al incremento del producto, pues la capacidad excedente fue absorbida por la demanda externa y las nuevas inversiones crecieron considerablemente al finalizar el período bélico, propiciadas por las facilidades para importar bienes de capital de los Estados Unidos.

El bajo costo de la mano de obra, los insumos industriales proporcionados por el gobierno, además del incremento en la demanda y los estímulos de política económica, elevaron la tasa de crecimiento industrial por encima a la del producto global, pero esto se logró solo a costa de un financiamiento inflacionario, lo cual en última instancia favoreció al sector industrial, transfiriéndole ingresos por una baja relativa en la participación del producto por el resto de la economía.

El aumento de los precios internos y del endeudamiento externo derivaron en graves desequilibrios en balanza de pagos, dando lugar a devaluaciones sucesivas, que fueron limitadas en sus efectos por una baja elasticidad para las exportaciones nacionales debilitada por deterioros en la relación de intercambio.

El proceso inflacionario se vio intensificado por el aumento de la influencia del sector externo en la demanda, en tanto que el crecimiento de la fuerza de trabajo urbana impidió presionar a las uniones obreras por mejoras en salarios, de manera que entre 1940-1946 ocurrió una redistribución regresiva del ingreso que aumentó las participaciones de las utilidades en el ingreso facilitando incrementos en la inversión. La demanda efectiva generada por el gasto público, las exportaciones y el incremento en la población urbana, amortiguaron los efectos producidos por la regresión distributiva. Sin embargo, esta situación alteró la proporción al gasto incrementando el ahorro interno, fomentado por el dinamismo en el sector exportador hasta que sobrevi-

no el deterioro en la relación de intercambio; a finales de la década de los cincuenta, la influencia del sector externo disminuye notablemente en el ahorro.

INFLUENCIA DE LAS VARIABLES FINANCIERAS

Los instrumentos de política monetaria fueron usados con el objeto de apoyar el gasto gubernamental en inversión durante la época de la inflación, la cual se produjo por el lado de la demanda debido a la forma de financiar la inversión. Pero por otro lado se trató de evitar la expansión secundaria del circulante, suspendiendo el redescuento a la banca privada; aumentando los requisitos de reserva o encaje; y, aplicando políticas selectivas de crédito para fomentar las inversiones tanto en el sector agrícola como en el industrial.

La cartera de la banca privada se vio transformada en su composición, obligándose a las instituciones a aceptar papel gubernamental, valores industriales para inversiones a largo plazo y créditos a plazo medio para financiar compras de maquinaria del sector agrícola, frenando así la expansión crediticia excesiva sin desalentar el gasto en inversión. Estas medidas produjeron resultados efectivos que se reflejaron en una modificación en el flujo del crédito, trasladándose del distribuidor al productor la decisión respecto al uso de fondos, restringiendo el crédito a los establecimientos comerciales sin que esto afectara su crecimiento, debido a su alta capacidad de autofinanciamiento. Al facilitar el acceso a las fuentes de crédito a empresarios agrícolas e industriales, se incrementó la demanda de bienes de capital que se vio reforzada por operaciones en el mercado de valores, adquiriendo estas importancia como apoyo financiero a las actividades económicas, como consecuencia del deseo de los ahorradores de diversificar sus activos financieros, obteniendo rendimientos atractivos.

Las centrales selectivas de crédito, al restringir el uso de fondos destinados a las actividades comerciales, limitaron los financiamientos para la circulación de mercancías o gasto en consumo, reasignando fondos que complementaron los recursos de las empresas y favoreciendo la formación de capital. Este fue el papel más importante que jugó la política monetaria para el fomento de las actividades productivas.

El proceso de financiamiento mencionado fue apoyado por creaciones financieras de empresas innovadoras, a través de intermediarios también dinámicos, al presionarlos para aceptar valores oficiales

y de inversión por conducto del Banco de México. Todo ello señala el papel significativo que en el desarrollo del país ha desempeñado la política financiera.

El efecto de las inversiones en el sector agrícola, apoyado por el acceso a los fondos prestables, se hizo notar claramente a principios de la década de los cincuenta. Los rendimientos por hectárea aumentaron al mismo tiempo que se deterioraban los precios internacionales de los principales productos agrícolas de exportación, descendiendo por consiguiente los precios internos relativos de estos productos. Por otro lado, la regresión experimentada en la distribución del ingreso mencionada anteriormente, modificó los patrones de consumo, a la par que se mantenía bajo el precio de los insumos proporcionados por el sector público. Todos estos elementos contribuyeron al abatimiento de las presiones inflacionarias.

La recesión inmediata de la economía norteamericana al fin de la Guerra de Corea, condujo a la nueva administración a un aumento en el gasto público para contrarrestar el abatimiento de la actividad económica. El déficit fue financiado por el Banco de México, registrándose fuertes pérdidas en la reserva y salida de capital, que orillaron a devaluar en 1954. Esta medida permitió captar mayores recursos por el sistema impositivo, lo cual se reflejó en un superávit en 1955; y, situar al sector agrícola en condiciones competitivas. Así fue como se suspendió temporalmente la presión inflacionaria del sector público por el lado de la demanda.

Podría decirse que las consecuencias de la política económica en esta época tuvieron resultados distintos no siempre concordantes. Por un lado el incremento en exportaciones permitió, al gravarse estas, aumentar los recursos fiscales cerrando el déficit presupuestal. Asimismo, la devaluación propició un aumento notable de los precios internos, junto con salidas de capital a corto plazo ante la desconfianza que creó la modificación del tipo de cambio. Hubo también una reorientación en la búsqueda de fuentes de financiamiento, pues las políticas restrictivas del Banco Central aumentaron la tasa de interés, orientándose la captación de fondos hacia el exterior.

La evolución reciente de México no puede explicarse sin considerar el acelerado desarrollo financiero. En los últimos años la política financiera ha sido un instrumento para movilizar recursos reales con fines de desarrollo, sobre todo en la segunda fase de este —la de estabilidad de precios— a tra-

vés de la captación de un volumen cada vez mayor de recursos, por un lado, y de su asignación por otro.

La captación de recursos financieros se realiza mediante una creciente gama de pasivos bancarios y valores que va, desde aquellos con máxima seguridad y mínimo rendimiento, como las cuentas de ahorro, hasta los de máximo rendimiento y menor seguridad, como los certificados financieros.

La asignación de recursos se ha llevado a cabo utilizando distintos mecanismos. El más importante de ellos es el traspaso de recursos del sector privado al sector público por medio del encaje legal, con lo cual han sido atenuadas las presiones inflacionarias. (De acuerdo con las disposiciones vigentes, parte de la reserva obligatoria de los bancos y de las sociedades financieras depositada en el Banco de México, es invertida en valores del Gobierno Federal y de ciertas instituciones públicas).

Otro mecanismo de traspaso de ahorros del sector privado al público, ha sido la colocación directa de valores emitidos por instituciones de crédito entre ahorradores individuales e institucionales. A la vez se han traspasado recursos en sentido inverso, es decir, del sector público al privado, por medio de aportaciones del Gobierno Federal a los patrimonios de los bancos nacionales y de ciertos fideicomisos. Se ha influido también en la asignación de recursos, otorgando el crédito por plazos de vencimiento (se tiende a fomentar la asignación de recursos en préstamos a mediano y largo plazo), y se ha orientado el financiamiento hacia determinadas ramas productivas con tendencia a disminuir en términos relativos el crédito otorgado al comercio en beneficio de las ramas industrial y agrícola por medio de reglas de distribución de la cartera y otros mecanismos.

A pesar de estos avances, se aprecian todavía dificultades tanto desde el punto de vista de la captación como de su canalización, siendo mucho más importantes las primeras.

El período de crecimiento con estabilidad se inició a partir de la devaluación de 1954. Aunque en este año el índice de precios subió en un 13.6%, fue decreciendo paulatinamente hasta estabilizarse cuatro años más tarde en un 2.8% hasta 1965. El alza en las tasas de interés frenó el ritmo de expansión de la inversión privada, pero el impulso de las exportaciones en los años inmediatos a la devaluación y el crecimiento de la inversión pública financiada con recursos del exterior, mantuvieron una tasa de crecimiento aceptable.

Las relaciones entre algunas variables económicas sufrieron transformaciones profundas en el período de estabilidad, motivadas por la modificación que se había operado en las estructuras durante el período de desarrollo inflacionario. Los salarios acusaron una mayor participación en el producto al ocurrir una redistribución de ingresos en favor del factor trabajo.

La política financiera observada se dejó sentir notoriamente en el proceso de estabilización. Los controles selectivos de crédito canalizaron un volumen creciente de recursos a las actividades industriales y agrícolas, de modo que estas no tuvieron necesidad de aumentar precios para proveerse de financiamiento en épocas de presión por el lado de la oferta.

Las elasticidades de crecimiento de los distintos sectores se adaptaron a las elasticidades del ingreso de la demanda, diferidas sin embargo por el proceso de sustitución de importaciones que se generalizó en casi todos los sectores. La tasa de crecimiento del producto agrícola fue menor que la del producto global, correspondiendo a una elasticidad ingreso en el consumo privado o productos agropecuarios menor que la unidad. Sin embargo la tasa de crecimiento anual del sector mencionado debería haber sido mayor para obtener un desarrollo equilibrado, que no sucedió, posiblemente debido al deterioro en la relación de intercambio para los productos agrícolas.

El proceso de sustitución de importaciones se ha reflejado en el uso creciente de insumos internos para la industria y servicios, lo que ha determinado que la economía mexicana disminuya su dependencia de las decisiones tomadas en el exterior.

Los flujos de inversión canalizados por el sector público han mostrado un peculiar ritmo de expansión arrojando fluctuaciones cíclicas sexenales, las cuales son en parte compensadas por la inversión privada, sin que esto signifique la existencia de una coordinación en las decisiones de inversión entre ambos sectores. La influencia del sector público en el proceso económico reviste importancia no solo por la participación de esta en el volumen global de la demanda o de la formación de capital, sino especialmente por su asentamiento en factores claves de la economía, aislándose los efectos del comercio mundial que repercutían en la economía a través de las decisiones tomadas en los factores mencionados, cuando estos estaban en manos de extranjeros.

La importancia relativa del sector externo ha disminuído en la determinación del ingreso, ya que la industrialización ha significado un proceso de sustitución de importaciones, orientadas hacia el mercado interno. En el renglón de ingresos, el turismo ha mostrado un gran dinamismo, pasando a formar parte importante de las recepciones en cuenta corriente.

Pese a que las inversiones extranjeras directas en forma de créditos han aumentando a tasas aceleradas, el uso del ahorro externo indirecto ha constituído una importante fuente de financiamiento de la inversión pública, representando actualmente la deuda externa titulada más del doble del valor de la inversión extranjera directa.

Si la dependencia de nuestra economía respecto a cambios en el exterior se ha aminorado en el sector externo, en el renglón de cuenta corriente no ha sucedido lo mismo respecto a la cuenta de capital, ya que con la creciente importancia que representa el crédito extranjero en el financiamiento de la inversión, esta se ha hecho más vulnerable a variaciones en el mercado internacional de dinero y capitales.

El mercado financiero reflejó los efectos de la devaluación, pero una vez que se acentuó la estabilidad de precios y se abatió el riesgo cambiario, se ajustó a la nueva situación cambiando sus directrices. Los pasivos totales del sistema financiero crecieron a una tasa inferior a la del ingreso hasta 1958, para luego, durante el período de estabilidad, aumentar rápidamente, especialmente en el renglón de pasivos no monetarios. Los efectos especulativos respecto al riesgo cambiario y a la modificación de tasas de interés en el extranjero, han sido contrarrestados por una política de irrestricta convertibilidad del peso.

Los efectos de la estabilidad de precios en el sistema financiero se han proyectado en la captación de volúmenes crecientes de ahorro voluntario, debido a la confianza del público en el tipo de cambio. Estos ahorros han sido debidamente canalizados hacia actividades productivas financiando el déficit del sector público sin recurrir a mecanismos inflacionarios.

Los instrumentos de política monetaria se han convertido en medios más poderosos para controlar el gasto agregado, como resultado del crecimiento de los recursos financieros. El hecho de que la inversión representa una parte importante del gasto, y de que sea relativamente inelástica a las varia-

ciones en el tipo de interés, amortiguan la influencia de las variaciones cíclicas en el extranjero sobre la actividad económica.

COMENTARIOS FINALES

La experiencia mexicana muestra cómo se modificaron los parámetros como resultado del proceso de desarrollo económico. En consecuencia fue alterándose el comportamiento del sistema en el sentido de fortalecer el mecanismo financiero, aumentar la flexibilidad de la oferta, disociar las decisiones de ahorro e inversión y hacer a la economía más autoinducida, aunque no por ello más estable, y generar sus propias oscilaciones cíclicas. Pero todos estos acontecimientos tuvieron raíces comunes que parece útil tratar de sintetizar.

Uno de los más difíciles problemas contemporáneos en el campo financiero, es obtener una mayor eficiencia al movilizar los ahorros potenciales disponibles; eficiencia en la asignación de los recursos crediticios entre el sector público y el privado, así como también dentro de estos mismos sectores; y, eficiencia en la utilización de los recursos disponibles de crédito base de los gastos de inversión. En años anteriores, la política financiera en el país estuvo dirigida a facilitar una alta tasa en la formación de capital y desarrollo del producto; el establecimiento de múltiples instituciones financieras; y, mantenimiento de la estabilidad interna, han reducido el énfasis en la evolución financiera como tal, especialmente porque la mayoría de las actividades financieras privadas han resultado altamente rentables. Consecuentemente, existen ahora numerosas oportunidades en el desarrollo de las prácticas financieras para promover su eficiencia y por ello, impulsar aún más el desarrollo general de la economía mexicana.

En general, una economía en desarrollo necesita la formación de recursos reales y mecanismos de transferencia que permitan su asignación a unos más eficientes. A principios del proceso, el déficit fiscal y el largo período de maduración de muchas obras públicas, principalmente, llevaron a la inflación; por otra parte, el sistema fiscal y financiero era inadecuado para apoyar las transferencias que requerían las condiciones del país. Así, inicialmente, la movilidad del capital se efectuó a través del mecanismo de precios más bien que del financiero, mediante una aguda redistribución del ingreso que permitió la creación y la distribución de ahorros e inversiones, facilitando la formación de capital y su asociación a nuevos usos a base de mayores utilidades.

La política financiera y en general el comportamiento del sistema financiero dieron gradualmente movilidad al capital y facilitaron su reasignación en condiciones más eficientes. Este proceso se afirmó con la estabilidad de precios, cuando las condiciones

de mercado apoyaron los esfuerzos de la política económica, facilitando el crecimiento sin tensiones excesivas o serios desequilibrios en la distribución y los precios.

DECRETOS DEL GOBIERNO NACIONAL

NORMAS SOBRE PENSIONES Y REAJUSTE DE ALGUNOS IMPUESTOS PARA SU SERVICIO

DECRETO LEY NUMERO 435 DE 1971
(marzo 27)

por el cual se reajustan las pensiones y otras prestaciones de los empleados públicos y trabajadores del sector privado y se provee a su financiamiento en el sector público.

El Presidente de la República de Colombia,

en uso de las facultades que le confiere la Ley 20 de 1970, y cumplidas las formalidades previstas en la misma,

DECRETA:

CAPITULO I

Reajuste de pensiones en el sector privado

Artículo 1º A quien tenga el status de pensionado en 31 de diciembre de 1970, se le reajustará, de oficio, su pensión en \$ 100.00 mensuales; a esta suma se le agregará la cuantía resultante de aplicar a la pensión a 31 de diciembre de 1970 (A.A.), un porcentaje equivalente al cuatro por ciento (4%), multiplicando por el número de años transcurridos entre aquel en el cual se causó o se reajustó por última vez la pensión P.A. y aquella fecha.

Las pensiones causadas con anterioridad al primero (1º) de enero de 1966, para efectos de reajuste, se entenderán causadas a partir de dicha fecha.

En consecuencia, la pensión reajustada (P.R.) resultará de aplicar la siguiente fórmula:

$$P.R. = P.A. + \$ 100.00 + (1970 - X) \times 4\% P.A.$$

Donde:

P.R. = Valor de la pensión reajustada.

P.A. = Valor de la pensión a 31 de diciembre de 1970.

X = Año en que se causó o reajustó por última vez la pensión.

Parágrafo 1º Por año fiscal se entiende el comprendido entre el 1º de enero y el 31 de diciembre. Las fracciones de año se tomarán para este efecto, como año completo.

Artículo 2º Fijase para el sector público una pensión mensual máxima equivalente a veintidós (22) veces el más elevado de los salarios mínimos vigentes en el país, salvo lo dispuesto en el artículo 113 de la Constitución Nacional, y en aquellas otras normas legales que fijen regímenes especiales para la materia.

Artículo 3º El Gobierno Nacional hará los reajustes de pensiones cada tres (3) años, teniendo en cuenta la variación de salarios registrada en ese período, de conformidad con el porcentaje (%) de variación que fije el Consejo Nacional de Política Económica y Social.

Artículo 4º Queda excluido de este reajuste:

a) El personal militar de las Fuerzas Militares y el de carrera de la Policía Nacional;

b) El de maestros, en cuanto se refiere a la pensión complementaria que reciba por los Departamentos o Municipios;

c) El de los Ferrocarriles Nacionales siempre y cuando haya obtenido reajuste por convención colectiva y sea este más favorable, caso en el cual el reajuste se verificará a partir del año del último reajuste.