

3^{er} CONGRESO
NACIONAL
DEL AHORRO

MEMORIAS

Memoria Tercer Congreso Nacional del Ahorro

ICAV

Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda

Avenida 40A No. 13-09 Of. 1003

Coordinación General

Edgar Pardo Beltrán

Editor

Julio Roberto Bermúdez Sánchez

Diagramación e ilustraciones

G. & R. Dimitrov

Proceso editorial

Kimpres Ltda.

Impreso en Colombia, en julio de 1996

Printed in Colombia

Ahorramás
Banco Central Hipotecario
Colmena
Colpatria
Conavi
Concasa
Corpavi
Davivienda
Granahorrar
Las Villas

Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda

Director

Guillermo Gómez Estrada

Secretaria General

Jeanet Barbosa Verano

Director Departamento Económico y Financiero

Edgar Pardo Beltrán

Coordinador Area Financiera

Mauricio Rodríguez Díaz

Investigadores

Luis Ernesto González Pérez

Gabriel Leonardo Méndez Urrego

Alexandra Vanegas Gómez

Gustavo A. Zapa de la Ossa

Colaboradores

Carmen Cecilia Estupiñán de Vargas

Mario Gaviria Castro

Olga Lucía Gil Torres

Florinda Mendoza Cortés

Pablo Hernán Monroy Ramírez

Flor Alba Walteros Fernández

Contenido

<i>Prólogo</i>	7
<i>Instalación del III Congreso Nacional del Ahorro</i> Por Efraín Forero Fonseca, <i>presidente del Consejo Directivo del ICAV y presidente de Davivienda</i>	9
<i>La política de vivienda social en la administración del presidente Samper</i> Por Rodrigo Marín Bernal, <i>ministro de Desarrollo Económico</i>	19
<i>Colombia: ahorro en declive, financiamiento en auge</i> Por Roberto Steiner y Andrés Escobar, <i>investigadores de Fedesarrollo</i>	27
<i>El ahorro y la política macroeconómica</i> Por Roberto Junguito Bonnet, <i>miembro de la junta directiva, Banco de la República,</i> y Alejandro López Mejía, <i>director Unidad de Programación Macroeconómica, Banco de la República</i>	67

<i>Publicidad para instituciones financieras: creando una imagen amistosa con el usuario</i>	83
Por José Miguel Sokoloff, vicepresidente creativo de Leo Burnett de Colombia	
<i>La tarjeta inteligente y la banca virtual: nuevas aplicaciones y oportunidades</i>	87
Por Catherine A. Allen, vicepresidenta del Citicorp Technology Office y presidenta de Smart Card Forum	
<i>Resultados de la fase de exploración del proceso de paz</i>	103
Por Carlos Holmes Trujillo, Alto Comisionado de la Paz	
<i>Las corporaciones de ahorro y vivienda en el nuevo entorno sectorial: mayor competencia y diversificación del riesgo</i>	113
Por Jorge Castellanos Rueda, Superintendente Bancario	
<i>Titularización de cartera hipotecaria: la experiencia de un caso</i>	129
Por María del Pilar Galvis, vicepresidenta jurídica de Davivienda	
<i>Sesión de clausura del III Congreso Nacional del Ahorro</i>	141
Por Guillermo Gómez Estrada, director del ICAV	
<i>Ahorro, política económica y el papel de las CAV</i>	153
Por Guillermo Perry Rubio, ministro de Hacienda y Crédito Público	

Prólogo

Si existe un principio que sea universalmente compartido por todas las teorías económicas, es aquel que establece que el desarrollo económico de un país está íntimamente ligado a su capacidad para generar ahorro. Una muestra fehaciente de la validez de dicho principio está dada por el extraordinario desarrollo de los países del sudeste asiático, cuyas tasas de ahorro han sido superiores, en promedio, a 30% del producto interno bruto (PIB) durante los últimos 15 años.

Por tal razón, el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda, ICAV, decidió en 1991 programar como parte integral de sus actividades, la celebración periódica de un evento al que se le denominó Congreso Nacional del Ahorro, dedicado precisamente al análisis exhaustivo de dicha variable macroeconómica, cuya tercera versión se desarrolló los días 24 y 25 de noviembre de 1994.

El tema central de discusión del III Congreso Nacional del Ahorro giró alrededor del estudio que en él se presentó sobre la evolución reciente del ahorro y las perspectivas futuras de éste en nuestro país que, bajo el título *Colombia: Ahorro en declive, financiación en auge*, había elaborado Fedesarrollo. Tanto la presentación del estudio como su discusión se vieron notablemente enriquecidos por los comentarios que sobre la materia formularon los doctores Roberto Junguito Bonnet, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, y Alejandro López Mejía, director de la Unidad de Programación Macroeconómica de la misma entidad.

Por otro lado, el Congreso fue escenario propicio para que el señor Ministro de Desarrollo Económico, doctor Rodrigo Marín Bernal, diera

a conocer los principales lineamientos de la política de vivienda de interés social del gobierno del presidente Ernesto Samper Pizano y para que su colega de Hacienda, doctor Guillermo Perry Rubio, precisara el papel que el equipo económico esperaba que cumpliera el sector financiero, particularmente las corporaciones de ahorro y vivienda incluido el BCH (CAV), en la ejecución de las políticas del gobierno recientemente posesionado. Adicionalmente, el señor Superintendente Bancario, Jorge Castellanos Rueda, describió el proceso de modernización que venía adelantándose en el organismo que él dirigía, y llamó la atención sobre el significado de las últimas reformas financieras en las funciones y tareas que desempeñan las CAV.

Las más avanzadas innovaciones tecnológicas de prestación de servicios financieros y las últimas tendencias en publicidad financiera fueron también materia del Congreso, gracias a las presentaciones realizadas respectivamente por Catherine Allen, vicepresidenta del Citicorp, y Miguel Sokoloff, vicepresidente creativo de Leo Burnett de Colombia.

Así mismo, la titularización de cartera hipotecaria, el más novedoso y revolucionario instrumento para generación de recursos financieros que se haya implementado en Colombia en los últimos años, no podría haber escapado al temario del Congreso, como en efecto no lo fue, pues la doctora María del Pilar Galvis, en ese entonces vicepresidenta jurídica de Davivienda, condujo una sesión altamente ilustrativa sobre el tema.

Finalmente, el presidente del Consejo Directivo del ICAV, doctor Efraín Forero Fonseca, y su director, doctor Guillermo Gómez Estrada, expusieron las opiniones del Instituto, tanto sobre los temas de interés exclusivo de las CAV como sobre los asuntos de actualidad que mayormente llamaban la atención de la opinión pública. Dentro de este marco de temas que tanto preocupan a los colombianos, fue posible escuchar los conceptos y experiencias del Comisionado para la Paz, doctor Carlos Holmes Trujillo, sobre los resultados de lo que el gobierno denominó la fase exploratoria del proceso de paz.

Noviembre de 1995.



Instalación del III Congreso Nacional del Ahorro

*Por Efraín Forero Fonseca**

Constituye para mí motivo de gran satisfacción poder brindarles, en nombre de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y el Banco Central Hipotecario, una cálida bienvenida al III Congreso Nacional del Ahorro que nuevamente realizamos en nuestra querida Cartagena.

Queremos en primer término agradecer la asistencia de los ilustres participantes nacionales e internacionales que con su presencia garantizan el éxito del evento. En particular, extendemos nuestro reconocimiento a los señores ministros de Desarrollo, doctor Rodrigo Marín Bernal y Hacienda, doctor Guillermo Perry Rubio, cuya presencia es prueba fehaciente de la atención que el actual gobierno otorga a los temas presentados y debatidos y la importancia que le concede a los mismos.

De igual manera, deseamos expresar nuestros agradecimientos a los doctores Roberto Junguito, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República y Jorge Castellanos, Superintendente Bancario, así como a los demás expertos analistas y expositores invitados.

Hace apenas unos meses el doctor Ernesto Samper dio inicio a su período presidencial y el pasado 15 de noviembre entregó al país el Plan de Desarrollo Nacional. Por ende, este Congreso será una excelente oportunidad para el análisis de los objetivos y estrategias de la política macroeconómica.

Es de nuestro mayor interés, conocer las directrices que el gobierno pretende imprimir al sector de la construcción y en especial, al de la vivienda de interés social. Resulta también de suma importancia clarificar la concep-

* Presidente del Consejo Directivo del ICAV y Presidente de Davivienda.

ción de lo que será la estructura del sector financiero y del papel que en el futuro próximo le corresponderá desarrollar a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y al sistema UPAC.

Ahora bien, nuestro tema central es el *Ahorro Nacional*. Es de vital importancia para el país abordar en profundidad el análisis del comportamiento, evolución y composición de este agregado y de su aporte al desarrollo del país.

La situación actual de la economía colombiana

Analistas nacionales e internacionales coinciden en reconocer el favorable desempeño de nuestra economía, debido al prudente y acertado manejo de la política económica en las últimas décadas. El crecimiento promedio del PIB en los últimos 10 años es de 3,2% y rebasará el 5,5% en 1994, índices superiores a los registrados en casi todos los países latinoamericanos. Este crecimiento en los últimos cuatro años ha estado impulsado por un incremento en la inversión y consumo privados así como en el gasto público.

Dentro de este ambiente de prosperidad, se han destacado la bonanza del sector de finca raíz y el crecimiento de los sectores comercial y de servicios, así como el repunte de la inversión extranjera.

Todos estos resultados han sido posibles dentro del nuevo esquema de apertura comercial internacional, en el cual imperan los principios de libre mercado ampliamente promocionados por el anterior gobierno. Gracias a esta intensa actividad, en agosto de 1994 se registró un índice de desempleo de 7%, el más bajo de los últimos diez años.

A su vez, como principales problemas de nuestra economía, es menester destacar de un lado el comportamiento de la inflación, que a pesar de todos los controles implementados será en 1994 de 22%, y de otro, la revaluación del peso, que soporta cada vez mayores presiones connaturales a la exposición al flujo de capitales foráneos y la diferencia entre las tasas de interés internas y externas. Además, preocupa a las autoridades monetarias, en gran medida y con razón, el alto crecimiento de la cartera del sistema financiero, en particular la correspondiente al crédito de consumo.

Del análisis del comportamiento de las variables macroeconómicas en los últimos años, se deduce un decrecimiento del ahorro doméstico, especialmente acentuado en los últimos dos años. El ahorro privado, que alcanzó a representar en la década de los ochenta entre 10 y 15% del PIB, se redujo a 7,2% en 1993, infortunadamente se espera que caiga a 6% en 1994.

Esta tendencia merece definitivamente toda nuestra atención. Aunque en asuntos económicos las grandes controversias son la constante, uno de los pocos temas de consenso es la necesidad de vigorizar los mecanismos que

protejan el ahorro doméstico para afincar en él, el crecimiento económico y el fortalecimiento de la inversión nacional en el largo plazo. Vislumbro que este será uno de los temas de mayor atención en este foro; con gran interés escucharemos los planteamientos de nuestros expertos invitados en torno a esta problemática y tendremos la oportunidad de conocer la forma como el gobierno concibe el propósito de estimular el ahorro en su Plan de Desarrollo Nacional.

Las corporaciones y la financiación del sector de la construcción

El sector de la construcción ha presentado un auge sin precedentes en los últimos años, del que dan fe los índices de crecimiento de 8,4% en 1992 y 9,3% en 1993. De conformidad con los anuncios que escuchamos en la última asamblea de Camacol, en el año que corre se aprobarán licencias por más de 12 millones de metros cuadrados, cifra récord en la historia nacional. Este ha sido sin lugar a dudas, el sector líder en la economía y en la generación de empleo.

Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda no han ahorrado esfuerzos para proporcionar los recursos que ha requerido el sector, a pesar de las situaciones adversas que han tenido que afrontar, debidas a circunstancias del entorno económico, aunadas a graves limitaciones de su marco regulatorio. Los desembolsos que el sistema UPAC entregó para la financiación de vivienda fueron de \$324.000 millones en 1990. Para 1992 ya ascendían a \$774.000 millones y a un billón y medio de pesos en 1993. Estos guarismos reflejan claramente la dimensión del esfuerzo realizado por las CAV y dan testimonio de su capacidad para movilizar el ahorro nacional hacia la industria de la construcción en forma masiva.

Desde mayo de 1993 hasta octubre de 1994, se mantuvo una absurda fórmula para el cálculo de la corrección monetaria, que dejó expuestas las cuentas de ahorro en UPAC de las CAV a la agresiva competencia de los bancos. Los resultados no se hicieron esperar: la participación de tales cuentas de ahorro en los cuasidineros sufrió un abrupto descenso al caer de 35,8% a 26,2% en el mismo período.

Para atender la demanda de crédito del sector de la construcción, fue necesario recurrir a los Certificados de Depósito a Término, principalmente en pesos, circunstancia que ha tenido impacto enorme sobre el costo de los recursos y la composición del pasivo de las entidades. De la captación efectiva del período mencionado, un billón cincuenta mil millones fueron captaciones en CDT. Si a esta suma se le aplica un sobre costo de sólo 4 puntos, ese esfuerzo representa egresos adicionales para las corporaciones por \$42.000 millones en un año. Este cambio forzado conlleva adicional-

mente un deterioro en la composición del pasivo, por el inconveniente incremento, de 16% a 32% de participación de los CDT en el total de las captaciones. Por ser este un instrumento mucho más volátil e inestable, es indudable que esta nueva conformación del pasivo representará aún mayores costos en el futuro.

La nueva fórmula de la corrección monetaria relacionó este indicador con las tasas de interés de mercado, lo cual permitió corregir la inmovilidad que engendraba la anterior metodología de cálculo, pero mantuvo un amplio rezago con la DTF al limitar la relación a 74% del promedio de las últimas doce semanas. A la fecha, la diferencia entre las dos tasas es superior a 10 puntos, lo que evidencia la necesidad de ajustar ese porcentaje a niveles del 85% como fue solicitado inicialmente.

En los últimos meses de 1994 se agudizó una baja disponibilidad de recursos en el mercado y es evidente que la estrategia de control de crecimiento del crédito que ha escogido la autoridad monetaria consiste en permitir y hasta impulsar el incremento en las tasas de interés que han llegado a niveles realmente preocupantes. No resulta difícil vislumbrar que esta situación pronto podría producir deterioros en la calidad de la cartera de los establecimientos financieros y negativos efectos en los resultados de las empresas y en el control de precios.

Desde julio de 1994 se ha venido reduciendo la capacidad de las CAV y el BCH para atender adecuadamente la demanda del sector. Lamentablemente a la fecha no existe disponibilidad de crédito para la vivienda usada, lo que golpea principalmente al colombiano de clase media y afecta el ritmo de ventas de los proyectos nuevos.

La situación para 1995 no es clara. El crédito externo continuará cerrado, los recursos domésticos no serán suficientes para financiar tanto el gasto y la inversión pública, como el consumo y la inversión privada. Podemos por lo tanto prever una competencia muy intensa por los recursos y el mantenimiento de altos niveles en las tasas de interés.

De cara al futuro, y con las restricciones competitivas de las corporaciones, debemos alertar al sector de la construcción y al gobierno ante la imposibilidad de financiar los volúmenes de construcción proyectados, incluyendo las ambiciosas metas de vivienda de interés social. Los recursos requeridos serán del orden de 2,6 billones de pesos para 1995.

Ante este difícil panorama, el sector privado debe buscar soluciones creativas y afrontar el reto con optimismo, imaginación y también creatividad. Sin embargo este sólo esfuerzo no será suficiente, necesitamos el respaldo y la decisión tanto del gobierno como de la Junta Directiva del Banco de la República a fin de evitar el deterioro en el comportamiento del sector de la construcción.

Particularmente deseamos referirnos a tres puntos:

1. La reducción del encaje de las cuentas de ahorro.
2. La autorización para el recaudo de impuestos de carácter nacional y departamental y la posibilidad de administrar cuentas de las entidades del gobierno y
3. La titularización de cartera hipotecaria.

1. Los encajes de las cuentas de ahorro

Deseamos solicitar formalmente a la Junta del Banco de la República y al gobierno nacional que el encaje sobre las cuentas de ahorro vuelva a 2%, nivel que mantuvo hasta febrero de 1992. Esto brindaría a las CAV la posibilidad de obtener recursos para la construcción por \$332.000 millones.

En el lapso de sólo dos años, las cuentas de ahorro de las CAV han sido severamente castigadas con la reglamentación del encaje. En 1992 se produjo un amplio incremento del porcentaje de 2% a 10%, lo que redujo drásticamente la disponibilidad a las cuentas de ahorro. Pero esto no fue todo. En el presente año, se produjo una inconveniente modificación de honda repercusión en la determinación del encaje.

Desde su creación, las captaciones realizadas en UPAC habían tenido sus encajes determinados en UPAC, en forma similar a las captaciones en dólares de los demás intermediarios, cuyos encajes e inversiones forzosas se denominan en dólares.

Sin embargo, con la falsa premisa de equilibrar los sistemas de encaje de todos los intermediarios financieros, la resolución 27 de septiembre de 1994 estableció que los encajes de las cuentas de ahorro en UPAC deben hacerse en pesos en el Banco de la República.

Este cambio representa 100.000 millones de pesos de sobre costo a la operación de las corporaciones, suma equivalente a las utilidades acumuladas de las corporaciones y el BCH a septiembre de 1994. La realidad es que se está trasladando un costo de política monetaria a las corporaciones, las cuales a su vez tendrán que trasladarlo a los usuarios del crédito, deteriorando la eficiencia del sector y creando indirectamente un tributo.

2. El recaudo de impuestos y las cuentas nacionales

Las corporaciones disponen de más de 1.200 oficinas dotadas de altos niveles de tecnología y eficiencia administrativa, al servicio de sus clientes. Es por tanto que podrían prestar a la Administración de Impuestos el servicio de recaudo de impuestos de carácter nacional como los de renta, IVA, aduanas y complementarios, en los mismos términos en los cuales actualmente se encuentra autorizado el sistema bancario.

Igualmente, las corporaciones podrían ofrecer a todas las entidades estatales la posibilidad de manejar sus recursos, particularmente los del presupuesto nacional, a través de cuentas de ahorro con lo cual se eliminaría la exclusividad a favor de las cuentas corrientes de los bancos.

3. La titularización de la cartera hipotecaria en Colombia

Un campo con enorme potencialidad de desarrollo es la titularización de la cartera hipotecaria de las corporaciones, la cual goza de extraordinarias características:

Está indizada en UPAC y por lo tanto parcialmente protegida de los riesgos de tasas de interés; las relaciones de saldo/garantía son superiores a estándares internacionales y los índices de pérdidas son muy moderados. Nuestra cartera es, sin lugar a dudas, un interesante activo que permite concebir programas de flujo de fondos estables y ofrecer opciones de inversión tanto al nuevo mercado de capitales del país como también a inversionistas y fondos del exterior.

Aunque se ha avanzado en gran medida en las reglamentaciones expedidas por las autoridades al respecto, consideramos que deberían ser complementadas las normas vigentes con las siguientes ideas:

- Reglamentar y simplificar los conflictos de interés establecidos, particularmente para los títulos inscritos en las bolsas del país y aquellos con calificación de riesgo.
- Las reservas del Seguro Social para pensiones, que superan los \$800.000 millones, deberían invertirse bajo un régimen similar al de los fondos de pensiones, teniendo así en la titularización de cartera hipotecaria una muy atractiva y apropiada inversión.
- Promover la creación de sociedades titularizadoras de cartera en Colombia y autorizar a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda para invertir como accionistas en ellas.
- Modificar la ponderación de activos de riesgo para los títulos y derechos emitidos por los fideicomisos, constituidos para titularizar la cartera hipotecaria, acorde con las características de su calificación o su naturaleza.

Existe aquí un campo espléndido para la investigación y la iniciativa de las corporaciones, el gobierno y el mercado de capitales. Es este un excelente vehículo para comunicar el sector de la construcción con los mercados de capitales nacionales, que experimentan un gran crecimiento, especialmente por la actividad de los fondos de pensiones. Muy seguramente escucharemos valiosas experiencias y recomendaciones en las presentaciones previstas sobre este tema.

El sector financiero y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda

En la búsqueda de un sector financiero sólido, grande y eficiente, capaz de apalancar el crecimiento del país en una forma competitiva, se concibieron una serie de reformas, inicialmente con la ley 45 de 1990 que introdujo la banca integral con filiales y, posteriormente, con la ley 35 de 1992 que modificó considerablemente las operaciones permitidas a los distintos intermediarios.

En este lapso de tiempo se han autorizado varias nuevas operaciones a las CAV entre las que se destacan los préstamos para inversión y consumo, la captación a través de CDT y CDAT en pesos, la actividad propia de intermediarios del mercado cambiario, la expedición de cartas de crédito y últimamente, la posibilidad de realizar préstamos para vivienda y construcción en pesos y para expedir aceptaciones financieras.

Sin embargo, existen aún diferencias o exclusividades en el régimen vigente para las principales clases de intermediarios financieros, que en forma muy sucinta podemos presentar así:

Los bancos gozan de atribuciones exclusivas en su régimen de inversiones y son los únicos autorizados a manejar cuentas corrientes.

Las corporaciones financieras tienen su especialización y fortaleza en su capacidad para invertir en el sector real y desempeñarse como banqueros de inversión.

Las compañías de financiamiento comercial pueden realizar todas las operaciones autorizadas a los bancos con excepción de la cuenta corriente y tienen la exclusividad de manejar y eventualmente especializarse en las actividades de leasing.

Las CAV, que fueron el símbolo de la especialización, en el actual régimen no tienen ninguna operación que les sea exclusiva y por el contrario, deben soportar restricciones y limitaciones en sus actividades principales que no son aplicables a los demás intermediarios.

Bajo el criterio del equilibrio y equidad entre las distintas entidades del sector, hemos visto la eliminación progresiva de la autorización exclusiva para remunerar el ahorro, del manejo de sistemas de capitalización de intereses —base del sistema UPAC— y de los sistemas de financiación de largo plazo. Hoy por hoy, las ventajas del UPAC no son exclusivas para las corporaciones.

No estamos buscando perder nuestra natural especialización en el manejo del ahorro y la financiación de vivienda. Es más, consideramos vital proteger a toda costa la extraordinaria capacidad que tiene el país en los sistemas de financiación a largo plazo, concebidos inicialmente con la creación del UPAC y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, y hoy aplicables a cualquier

intermediario bajo esquemas de amortización que consideren la capitalización de interés y las tasas variables.

Sin querer debatir la conveniencia de un sistema de banca múltiple o de uno especializado, lo que sí se hace necesario es revisar la viabilidad de las corporaciones en el actual entorno. De un lado se eliminaron todas sus ventajas, mientras se mantienen las restricciones que les impiden competir en igualdad de condiciones con los demás intermediarios y, de otro, simultáneamente se le pide soportar el peso de la especialización, entendido como la limitación en su campo de acción y en la imposición de mantener una inversión obligatoria de 23% de su cartera, que exige incurrir en mayores riesgos y costos de operación.

Bajo este desventajoso marco regulatorio aparece como una posibilidad legítima y válida para las corporaciones considerar la opción de conversión en banco hipotecario, concebida por el gobierno anterior con la expedición del decreto 2423 de 1993.

Las corporaciones cumplen a la fecha con el capital mínimo requerido para convertirse en bancos y dentro de la libertad (de entrada y salida) establecida en la ley 45 de 1990 podrían aspirar a hacerlo. Sin embargo, deseamos conocer la posición del gobierno al respecto. Resulta fundamental la aclaración sobre la aplicación de las normas legales a esta figura que aparece concebida en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, pero cuya reglamentación a la fecha se refiere al BCH de modo particular.

La vivienda de interés social

Tendremos la oportunidad de conocer los objetivos y estrategias de la nueva política de vivienda social, que buscará proveer de 600.000 unidades de este tipo de vivienda a los colombianos más pobres.

Según las cifras del Departamento Nacional de Planeación las corporaciones destinaron entre 1991 y 1994, un billón treinta y siete mil millones de pesos a la financiación de programas de vivienda social, superando en 154% las metas previstas por el gobierno anterior. Se financiaron 125.507 unidades, principalmente en el rango de grupos familiares con 2 a 4 salarios mínimos, con lo cual las CAV demostraron una vez más su compromiso y contribución a los planes del gobierno para reducir el déficit habitacional colombiano.

No obstante, vemos con preocupación las grandes limitaciones en la oferta de nuevos proyectos de vivienda social. La viabilidad de muchos de ellos ha desaparecido por el incremento en los precios de las tierras, la insuficiencia de infraestructura de servicios, el crecimiento de los costos de construcción y el alto nivel de las tasas de interés ya comentado. No es materialmente posible cumplir con los requerimientos de colocación actual-

mente fijados en 23%, los cuales de no revisarse, generarán defectos en muy poco tiempo en las entidades.

Deseamos sugerir el estudio de mecanismos que estimulen la inversión en la vivienda social, en sustitución al sistema de multas y sanciones, para motivar a las entidades financieras a participar en aquellos sectores que defina como prioritarios el gobierno nacional. Podría v. gr., concebirse un sistema mediante el cual aquellos ingresos provenientes de las operaciones de los créditos que cumplan con los propósitos y condiciones establecidos, tuviesen el tratamiento de ingreso no constitutivo de renta.

Para que exista igualdad de condiciones entre todos los intermediarios financieros, se impone la revisión de las inversiones autorizadas a los bancos y entidades financieras que han ingresado activamente a competir en la financiación de vivienda y construcción, aún las de aquellos que lo hacen a través de la modalidad de leasing inmobiliario.

Con particular interés esperamos conocer los programas de vivienda social y reorientación del subsidio, para participar en la formulación de las estrategias buscando contribuir en los logros de las mismas. Creemos que los recursos de los subsidios pueden canalizarse a través de las corporaciones, las cuales por sus características, están en capacidad de administrarlos aportando simultáneamente los beneficios de su probada experiencia en la actividad de la financiación de la construcción.

El gobierno y el país entero tiene ante sí un gran desafío: mantener la dinámica y prosperidad de la economía, lograr de un lado el control de la inflación y de otro, la estabilidad de la tasa de cambio y generar los 1.500.000 nuevos empleos y las 600.000 viviendas ofrecidas por el presidente Samper.

Para ello se hace necesario un armónico y coordinado trabajo con la Junta del Banco de la República. Todos esperamos con positivo optimismo que se de el consenso necesario entre estos dos agentes para la implementación de la política económica, enmarcada dentro de los nuevos lineamientos de la Constitución de 1991.

El Plan de Desarrollo Nacional —El Salto Social— demandará \$50 billones en los cuatro años, según las primeras estimaciones. Será necesario encontrar las fuentes de financiación del mismo dentro del marco del propósito de obtener superávit fiscal de no menos del 1,5% del PIB. Es un plan ambicioso de gran cobertura social y de una gran preponderancia del Estado como orientador y ejecutor de programas.

En un estilo muy especial y particular, el Presidente de la República busca la participación y el consenso entre los gremios, trabajadores, municipios y Estado para que a través de esfuerzos conjuntos se logre el control de la inflación. Estaremos atentos cuando se nos llame, a revisar la forma en que podemos contribuir en este propósito nacional.

Nuestros niveles de productividad y competitividad son elementos clave para la internacionalización de nuestra economía y el crecimiento que todos esperamos. Requerimos grandes inversiones en tecnología, en preparación del recurso humano y en la infraestructura nacional de puertos, transporte y comunicaciones.

Las corporaciones y el BCH hemos cumplido un papel muy importante en las ejecuciones de las políticas gubernamentales y hoy renovamos nuestro compromiso y apoyo a los esfuerzos que todos debemos realizar para lograr una Colombia en pleno crecimiento, más justa y en paz.

Este ha sido presentado como el gobierno de la gente, y tal vez nadie mejor que las corporaciones son las entidades de la gente. Más de 8,5 millones de colombianos confían su ahorro a las CAV, las cuales comprendieron, desde su creación en 1972, la importancia de llegar con una concepción de servicio amable y eficiente a los colombianos de todos los niveles.

Renovamos nuestro agradecimiento al doctor Rodrigo Marín Bernal, ministro de Desarrollo, quien gentilmente nos acompaña en la instalación de este congreso, así como la de todos los demás funcionarios y expositores. Esperamos poder tener un diálogo abierto en el que las ideas, opiniones y proposiciones se presenten y analicen con el único ánimo de contribuir a diseñar un futuro que con optimismo, nos permita construir el país que todos deseamos.



La política de vivienda social en la administración del presidente Samper

*Por Rodrigo Marín Bernal**

En días pasados se inició el trámite del nuevo Plan de Desarrollo. Será sometido, en primera instancia, a la consulta del Consejo Nacional de Planeación en cuyo seno tienen asiento voceros de las entidades territoriales y de los sectores económicos, sociales, ecológicos, comunitarios y culturales.

Posteriormente será introducido a la consideración del Órgano Legislativo del Poder Público para su discusión y aprobación antes del 7 de agosto de 1995.

En acatamiento a las normas constitucionales el plan contiene la descripción de las metas y objetivos de la política económica e, igualmente, señala la cuantía de los presupuestos plurianuales de los principales proyectos de inversión pública.

La legitimidad social y política de este importante instrumento de orientación general y de asignación de los recursos fiscales depende, primordialmente, del grado de consenso que la iniciativa alcance en las distintas instancias a las cuales deberá estar subordinada.

Propicia resulta, pues, la ocasión para referirse al compromiso que el gobierno ha contraído de elevar sustancialmente la participación de la inversión social en el universo del gasto público. Esta decisión emana de la propia normatividad constitucional y de las expectativas nacidas al amparo del pasado ejercicio democrático y por cuyo efecto la actual administración

* Ministro de Desarrollo Económico.

pretende darle al programa de internacionalización de la economía un denso contenido humano.

La pretensión de reducir el déficit de vivienda en 43% durante los próximos cuatro años, conforme lo postula el Plan de Desarrollo, es ostensiblemente ambiciosa. Empero, será tanto más posible cuanto mayor sea la capacidad de los distintos agentes involucrados en el proceso para actuar en la dirección señalada. El gobierno nacional, manifiestamente, asume la responsabilidad principal en concordancia con las obligaciones colaterales e, igualmente, sustantivas que deberán contraer los municipios y, por supuesto, el sector privado.

Es evidente la bondad del cambio ocurrido a partir de la expedición de la ley 3a. de 1991. A virtud suya el Estado abandonó la tarea de ejecutar directamente los planes de vivienda en condiciones no siempre congruentes con los principios de la eficiencia y la equidad. En su lugar se puso en marcha el sistema de subsidios a la demanda que, habiendo sido ensayado con éxito en otras latitudes, ha permitido avanzar considerablemente en el propósito de darle vivienda propia a los grupos más débiles de la población.

En efecto, el subsidio fortalece las relaciones del ciudadano con el Estado, multiplica las posibilidades a que aquel tiene derecho legítimo, facilita la solución que se ajusta a sus necesidades e induce un mejor desempeño de los escasos recursos disponibles.

El sistema, sin embargo, acusa algunas imperfecciones que el gobierno se apresta a corregir propugnando, al mismo tiempo, la ampliación de su cobertura a fin de duplicar las metas que la administración pasada se trazó. Al propio tiempo el Plan contempla la alternativa de otorgar, con mayor énfasis, el subsidio colectivo o de entorno que se aplica al mejoramiento de la calidad de vida de las comunidades urbanas subnormales.

Con inclusión de las viviendas de interés social que no son objeto de subsidios la meta es clara: construir 606.000 soluciones de vivienda social urbana; importa decir que de estas soluciones 500.000, por lo menos, contarán con subsidios directos y el resto con programas especiales de crédito.

La ejecución de programas integrales de entorno para los barrios más pobres, mediante la combinación de recursos provenientes de los municipios, de una parte, y de los fondos de cofinanciación para la infraestructura urbana, de inversión social y de la Red de Solidaridad Social, de la otra, permitirá atender el compromiso de disminuir el déficit habitacional en la proporción indicada y de beneficiar, durante el período, a no menos de 1'123.000 familias.

Con parejo énfasis está prevista la promoción, con los municipios, de procesos de reforma urbana que fomenten el ordenamiento urbano y la

habilitación de tierras aptas para vivienda social. Para asegurar el cumplimiento de este prerequisite altamente prioritario, se usarán los instrumentos financieros y las herramientas de planeación y de gestión previstos en la ley 9a. de 1989 tales como los bancos de tierras, la enajenación voluntaria, los proyectos de renovación urbana, la integración, el reajuste de tierras, la extinción del dominio y la expropiación.

La nueva política

El sustento de la nueva política lo constituye el subsidio familiar, individual o colectivo, dirigido a la población más pobre y ensamblado a la Red de Solidaridad Social. Y tendrá dos componentes: el primero destinado a las familias con ingresos inferiores a dos salarios mínimos y el otro dirigido a atender, con proyectos de vivienda, a hogares con ingresos entre dos y cuatro salarios mínimos. El primer componente se desdobra, a su vez, en dos programas: el mejoramiento del entorno y la dotación de vivienda nueva.

Las innovaciones son patentes: se busca favorecer, especialmente, a los sectores más frágiles y se reorientan, parcialmente, los crecidos recursos hacia los asentamientos subnormales de alta concentración de pobreza localizados en los estratos 1 y 2 y en los cuales el desafío más severo es la calidad de la vivienda.

Este programa específico se apoya en el subsidio otorgado por el Estado y se complementa, necesariamente, con recursos de los fondos de cofinanciación ya mencionados y de los municipios. Su ejecución comprenderá, a través de programas asociativos, 258.000 subsidios. Se estima que, a causa del impacto que en el entorno generan las obras complementarias, el número de hogares beneficiados será de 775.000.

Vivienda nueva

Los proyectos de vivienda nueva destinados a la población cuyos ingresos no alcancen los dos salarios mínimos, deberán ofrecer condiciones mínimas de habitabilidad. Cuando quiera que se trate de lotes con servicios, la Nación apoyará, solamente, los proyectos que se realicen mediante la aplicación de las normas de la ley 9a., esto es, en tierras aptas y con garantías de participación comunitaria, asistencia técnica y financiación adecuada. Sólo así será posible asegurar su desarrollo progresivo en el corto plazo.

El número de soluciones que deberán ser construidas para beneficiar familias con ingresos entre los dos y los cuatro salarios mínimos será de 270.000. Su financiamiento correrá por cuenta del Inurbe, las cajas de

compensación familiar y la Caja de Vivienda Militar (recursos no reembolsables) y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, el Fondo Nacional del Ahorro y otras entidades financieras.

Financiación

La financiación del Programa de Vivienda Social Urbana supone una movilización de recursos igual a los \$2'470.095 millones durante los próximos 4 años; de estos \$1'485.182 millones serán recursos de crédito distribuidos así: \$997.902 millones provenientes de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, \$437.386 millones del Fondo Nacional del Ahorro y \$49.895 millones de otros bancos.

El sistema Upac

Al asumir las responsabilidades propias del cargo que ocupó, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda enfrentaban una coyuntura particularmente crítica. Diversos hechos anteriores la habían provocado. Las reformas financieras más recientes les arrebataron la prerrogativa de que estaban dotadas para remunerar los depósitos a la vista mediante la extensión de esta facultad a todos los intermediarios financieros.

El nivel de los encajes y la estructura de la corrección monetaria vigente se reflejaban en una pérdida constante de competitividad de las corporaciones y en el consiguiente debilitamiento de su función principal, cual es el financiamiento de la construcción.

El rigor de las normas legales y las actuales condiciones de la política monetaria que impiden, temporalmente, la reducción de los encajes le imponían a la autoridad crediticia su única opción posible: la modificación de la fórmula de la corrección monetaria.

Y a propuesta suya, la Junta Directiva del Banco Emisor procedió a enmendarla cuando apenas habían transcurrido 30 días de la actual administración. El nuevo cálculo de la corrección monetaria forma parte del proceso de ajuste de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda a un mercado financiero en condiciones de competencia más libre, sin abandonar la especialización de su objeto social original.

No se puede, en modo alguno, interpretarse la medida como un cambio en la profunda inspiración que el sistema UPAC ha tenido a lo largo de su fecunda existencia ni, menos, como la expresión de la voluntad inexistente de inducir progresivamente su desmonte. Al recuperar niveles adecuados de rentabilidad las corporaciones, por el contrario, quedarán habilitadas para responder a los compromisos que el nuevo programa de vivienda implica.

El futuro del sistema

Ahora bien, la expedición de algunas medidas por parte del Banco de la República, especialmente aquella que suprimió la remuneración que tradicionalmente se le reconocía al encaje a que están obligadas las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, ha suscitado una interrogación que quiero absolver con particular claridad.

Se indaga si ¿decisiones de esta naturaleza entrañan el propósito de debilitar el sistema hasta conducirlo al extremo límite de su desaparición? La respuesta es rotunda: ¡No! El gobierno no pretende ni patrocina el deterioro o la eliminación de los soportes que le sirven a este importante estamento del sector financiero para impulsar la industria de la construcción.

Por el contrario, disposiciones recientes dictadas por el gobierno Nacional se sujetan a las prescripciones de las leyes financieras vigentes y por cuya virtud se fomenta la ampliación del ámbito de las operaciones autorizadas a cada tipo de intermediario. Se trata de permitirle su participación creciente en los mercados a los cuales no tenía acceso anteriormente. Las mismas leyes estatuyen una restricción insuperable: las entidades especializadas no pueden abandonar su objeto social primigenio.

El gobierno busca fortalecer la solvencia de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en función del invariable compromiso que éstas han asumido de contribuir a la expansión del sector de la construcción. Este imperativo es aún más relevante si se tiene en cuenta la magnitud de los recursos financieros que entrañan los nuevos elementos de la política de vivienda.

Las corporaciones podrán consolidar su posición sin perjuicio de las ventajas que hoy derivan de la apertura hacia otros segmentos del mercado financiero que, antes, le estaban vedados. Podrían disponer de una suma cuantiosa de recursos adicionales que servirían, sin duda, para garantizar aún más, la participación a que están llamadas en el financiamiento del programa de vivienda de interés social. Esas decisiones contribuirían, por otra parte, a la recuperación de la tasa de ahorro interno que es otro de los objetivos que establece el Plan de Desarrollo. Y serviría, además, para abatir la tasa de interés cuya visible tendencia al alza es motivo de justificada inquietud.

El desarrollo urbano

El gobierno ha dejado, en el Plan de Desarrollo, sentadas las bases de una política urbana integral que busca, en asocio de los municipios, actuar rápida y mancomunadamente para corregir las graves imperfecciones que acusa el desempeño de las ciudades colombianas. Víctimas del proceso acelerado de urbanización, han resultado incapaces de atender las demandas emergentes

del súbito cambio que experimentaron a partir de los años 50. Destinatarias de flujos migratorios incontrolados no fueron dotadas, a tiempo, de las condiciones mínimas que se requerían para asimilarlos sin traumatismos. Carecían de vivienda y de servicios públicos, no podían ofrecer alternativas de empleo y desconocían el tamaño del impacto que las políticas macroeconómicas podían llegar a causar en su propio desarrollo.

Se trata de restablecer la vigencia plena de los atributos esenciales de la ciudad sin los cuales ésta no merece ese nombre. La ciudad, es decir, el espacio en el cual los hombres se congregan para realizar cotidianamente el milagro de la convivencia y soñar el bienestar es, hoy, solamente un propósito. La ciudad supone oferta de tierra, adecuada localización de la vivienda en función de los lugares de trabajo, servicios públicos eficientes, sistemas apropiados de movilización colectiva, obras complementarias de equipamiento. Y estas, sus virtudes principales, han sufrido grave desmedro a consecuencia de la imprevisión y la pobreza.

La ordenación del espacio urbano para formar un escenario que sea, al mismo tiempo, humano, transparente y productivo, corresponde a una firme decisión de esta administración. Para construir los cimientos de la nueva política me propongo defender, tanto en el Consejo Nacional de Planeación, organismo en el cual tienen asiento los municipios, el fundamento y los objetivos de esta iniciativa trascendente. De tal manera, el país podrá hacer el tránsito de los simples enunciados sectoriales a la visión integral de la ciudad, que permita, así fuere en el largo plazo, corregir la totalidad de sus dramáticos defectos.

Mientras ese exigente objetivo se alcanza, es necesario promover las acciones que, a cargo del Estado y del sector privado, armonicen con las metas propuestas en el área crucial de la vivienda de interés social.

Conforme a esta perspectiva, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, dada la admirable capacidad que han demostrado para ajustarse a las cambiantes condiciones de una economía en movimiento, podrán examinar la viabilidad de participar en los nuevos procesos que estas pretensiones suponen. Me refiero al diseño de programas integrales de entorno que en grandes predios contiguos, se realizarían a tiempo con la construcción de vivienda nueva e implicarían, obviamente, la ejecución de obras de mejoramiento de zonas urbanas subnormales.

Acciones de esta naturaleza significan la aproximación a un adecuado conocimiento de la ciudad para abordarla como un todo compuesto por elementos físico culturales sometidos al principio regulador de la interrelación. La condición socio económica de la ciudad, por sí misma, ofrece la atractiva posibilidad de asimilar el efecto de programas específicos. Así será posible actuar sobre áreas explícitamente definidas, con el propósito de

devolverle a las comunidades beneficiarias el vigor de los atributos que la vida citadina debe tener, es decir, tierra, vivienda, servicios públicos y equipamiento.

El Ministerio de Desarrollo está hoy examinando una propuesta explícita que busca concretar este esquema, de un modo claro. Y si tiene éxito, como el gobierno lo espera, se habrá dado un paso sustantivo en el empeño de asociar constructivamente el esfuerzo del Estado con la actividad dinámica e insustituible del sector privado.

Igualmente es posible escrutar el camino que representa la vinculación de las corporaciones a los municipios y los cuales también tienen a su cargo, conforme ya lo dije, obras de mejoramiento urbano. Esta clase de operaciones disminuyen los riesgos propios de la financiación individual y concurren a asegurar el cumplimiento de los objetivos que he dejado, inequívocamente, señalados.

Amigos:

Estoy dispuesto a escuchar las demandas que las Corporaciones de Ahorro y Vivienda han venido formulando y que tienen relación con su futuro comportamiento. Estoy presto, en cuanto me lo permitan mis competencias y responsabilidades, a examinar alternativas y a acordar tareas comunes.



Colombia: ahorro en declive, financiamiento en auge¹

Por FEDESARROLLO,
octubre de 1994

Introducción

Recientemente, el país ha observado un interesante repunte en su tasa de crecimiento, que ha sido en parte explicado por un significativo auge de la inversión. Paradójicamente, este desempeño se ha dado en un escenario en el cual el ahorro doméstico no ha aumentado, y en el que, consiguientemente, el incremento en la formación de capital se ha financiado esencialmente con ahorro del resto del mundo. Puesto que el acceso a adecuados volúmenes de financiamiento externo no está siempre garantizado, el logro de tasas de crecimiento económico satisfactorias y sostenibles se vincula a la generación y adecuada canalización de ahorro doméstico².

Simultáneamente a la lenta evolución del ahorro, en el período reciente se ha presentado un importante repunte en la intermediación financiera, con activos y pasivos creciendo a tasas muy superiores a aquellas a las que aumentan el ingreso y el producto. La disociación entre el comportamiento del ahorro y el de la intermediación es un aspecto que debe mirarse con un

¹ Documento elaborado por Roberto Steiner y Andrés Escobar. Se agradece la colaboración de Carolina Santos y los comentarios de los asistentes al seminario de Fedesarrollo.

² Como lo señala Deaton (1989), la importancia del ahorro no sólo radica en el hecho de que el mismo sea un requisito para el crecimiento. Además, el ahorro permite "suavizar" la trayectoria del consumo en presencia de un ingreso que es volátil e impredecible.

razonable grado de preocupación en razón a que existen diversos antecedentes, particularmente en América Latina, acerca del peligro que entraña la activa intermediación de recursos de ahorro externo, volátiles por naturaleza.

En el presente documento se describen y analizan la evolución, los determinantes y las perspectivas del ahorro en Colombia. Se estudia el vínculo existente entre el mismo y la política económica, con especial énfasis en las implicaciones de las recientes medidas tendientes a dificultar el acceso al endeudamiento externo. Además, se alerta sobre el peligro de que, en una economía que ahorra poco, el crédito del sistema financiero aumente a tasas muy elevadas.

El trabajo consta de tres secciones: en la primera se esclarece la diferencia entre el ahorro macroeconómico y el llamado "ahorro financiero", con el propósito de ilustrar el hecho que cada uno tiene diferentes determinantes, algo no siempre reconocido en las discusiones sobre el particular. En seguida se aborda el tema del ahorro macroeconómico, elemento central del estudio. Se describen sus principales componentes; se presenta un análisis comparativo con otros países; se revisan varios estudios sobre sus determinantes; se aporta nueva evidencia econométrica y se presentan algunas recomendaciones de política. En la tercera sección se describe y analiza la evolución del "ahorro financiero". Finalmente, se presentan las conclusiones.

I. Algunas definiciones contables

El ahorro se define como la diferencia entre los ingresos y gastos corrientes de un determinado agente, o si se prefiere, como la porción del ingreso que no se destina al consumo presente. Generalmente, los agentes económicos invierten ellos mismos y llevan el excedente al sistema financiero, que lo pone a disposición de agentes que desean invertir.

En términos macroeconómicos, el ahorro tiene tres componentes: el privado, el público y el externo, que es la diferencia entre los gastos e ingresos del resto del mundo con respecto al país (el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos). En términos sencillos podemos definir los principales agregados macroeconómicos de la siguiente manera, suponiendo que la totalidad de la inversión la lleva a cabo el sector privado:

Y = ingreso

C = consumo del sector privado

I = inversión privada

G = consumo del sector público

X = exportaciones

M = importaciones

S = ahorro

T = impuestos

Desde el punto de vista de las fuentes de demanda, el ingreso se genera de la siguiente manera:

$$(1) Y = C + I + G + X - M$$

Desde el punto de vista del destino que se le da al ingreso, se tiene que:

$$(2) Y = C + S + T$$

Puesto que (1) y (2) deben ser iguales en todo momento,

$$(3) (S - I) = (G - T) + (X - M)$$

La ecuación (3) resume el equilibrio macroeconómico básico. A saber, si hay exceso de ahorro sobre inversión en el sector privado ($S > I$), o bien el sector público está en déficit ($G > T$) o la cuenta corriente está en superávit ($X > M$). De igual forma, si restricciones a la financiación externa obligan a mantener una cuenta corriente equilibrada ($X = M$), entonces un exceso de inversión sobre ahorro en el sector privado sólo es posible si simultáneamente se presenta un superávit en el sector público³.

Una simple manipulación algebraica a partir de (3) nos permite obtener la siguiente expresión:

$$(4) I = S + (T - G) + (M - X)$$

La ecuación (4) indica que la inversión tiene tres fuentes de financiación: el ahorro privado, el del gobierno y el que se obtiene del resto del mundo⁴. Este último financia la inversión doméstica porque un déficit en la cuenta corriente implica que entran al país más bienes (importaciones) de los que salen (exportaciones), generándose una oferta neta positiva de bienes, adicional a la producción nacional, que se puede destinar a la inversión.

Desde el punto de vista del agente que lo genera, el ahorro tiene diferentes destinaciones; es decir, se canaliza hacia diversas actividades. Una de ellas se conoce como "ahorro financiero". Debido a que existe una amplia tendencia a identificar esas dos variables, y por lo tanto los factores que las

³ Al suponer que el sector público no invierte, $(T - G)$ define tanto el "ahorro público" como el "déficit fiscal". Al relajar dicho supuesto, ahorro y déficit dejan de ser iguales, y el segundo pasa a representar la diferencia entre el ahorro público y la inversión pública.

⁴ El término $(M - X)$ define la cuenta corriente de la balanza de pagos. Si las reservas internacionales son constantes, un déficit en dicha cuenta ($M > X$) debe ser compensado por un superávit del mismo monto en la cuenta de capitales. Por lo tanto, si el saldo de reservas es constante, es indiferente hablar de "déficit en cuenta corriente" ó "superávit en cuenta de capitales".

determinan⁵, es preciso caracterizar el ahorro financiero, dejando claras las diferencias y estableciendo que éste se constituye en una de las varias formas en que se puede utilizar el ahorro macroeconómico.

Es importante recordar que el ahorro macroeconómico es un flujo; i. e. la diferencia entre el ingreso y el consumo durante un período de tiempo. Por el contrario, “el ahorro financiero” es un stock o acervo, acumulado a determinada fecha. Se considera como ahorro financiero al acervo de activos financieros. La relación entre el ahorro y la demanda por este tipo de activos se puede apreciar a través de las identidades contables que se utilizan en las Cuentas Nacionales y Financieras. Haciendo una simplificación de términos, la identidad entre ahorro e inversión y las operaciones financieras puede expresarse así:

$$(5) \quad S - I = PN = \text{Cambio en M1} + \text{Cambio en ALR} + \text{Cambio en OAF} - \text{Cambio en PF}$$

donde PN es el préstamo neto, M1 son los medios de pago, ALR son los activos líquidos rentables (i.e. CDT), OAF son otros activos financieros (i.e. OMA) y PF son los pasivos financieros. En el caso de Colombia el concepto de “ahorro financiero” suele referirse a la suma de M1 y ALR (conocida como M2 si excluye papeles emitidos por el Banco Central y el gobierno ó M3 si los incluye).

Si la inversión se ubica al lado derecho de (5) es evidente que la adquisición de bienes de capital aparece como una de varias destinaciones del ahorro macroeconómico; el excedente se utiliza para adquirir activos líquidos rentables, medios de pago, otros activos financieros, o bien para cancelar pasivos de distinto origen. De (5) se desprende que, como norma general, un ahorro positivo ($S > I$) es un prerequisite para un aumento en el ahorro financiero. Sin embargo, el ahorro macroeconómico puede tener destinaciones diferentes y un cambio en los activos financieros puede provenir de fuentes diferentes al ahorro macro⁶.

II. El ahorro macroeconómico

El propósito de la presente sección es describir y analizar las formas en que se ha financiado la inversión en Colombia, efectuar algunas comparaciones

⁵ Según diversos estudios, la sensibilidad del ahorro macroeconómico a la tasa de interés es prácticamente nula, mientras que la sensibilidad de la demanda por activos financieros a esa misma variable es significativa. La no diferenciación de los dos conceptos de ahorro puede llevar a la conclusión, quizás errónea, de que es necesario aumentar las tasas de interés para incrementar el ahorro macroeconómico.

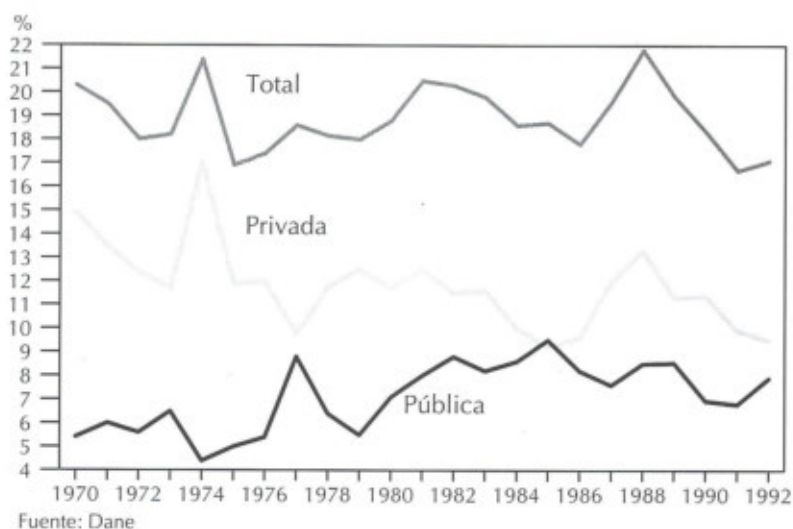
⁶ Si $S > I$, el ahorro se puede destinar a la inversión o a la adquisición de activos financieros. Asimismo, en caso que $I > S$, la mayor inversión podría financiarse, por ejemplo, con un aumento de los pasivos financieros.

con otros países, referenciar estudios recientes sobre determinantes del ahorro y aportar nueva evidencia empírica.

A. Un vistazo general a la inversión y sus fuentes de financiación

Como se desprende del gráfico 1, entre 1970 y 1992 la inversión total⁷ como porcentaje del PIB se ha mantenido entre 17 y 22%, alcanzando su máximo en 1988, y su nivel más bajo en 1991⁸.

Gráfico 1. Inversión por componentes (% del PIB)



Mientras la tendencia de largo plazo de la inversión pública ha sido al alza, la de la inversión privada ha sido a la baja. Incluso, en 1985 la inversión pública superó a la privada. En virtud de sus magnitudes relativas, la dinámica de la inversión total está en gran parte determinada por el desarrollo del componente privado, con la notable excepción del período 1979-1982, en el cual el auge de la inversión total se debe fundamentalmente al desarrollo del *Plan de Integración Nacional*.

Después de una pasajera recuperación en 1988, la inversión entra en un proceso de deterioro por tres años consecutivos, hasta que en 1992 empieza una nueva fase de auge, que todavía continúa. Es importante anotar que, al igual que en el caso del componente privado, desde 1992 se presenta una

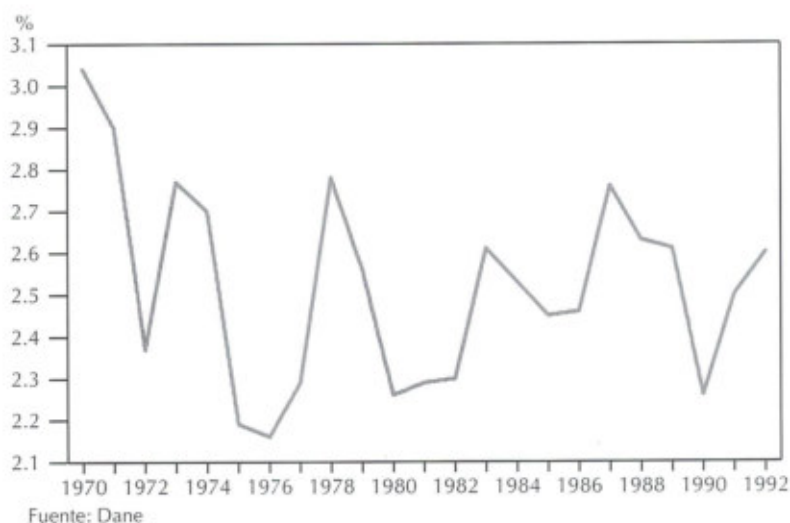
⁷ Incluimos dentro de la misma el cambio en inventarios.

⁸ A la fecha no están disponibles las cuentas nacionales para 1993. Es evidente que el crecimiento de la inversión en dicho año fue muy superior al crecimiento del producto y que, consiguientemente, el coeficiente de inversión a PIB aumentó, ubicándose seguramente por encima de 20%.

recuperación de la inversión pública, la cual habría crecido 16,4% en términos reales en 1993.

Uno de los principales componentes de la inversión es la formación bruta de capital en vivienda. Como se desprende del gráfico 2, la misma se ha ubicado entre 2 y 3% del PIB, con una tendencia cíclica bastante definida. No obstante, se destacan los prolongados ciclos de deterioro entre 1987 y 1990 y el auge que se inicia en 1991, que aún continúa.

Gráfico 2. Inversión en vivienda (% del PIB)



La inversión se financia con ahorro tanto interno como externo. En el cuadro 1 se presenta el balance macroeconómico deducido en la sección anterior. Se destaca la creciente utilización de ahorro externo a finales de la década del setenta, que alcanza su máximo en 1982, cuando el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos superó 5% del PIB. De igual forma, realzamos el hecho que entre 1985 y 1992 el país generó excesos de ahorro sobre inversión, es decir, financió al resto del mundo.

Con base en el cuadro 1 se ha construido el gráfico 3, en el cual se observa que, por lo menos hasta 1992, la cuenta corriente es el "espejo" del balance del sector público. El deterioro fiscal coincide con el deterioro en la cuenta corriente y viceversa. En cambio, el balance privado (gráfico 4) es más estable, con excesos de ahorro como norma desde hace cerca de dos décadas.

Conviene destacar el hecho que la caída de la inversión privada desde inicios de la década pasada no se origina en un comportamiento similar del ahorro privado. Por el contrario, desde 1985 el sector privado habría generado excesos de ahorro sobre inversión del orden de dos puntos del PIB por año, gráfico 5. El balance ahorro-inversión en el sector público, gráfico 6, ha

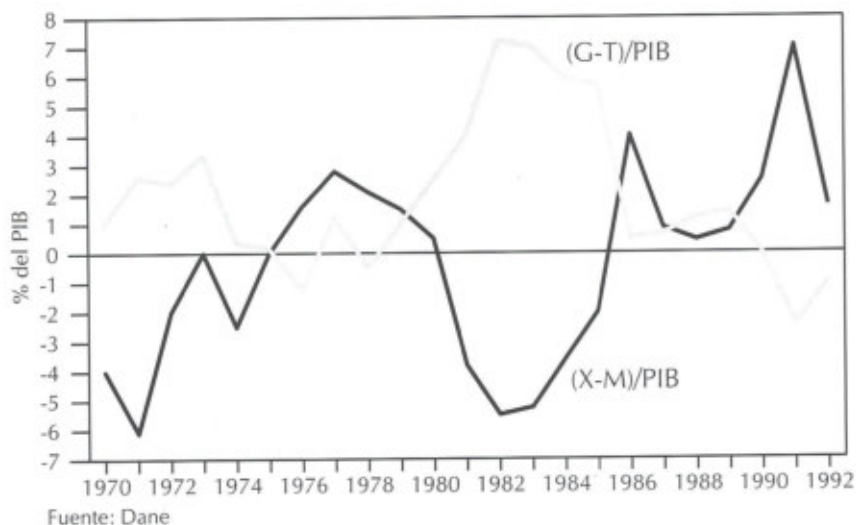
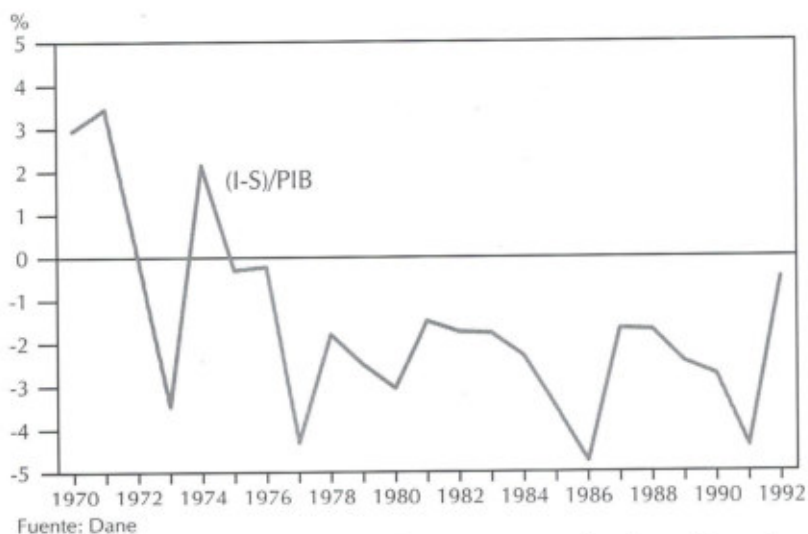
sido más inestable, con una dinámica determinada por las tendencias del ahorro público. Este se desplomó a partir de 1978, hasta casi desaparecer en 1983, año a partir del cual se recuperó continuamente, por lo menos hasta 1991.

Cuadro 1. Colombia: balance macroeconómico

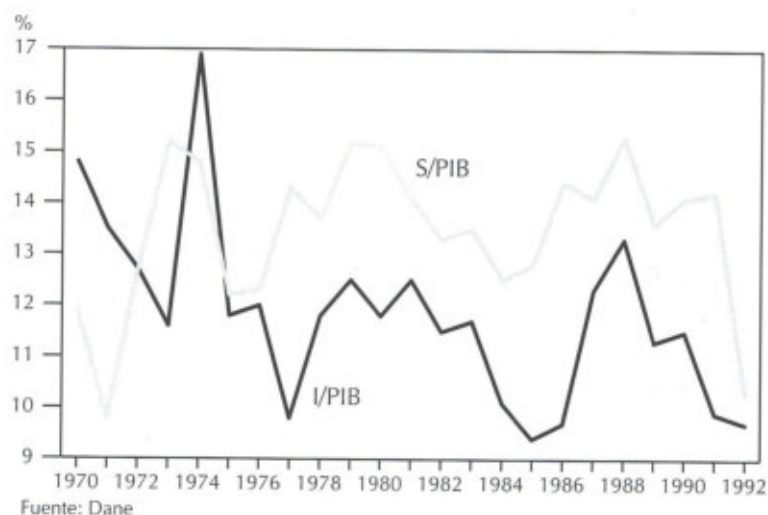
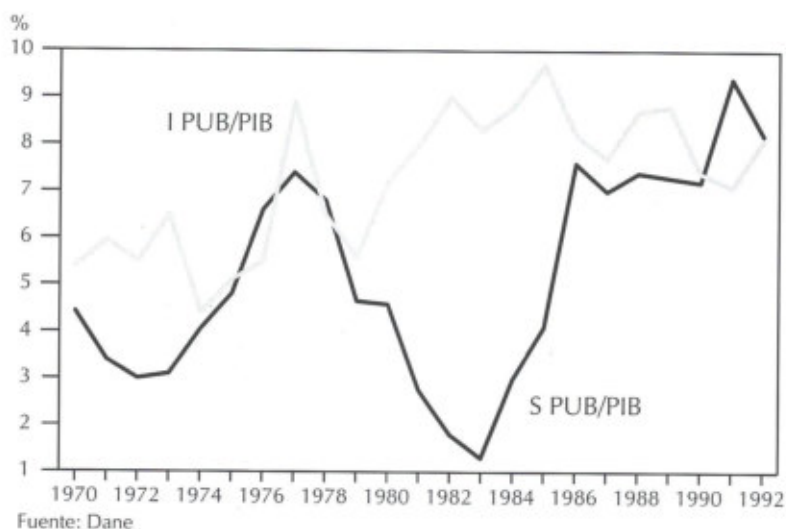
Año	(I-S)	(X-M)	(G-T)
1970	2,97	-3,90	0,94
1971	3,51	-6,13	2,62
1972	-0,48	-1,95	2,43
1973	-3,44	0,01	3,42
1974	2,19	-2,60	0,42
1975	-0,24	0,07	0,17
1976	-0,21	1,47	-1,26
1977	-4,30	2,85	1,45
1978	-1,77	2,15	-0,38
1979	-2,55	1,62	0,93
1980	-3,13	0,51	2,62
1981	-1,52	-3,71	5,23
1982	-1,70	-5,41	7,11
1983	-1,75	-5,22	6,97
1984	-2,28	-3,46	5,74
1985	-3,55	-1,98	5,53
1986	-4,57	3,99	0,58
1987	-1,74	0,97	0,77
1988	-1,76	0,51	1,24
1989	-2,39	0,95	1,44
1990	-2,74	2,82	-0,08
1991	-4,30	6,73	-2,42
1992	-0,41	1,49	-1,08

Fuente: Dane - Cuentas Nacionales.

Llama la atención el cambio cualitativo que se presenta en el balance macroeconómico a partir de 1985. En la primera mitad de la década pasada el sector privado tenía un ligero faltante de ahorro, y el sector público uno significativo, conjunción que se reflejó en el importante volumen de financiamiento externo. A partir de 1985 ocurre un cambio importante, que habría de acentuarse durante los dos primeros años de la presente década. A saber, tanto el sector privado como el público pasan a financiar, en montos importantes y crecientes, al resto del mundo.

Gráfico 3. Balance macro del gobierno y del sector externo**Gráfico 4.** Balance macro sector privado (% del PIB)

Por lo tanto, hasta 1992 no se puede caracterizar la situación colombiana como de falta de ahorro. O, lo que es lo mismo, si bien el coeficiente de ahorro quizás no era alto, era suficiente para financiar los bajos niveles de inversión. Aunque las cifras de Cuentas Nacionales aún no están disponibles para 1993, es bien sabido que en dicho año se revierte la tendencia de siete años, a saber, se presenta una caída significativa del ahorro privado, una recuperación de la inversión y, consiguientemente, por primera vez en más

Gráfico 5. Ahorro e inversión privada (% del PIB)**Gráfico 6.** Ahorro e inversión pública (% del PIB)

de dos décadas, un importante faltante de recursos en el sector privado. El mismo, al no ser cubierto con exceso de ahorro del sector público, se tradujo en la utilización de importantes recursos de financiamiento externo.

Se han realizado varios estudios para analizar los determinantes de la inversión en Colombia. Destacamos los de Bilsborrow (1968) y Chica (1984) sobre inversión en la industria manufacturera; los de Servicios de Información (1982) y Carrizosa, et. al. (1982), que analizan la inversión en vivienda; y los de Ocampo, et. al. (1988) y Fainboim (1990) que estudian la inversión total.

La literatura clásica sobre inversión habla del círculo virtuoso que existe entre ésta y la producción. La hipótesis de que el nivel de producción genera mayor inversión se conoce como el mecanismo acelerador. El trabajo de Bilsborrow propone como principales determinantes de la inversión en la industria manufacturera, el acelerador, la disponibilidad de recursos propios y la disponibilidad de divisas para la consecución de importaciones. La tasa de interés no aparece como determinante. El trabajo de Chica confirma la hipótesis del acelerador y rechaza la importancia de los recursos propios, acogiendo la disponibilidad de divisas y las restricciones al crédito como variables explicativas adicionales.

En el campo de la vivienda, el estudio de Martínez, et. al (1982) rechaza la tasa de interés como variable explicativa y resalta la disponibilidad de recursos financieros como determinante de la inversión. Entre otras conclusiones, el estudio de Carrizosa, et. al. (1982) encuentra una influencia importante de la tasa de interés sobre la actividad edificadora, al tiempo que concuerda con el estudio de Martínez, et. al. respecto del impacto negativo de las restricciones crediticias.

Los estudios de Ocampo, et. al. (1988) y Fainboim (1990) presentan diferencias importantes en su estructuración. El primero parte de la validez del supuesto acelerador y trata la inversión en tres niveles: total, en maquinaria y equipo y en construcción. El segundo procede a verificar la validez de la existencia de un acelerador y se preocupa por diferenciar la inversión privada de la pública. Los resultados de Ocampo et. al. (1988) muestran que la producción corriente y los precios relativos de los bienes de capital explican la inversión total; la inversión en maquinaria y equipo estaría determinada por la producción corriente, por los precios relativos y por la restricción a las importaciones. Por último, la inversión en construcción se explica por la producción corriente, la variación de la producción y los precios relativos. La validez del acelerador no pudo ser justificada en este trabajo.

El estudio de Fainboim verifica previamente la validez del acelerador, sin encontrar soporte a dicha causalidad. Por primera vez en Colombia, se incluyó el costo de uso del capital (i.e. costo de los servicios de una unidad de capital) como variable explicatoria. Para el período estudiado este costo osciló entre 12,3 y 15%. Los resultados sugieren que el costo de uso influye de manera negativa, el salario real guarda una relación positiva⁹, al igual que la producción corriente. Restricciones que podrían afectar la inversión, como controles a las importaciones o restricciones de tipo financiero, también resultaron significativas en el período estudiado.

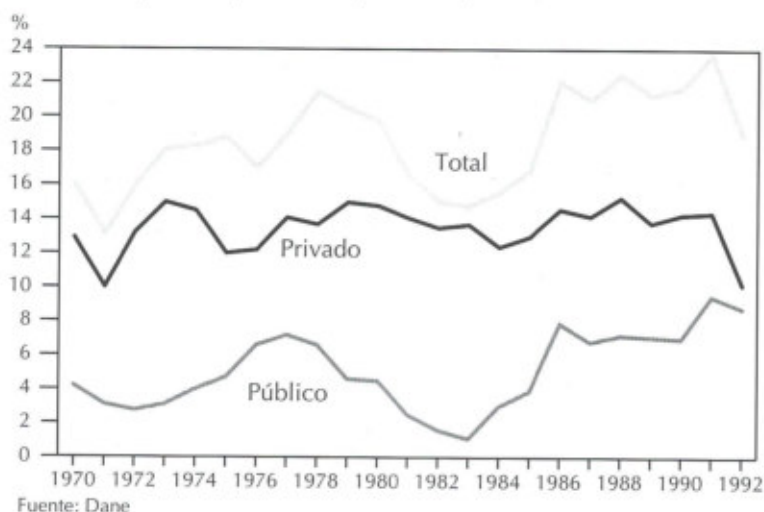
⁹ Como era de esperarse, al ser más cara la mano de obra los empresarios reemplazan unidades de trabajo por unidades de capital (inversión), relativamente más baratas.

Al trabajar no con el costo de uso del capital sino con sus determinantes, los hallazgos de Fainboim revaluaron creencias anteriores, en el sentido que la política económica no tenía efectos sobre la inversión. No sólo se trata de la política comercial o monetaria, sino de la fiscal también. Las exenciones tributarias —tales como la deducibilidad del pago de intereses o la depreciación— y las tasas de tributación son variables explicativas importantes.

B. El ahorro doméstico

La tasa de ahorro doméstico va al alza desde 1971 hasta 1977, pasando de 13,3 a 21,6% del PIB, pico que coincide con la bonanza cafetera de la época, gráfico 7. A partir de ese año, el ahorro comienza a descender pronunciadamente, llegando a ser tan sólo 14,7% del PIB en 1983.

Gráfico 7. Ahorro por componentes (% del PIB)



Esta dramática caída es atribuible al desajuste fiscal, provocado por un aumento en el gasto público que no estuvo acompañado de incrementos proporcionales en los ingresos. En efecto, el crecimiento nominal promedio de los ingresos corrientes entre 1981 y 1983 fue de 24,7% mientras los gastos crecieron anualmente al 30,3%. A partir de 1984, como resultado del proceso de ajuste y saneamiento de las finanzas públicas, la tasa de ahorro comienza a recuperarse; a partir de 1986 se estabiliza en los alrededores de 21% del PIB, con un notable "pico" en 1991.

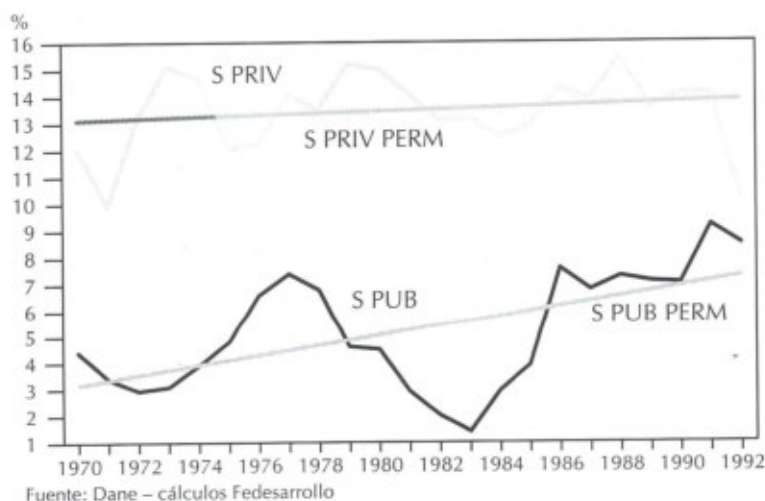
El ahorro doméstico está determinado por el comportamiento de sus componentes público y privado. Durante el período de análisis, el ahorro privado ha fluctuado entre 10 y 15%. A partir de 1990, como resultado de una conjunción de factores que se analizan más adelante, el ahorro privado

ha caído, pasando de 15,1% en 1988 a 10,1% en 1992, y con seguridad a menos de 10% en 1993. El componente público ha sido mucho más fluctuante y ha determinado en mayor medida el comportamiento del ahorro total, a pesar de no ser el componente más grande del mismo.

En 1973 el ahorro público comienza a crecer, llegando en 1977 a representar 7,4% del PIB. A partir de dicho año cae vertiginosamente por más de un lustro, llegando en 1983 a ser sólo 1,3% del PIB. A partir de 1984, cuando se pone en práctica un programa de ajuste bastante ortodoxo, comienza un proceso sostenido de recuperación económica, que tiene como uno de sus pilares la positiva evolución del ahorro público, el cual aumenta prácticamente en forma continua, hasta alcanzar cerca de 10% del PIB en 1991.

Un sencillo ejercicio econométrico permite descomponer el ahorro en sus componentes permanente y transitorio¹⁰. El resultado, que se consigna en el gráfico 8, permite observar que, excepción hecha de 1992 (y con seguridad de 1993), en términos relativos el ahorro privado ha estado mucho más cerca de su tendencia de largo plazo que el ahorro público. En particular, se destaca el componente transitorio positivo asociado con la bonanza cafetera de la segunda mitad de los setenta y el componente transitorio negativo de principios de la década pasada, originado en una política de aumento del gasto público sin contrapartida en incremento de ingresos fiscales. El gráfico en mención permite observar además, que entre 1970 y 1992, la tendencia

Gráfico 8. Ahorro público y privado (% del PIB): componentes permanente y transitorio



¹⁰ El componente transitorio es la diferencia entre el valor observado y el componente permanente. Es decir, es el término no explicado en una regresión del tipo $\text{Log}(X) = a + bT$, donde X es el ahorro como proporción del PIB y T es una tendencia temporal (1, 2, ..., T).

del ahorro (como proporción del PIB) es estable en el caso privado y ligeramente creciente en el caso del público.

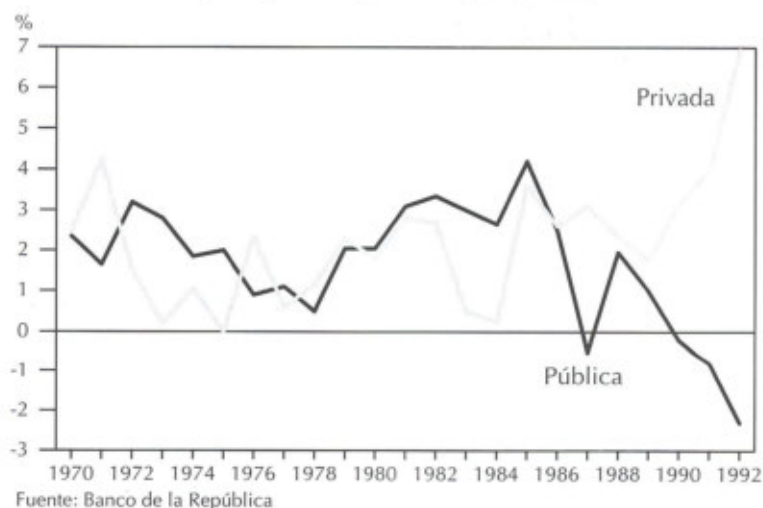
En síntesis, la evolución del ahorro interno está en gran parte determinada por su componente público. El gran deterioro de los niveles de ahorro entre 1977 y 1983 y la sensible recuperación entre 1984 y 1991 son, en esencia, reflejo de lo sucedido en términos de la política fiscal. Llama la atención el hecho que estos grandes ciclos del ahorro público y del total no se hayan reflejado de manera muy cercana sobre la tasa de inversión, la cual ha sido relativamente estable. Ello naturalmente significa que en épocas de deterioro en la generación de ahorro doméstico se ha acudido al ahorro externo y viceversa.

C. El ahorro externo

Bajo el supuesto de que las reservas internacionales son constantes, es indiferente hablar de un déficit en la cuenta corriente o un superávit en la de capitales. En ese caso, el ahorro externo que se recibe es igual al déficit en cuenta corriente. Por analogía, un superávit en la cuenta corriente —que en esencia refleja el hecho de que el país le vende más al resto del mundo de lo que le compra— señala una situación en que el país financia al resto del mundo, o sea, un caso de “ahorro externo” negativo en las definiciones contables ya mencionadas.

Para el caso de países con un sector público intensivo en exportaciones, suele presentarse un “conflicto” entre el ahorro externo y el ahorro público; cuando el primero cae, el otro aumenta (y viceversa)¹¹. Un ejemplo de la lógica detrás

Gráfico 9. Cuenta de capital por componentes (% del PIB)



¹¹ Como ya se mostró en el gráfico 3, la experiencia colombiana se acomoda a este patrón.

de esta relación lo constituye el caso de una bonanza cafetera: la misma se refleja simultáneamente en una caída en el ahorro externo (ya que representa un aumento en las exportaciones y una consecuente mejora en la cuenta corriente) y en un aumento en el ahorro del sector público (ya que se mejoran las finanzas del Fondo Nacional del Café, parte integral de las finanzas públicas).

Un ejemplo algo más complejo de la relación en mención es la forma en que una caída en el ahorro público se traduce en un aumento en el ahorro externo (es decir, en un déficit en la cuenta corriente). Dicho vínculo se puede dar de diversas maneras: (i) el deterioro fiscal se origina en masivas importaciones del sector público; (ii) el sector público no es un gran importador, pero su gasto genera presiones revaluacionistas que estimulan las importaciones del sector privado.

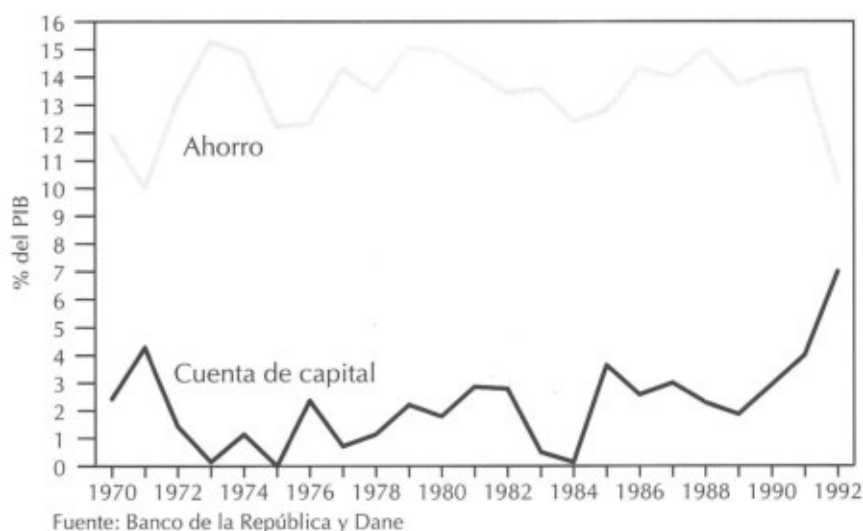
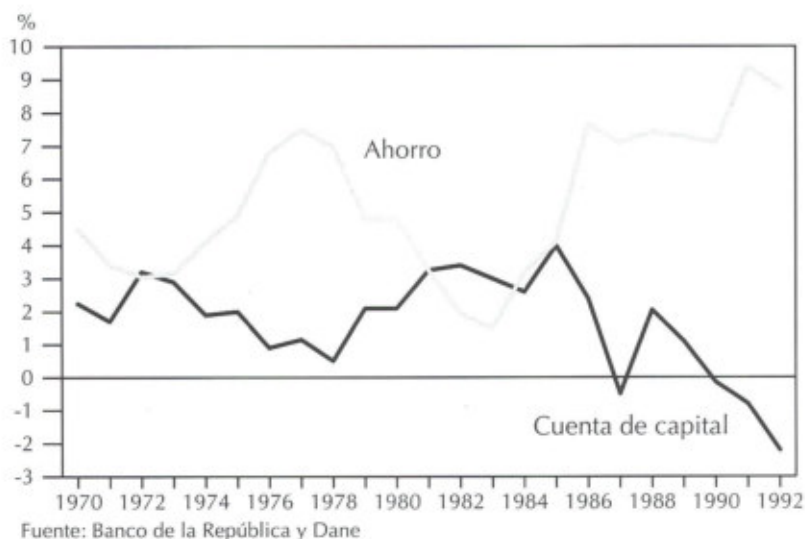
En el gráfico 9 aparecen, como proporción del PIB en dólares de los Estados Unidos, la cuenta de capitales de los sectores público y privado¹². Hasta finales de la década pasada ambas fueron generalmente positivas. A partir de 1988 se presenta un aumento significativo de la cuenta privada, que compensa con creces el deterioro de la cuenta de capitales pública.

En los gráficos 10 y 11 se observa que, tal y como ya lo sugerimos, el financiamiento externo se relaciona inversamente con la evolución del ahorro doméstico. En particular, el notorio aumento que se presentó en el ahorro público a partir del programa de ajuste macroeconómico de mediados de la década pasada ha permitido un notorio descenso en el uso de financiamiento externo por parte del sector público. De igual manera, el deterioro reciente del ahorro privado ha coincidido con un mayor acceso a financiamiento externo por parte de dicho sector.

D. Comparaciones internacionales

Cualquier estudio en torno al ahorro en Colombia puede lograr un mayor alcance si se hace dentro de un contexto comparativo. En lo que hace referencia a la década de los setenta, la tasa de ahorro para Colombia fue relativamente estable, entre 15% y 20% del PIB. En el cuadro 2 se puede observar cómo, con contadas excepciones, los países del área presentan tasas similares. Al mismo tiempo en los países del sur de Asia, los ahora denominados "tigres asiáticos", el ahorro total era muy parecido al que se presentaba en América Latina, con la excepción de Malasia y Hong Kong.

¹² La privada se obtiene por diferencia entre el total y el componente público. La cuenta de capitales total se define como el saldo de la cuenta en la balanza de pagos que elabora el Banco de la República, más los errores y omisiones, más las transferencias. Este procedimiento equivale a plantear que, en virtud a que en el período de análisis imperaban controles a la movilidad de capitales, gran parte de éste se daba a través de otros rubros de la balanza de pagos.

Gráfico 10. Sector privado: ahorro y cuenta de capital**Gráfico 11.** Sector público: ahorro y cuenta de capital

La situación en los ochenta es bien diferente. Para mediados de la década las tasas de ahorro de los países latinoamericanos son bastante bajas comparadas con las de los países asiáticos. En la mayoría de los primeros las tasas de ahorro son decrecientes entre 1980 y 1985, especialmente en los casos de Argentina, Venezuela y Colombia. El desempeño de los países asiáticos ha sido notable desde mediados de la década pasada. La tasa de ahorro en los países que se analizan con la excepción de Hong Kong, en donde era

elevada de tiempo atrás. El mejor comportamiento lo presenta Singapur, en donde alcanza 47%, tasa a la que sólo se aproxima el Japón a comienzos de los setenta. Esto sin embargo, no demerita la evolución de los demás países del sudeste asiático, donde la menor tasa de ahorro para 1992 se presenta en Hong Kong, siendo ella de 30%, cifra a la cual no se aproxima ninguno de los países que aparecen en el cuadro 2, con la excepción del Japón.

Cuadro 2. Ahorro interno bruto (% del PIB)

Latinoamérica					
Año	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Ecuador
1965	22	17	16	34	11
1970	22	18	17	37	14
1976	25	20	11	37	25
1980	35*	25	16	32	23
1985	16	17	16	24	24
1989	19	24	24	27	20
1991	15	23	24	23	22
1992	15	21	26	20	25

OECD			
Año	Japón	EEUU	Francia
1965	30	12	22
1970	40	18	27
1976	38	18	24
1980	31	17	21
1985	32	16	19
1989	34	13	22
1991	34	15	21
1992	34	15	21

Este Asiático						
Año	Indonesia	Tailandia	Malasia	Corea	Hong Kong	Singapur
1965	8	19	24	8	29	10
1970	14	21	27	15	25	18
1976	25	22	32	24	25	29
1980	30	22	32	23	24	30
1985	32	21	33	31	27	42
1989	37	29	34	37	35	43
1991	36	32	30	36	32	47
1992	37	35	35	n.d.	30	47

* Dato correspondiente a 1979.

Una de las posibles explicaciones a estas diferencias radica en que varios países asiáticos comenzaron a implementar políticas de "desarrollo hacia afuera" y orientadas hacia el mercado desde finales de los sesenta y comienzos de los setenta¹³, mientras que la mayoría de los países latinoamericanos consideraban que la sustitución de importaciones era eficiente en términos de crecimiento, a la vez que sus exportaciones estaban basadas en bienes primarios. Es bien sabido que algunos países de América Latina trataron de implantar políticas del mismo corte de las de los asiáticos durante la década de los setenta, pero no pudieron mantenerlas en el largo plazo.

Un elemento adicional es que tanto en el caso de los países desarrollados como en el de los asiáticos, existía desde los años sesenta y setenta una relativa estabilidad política que permitía así mismo alguna estabilidad macroeconómica. En el caso de los países asiáticos, incluso con cambios en el clima político, la estrategia de desarrollo no cambiaba; generalmente era continuada por "tecnócratas competentes"¹⁴. El contraste con los países de América Latina, en estos términos, es bien conocido.

La diferenciación entre los países del sureste de Asia y los de América Latina se mantiene incluso ahora que varios de estos últimos han puesto en práctica reformas estructurales conducentes a abrir las economías a la competencia externa y a estimular la iniciativa privada. En particular, las recientes reformas en la región se han traducido en aumentos espectaculares del gasto privado, tanto de consumo como de inversión, financiado en gran parte con una abundancia inusitada de financiamiento externo.

Con la excepción de Chile, la caída en el ahorro doméstico ha sido importante y, en el caso de Argentina y México, francamente espectacular. Colombia cae en un punto intermedio, con un "boom" de gasto no despreciable, un acceso al financiamiento externo importante pero no desmedido, y una evolución del ahorro doméstico que invita a una preocupación moderada¹⁵. Naturalmente, es apenas razonable poner en duda la sostenibilidad de las reformas estructurales cuando, en el proceso, se debilita de manera importante la generación de ahorro doméstico.

Con propósitos eminentemente descriptivos, presentamos el balance macroeconómico de dos países marcadamente diferentes a Colombia y, apa-

¹³ Un factor, determinante en este desarrollo, ha sido el esfuerzo por aumentar la participación de los bienes manufacturados en las exportaciones. La reducida dependencia de productos primarios les permitió mantener un rápido crecimiento durante los años 80, cuando los precios de los bienes primarios estaban deprimidos [Naya e Imada (1991)].

¹⁴ *Ibíd.*

¹⁵ Sobre el episodio reciente de afluencia de capitales a América Latina ver Ocampo y Steiner (1994) y Steiner (1994).

rentemente, similares entre sí: Estados Unidos y Japón, las dos economías más grandes del mundo, cuadro 3. El primero tuvo un permanente déficit en cuenta corriente durante la década de los ochenta, acompañado de un déficit fiscal de gran magnitud (4,1% del PNB en 1983). Lo anterior, unido a una tasa de ahorro promedio de 17%, financió una inversión privada que se ubicó alrededor de 16%. Japón, por otra parte, mantuvo un permanente superávit en cuenta corriente (a costa en gran medida del déficit de los Estados Unidos) y desde 1987 registra un superávit fiscal importante (3% del PNB en 1990). La mayor diferencia entre estas dos naciones reside en las tasas de ahorro e inversión privada, campo en el que Japón ha obtenido logros muy superiores: para el período 1981-1991, la tasa de ahorro privado promedio ha sido de 32% y la tasa de inversión privada 26%.

Cuadro 3. Balance macroeconómico (% del PIB)

Estados Unidos				
Año	(X-M)	Ahorro Privado	Inversión Privada	(G-T)
1981	0,2	19,1	18,2	1,0
1982	-0,4	19,4	15,8	3,4
1983	-1,2	18,7	15,9	4,1
1984	-2,6	19,5	18,9	2,9
1985	-3,0	18,2	17,6	3,1
1986	-3,4	16,9	16,8	3,4
1987	-3,6	16,1	16,5	2,5
1988	-2,6	16,4	16,2	2,0
1989	-1,9	15,8	16,0	1,5
1990	-1,6	15,4	14,5	2,5
1991	-0,1	15,6	12,8	3,0
Japón				
Año	(X-M)	Ahorro Privado	Inversión Privada	(G-T)
1981	0,4	34,9	30,7	3,8
1982	0,6	33,7	29,5	3,6
1983	1,8	33,3	28,0	3,6
1984	2,8	32,5	27,7	2,1
1985	3,6	31,8	27,4	0,8
1986	4,3	32,4	27,2	0,9
1987	3,6	31,4	28,3	-0,5
1988	2,7	31,0	29,7	-1,5
1989	2,0	30,2	30,7	-2,5
1990	2,0	30,6	32,3	-2,9

Fuente: Krugman y Obstfeld, International Economics.

Al comparar las cifras del cuadro 1 y del 3, se puede ver que para el período 1981-1985, los balances de Colombia y Estados Unidos son cualitativamente similares: déficit comercial no despreciable, ahorro privado mayor a la inversión y déficit fiscal. Por otra parte, las tasas de ahorro e inversión de Estados Unidos se parecen mucho más a las de Colombia que a las de Japón¹⁶.

E. Determinantes

1. Aspectos teóricos y evidencia para Colombia

Existen diversas teorías sobre los determinantes del ahorro, dentro de las cuales cabe mencionar las siguientes:

a) La hipótesis del ingreso permanente, según la cual el consumo depende del ingreso que los agentes perciben como estable (permanente) y, por lo tanto, existe tendencia a ahorrar una alta proporción de las rentas consideradas "transitorias", como puede ser el caso de una bonanza exportadora. En esa línea, el ahorro tiende a aumentar en períodos de auge y a disminuir en las recesiones que se presentan a lo largo del ciclo económico.

Para Colombia existen diversas aproximaciones a esta teoría¹⁷. La más reciente es la de López (1994), en la cual se sugiere que, en virtud a la imperfección del mercado de capitales, difícilmente se puede esperar que una parte importante de una bonanza se ahorre para ser consumida a lo largo del tiempo.

b) La teoría que relaciona el ahorro con la inflación, presenta dos versiones: en primer lugar está aquella que indica que cuando se eleva el nivel de precios, los agentes privados se ven obligados a destinar parte de sus ingresos corrientes a restablecer sus tenencias reales de dinero. Esta teoría del "impuesto inflacionario" establece que la inflación elevará el ahorro privado pero no necesariamente el total, ya que el gobierno, que es quien en últimas recibe el impuesto, no tiene una propensión al ahorro más alta que la de los agentes privados.

La segunda versión dice que el "ahorro forzoso" (causado por la inflación) no sólo produce una redistribución del ingreso entre el sector privado y el público, sino entre agentes privados: los asalariados, por ejemplo, que tienen una propensión a ahorrar relativamente baja, pierden ingresos frente a los propietarios de capital. Este tipo de enfoque recibe sustento

¹⁶ Tasa de ahorro privado promedio 1981-1985: Colombia 13%, Estados Unidos 19%, Japón 33%. Tasa de inversión privada promedio 1981-1985: Colombia 11%, Estados Unidos 17%, Japón 31%.

¹⁷ Ver, entre otros, el estudio de Clavijo (1989).

empírico en el trabajo de Ocampo, et. al. (1988), donde se lee que "la pérdida de participación de los asalariados en el ingreso, bien sea en favor de los capitalistas urbanos y, en forma menos sistemática, de los receptores de rentas agropecuarias, ha sido un factor clave en la generación de ahorro forzoso. *Los mecanismos mediante los cuales esta redistribución se ha generado han sido muy probablemente las presiones inflacionarias derivadas del sector agrícola o de la devaluación*" (el destacado es nuestro).

- c) La teoría que relaciona el ahorro privado con el público, conocida como de "equivalencia Ricardiana", de acuerdo a la cual cuando el gobierno desahorra (es decir, cuando se endeuda) el sector privado ahorra, a sabiendas de que es él quien más adelante, a través de impuestos, habrá de pagar la deuda pública. Para el caso colombiano, el estudio más riguroso sobre el particular es el de Carrasquilla y Rincón (1990), quienes sugieren que un comportamiento de este estilo pareciera darse para el período 1950-1989.
- d) La teoría que establece una estrecha relación entre el ahorro y la tasa real de interés. De acuerdo con ella, la tasa de interés real es un reflejo de las preferencias por consumir hoy o hacerlo en el futuro. Cuando esa tasa se incrementa, se hace más atractivo postergar las decisiones de consumo, elevando los niveles de ahorro¹⁸.
- e) La teoría del ciclo de vida, según la cual el consumo y el ahorro varían con la edad de las personas, siguiendo un patrón bastante claro: a partir del momento en el cual los individuos ingresan a la fuerza de trabajo el ahorro aumenta con la edad, hasta alcanzar un máximo en los años de mayor ingreso. Posteriormente empieza a disminuir, caída que se acelera al llegar a la edad de retiro.
Esta teoría ha sido aplicada al caso colombiano por Ramírez (1992), quien encontró que el ahorro sigue el patrón esperado: se ahorra poco cuando se es joven, más durante el tope de la vida productiva, y se desahorra durante la vejez. Este resultado, en principio trivial, tiene importantes implicaciones sobre las perspectivas para Colombia, en virtud a proyecciones que sugieren un aumento de la población en los segmentos con mayor propensión al ahorro.
- f) En cuanto a las teorías que relacionan el ahorro con el sector externo, la que más atención ha recibido es la que establece una relación inversa entre financiamiento externo y ahorro doméstico, lo que equivale a plantear que parte del financiamiento se consume. Para hacer una interpretación de esta relación, se parte del supuesto que la disponibili-

¹⁸ En el resumen presentado en Agudelo (1991) se indica que para el caso de Colombia ningún estudio ha podido encontrar una relación positiva entre ahorro y tasa de interés.

dad de divisas es una de las restricciones al crecimiento, restricción que puede afectar las decisiones de inversión y consumo público y privado.

Una alternativa de interpretación tiene que ver con la política fiscal. De acuerdo con este tipo de análisis, el acceso al financiamiento externo permite que un gobierno pueda relajar sus esfuerzos para mantener los niveles de recaudo necesarios para financiar sus gastos. En ese orden de ideas, el financiamiento externo tenderá a estar acompañado de una baja en la tasa de tributación y, por lo tanto, en el ahorro público.

Analizando el período 1970-1987, Ocampo, et. al. (1990) sugieren que, en efecto, los esfuerzos de ahorro de las entidades públicas se debilitan con su acceso al financiamiento externo. Por su parte, Sánchez et. al. (1993) aportan evidencia en el sentido que el ahorro público primario (es decir, neto del pago de intereses sobre la deuda pública) aumenta con las exportaciones dominadas por el sector público y con la tasa de tributación.

Hay evidencia encontrada en torno a la relación entre el ahorro y el ciclo externo. Mientras algunos autores como Cárdenas (1991) resaltan el papel anticíclico de las instituciones cafeteras, lo que equivale a decir que gran parte de las bonanzas se ahorran, otros como López (1994) muestran que el país podría ser un caso típico en el que no se cumple la teoría del ingreso permanente. Es decir, el gasto está en función del ingreso corriente o, puesto en otras palabras, la propensión a gastar contemporáneamente las bonanzas es bastante elevada¹⁹.

- g) Existe un conjunto de teorías que establece una relación estrecha entre el ahorro y la distribución del ingreso. De acuerdo con ellas, la explicación de las fluctuaciones en las tasas globales de ahorro está en la diferencia entre las propensiones a hacerlo por parte de los diferentes agentes económicos. Si el ingreso se distribuye hacia quienes tienen mayor propensión a ahorrar, la tasa global de ahorro aumenta y viceversa. Como ya mencionamos, la evidencia para Colombia vincula a la inflación como aspecto clave de esta relación.

En conclusión, se puede afirmar que, dependiendo de las metodologías utilizadas, el período de tiempo analizado y el tipo de agente referenciado, existen resultados que dan soporte a diversas hipótesis sobre determinación del ahorro en Colombia. Llama la atención el hecho que en ninguno de los estudios consultados se encuentre una relación positiva significativa entre ahorro y tasa de interés. Por la naturaleza de los cambios que han afectado recientemente a la economía colombiana, consideramos de gran utilidad

¹⁹ Gaviria (1993) utiliza un modelo de maximización intertemporal y encuentra soporte, al llamado efecto Laursen-Metzler. A saber, mejoras en los términos de intercambio se reflejan en aumentos en el ahorro del sector privado.

aportar nueva evidencia empírica, particularmente en razón al importante peso que se le está dando en términos de política económica a la supuesta relación inversa entre financiamiento externo y ahorro doméstico²⁰.

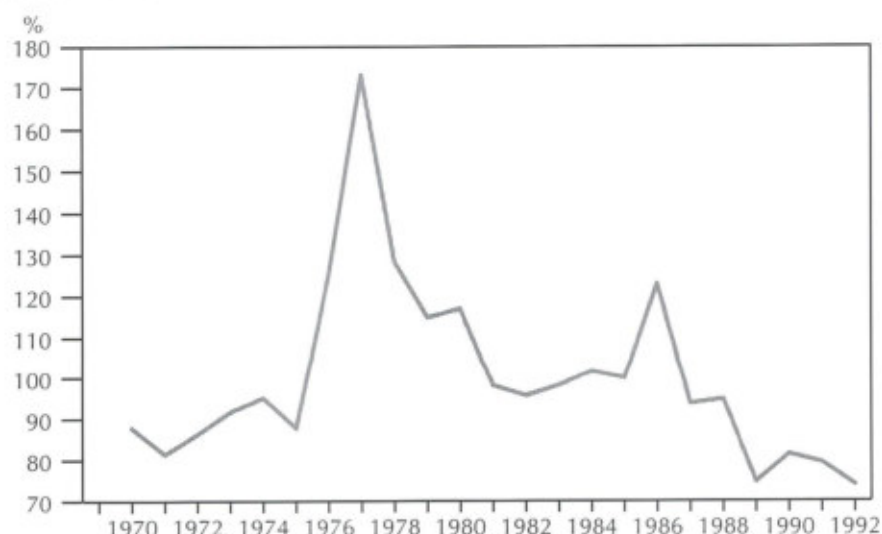
2. Nueva evidencia para Colombia

Utilizando cifras anuales para el período 1970-1992, procedemos a hacer algunas sencillas estimaciones econométricas de la función de ahorro en Colombia (Stot) así como sus componentes público (Spub) y privado (Spriv). Todas las variables se expresan como porcentaje del PIB.

Como variables explicatorias utilizamos las siguientes:

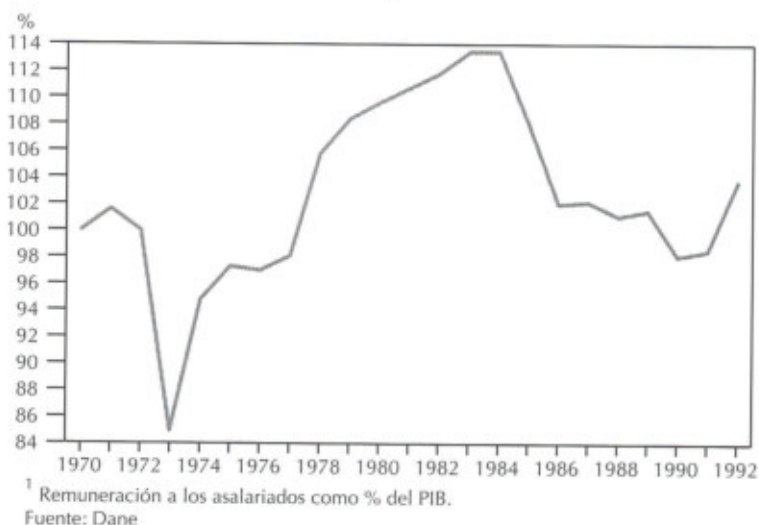
- (i) Los términos de intercambio (TOT), que resultan de relacionar el valor unitario de las exportaciones con el de las importaciones, teniendo como fuente el FMI (gráfico 12). Un aumento en la variable significa una mejora en los TOT. Bajo la hipótesis nula, el ahorro debe aumentar cuando mejoran los TOT.
- (ii) La distribución factorial del ingreso (DISTY), medida como la relación entre el ingreso que recibe el factor trabajo y el que recibe el capital (gráfico 13). Un aumento significa una mejora en la distribución del ingreso. La hipótesis nula es que el ahorro depende negativamente de la distribución del ingreso.

Gráfico 12. Términos de intercambio. 1985 = 100



Fuente: FMI

²⁰ Relación negativa que se da de manera incontrovertible en Argentina y México, no así en Chile a partir de 1989.

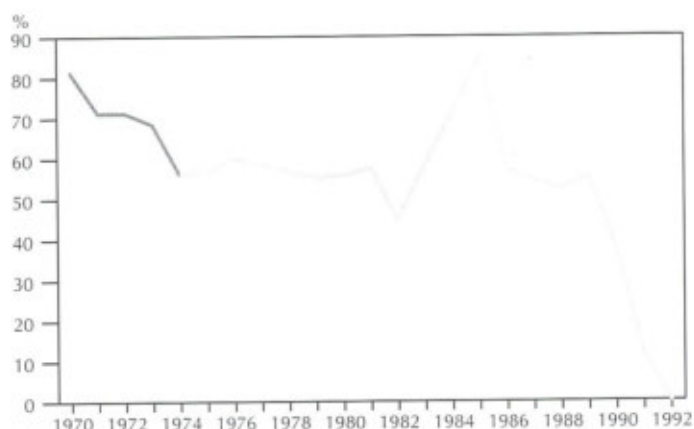
Gráfico 13. Índice de distribución del ingreso.¹ 1970 = 100

- (iii) La inflación (INFL). Se postula, una relación positiva entre ahorro e inflación, en razón a que ésta actúa como un impuesto a los tenedores de saldos monetarios, impuesto que, por así decirlo, sólo se puede pagar si se consume menos.
- (iv) El financiamiento externo, medido por el resultado de la cuenta de capitales (CK). Se postula que a mayor financiamiento externo, menor esfuerzo de ahorro doméstico. Se toman varias aproximaciones a la cuenta de capitales: CK es la originalmente calculada por el Banco de la República; CK1 además incluye errores y omisiones; CK2 adiciona transferencias privadas; CK3 es la cuenta de capitales oficial; CK4 se calcula como CK2 - CK3.
- (v) El grado de apertura comercial de la economía (LICPREV), aproximado por la relación entre las importaciones sujetas al régimen de licencia previa y el total de importaciones (gráfico 14). Se postula que a mayor apertura, mayor consumo y, consiguientemente, menor ahorro.
- (vi) Los impuestos, tanto totales (TXTOT) como directos (TXDIR) e indirectos (TXIND) (gráfico 15). Se postula que el ahorro total aumenta con la carga tributaria, por cuanto no afecta el ahorro privado (sector que baja su consumo para pagar impuestos), pero sí aumenta el del sector público.
- (vii) La tasa de interés real, resultante de restarle a la tasa nominal la tasa de inflación.

Todas las variables, excepción hecha de algunas definiciones de CK que ocasionalmente toman valores negativos, están en logaritmos. Por consiguiente, los coeficientes de las regresiones que se reportan a continuación

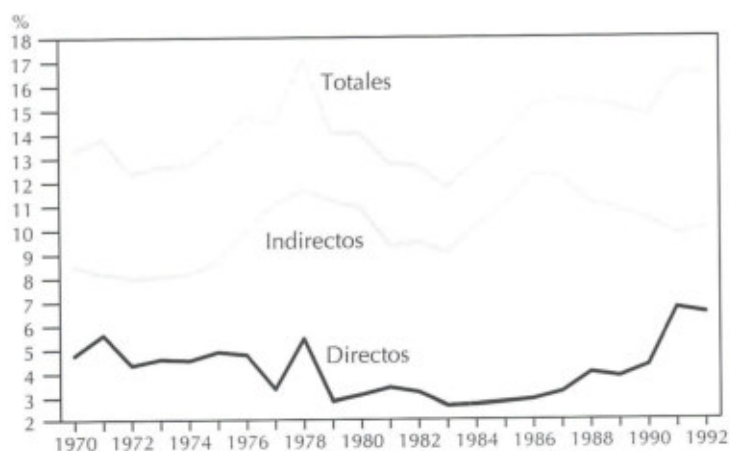
representan elasticidades²¹. Solamente presentamos las estimaciones que excluyen variables que no resultaron relevantes. Cuando lo amerita, se ha corregido por problemas de autocorrelación de primer orden²².

Gráfico 14. Apertura comercial¹



¹ Importaciones bajo licencia previa como % de las importaciones totales.
Fuente: G. K. Helleiner (1970-1991)

Gráfico 15. Impuesto (% del PIB)



Fuente: Dane

²¹ Concepto que puede definirse como el cambio porcentual en la variable explicada o dependiente, producto de una variación de 1% en la variable explicativa o independiente.

²² La autocorrelación es un fenómeno estadístico en el que una variable se ve afectada por valores anteriores de sí misma, lo cual puede causar errores de estimación. La autocorrelación de primer orden implica que la variable corriente está afectada por su valor en el período anterior.

En el cuadro 4 se puede observar que, de acuerdo con lo postulado, el *ahorro total* depende positivamente de la tasa de inflación y de los impuestos y negativamente de la distribución del ingreso.

Particularmente elevadas son la elasticidad positiva a los impuestos indirectos y la negativa a la distribución del ingreso.

Por el contrario, no son estadísticamente diferentes de cero los coeficientes de las variables que miden apertura económica, términos de intercambio, tasa de interés real y financiamiento externo.

Cuadro 4. Determinantes del ahorro en Colombia*

	R1 LN (STOTPIB)	R2 LN (SPUBPIB)	R3 LN (SPRIVPIB)
C	3,86102 (5,47)	16,43371 (6,15)	-2,77033 (-23,01)
LN(INFL)	0,21946 (6,31)	—	0,26171 (6,61)
LN(DISTY)	-0,83675 (-5,76)	-1,91141 (-3,21)	—
LN(TXDIR)	0,16040 (4,02)	1,09097 (6,34)	—
LN(TXIND)	0,79963 (11,35)	3,10556 (12,35)	—
LN(LICPREV)	—	—	-0,06356 (-5,03)
MA(1)	—	0,69803 (2,72)	0,080753 (3,85)
AR(1)	-0,60420 (-3,86)	-0,65977 (-1,82)	-0,64713 (-2,60)
R2	0,92	0,8	0,70
DW	2,20	2,01	1,97
F	40,38	24,11	10,05

* (Estadísticos t entre paréntesis)

En lo que hace al *ahorro público*, son significativas la distribución del ingreso, que lo afecta negativamente, y los niveles de tributación, que lo afectan de manera positiva.

Solamente dos variables de las siete consideradas probaron ser estadísticamente significativas en la determinación del *ahorro privado*. A saber, la inflación, que lo incrementa, y la apertura comercial, que lo disminuye.

Mirados en su conjunto, podemos concluir que la carga impositiva no afecta el ahorro privado, pero sí afecta de manera significativa el ahorro público y, por su conducto, el ahorro total. La tasa de inflación afecta de manera positiva el ahorro del sector privado y, por su conducto, el total. La apertura comercial, que parece afectar de manera negativa el ahorro del sector privado, no parece hacerlo de manera significativa el ahorro total. Finalmente, la distribución del ingreso se relaciona de manera adversa con el ahorro público y con el total.

En lo que se refiere a la carga tributaria, el ahorro público y total dependen positivamente tanto de los impuestos directos como de los indirectos, pero la elasticidad a los segundos es cerca de tres veces superior a la elasticidad a los primeros.

En resumen, nuestras estimaciones aportan evidencia en el sentido de que el ahorro aumenta con la carga tributaria, pero no con la restricción al financiamiento externo. Como en otros estudios, encontramos algún soporte a la creencia de que el ahorro aumenta con la inflación, con el empeoramiento en la distribución del ingreso y con el cierre comercial de la economía. Por supuesto, en tanto la mayor inflación, el empeoramiento en la distribución del ingreso y el aislamiento comercial tienen efectos adversos en otros frentes, carecería de sentido proponerlos como mecanismos para aumentar el ahorro.

3. Implicaciones y recomendaciones de política

En los últimos años varios países de América Latina, entre ellos Colombia, han emprendido profundos procesos de cambio, orientados a abrir las economías y a incrementar el papel del sector privado. Dicho proceso ha coincidido con, y quizás en parte ha generado, una afluencia masiva de financiamiento externo.

La confianza en las reformas, las oportunidades de gasto que se han abierto y el acceso a abundante financiamiento externo han determinado un "boom" de gasto, tanto de consumo como de inversión. Contrario a lo sucedido a principios de la década pasada, en esta ocasión ha sido principalmente el sector privado el que ha incrementado significativamente la demanda agregada.

El repunte de la demanda y el acceso a financiamiento externo han producido simultáneamente dos hechos que son materia de gran preocupación en todos los países de la región. A saber, una caída pronunciada del ahorro doméstico y una indeseable apreciación de la tasa de cambio real. El gobierno actual en Colombia ha visto con franca preocupación la caída en el ahorro y la permanencia de presiones a la baja en el tipo de cambio. Puesto que ha afirmado que, por diversas razones, hay gran inflexibilidad en el gasto

público, ha postulado la necesidad de que disminuya el gasto privado como elemento indispensable para que aumente el ahorro y cesen las presiones revaluacionistas.

Se han tomado medidas para restringir el endeudamiento externo del sector privado, bajo el entendimiento que, a menor financiación, menor gasto. Los resultados de nuestras estimaciones indican que ese quizás no sea el camino más apropiado. De una parte, no parece haber una relación significativa entre financiamiento externo y ahorro doméstico. Y, lo que es peor, incluso si la hubiese, la recomendación de política no sería obvia, ya que una cosa es encontrar que "históricamente cuando no hemos tenido acceso al financiamiento externo nos hemos visto obligados a ahorrar más", y otra bien distinta creer que "cuando al sector privado se le prohíbe utilizar el ahorro externo que está disponible, entonces dicho sector ahorra más"²³.

Las estimaciones que hemos reportado sugieren que hay una forma mucho más eficiente de aumentar el ahorro. A saber, si lo que se desea es disminuir el gasto en consumo del sector privado, lo más obvio, transparente y eficiente es aumentar el recaudo de impuestos, particularmente de aquellos de naturaleza indirecta. Puesto que estudios recientes [Perry y Herrera (1994)] han mostrado que en Colombia las tasas impositivas han aumentado bastante pero no así el recaudo, la recomendación que se desprende de nuestro análisis es que, en lugar de imponer controles al endeudamiento externo del sector privado, el gobierno haría bien en mejorar la eficiencia en el recaudo de impuestos y en eliminar las múltiples exenciones que fue necesario otorgar en los últimos años para que los proyectos de reforma tributaria se convirtieran en leyes de la República.

A manera de ilustración, presentamos el cuadro 5, que compara los ingresos fiscales de diferentes países de América Latina en 1990, como porcentaje del PIB. Se puede apreciar que en Colombia los ingresos tributarios son menores a los de varios países latinoamericanos. En comparación con Argentina, Brasil, Chile y México, Colombia tenía en 1990 uno de los más bajos ingresos por impuesto a la renta, uno de los dos más bajos por IVA y claramente, el más bajo por contribuciones a la seguridad social. Como resultado, los ingresos totales del fisco colombiano equivalían a 14,2% del PIB en 1990, mientras que en Chile y Brasil sobrepasaban el 23% de sus respectivos productos.

Es cierto que desde 1990 en Colombia se han sucedido una serie de reformas tributarias que han elevado el recaudo. De acuerdo con Herrera

²³ De otro lado, un reciente estudio [Steiner y Fernández (1994)] sugiere que cuando se imponen controles a la movilidad de los capitales, se crean diferenciales de tasas de interés que son arbitrados por el sector privado mediante mecanismos tan inconvenientes como el contrabando.

(1994), en 1993 los ingresos por impuesto a la renta representaron 5% del PIB y por impuesto a las ventas 4,9%. Estas cifras continúan siendo inferiores a las registradas, por ejemplo, por Chile en 1990: renta 6,7% e IVA 8,9%.

Cuadro 5. Recaudo tributario en 1990 (% del PIB)

País	Renta	IVA	Seguridad Social	Otros**	Total sector público
Argentina	1,2	2,8	4,4	8,2	16,6
Brasil	3,9	N.D.	5,0	15,2	24,1
Chile	6,7	8,9	1,9	5,6	23,1
México	5,5	3,0	2,2	8,1	18,8
Colombia	3,9	2,8	1,6	5,9	14,2
	5,0*	4,9*			

* Datos de Colombia para 1993 (estimados)

** Incluye, entre otros, impuestos al comercio exterior y a productos específicos.

Fuente: Shome, (1992) y Herrera, (1994).

Por supuesto, una estrategia de aumento del ahorro no puede limitarse a postular un incremento en el recaudo impositivo. Para que este se traduzca en una efectiva contracción del gasto se hace necesario que cualquier aumento en los ingresos tributarios se traduzca, en efecto, en un mejoramiento de la posición financiera del sector público. Al respecto, no sobra recordar que diversos estudios²⁴ han mostrado que en Colombia en el largo plazo el sector público tiene una elevada propensión a gastar los incrementos en sus ingresos. Por lo tanto, la idea de aumentar el ahorro total por la vía de aumentar el recaudo de algunos impuestos indirectos al consumo es un planteamiento específico de una idea mucho más general, planteada por diversos analistas en los últimos dos años. A saber, la necesidad de mayor austeridad fiscal para acomodar el "boom" de gasto privado que suele acompañar la implantación de reformas estructurales, creíbles por parte del sector privado.

Al respecto, registramos con gran preocupación las menciones del anterior y el actual gobierno en el sentido que, si bien el gasto público ha crecido mucho, hay inflexibilidades que impiden recortarlo. Si las inflexibilidades, constitucionales o legales son tan fuertes, entonces se deben revisar la Constitución y la ley, de manera tal que el presupuesto de gastos de la Nación sea recuperado como una poderosa herramienta de política económica. Resignarse a que el presupuesto es inflexible equivale, ni más ni menos, a postular que en el país no se puede hacer política fiscal.

²⁴ Véase por ejemplo Carrasquilla y Salazar (1992).

III. Ahorro financiero

Como ya lo discutimos, no es lo mismo hablar de ahorro macroeconómico que de ahorro financiero, ya que el primero es un flujo restringido a un período de tiempo y el segundo un stock que se acumula durante varios períodos. Sin embargo, el ahorro macroeconómico sí puede explicar variaciones en el ahorro financiero de un período a otro.

¿Cuál es la importancia del ahorro financiero? La economía incurre en un costo al tener que trasladar recursos de ahorradores a inversionistas, en la medida en que no hay una identidad entre estos agentes²⁵. Este costo no es sólo administrativo, sino que una pobre asignación de recursos sacrifica eficiencia y limita el potencial de crecimiento, incluso en el corto plazo. Por lo tanto, el sistema financiero es la solución institucional que minimiza los costos de trasladar el ahorro a la inversión (Fry, 1988). En una economía de mercado, el principal ahorrador es el sector privado; al interior de este, los hogares son los que más ahorran. El sector financiero es ampliamente utilizado por estos últimos como destino de sus ahorros, constituyéndose así el ahorro financiero como el principal proveedor de recursos para la inversión de la economía.

En un estudio realizado recientemente, Levine (1994) aporta evidencia respecto de las bondades del sector financiero sobre el crecimiento de las economías. La contundencia de esta, según él, es suficiente para que el estudio de este sector entre a formar parte del núcleo de los temas que debe tratar la literatura del desarrollo económico. El trabajo analiza la evidencia para 80 países y cubre el período 1960-1989. Los resultados son bastante sugestivos. En primer lugar, comprueba la hipótesis de que el desarrollo del sector financiero en 1960 explica en parte el crecimiento del PIB per cápita entre 1960 y 1989. Un país donde el sector financiero tiene una presencia importante en la asignación de los recursos, tiene un soporte importante para su crecimiento de largo plazo.

En segundo lugar, la evidencia es clara en cuanto a la influencia positiva de la presencia del sector financiero en la acumulación de capital y en el aumento de la productividad de las economías. Por último, el trabajo de Levine muestra que un sistema financiero sólido y grande es un factor que permite llevar a cabo con éxito reformas estructurales.

En la siguiente sección mostraremos que, no obstante la lenta evolución del ahorro macroeconómico durante los últimos veinte años en Colombia, el ahorro financiero ha aumentado en forma bastante vigorosa, particularmente como resultado de la introducción del sistema de ahorro y vivienda

²⁵ Por ejemplo, los hogares ahorran para que las empresas inviertan.

en 1972, de la liberación de tasas de interés en 1980 y de la activa participación del gobierno y el Banco Central en el período más reciente. Señalaremos que, no obstante estos favorables desarrollos, la "profundización financiera" sigue siendo baja de acuerdo con patrones internacionales. Finalmente, analizaremos la composición del ahorro financiero por tipo de intermediario y mostraremos como esta se ha mantenido bastante estable en el período reciente.

A. Agregados monetarios

El cuadro 6 muestra la evolución de diferentes agregados monetarios (M1, M2 y M3²⁶) que representan el ahorro financiero como porcentaje del PIB. El más básico de los tres, M1, ha venido cayendo casi continuamente: mientras que en 1970 era 16,3% del PIB, para 1993 fue 12,3%. Este comportamiento tiene su origen en el proceso de profundización financiera de la economía colombiana que se llevó a cabo en la década de los setenta y de los ochenta, período en el cual los instrumentos que reconocen intereses a los ahorradores han ganado en importancia. Es así como en 1970 estos últimos constituían 3,1% del PIB, mientras que en 1993 representaron 33,9%.

Sin duda el más importante componente del ahorro financiero en cuanto a su evolución desde 1970 han sido los cuasidineros²⁷. Su mayor dinámica de expansión se vio en la década de los setenta, especialmente en 1973 con la aparición del sistema de valor constante. En 1981 se aprecia un repunte importante de estos instrumentos, cuando su participación en el PIB creció 40,1%, como respuesta a la liberación de las tasas de interés en dicho año. Durante el resto de la década anterior estos instrumentos de captación evolucionaron de una manera ligeramente superior a la dinámica de la economía. De esta forma, con M1 en una permanente caída y los cuasidineros con una dinámica modesta, M2 no mantuvo su participación entre 1981 y 1990, pasando de ser 31,9% del PIB en 1981 a 29,8% en 1990.

La emisión de títulos de contracción monetaria por parte del Banco de la República no es un fenómeno que se haya presentado exclusivamente en los últimos años. Luego de una participación incipiente de estas operaciones en 1970, para 1986 esta ya se había multiplicado por 100, siendo especialmente importantes los años 1971, 1976, 1977 y 1986. De la misma forma, el endeudamiento interno del gobierno nacional bajo la forma de títulos de

²⁶ M1 = Efectivo + Depósitos en cuenta corriente;

M2 = M1 + Cuasidineros (depósitos a término y depósitos de ahorro);

M3 = M2 + Títulos del Banco de la República + Papeles del gobierno + Aceptaciones bancarias.

²⁷ Los cuasidineros constituyen en la actualidad el destino más importante de los dineros que entran al sistema financiero (53.5% del ahorro financiero total en 1993).

deuda se multiplicó por 5 entre 1970 y 1986. Esta intervención no fue igualmente activa en la segunda mitad de la década anterior, período durante el cual ambos agentes perdieron terreno como depositarios del ahorro financiero. Este comportamiento se reflejó en una caída de M3 en el período 1985-1990.

Cuadro 6. Colombia: principales agregados monetarios 1970-1992. Cifras como % del PIB

Año	M1	M2	M3*	CD	GOB	BR	AB	E/P	TRANSF.
1970	16,29	18,87	19,34	2,58	0,42	0,05	N/A	5,96	13,33
1971	15,39	18,05	18,63	2,66	0,45	0,13	N/A	5,59	12,92
1972	15,74	18,91	19,65	3,18	0,62	0,12	N/A	5,76	13,78
1973	15,86	21,06	21,99	5,20	0,73	0,20	N/A	5,28	16,50
1974	14,30	20,69	21,72	6,39	0,73	0,30	N/A	5,02	16,40
1975	14,54	22,25	22,95	7,71	0,30	0,40	N/A	5,21	17,35
1976	14,91	23,55	24,73	8,63	0,19	0,99	N/A	5,44	18,30
1977	14,46	23,00	25,20	8,54	0,13	2,07	N/A	5,70	17,43
1978	14,83	25,90	28,10	11,07	0,21	1,99	N/A	5,90	20,20
1979	14,10	24,69	27,34	10,59	0,61	2,04	N/A	5,65	19,66
1980	13,48	26,89	30,13	13,40	0,54	2,70	N/A	4,86	22,57
1981	13,10	31,90	34,65	18,80	0,53	2,22	N/A	5,12	27,31
1982	12,91	30,93	34,41	18,02	0,64	2,84	N/A	5,21	26,36
1983	13,30	33,16	35,56	19,86	1,17	1,23	N/A	5,47	28,86
1984	12,99	32,51	35,25	19,51	1,34	1,40	N/A	5,45	28,40
1985	12,93	33,88	38,17	20,95	2,21	2,08	N/A	5,35	30,75
1986	11,62	32,06	39,39	20,44	2,32	5,01	N/A	4,64	29,74
1987	11,88	31,72	37,83	19,84	2,14	3,97	N/A	4,71	29,15
1988	11,24	29,49	36,12	18,25	1,95	4,68	N/A	4,47	26,97
1989	11,25	30,35	36,56	19,10	1,67	4,54	N/A	4,30	27,72
1990	10,58	29,80	37,19	19,21	1,67	4,81	0,91	4,13	27,34
1991	10,83	30,75	40,38	19,92	0,95	7,77	0,91	4,11	27,59
1992	12,14	33,77	44,85	21,63	4,12	6,37	0,59	4,47	33,42
1993	12,27	36,96	46,66	24,69	5,10	4,09	0,51	4,32	37,74

* Desde 1990 incluye Aceptaciones Bancarias.

Fuente: Banco de la República.

Sin embargo, la tendencia se revierte de nuevo en esta década. Es bien conocida la agresiva captación de recursos que realizó el Banco de la República en 1991, año en que sus títulos representaron 7,8% del PIB, la cifra más alta jamás alcanzada por este tipo de instrumentos. Un año más tarde, el gobierno nacional decide sustituir deuda externa por interna y hace una emisión masiva de títulos que le permiten ser depositario de 3 veces más ahorro financiero (con respecto al PIB) que en 1991.

Las OMA volvieron a ceder terreno en 1992 y 1993, al redimirse los títulos emitidos en años anteriores y relajarse la política de esterilización monetaria puesta en práctica para hacer frente a la entrada de capitales. Esta nueva abundancia de liquidez —se liberaron recursos equivalentes a casi cuatro puntos del PIB en los mencionados dos años— fue absorbida en 1993 en parte por los cuasidineros y en parte por el gobierno nacional.

Como es lógico, la aceptabilidad o no de un instrumento financiero por parte del público se relaciona muy de cerca con el rendimiento relativo que ofrezca. La facilidad con la cual el Banco de la República ha aumentado y disminuido su participación en la captación del ahorro financiero ha sido el resultado de cambios sustantivos en su política de tasas de interés. Así, mientras en febrero de 1990 los Títulos de Participación rendían 28% efectivo anual, al finalizar el año dicha tasa se situaba en 45%. Cuando en 1992 se disminuye el esfuerzo de contracción, la tasa de interés se reduce a 26%.

Este desarrollo es bien favorable, porque si bien es cuestionable haber contraído en los montos en que se hizo, de cualquier manera se debe resaltar la bondad de un mercado de capitales que se ha desarrollado a tal punto que el Banco Central puede centrar su papel de ejecutor de la política monetaria en instrumentos de mercado y no en cargas impositivas a la intermediación financiera. De igual manera, ante restricciones constitucionales a que el gobierno reciba financiación del Banco de la República, aquel ha podido acudir al mercado doméstico para suplir sus necesidades de recursos. En efecto, la rápida colocación de Bonos Ley 55 en 1991 sólo requirió del reconocimiento por parte del gobierno de una tasa de interés que consultara las realidades del mercado.

Las aceptaciones bancarias se incluyen como parte de M3, pero su contabilización sólo se realiza a partir de 1990. Si bien su participación ha sido menor, consideramos importante incluirlas como posibilidades ofrecidas por el sector financiero para la conformación del portafolio de un inversionista. Como resultado de todo lo anterior, como porcentaje del PIB el ahorro financiero total (M3) se multiplicó en más de dos veces en los últimos 23 años, siendo evidente la intensa profundización financiera que ha vivido el país recientemente.

Un punto que merece especial atención es el aumento del ahorro financiero susceptible de ser transferido a otros agentes²⁸, que pasó de representar 13,3% del PIB en 1970 a 37,7% en 1993. Estos son los recursos que el sistema financiero puede intermediar e irrigar a las diferentes ramas productivas de

²⁸ Del ahorro financiero total debe deducirse el representado en títulos del Banco de la República, ya que son recursos que "salen de circulación", y el efectivo y las aceptaciones bancarias, ya que no es un ahorro que pueda ser intermediado o transferido por el sector financiero.

la economía y que pueden promover el crecimiento económico a través de la acumulación de capital²⁹.

Si bien es evidente el proceso de profundización financiera que se ha vivido en Colombia, la situación frente al resto del mundo en esta materia no es enteramente satisfactoria. Colombia se encuentra rezagada frente a varios países, incluidas algunas naciones latinoamericanas (cuadro 7)³⁰. Entre los países escogidos sobresalen Japón y Suiza, cuyo ahorro financiero supera el valor total de la producción. Un segundo grupo lo conforman aquellos con una profundización superior a 50% del PIB. En él se encuentra Alemania, seguido por España, Estados Unidos y Corea. Una tercera agrupación es la de las naciones cuyo ahorro financiero se encuentra entre 30% y 50% del PIB. A ésta pertenecen Chile (44%), Venezuela (38%) y Colombia (32%). Por último aparecen dos países que ahorran en términos financieros menos de 30% de su PIB: Turquía (25,4%) y México (25,3%).

B. Crédito

Como es apenas lógico, el aumento en el ahorro financiero transferible (que pasa de 27% del PIB en 1987 a 38% en 1993) ha tenido como contrapartida un espectacular aumento en la cartera del sistema financiero. La misma ha crecido a tasas del orden de 50% anual durante los últimos dos años.

Este desarrollo, satisfactorio en sí mismo al permitir avances significativos en la inversión y el consumo, no deja de señalar aspectos preocupantes. Al fin y al cabo, en una economía que ahorra poco la contrapartida del aumento en los agregados financieros es, en gran parte, el ahorro externo.

Cuando este último se esteriliza por completo en el Banco Central, en esencia lo que se da es un aumento *pari-passu* en los activos (reservas internacionales) y pasivos (OMA) del Banco Central. En la eventualidad de

²⁹ Es importante resaltar el hecho de que el notorio dinamismo del ahorro que se intermedia a través del sistema financiero no se ha visto aparejado por desarrollos en el mismo sentido en el mercado accionario. En efecto, e independientemente del "boom" de precios que ha caracterizado a todas las bolsas de valores de América Latina en la reciente coyuntura, las acciones continúan siendo una fuente de financiación poco importante para las empresas. Es así como no ha aumentado el número de compañías transadas en bolsa, ni ha disminuido la enorme concentración de la actividad bursátil. El repunte accionario reciente no ha estado vinculado a medidas tributarias que eliminaron la doble tributación sobre acciones, y que datan de la década anterior, sino más bien a la presencia de fondos de inversión extranjera [Valderrama (1991)].

³⁰ Para efectos de hacer una comparación basada en parámetros homogéneos, se utilizó la medida de profundización financiera de Levine (1994): pasivos líquidos/PIB. Esta información puede ser obtenida en el International Financial Statistics que publica el FMI, específicamente en las líneas 551 y 99b.

una salida de capitales, el problema en esencia consiste simplemente en "desinflar" el balance del Banco Central.

Cuadro 7. Profundización financiera 1970-1992. (% del PIB)

Año	Japón	Suiza	Alemania	España	EE.UU.	Corea
1970	102,11	116,99	55,23	75,70	62,41	36,34
1975	124,77	95,83	61,76	87,19	64,58	33,05
1980	140,40	118,90	62,12	80,72	60,83	35,81
1985	161,66	143,16	65,80	66,52	67,47	40,37
1990	189,75	146,72	71,47	71,00	66,81	56,48
1992	n.d.	141,73	71,38	n. d.	65,61	64,03

Año	Chile	Venezuela	Colombia	Turquía	México
1970	n. d.	28,95	n. d.	30,45	31,26
1975	n. d.	48,38	16,99	28,53	31,81
1980	28,09	54,81	28,32	21,79	31,90
1985	41,92	61,47	n. d.	31,14	27,65
1990	44,38	41,43	29,76	25,41	25,30
1992	43,87	38,18	32,30	n. d.	n. d.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Los riesgos son mucho mayores cuando parte del aumento en la afluencia de divisas no se esteriliza sino que, en efecto, se convierte en el "fondeo" del aumento en la cartera del sistema financiero³¹. En tal caso, la supervisión bancaria y una ajustada política de encajes se vuelve esencial, por cuanto ante una eventual salida de reservas, y consiguientemente ante una eventual pérdida de depósitos, se puede poner en serio peligro la solidez del sistema financiero.

Precisamente, autores como Calvo et al. (1993) han señalado que lo más importante del reciente episodio de afluencia de divisas quizás no sea el aumento en el gasto o la apreciación del tipo de cambio, sino el riesgo inherente que la abundancia de recursos representa para la solidez del sistema financiero.

C. Intermediarios financieros

El ahorro financiero se distribuye entre diferentes tipos de intermediarios. Desde un punto de vista institucional³², el ahorro financiero en Colombia es

³¹ O bien porque efectivamente se "monetizan" las reservas que adquiere el Banco Central o bien porque el sistema financiero directamente intermedia recursos del exterior.

³² Una porción del ahorro financiero se capta por fuera del sistema financiero tradicional y de la ley. Cualquier estadística sobre el monto de este ahorro es una especulación debatible, razón por la cual este estudio sólo trata el sector financiero institucional.

captado preferencialmente por los bancos, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Del presente análisis se excluye al Banco de la República y al gobierno nacional.³³

Cuadro 8. Ahorro financiero por intermediarios
1970-1992 Composición porcentual

Año	Bancos*	CORFIN	CAV	CFC
1970	100,0	0,0	0,0	0,0
1971	100,0	0,0	0,0	0,0
1972	99,2	0,0	0,8	0,0
1973	87,9	0,0	12,1	0,0
1974	83,5	0,0	16,5	0,0
1975	80,4	0,0	19,6	0,0
1976	79,0	0,0	21,0	0,0
1977	80,5	0,0	19,5	0,0
1978	72,1	8,6	19,3	0,0
1979	70,7	5,9	23,4	0,0
1980	70,3	5,6	24,1	0,0
1981	65,0	5,0	23,0	6,9
1982	62,9	4,5	26,8	5,8
1983	60,7	4,7	28,9	5,6
1984	61,2	4,5	29,1	5,2
1985	59,6	4,6	30,8	5,0
1986	59,9	4,5	30,2	5,4
1987	61,7	3,9	28,5	5,9
1988	58,9	3,8	31,1	6,2
1989	57,0	6,0	30,0	7,0
1990	53,4	6,9	32,5	7,3
1991	53,6	5,7	34,0	6,6
1992	55,8	5,3	32,1	6,8
1993	56,3	4,6	31,9	7,2

* Desde 1990 incluye Aceptaciones Bancarias.

Fuente: Banco de la República.

Al igual que en el resto del estudio, el análisis del caso colombiano se hace para el período 1970-1992. A partir de 1990 se incluyen como instrumentos de captación las aceptaciones bancarias, debido a su notable

³³ Las captaciones de los organismos cooperativos se excluyen por su bajísima participación en el total del sector. Las captaciones de fiduciarias no se tuvieron en cuenta para evitar posibles dobles contabilizaciones de recursos.

dinamismo en este período. En un sentido estricto, no deberían ser incluidas como ahorro financiero depositado en los bancos³⁴, pero se le imputan a estos porque son un sustituto a instrumentos de ahorro realizables, emitidos por otras instituciones financieras.

En 1970, los bancos tenían prácticamente el monopolio del ahorro institucional en Colombia (cuadro 8). Sin embargo, con la creación del sistema UPAC, en 1973 las CAV ya manejaban 12% del ahorro financiero del país. Con el permiso que se dio a las corporaciones financieras para que emitieran CDT en 1978 y con el inicio de las captaciones de las compañías de financiamiento comercial (también bajo la forma de CDT) en 1982, paulatinamente los bancos fueron perdiendo participación en el mercado.

Al analizar el período 1981-1989, en el cual los cuatro tipos de instituciones ya se encontraban en funcionamiento, las tendencias han sido claras. Los bancos cedieron participación, fenómeno que ocurrió también con las corporaciones financieras: en 1981, los dos anteriores manejaban 70% del ahorro financiero; para 1989, este porcentaje descendió a 63%. Los "ganadores" de esta pugna por el ahorro financiero fueron, por lo tanto, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Es así como en 1989 manejaban 37% del ahorro financiero después de controlar 30% en 1981.

Sin embargo, entre 1991 y 1993 las anteriores tendencias se modifican. Si bien las corporaciones financieras continúan cediendo participación, los bancos recuperan algunos puntos. Las compañías de financiamiento comercial no ceden ni ganan una porción del mercado, mientras que las corporaciones de ahorro y vivienda ceden, junto con las corporaciones financieras, los puntos que ganaron los bancos.

IV. Conclusiones

1. En el presente documento hemos analizado la evolución, los determinantes y las perspectivas del ahorro en Colombia, así como el vínculo existente entre el mismo y la política económica, con especial énfasis en las implicaciones de las recientes medidas tendientes a dificultar el acceso al endeudamiento externo. Además, hemos alertado sobre el peligro de que, en una economía que ahorra poco, el crédito del sistema financiero aumente a tasas muy elevadas.
2. Hemos mostrado que hasta 1992 la situación colombiana no se puede caracterizar como de falta de ahorro; si bien el coeficiente de ahorro no

³⁴ Las aceptaciones bancarias no son un instrumento de captación tradicional. Su liquidez es inmediata al descontarlas en el mercado secundario, pero hasta su vencimiento no es necesario que estén respaldadas por recursos depositados en el banco.

- ha sido elevado, ha sido suficiente para financiar los bajos niveles de inversión. Aunque las cifras para 1993 aún no están disponibles, en dicho año se revierte la tendencia y se presenta, por primera vez en más de dos décadas, un importante faltante de recursos en el sector privado. El mismo, al no ser cubierto con exceso de ahorro del sector público, se ha traducido en la utilización de importantes recursos de financiamiento externo.
3. La evolución del ahorro doméstico está en gran parte determinada por su componente público. El deterioro de los niveles de ahorro entre 1977 y 1983 y su recuperación entre 1984 y 1991 reflejan lo sucedido en términos de la política fiscal. Estos grandes ciclos del ahorro no se han reflejado de manera muy cercana sobre la tasa de inversión, la cual ha sido relativamente estable, gracias a que en épocas de deterioro en la generación de ahorro doméstico se ha acudido al ahorro externo y viceversa.
 4. En el mismo sentido, hemos mostrado que el financiamiento externo se relaciona inversamente con la evolución del ahorro doméstico. Así, el notorio aumento que se presentó en el ahorro público a partir del programa de ajuste de mediados de la década pasada ha permitido un significativo descenso en el uso de financiamiento externo por parte del sector público. De igual manera, el deterioro reciente del ahorro privado ha coincidido con un mayor acceso a financiamiento externo por parte de dicho sector.
 5. Con la excepción de Chile, la reciente coyuntura latinoamericana se ha caracterizado por importantes caídas en el ahorro doméstico, y, en el caso de Argentina y México, por descensos espectaculares. Colombia representa un punto intermedio. La confianza en las reformas, las oportunidades de gasto que se han abierto y el acceso a abundante financiamiento externo han determinado un "boom" de gasto, que se ha traducido en dos hechos que son materia de preocupación en todos los países del área. A saber, una caída pronunciada del ahorro doméstico y una indeseable apreciación de la tasa de cambio real. Es apenas razonable poner en duda la sostenibilidad de las reformas estructurales cuando, en el proceso, se debilita de manera importante la generación de ahorro doméstico.
 6. Dependiendo de las metodologías utilizadas, el período de tiempo analizado y el tipo de agente referenciado, existen resultados que dan soporte a diversas hipótesis sobre determinación del ahorro en Colombia. Resalta el hecho de que en ninguno de los estudios se encuentre una relación significativa entre ahorro y tasa de interés. Nuestros ejercicios indican, entre otras, que quizás la más poderosa herramienta de política para aumentar el ahorro es el incremento en el recaudo de impuestos indirectos.

7. El nuevo gobierno ha visto con preocupación la caída en el ahorro y la permanencia de presiones a la baja en el tipo de cambio. En virtud de suponer que hay gran flexibilidad en el gasto público, ha postulado la necesidad de que disminuya el gasto privado. Con tal fin, se han tomado medidas para restringir el endeudamiento externo. Los resultados de nuestras estimaciones indican que ese quizás no sea el camino más apropiado, ya que no parece haber una relación significativa entre financiamiento externo y ahorro doméstico. Las estimaciones que hemos reportado sugieren que hay una forma mucho más eficiente de aumentar el ahorro. A saber, si lo que se desea es disminuir el gasto en el consumo del sector privado, lo más obvio, transparente y eficiente es aumentar el recaudo de impuestos, particularmente de aquellos de naturaleza indirecta. En tal sentido, el gobierno haría bien en mejorar la eficiencia en el recaudo de impuestos y en eliminar las múltiples exenciones existentes.
8. Por supuesto, se avanzaría poco si el recorte en el gasto privado se traduce en mayor gasto público. Registramos con gran preocupación las menciones del anterior y el actual gobierno en el sentido que hay inflexibilidades que impiden controlar este último.
Si las inflexibilidades son tan fuertes, entonces se deben revisar la Constitución y la ley. El presupuesto de la nación debe ser recuperado como una poderosa herramienta de política económica.
Resignarse a que el presupuesto es inflexible equivale a postular que en el país no se puede hacer política fiscal.
9. No obstante la lenta evolución del ahorro y su preocupante deterioro en algunos episodios, la profundización financiera ha evolucionado satisfactoriamente, en particular, en los últimos años. Ello ha determinado que el sector productivo cuente con mejores y más eficientes mecanismos de financiación.
10. En una economía que ahorra poco y que está sujeta a una importante afluencia de divisas, se debe mirar con cuidado el proceso mediante el cual aumenta en forma demasiado pronunciada la cartera del sistema financiero. Una eventual reversión de los flujos de capital podría poner en riesgo la solidez del sistema financiero el cual, en el período reciente, ha "apalancado" gran parte de sus créditos en la abundancia de divisas. Por lo tanto, la adecuada supervisión de la actividad financiera se vuelve crucial, hoy más que nunca.

Referencias

- Agudelo, M. I. (1991): "Compatibilización de las dos fuentes del ahorro y la inversión", **Ensayos Sobre Política Económica**, junio.
- Bilsborrow, R. E. (1968): **The determinants of fixed investing by manufacturing corporations in Colombia**, Tesis doctoral, Universidad de Michigan.
- Calvo, G. A., L. Leiderman y C. Reinhart (1993): "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", **IMF Staff Papers**, marzo.
- Cárdenas, M. (1991): **Coffee exports, endogenous state policies and the business cycle**, Tesis doctoral, Universidad de California en Berkeley.
- Carrasquilla, A. y H. Rincón (1990): "Relaciones entre déficit público y ahorro privado: aproximaciones al caso colombiano", **Ensayos Sobre Política Económica**, diciembre.
- Carrasquilla, A. y N. Salazar (1992): "Sobre la naturaleza del ajuste fiscal en Colombia". **Ensayos Sobre Política Económica**, junio.
- Carrizosa, M., C. J. Fajardo y R. Suescún (1982): **Análisis económico del sistema de valor constante**, Documento CEDE No. 71.
- Chica, R. (1984): **La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana: 1970-1978**, Informe del CEDE.
- Clavijo, S. (1989): "Ingreso permanente y transitorio: ¿Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos?", **Coyuntura Económica**.
- Deaton, A. (1989): "Saving in Developing Countries", **Annual Conference on Development Economics**, Banco Mundial.
- Fainboim, I. (1990): "Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987", **Ensayos Sobre Política Económica**, diciembre.
- Fry, M. (1988): **Money, Interest, and Banking in Economic Development**, The Johns Hopkins University Press.
- Gaviria, A. (1993): "El ahorro privado y los términos de intercambio", **Ensayos Sobre Política Económica**, junio.
- Herrera, S. (1994): "Comentarios sobre la política fiscal 1990-1994", en O. L. Acosta e I. Fainboim (eds.). **Las reformas económicas del presidente Gaviria: una visión desde adentro**.
- Levine, Ross (1994): **Does the Financial System Matter?**, the World Bank.

- López, A. (1994): "La teoría del ingreso permanente y las restricciones de liquidez en Colombia", en R. Steiner (compil.) **Estabilización y crecimiento, Nuevas lecturas de macroeconomía**, Fedesarrollo.
- Naya, S. e P. Imada (1991): **Why east asian economies have been successful: some lessons for Latin America**.
- Ocampo, J. A. (1992) "Trade policy and industrialization in Colombia 1967-1991", en G. K. Helleiner (ed.) Trade and industrialization reconsidered.
- Ocampo, J. A., J. L. Londoño y L. Villar (1988): "Comportamiento del ahorro y la inversión: evolución histórica y determinantes", en E. Lora (ed.) **Lecturas de Macroeconomía Colombiana**, Fedesarrollo.
- Ocampo, J. A., C. Crane y S. Farné (1990): "Determinantes del ahorro en Colombia, 1970-1987". en G. Held y R. Szalachman (eds.) **Ahorro y Asignación de Recursos Financieros**, Cepal.
- Ocampo, J. A. y R. Steiner (1994): "Introducción", en Ocampo (ed.) **Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas**, Fedesarrollo-BID.
- Perry, G. y A. M. Herrera (1994): **Finanzas Públicas, Estabilización y Reforma Estructural en América Latina**, BID.
- Ramírez, M. (1992): El Ahorro en Colombia, Ediciones Uniandes, **Cambios Estructurales y Crecimiento**.
- Sánchez, F., E. Lora y A. Parra (1993): "Ahorro, inversión y perspectivas de crecimiento en Colombia", en E. Bacha (ed.) **Requisitos de Ahorro e Inversión para Restaurar el Crecimiento en América Latina**, PUC Río de Janeiro y BID.
- Servicios de Información y Econometría Ltda. (1982): **El sistema colombiano de ahorro y vivienda**, Bogotá, BCH.
- Shome, P. (1992): "Trends and future directions in tax policy reform: a Latin American perspective", FMI, Documento de trabajo.
- Steiner, R. (compil.) (1994): **Afluencia de Capitales y Estabilización en América Latina**, Fedesarrollo y Tercer Mundo.
- Steiner, R. y C. Fernández (1994): "Evolución y determinantes del contrabando en Colombia", **Coyuntura Económica**, septiembre.
- Valderrama, M. T. (1991): "Impacto de la reforma tributaria de 1986 sobre la estructura patrimonial de las empresas", **Ensayos Sobre Política Económica**, junio.



El ahorro y la política macroeconómica

Por Roberto Junguito Bonnet
y Alejandro López Mejía***

Introducción

El propósito de esta nota es dar algunas ideas sobre las posibles causas del descenso en el ahorro privado colombiano, teniendo como punto de referencia el trabajo de Steiner y Escobar (1994). En efecto, mientras en 1991 el ahorro privado como porcentaje del PIB representaba 15,3%, estimativos recientes sugieren que este indicador puede haber caído a 7,2% en 1993 y a 6,3% en 1994.

La nota está dividida en cuatro partes. La primera llena parcialmente el vacío más notorio del trabajo de Steiner y Escobar. En particular, antes de entrar a explicar la caída del ahorro, es importante preguntarse si dicho comportamiento debe ser motivo de preocupación. Una vez contestada esta pregunta, la segunda sección comenta los resultados de Steiner y Escobar (1994) relacionados con los determinantes del ahorro y sugiere explicaciones adicionales. La tercera sección describe los canales a través de los cuales la política monetaria y cambiaria pudo haber ocasionado la caída en el ahorro. La cuarta sección concluye.

* Director, miembro de la Junta Directiva, Banco de la República.

** Director Unidad de Programación Macroeconómica, Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República.

I. ¿Es preocupante la caída reciente del ahorro en Colombia?

Aunque esta es sin duda la preocupación detrás del trabajo de Steiner y Escobar, es interesante adentrarse un poco más a fondo en esta pregunta. Al fin y al cabo, los autores le dan un tratamiento marginal a la relación entre ahorro y crecimiento, sobre la cual existen diversas teorías con implicaciones muy diferentes. Asimismo, los autores parecen ignorar las consecuencias positivas sobre el bienestar de la población que podría tener la relajación de las restricciones de liquidez. A continuación, se analizan brevemente estos aspectos.

A. La relación entre ahorro y crecimiento

Una de las teorías que estudia esta relación es la del ciclo de vida. Tal como lo anotan Steiner y Escobar, esta teoría predice que “a partir del momento en el cual los individuos ingresan a la fuerza de trabajo el ahorro aumenta con la edad, hasta alcanzar un máximo en los años de mayor ingreso. Posteriormente empieza a disminuir, caída que se acelera al llegar a la edad de retiro”.

A pesar de que Steiner y Escobar reconocen la importancia de esta teoría dada la evidencia colombiana y las proyecciones que indican un aumento en la población en los segmentos con mayor propensión al ahorro, dichos autores no indican su relación con el crecimiento. En efecto, una de las implicaciones más importantes de la teoría del ciclo de vida es que incrementos en la productividad conducirán a que los jóvenes sean más ricos que los viejos y, por lo tanto, los jóvenes ahorrarán más de lo que los viejos desahorran (siempre y cuando la tasa de ahorro de los jóvenes sea la misma a la que ahorraron los viejos cuando eran jóvenes). En otras palabras, la teoría del ciclo de vida predice que la causalidad no va de ahorro a crecimiento sino de crecimiento a ahorro. Así, el comportamiento reciente de las tasas de ahorro colombianas no debería ser motivo de preocupación y deberíamos esperar su repunte en el futuro cercano gracias al crecimiento económico observado en la década del noventa.

No obstante, si los consumidores jóvenes anticipan un crecimiento prolongado en su ingreso, y pueden endeudarse a costa de dicho incremento, su desahorro en los primeros años del ciclo de vida puede inducir una relación negativa entre ahorro y crecimiento. En este sentido, Campbell (1987) sugiere que la teoría del ciclo de vida bajo expectativas racionales indica que el ahorro bajará (subirá) si se espera que el ingreso aumente (caiga). En el caso colombiano, es probable que los agentes hayan asimilado el descubrimiento de Cusiana como un incremento en su ingreso disponible futuro ocasionando una disminución en su ahorro presente. En el caso del

gobierno este tipo de comportamiento es bastante claro dado el aumento sin precedentes del gasto público.

Así pues, parece claro que el trabajo de Steiner y Escobar ignora la posibilidad de que la causalidad vaya de crecimiento a ahorro, a pesar de considerar la teoría del ciclo de vida como un determinante importante del ahorro. Esta posición se hace evidente desde el primer párrafo del trabajo, el cual termina diciendo: "...el logro de tasas de crecimiento económico satisfactorias y sostenibles se vincula a la generación y adecuada canalización del ahorro doméstico". En este sentido su visión de la importancia del ahorro parecería enmarcarse dentro de los modelos de crecimiento endógeno. No obstante, en estos modelos se pueden considerar diversas influencias que enlazan el crecimiento con el ahorro que vale la pena recordar.

Un primer canal, quizás el más directo, es el siguiente: dado un nivel inicial de capital y de producto, un mayor ahorro conduce a una mayor acumulación de capital y, por lo tanto, a un más elevado crecimiento del producto. La duración de este efecto depende de la importancia de los factores acumulables dentro de la función de producción; si el capital tiene retornos constantes, cambios en el ahorro pueden tener efectos permanentes en la tasa de acumulación de capital y, por lo tanto, en el crecimiento [Romer (1986), Rebelo (1991)]; sin embargo, si los retornos son decrecientes el efecto de variaciones en el ahorro es de corta duración [Solow (1956)]. Dados los problemas implícitos que Steiner y Escobar le otorgan a la caída del ahorro, parecería que ellos consideran que existe una relación positiva que va de ahorro a crecimiento que se origina en este primer canal. Sin embargo, también es posible incorporar en los modelos de crecimiento endógeno la influencia del ciclo de vida, la cual, como vimos anteriormente, establece una relación que va de crecimiento a ahorro [Jappelli y Pagano (1994), Ehrlich y Lui (1992)]. Por lo tanto, antes de preocuparnos por la caída drástica del ahorro, es necesario establecer empíricamente cual de los dos canales predomina en los datos. Esto, infortunadamente, es algo que no se hace en el trabajo de Steiner y Escobar y, hasta donde conocemos, es un vacío que persiste en Colombia.

En este sentido, es de interés anotar que diversos estudios han encontrado una relación positiva que va desde crecimiento económico per cápita hacia tasas de ahorro (Gersovitz 1988). Este resultado fue confirmado recientemente para el caso de los Estados Unidos por Carroll y Weil (1993). Sin embargo, esta relación positiva no parece ser generada por la teoría del ciclo de vida.

En efecto, la inmensa mayoría de la literatura sobre el consumo en la década pasada rechazó la validez de la teoría del ciclo de vida bajo expectativas racionales [López (1993)]. Entre los diversos argumentos que se

dieron para explicar su invalidez se destacan la presencia de restricciones de liquidez y el ahorro por motivo precaución, los cuales, al ser incorporados dentro de la teoría del ciclo de vida, pueden eventualmente asegurar una relación positiva entre el crecimiento y el ahorro [Carroll y Weil (1993)].

Una vez analizada la compleja relación entre ahorro y crecimiento y de haber planteado interrogantes sobre la importancia de la caída en el ahorro en Colombia en los últimos años, es interesante detenerse un instante en un aspecto muy importante del ahorro, el cual ha sido descuidado dado el auge de la teoría sobre el crecimiento: el hecho de que este sirve para suavizar la trayectoria del consumo. Tal como veremos a continuación, la relajación de las restricciones de liquidez y la presencia de ahorro con motivo precaución contribuyen a dicha suavización.

B. La suavización del consumo

1. El relajamiento de las restricciones de liquidez

Aunque Steiner y Escobar (1994) argumentan que el ahorro es importante para suavizar la trayectoria del consumo, ellos parecen ignorar las consecuencias positivas que la reciente relajación de las restricciones de liquidez pueden haber tenido sobre dicha suavización. Con el propósito de entender dicho mecanismo es importante tener claridad sobre la teoría del ciclo de vida y del ingreso permanente.

De acuerdo con dichas teorías, el consumo tiende a ser mayor que el ingreso corriente cuando el mismo es bajo y con expectativas de aumentar y tiende a ser menor que el ingreso corriente si se espera que este descienda en el futuro. Sin embargo, una condición necesaria para que la teoría se cumpla es que los mercados de capitales sean perfectos: si algunos agentes tienen restricciones de liquidez, al estar sujetos a racionamientos en el crédito, el consumo tenderá a responder más al ingreso corriente que al futuro. De esta manera, si los individuos no están en capacidad de endeudarse, las reducciones en el ingreso irán acompañadas de descensos en el consumo a pesar de que exista la expectativa de mayores ingresos en el futuro. En otras palabras, el consumo será tan volátil como el ingreso corriente y no habrá posibilidad de suavizarlo.

En Colombia existe evidencia que, hasta 1989, 75% del ingreso le pertenecía a consumidores con restricciones de liquidez [López (1994)]. En este sentido, se podría argumentar que tan sólo 25% de los colombianos se comportaban de acuerdo con la teoría del ingreso permanente y del ciclo de vida, pudiendo así suavizar su consumo; el otro 75%, sin embargo, consumía todo su ingreso corriente estando sujeto a su volatilidad e impredecibilidad. En este sentido, vale la pena destacar que dicho resultado es compatible con

el modelo clásico de Lewis (1954) en donde la distribución del ingreso es un determinante importante del ahorro. En efecto, no debería sorprender que los agentes con restricciones de liquidez fueran los empleados urbanos y los campesinos dado que ellos tienen un acceso más limitado al mercado de capitales que el que tienen los agentes urbanos con rentas de capital.

Tal como veremos en otra sección, es posible argumentar que desde 1991 hasta 1994 las restricciones de liquidez se han disminuido, lo cual se ha visto reflejado en crecimientos del crédito otorgado por el sistema financiero superiores a 40% durante los últimos dos años. Así, las mayores disponibilidades con las que ha contado el sistema financiero, probablemente han facilitado a algunos agentes endeudarse más cómodamente. Con ello, el consumo deja de depender tanto del ingreso corriente y puede seguir una trayectoria menos volátil gracias a que las disminuciones en el ingreso corriente pueden ser suavizadas a través de un mayor endeudamiento.

La disminución de las restricciones de liquidez en los últimos años puede entonces explicar el auge experimentado por el consumo o, dicho de otra manera, el descenso en el ahorro, el cual no necesariamente debería ser visto como algo negativo ya que simplemente es el reflejo de que el consumo es ahora menos volátil que antes. Sin embargo, si la reducción de las restricciones de liquidez sólo afecta a los consumidores y no a las empresas, pueden existir repercusiones perjudiciales sobre el crecimiento.

En efecto, como lo anotan Jappelli y Pagano (1994), el hecho de que los individuos no puedan endeudarse tanto como desean induce a que el ahorro sea mayor que aquel efectuado en una economía con mercados de capitales perfectos. Así, por ejemplo, entre más alta sea la cuota inicial que un individuo tiene que dar para comprar una casa, mayor tendrá que ser el ahorro que realiza. A su vez, si el sistema financiero está en la capacidad de racionar el crédito a los hogares, al mismo tiempo que se le otorga eficientemente a las empresas, la acumulación de capital y el crecimiento se pueden ver fortalecidos. La evidencia presentada por Jappelli y Pagano sugiere que la liberación financiera en los mercados de crédito e hipotecas para los consumidores, trajo consigo una disminución en el ahorro y en las tasas de crecimiento económico de los países de la OECD.

2. El ahorro por motivo precaución

Los ahorros con motivo precaución son un ingrediente necesario para modelar los hogares pobres de economías predominantemente agrícolas ya que su ingreso es en general muy incierto [Deaton (1990)]. En efecto, es probable que los individuos traten los ahorros como un colchón, ya que ellos otorgan un seguro contra los tiempos difíciles que les permite evitar una

situación donde ahorros escasos implicarían un inaceptable bajo nivel de consumo. Tal como lo demuestra Deaton, la existencia de ahorro con motivo precaución permite concebir un modelo donde el consumo es mucho más suave que el ingreso incluso si los hogares no pueden endeudarse o si no acumulan demasiados activos; en dicho modelo se encuentra que mientras más prudentes sean los consumidores y más inciertos sus ingresos, mayores serán los ahorros con motivo precaución.

A pesar del encanto que tiene la introducción del motivo precaución en el ahorro, este argumento no es tan importante en la actual coyuntura del país como el de la reducción en las restricciones de liquidez. En efecto, sería de esperar que si el motivo precaución fuera dominante existiera un comportamiento procíclico del ahorro. Sin embargo, la situación que observamos actualmente es una en la cual el ahorro cae cuando el ingreso aumenta.

En conclusión, parecería que la caída del ahorro no debe preocupar porque: (i) surge de la reducción de las restricciones de liquidez, lo cual permite ajustar niveles de consumo reprimidos y (ii) es una caída que podría ser temporal, esperándose que los niveles de ahorro privado se incrementen con el crecimiento esperado de la economía colombiana. No obstante, es de vital importancia reconocer que los esfuerzos del proceso de estabilización se dificultan si la disminución en el ahorro privado no es compensada por niveles de ahorro público superiores a los observados. De hecho, los mayores niveles de consumo han generado presiones inflacionarias sobre los bienes no transables, a la vez que la dependencia sobre el crédito externo privado ha sido factor, como en el resto de América Latina, de apreciación de la tasa de cambio.

II. La función de ahorro en Colombia

De acuerdo con el trabajo de Steiner y Escobar, "el ahorro aumenta con la carga tributaria, pero no con la restricción al financiamiento externo... el ahorro aumenta con la inflación, con el empeoramiento en la distribución del ingreso y con el cierre comercial de la economía. Por supuesto, en tanto la mayor inflación, el empeoramiento en la distribución del ingreso y el aislamiento comercial tienen efectos adversos en otros frentes, carecería de sentido proponerlos como mecanismos para aumentar el ahorro".

Indudablemente estos resultados son de gran interés y, a partir de ellos, los autores derivan importantes recomendaciones de política. Sin embargo, antes de sacar conclusiones firmes, creemos necesario plantear algunas dudas sobre el modelo utilizado y sugerir determinantes adicionales del ahorro que pueden haber jugado un papel central en su comportamiento reciente.

El problema más notorio es que los investigadores de Fedesarrollo no indican cuál es el grado de integración de las variables consideradas. De esta manera, existe el riesgo de que, si no existe una relación de largo plazo entre dichas variables (i.e. si no están cointegradas), la regresión puede ser espúrea. En otras palabras, podría darse el caso que, a pesar de la significancia de los coeficientes estimados, no exista una relación entre las variables independientes y el ahorro.

Por otra parte, el problema de autocorrelación en la función de ahorro presentada en el cuadro 4 de dicho estudio, parecería indicar que se están ignorando variables que son importantes en la determinación del ahorro. La incorporación de dichas variables, podría eventualmente volver insignificantes aquellas que Steiner y Escobar consideran determinantes del ahorro en Colombia y, por ende, modificar sus recomendaciones de política.

En particular, es notable la ausencia de cuatro tipos de variables que son de vital importancia para el adecuado entendimiento del ahorro, dos de las cuales deben ser relevantes en la coyuntura actual:

- (i) Ingreso. La importancia de esta variable no merece explicación; básicamente, el ahorro sería inexistente si no hubiera ingreso y, entre mayor sea este, más grande debe ser el ahorro.
- (ii) Estructura de edades de la población. Esta variable podría ser importante gracias a la teoría del ciclo de vida. Aunque los investigadores de Fedesarrollo mencionan la relevancia que esta variable ha tenido en recientes estudios del ahorro en Colombia, no la incorporan dentro de su función de ahorro.
- (iii) La relación activos (tanto físicos como financieros) - ingreso. De acuerdo con la teoría del ciclo de vida y del ingreso permanente, un incremento en dicha relación debería verse reflejado en un aumento de la relación consumo-ingreso. Este tipo de comportamiento puede ser importante para explicar el desarrollo reciente del ahorro.
- (iv) Las restricciones de liquidez. Estas debieron haber disminuido en la década del noventa gracias a la recuperación del sistema financiero, la política de desmonte de algunas inversiones forzosas, a la reducción en la dispersión de los encajes y, especialmente, a los elevados flujos de capital experimentados en los últimos años. Una proxy de dicha reducción en las restricciones de liquidez podría ser la variable cartera/PIB. Tal como se mencionó anteriormente, es de esperar una relación positiva entre restricciones de liquidez y ahorro; así, entre mayor sea la restricción de liquidez a la que se ven sujetos los hogares, mayor debe ser el ahorro.

En el caso del Reino Unido, Carruth y Henley (1990) argumentan que los efectos de la liberación financiera podrían ser capturados si la medida de riqueza incorpora el acervo de viviendas residenciales. La razón para ello es

interesante ya que puede ser extrapolada al caso colombiano. En efecto, dado que la deuda para compra de vivienda es un componente de la deuda total (la cual a su vez hace parte de la medida de riqueza), se puede capturar el hecho de que los consumidores financian su consumo corriente a través de créditos en el mercado hipotecario, los cuales se obtienen más fácilmente que aquellos en el mercado de crédito de consumo personal [ver Jappelli y Pagano (1989), para el caso británico].

Para terminar esta sección nos parece acertado mencionar que un adecuado entendimiento de los determinantes del ahorro debe empezar por un mejoramiento de las bases estadísticas del país. En efecto, muchas de las explicaciones que se dan en otros países de un determinado comportamiento del ahorro no pueden ser puestas a prueba en Colombia por la ausencia de datos básicos. Un ejemplo de ello es la carencia de un PIB trimestral, el cual se calcula en varios países desde hace treinta años; asimismo, las cifras sobre consumo son bastante deficientes, al igual que aquellas que miden los activos físicos.

III. El impacto de la política macroeconómica en el ahorro

Dada la aparente importancia de la reducción en las restricciones de liquidez en el comportamiento reciente del ahorro, la pregunta que surge es: ¿tuvo la política macroeconómica algo que ver en dicha reducción?

A nuestro modo de ver, la respuesta a dicha pregunta es sí. Para entenderlo, remontémonos a 1991. En dicho año se desmonta el control de capitales, el cual le había permitido cierto control a las autoridades de la oferta monetaria [Rennhack y Mondino (1989)]. A su vez, como resultado de la gran devaluación real de 1990 realizada para fortalecer el proceso de apertura económica, en 1991 empieza a ser evidente un enorme flujo de capitales que es controlado mediante un aumento de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

Sin embargo, dada la fijación de la tasa de cambio, la elevación de las tasas de interés, ocasionada por las mayores OMA, se vio reflejada en una mayor entrada de capitales, en una mayor acumulación de reservas y en un aumento en la cantidad de dinero. Aunque la inconsistencia de este tipo de política se hizo evidente al poco tiempo, sus efectos fueron de más larga duración: en 1993 y 1994 buena parte del incremento de los medios de pago tuvo su origen en títulos de OMA que se estaban venciendo.

Se podría argumentar, entonces, que la reducción en las restricciones de liquidez fue el resultado del aumento en los medios de pago originado en el intento de defender la tasa de cambio. A esta defensa contribuyó parcialmente el ahorro del sector público, el cual pasó de 6% del PIB en 1991 a 9% del

PIB en 1994. Con ello, la caída en el ahorro privado pasa a ser explicada no sólo por la política monetaria sino también por la fiscal.

En efecto, existe evidencia que un aumento en el ahorro público puede conducir a una disminución del ahorro privado [Edwards (1994), Corbo y Schmidt-Hebbel (1991)]. En el caso colombiano este tipo de efecto puede haber sido reforzado por el hecho de que el aumento del ahorro público se originó en un incremento de los impuestos y no en una reducción de los gastos. En este sentido, el trabajo de Corbo y Schmidt-Hebbel estima que el ahorro privado puede caer entre 16 y 50 centavos si el ahorro público aumenta \$1 a raíz de un recorte del gasto; mientras tanto, si dicho aumento se produce como consecuencia de incrementos en los impuestos, la caída del gasto privado puede estar entre 48 y 65 centavos.

Adicionalmente, es interesante hacer un análisis del impacto de la política macroeconómica en el ahorro partiendo de una comparación de los resultados obtenidos por Steiner y Escobar y aquellos presentados en el estudio de Edwards (1994). No sobra recordar, sin embargo, que algunos de los resultados de Steiner y Escobar podrían variar al realizar un ejercicio económico sin los problemas mencionados anteriormente.

En el cuadro adjunto se resumen y comparan resultados del trabajo de Edwards (1994) con los del estudio de Steiner y Escobar (1994). Para el efecto, se tabulan en las diferentes líneas las diversas variables independientes que se utilizaron en los dos trabajos para explicar tanto el comportamiento del ahorro público, como el privado. Las expresiones, si y no, se refieren, respectivamente, a si la variable en referencia se encontró como determinante significativo del ahorro. Cuando estas se adicionan con signos positivos o negativos estos se refieren al tipo de la relación que se identificó entre la respectiva variable independiente y el ahorro, ya sea público o privado, según el caso.

El primer aspecto que surge del análisis presentado es la relación positiva identificada en el estudio de Edwards (1994) entre el crecimiento económico y el ahorro. En dicho trabajo, cabe destacar, no se adelantaron pruebas para comprobar si la causalidad va del crecimiento al ahorro, como lo predicen las teorías del ciclo de vida. A este respecto, sin embargo, si se incluyó una variable relacionada con el ahorro en grupos de edades específicas para verificar si tal teoría se cumplía, encontrándose una respuesta positiva. Resultados en el mismo sentido también se han comprobado para el caso colombiano, dentro del cual lo que cabe recalcar es que no se han realizado trabajos para verificar la relación entre el crecimiento y el ahorro. Desde el ámbito puramente teórico puede afirmarse, sin embargo, que la mayor senda de crecimiento económico de la economía colombiana permite prever una reactivación futura del ahorro privado.

En cuanto hace al impacto de la inflación sobre el ahorro cabe destacar que en el estudio de los investigadores de Fedesarrollo en referencia se encuentra que un incremento en la inflación tiende a estimular el ahorro privado, lo que se atribuye al esfuerzo que hacen los agentes privados por recuperar sus saldos monetarios reales como resultado del incremento de los precios. Esta variable, cabe destacar, no ha sido incorporada de manera directa en la mayoría de los estudios sobre el ahorro. Así mismo, anotar que en el trabajo de Edwards (1994) no se encontró significativa. En la medida que las tasas de inflación en Colombia se han reducido lentamente en los dos últimos años, aún de resultar verdadero su impacto sobre el ahorro, la inflación no está en capacidad de explicar la dramática disminución del ahorro privado en Colombia registrado en los últimos años.

Determinantes del ahorro

Variable explicativa	Edwards		Steiner y Escobar		
	Ahorro privado	Ahorro público	Total	Ahorro público	Ahorro privado
Crecimiento	SI (+)	SI (+)	*	*	*
Estructura de edades	SI	NO	*	*	*
Inflación	*	*	SI	NO	SI
Tasas R. de interés	NO	*	NO	NO	NO
M/GDP	SI (+)	NO	*	*	*
Crédito privado	NO (-)	*	*	*	*
Cuenta corriente	NO	SI (+)	NO	NO	NO
Licencia previa	(NO)	*	NO	NO	(SI) (-)
Términos de intercambio	*	*	NO	NO	NO
Ahorro público	SI (-)	*	SI (-)	*	*
Seguridad social privada	SI (+)	NO	*	*	*
Impuestos directos	*	*	SI (+)	SI (+)	(NO)
Impuestos indirectos	*	*	SI (+)	SI (+)	(NO)
Distribución de ingreso	NO	*	SI (-)	SI (-)	NO
Inestabilidad política	NO	SI (-)	*	*	*

Fuente: Steiner y Escobar (1994) y Edwards (1994).

SI Variable significativa estadísticamente

NO Variable no significativa estadísticamente

* Variable no estimada en correspondiente modelo

(+) Relación positiva con el ahorro

(-) Relación negativa con el ahorro

Lo anterior lleva, por lo tanto, a analizar lo sucedido con los diversos instrumentos de la política macroeconómica. En cuanto hace a la política monetaria, en el cuadro en referencia se ilustra que ni en el ámbito colombiano, ni en el más amplio de América Latina se ha encontrado que exista

una relación positiva entre el ahorro privado y las tasas de interés reales. Este resultado, por lo demás, se había identificado repetidamente en diversos estudios internacionales y en el caso colombiano en los trabajos de Ocampo y otros (1988, 1989). Este resultado indica que las tasas de interés relativas entre un instrumento y otro, como pueden ser las cuentas de UPAC frente a las de ahorro, pueden servir simplemente para atraer el ahorro disponible hacia una y otra actividad, pero no resultan ser responsables para incrementar el ahorro global. En cuanto hace a otras variables relacionadas con la política monetaria cabe destacar que en el trabajo de Edwards (1994) se identifica que la profundización financiera, medida en términos de un coeficiente monetario amplio sobre el PIB, variable que no ha sido estudiada en el caso colombiano, está positivamente relacionada con el ahorro.

Luego de analizar la política monetaria se encuentra el tema del comportamiento del crédito privado y la relajación de las restricciones de liquidez sobre el ahorro. A este respecto, cabe destacar que el trabajo de Edwards (1994) encontró una relación negativa, como lo predice la teoría, aunque no significativa entre el crédito privado, medido ya fuese como participación dentro del total o como porcentaje del PIB, sobre el ahorro, en tanto que dicha variable no fue analizada en el modelo de Steiner y Escobar (1994)¹. No obstante, su potencial como variable explicativa de la caída del ahorro privado en Colombia puede ser importante a raíz de la discusión desarrollada atrás sobre el impacto de la eliminación de restricciones de liquidez en el ahorro. Tal base teórica unida a lo sucedido en Colombia donde, como es bien sabido, las colocaciones del sistema financiero han tenido un crecimiento sin antecedentes lleva a pensar que el crédito privado puede estar vinculado con la caída del ahorro. Al respecto, cabe simplemente anotar que los estudios relacionados con el ahorro privado en Colombia no han analizado esta variable, que ha registrado, como se explicó atrás, inusitado crecimiento en los últimos años a raíz de las reformas en el sector financiero y en el régimen de capitales externos.

En cuanto hace a la incidencia del manejo cambiario sobre el ahorro, cabe destacar que en los estudios analizados la forma como se incorpora dicha variable como determinante del ahorro es a través del comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos y, más concretamente, de su contrapartida que es la cuenta de capitales. En el caso del estudio de Edwards (1994) se identificó que la cuenta corriente no es un determinante del ahorro privado, pero sí del público, indicando que un mayor acceso a los recursos

¹ La falta de significancia de esta variable en Edwards (1994), podría deberse a problemas de multicolinealidad con aquella que mide la profundización financiera, la cual podría estar también captando una relajación en las restricciones de liquidez. En este sentido, se podría argumentar que el signo positivo de esta última variable no es el esperado.

internacionales reduce el esfuerzo del ahorro público. En el estudio de los investigadores de Fedesarrollo tampoco se encontró un vínculo entre el financiamiento externo y el ahorro privado.

Este resultado, sin embargo, no significa que las restricciones al crédito externo no hayan incidido sobre el ahorro privado y puede tener explicación en el hecho que el financiamiento externo para el sector privado en Colombia siempre se hizo a través de los créditos contratados por el Banco de la República, los cuales se registran como crédito público y porque el lapso durante el cual el crédito externo privado de mediano plazo se pudo efectuar directamente fue muy corto ya que luego de un par de años desembocó en la crisis externa de los años ochenta. Por lo demás, es de anotar que en los últimos dos años se ha dado un gran flujo de crédito externo al sector privado coincidiendo con la disminución de los coeficientes de ahorro privado. De ahí que esta variable pueda explicar la baja del ahorro privado.

En los estudios en referencia también se ha buscado asociar la política comercial con el comportamiento del ahorro privado. En el trabajo de los investigadores de Fedesarrollo se encontró que el proceso de apertura económica, medido en términos del porcentaje de bienes sujetos al régimen de licencia previa como porcentaje de las importaciones totales, está asociado negativamente con el ahorro privado. Esta relación se explica en términos del incremento del consumo que surge de flexibilizar el régimen de importaciones o sea también vinculado, en cierto sentido, con la ruptura de restricciones para el uso de divisas hasta hace poco vigente. Al respecto, es interesante observar que lo esperado sería que las licencias, al otorgar protección, establecieran unas rentas que llevaran a mayor y no a menor ahorro privado. Cabe anotar, asimismo, que Edwards (1994) no encontró relación significativa entre el ahorro y el grado de apertura económica.

Para terminar cabe hacer referencia a la incidencia de la política fiscal sobre el ahorro privado. El primer aspecto a analizar es el del posible impacto de un mayor ahorro público sobre el privado. El trabajo de Edwards identifica que un mayor ahorro público disminuye el ahorro privado; esto es que ejerce un significativo, aunque no completo, "crowding out". Aunque esta variable no fue analizada en el estudio de Steiner y Escobar (1994), otros trabajos identifican que en Colombia también se da el caso de una relación inversa entre el ahorro público y privado. En la medida que el ahorro público se ha incrementado en los últimos años, este comportamiento podría ser responsable, en algún grado, de lo sucedido con el ahorro privado. En el mismo sentido cabe anotar que el trabajo de Fedesarrollo encuentra que los incrementos en los impuestos incrementan el ahorro público y el total. Sin embargo, no se encuentra, que afecten adversamente el ahorro privado, lo

que puede estar señalando la fragilidad de las estadísticas de ahorro privado, el cual al fin y al cabo, se calcula como un residuo en las cuentas nacionales.

En resumidas cuentas cabe destacar que los estudios en referencia dan algunos elementos de juicio para plantear hipótesis sobre los determinantes por los cuales se ha reducido el ahorro privado en Colombia en los últimos años. No obstante, variables cruciales como el ingreso, la relación activos/ingreso, las restricciones de liquidez y el incremento en el ahorro público no fueron cuantificados en el estudio de los investigadores de Fedesarrollo. Esto lleva a concluir que resulta absolutamente indispensable complementar dicho trabajo con un modelo explicativo más completo y que incluya los años más recientes. Este análisis resulta de especial urgencia pues las autoridades podrían llegar a adoptar medidas que no resulten conducentes o apropiadas para incrementar el ahorro privado.

IV. Conclusiones

1. No es claro si la caída del ahorro es un problema. Si la dirección de causalidad va de crecimiento a ahorro, las políticas de tipo estructural adoptadas en esta década pueden empezar a tener un efecto positivo sobre el ahorro en el mediano plazo. No obstante, los esfuerzos del proceso de estabilización se dificultan si la disminución en el ahorro privado no es compensada por niveles de ahorro público superiores a los observados. De hecho, los mayores niveles de consumo han generado presiones inflacionarias sobre los bienes no transables, a la vez que la dependencia sobre el crédito externo privado ha sido factor, como en el resto de América Latina, de apreciación de la tasa de cambio.
2. Las restricciones de liquidez aumentan el ahorro. La disminución de ellas en los últimos años explica la explosión del consumo y la dramática caída del ahorro que observamos en el presente. Si dicho relajamiento ha afectado únicamente a los hogares y no a las empresas pueden existir efectos perjudiciales sobre el crecimiento. No obstante, este no parece que fuera el caso actual ya que todo indica que existe un importante crecimiento de la inversión.
3. De lo anterior se desprende que si la política macroeconómica busca mayores tasas de crecimiento, disminuir la inflación, defender la tasa de cambio y aumentar el ahorro privado, ella debe comprender: (i) Una política monetaria restrictiva; (ii) una política financiera que restrinja el crédito a los hogares y lo canalice al sector productivo para aumentar así el ahorro privado y fomentar el crecimiento y (iii) una política fiscal que genere ahorro público a través de una reducción del gasto. De esta manera, se disminuyen los efectos negativos que tiene el ahorro público sobre el privado y se atenúan las presiones a la revaluación de la tasa de cambio.

Bibliografía

- Campbell, J. Y., (1987), "Does Saving Anticipate Declining Labor Income? An Alternative Test of the Permanent Income Hypothesis", **Econometrica**, 55, pp. 1249-1273.
- Carroll, Christopher y David Weil (1993), "Saving and Growth: A Reinterpretation", **NBER Working Paper No. 4470**.
- Carruth, A. y Henley, A. (1990), "Can Existing Consumption Functions Forecast Consumption Spending in the Late 1980s?", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 52, pp. 211-222.
- Corbo, V. y Schmidt - Hebbel, K. (1991), "Public Policies and Saving in Developing Countries", **Journal of Development Economics**, Vol. 36, North Holland.
- Deaton, Angus, (1989), "Saving in Developing Countries", **Annual Conference on Development Economics**, Banco Mundial.
- Edwards, Sebastian (1994), "Why are Latin America's Saving Rates so Low?", **The World Bank, UCLA y NBER**, artículo presentado en la conferencia sobre crecimiento en América Latina, Colombia, junio 27-28, 1994.
- Ehrlich, Isaac y Francis Lui (1992), "Intergenerational Trade, Longevity and Economic Growths", **Journal of Political Economy**, 99, pp. 1029-1059.
- Gerzovitz, M. (1988), "Saving and Development", en H. Chenery y T. N. Srinivasan, eds, **Handbook of Development Economics**, Vol. 1. Amsterdam: Elsevier.
- Jappelli, T. y Pagano M. (1989), "Consumption and Capital Markets Imperfections: an International Comparison", **American Economic Review**, LXII, pp 344-353.
- Japelli, T. y Pagano M. (1994), "Saving Growth and Liquidity Constraints", **Quarterly Journal of Economics**, pp. 83-109.
- Lewis, Arthur (1954), "Economic Development with Unlimited Supplies of Labor", **Manchester School**, 22, pp. 139-191.

- López, Alejandro (1993), "La Función Consumo: una Revisión de la Literatura Reciente", **Ensayos sobre Política Económica**, 24, pp. 137-189.
- López, Alejandro (1994), "La Teoría del Ingreso Permanente y las Restricciones de Liquidez en Colombia", en Roberto Steiner (compilador), **Estabilización y Crecimiento, Nuevas Lecturas de Economía**, Fedesarrollo.
- Ocampo, José A., Crane Catalina y Ferne (1988), "Determinantes del Ahorro en Colombia 1970-1987", **Fedesarrollo**.
- Ocampo, José A., y Crane Catalina (1990), "Tendencias del Ahorro: Colombia", **Ahorro, Inversión y Crecimiento**, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Rebelo, Sergio (1991), "Long Run Policy Analysis and Long Run Growth", **Journal of Political Economy**, 99, pp. 500-521.
- Rennhack Rob y Mondino Guillermo (1989), "Movilidad de Capitales y Política Monetaria en Colombia", **Ensayos sobre Política Económica**, No. 15, pp. 25-45.
- Romer Paul (1986), "Increasing Return and Long-Run Growth", **Journal of Political Economy**, 95, pp. 1.002-1.037.
- Solow, Robert (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", **Quarterly Journal of Economics**, 70, pp. 65-94.
- Steiner, Roberto y Escobar Andrés (1994), Colombia: Ahorro en Declive, Financiamiento en Auge, **Fedesarrollo**.



Publicidad para instituciones financieras: creando una imagen amistosa con el usuario

Por José Miguel Sokoloff*

Si ustedes lo piensan bien, la historia no ha sido muy amable con los banqueros. En los tiempos bíblicos los cambistas de dinero eran expulsados de los templos. En las películas americanas del comienzo de los años 40, siempre el banquero era de corazón cruel y vestía de negro. El público lo rechiflaba por dejar sin hogar a familias necesitadas. En 1930 los bancos fallaron cuando más se les necesitaba. Los asistentes al cine aplaudían cuando Bonnie & Clyde desocupaban los bancos y después los volaban. En estos días se lee en la prensa cómo los banqueros se ocupan en absorber compañías, haciendo cambalaches de información personal y privada, y lavando fondos ilegales.

A un nivel más personal:

El banco es el lugar a donde usted va a entregar los ahorros de toda una vida para pagar la cuota inicial de una casa. Es ese incómodo remitente del documento que nos recuerda que estamos sobregirados en la chequera o que nos hemos equivocado otra vez en las cuentas. Y ¿por qué será que siempre que vamos a sacar plata, la cola de al lado se mueve más rápido que la nuestra?

Lo que tenemos son los ingredientes de un serio problema de imagen.

Los problemas para hacer publicidad

Ir al banco, para mucha gente, no es una experiencia agradable. Con mucho es un mal necesario, y se complica más cada día.

* Vicepresidente Creativo de Leo Burnett de Colombia.

- Las instituciones financieras desean ser nuestras amigas, pero también quieren obtener utilidades.
- El problema está en que amistad y eficiencia parecen estar inversamente relacionadas: mientras se incrementa la eficiencia, decrece la amistad.
- Mientras más computadoras y cajeros automáticos se instalan para mejorar el servicio, más gente es removida. Y por supuesto, la competencia está lista a sacar provecho de esto.

El primer problema que afronta la publicidad financiera tiene que ver con su *imagen fría*. Es más, las instituciones financieras irradian una imagen fría, impersonal y sin sentimientos, y lo que hace esto especialmente crítico es que los problemas de plata son muy personales. Nadie quiere entregar su corazón a una máquina; la gente quiere alguien vivo y con quien hablar. Ahora pasemos a otro problema, *los productos confusos*.

Muy poca gente sabe lo que pasa dentro de un banco. Probablemente entienden de cajeros, pero ¿qué pasa con todos los que están detrás? ¿Qué son todos esos productos extraños que ofrece un banco? CDT, líneas de crédito, depósitos diferenciales, etc. Estos no son productos tangibles como otros bienes de consumo que pueden ser: *vistos, tocados, olidos, probados y ensayados*.

El siguiente problema es el de las *audiencias complejas*.

Las instituciones financieras no solamente tienen gran variedad de productos y servicios para prestarle a los potenciales clientes, ellas también tienen diferentes grupos objetivos para sus ofrecimientos:

- Empresas e individuos
- Jóvenes y viejos
- Ahorradores y deudores
- Todos al mismo tiempo

Si no se tiene cuidado se puede llegar a hacer publicidad que pretende ser todo para todo el mundo, y al final no es nada para nadie. Ahora, las instituciones financieras no sólo tienen una lista complicada y confusa de productos y audiencias, sino que el medio competitivo está cambiando permanentemente.

"Medio muy competido"

Hay mucha competencia, y no es únicamente entre corporaciones ya que servicios financieros parecidos son ofrecidos hoy por:

- Compañías de seguros
- Bancos
- Tarjetas de crédito
- Compañías de leasing

Los desafíos

Todos estos problemas relacionados con la promoción publicitaria, definen algunos de los desafíos que hay que enfrentar para hacer publicidad superior en la categoría financiera:

"Atraer y conservar clientes"

Esto define lo que la publicidad debe hacer. Debe ayudar a construir el negocio del cliente. Pero eso no tan fácil. Una institución financiera debe ser muchas cosas para mucha gente. Muchas veces esto puede ser contradictorio. Por ejemplo, para atraer ahorradores debemos proyectar una imagen de grandeza, profesionalismo y seguridad. Pero, por otro lado, para atraer deudores debemos aparecer pequeños, personales y arriesgados. El problema surge cuando estos enfoques tan específicos dan como resultado imágenes conflictivas del banco. Luego, de alguna forma estas imágenes tan diferentes deben ser reconciliadas. Pasemos a otro desafío importante:

"Hacer interesante un tema aburrido"

La publicidad superior para instituciones financieras debe reconocer que es una categoría de bajo interés. Es difícil lograr que la gente se entusiasme demasiado respecto a depósitos, créditos o intereses. Además de hacer que algo aburrido sea interesante, la publicidad financiera debe hacer que algo complicado sea simple y entendible. Ahora, otro reto fundamental:

"Diferenciar el banco de la competencia"

Es muy importante decidir qué representa la institución y qué posicionamiento va a tener. Es muy difícil crear publicidad para un banco que sea radicalmente diferente de la del resto de instituciones bancarias del mundo. Pero, como mínimo, la publicidad debe ser diferente de la de otros bancos del país. Y nos encontramos con el último desafío:

"Crear una imagen amistosa"



La publicidad deberá, en lo posible, hacer que la experiencia bancaria luzca fácil, divertida y a un nivel personal. El banco deberá ser el correcto para el cliente, sin importar sus características personales. No importa a quien usted apele para que se acerque a su institución financiera con sus ahorros o con sus necesidades de crédito, la publicidad deberá diferenciarlo a usted de la competencia y crear una imagen positiva.

Y es que es fácil dramatizar los problemas, lo que verdaderamente es muy difícil es dejar la idea de que nosotros, nuestra corporación, y sólo la nuestra, es la solución. Otra forma de diferenciarse entre sí, que utilizan las instituciones financieras, consiste en posicionarse como el banco "Nacional". Identificarse con la comunidad puede querer decir también que el banco le devuelve algo, o hace algo por ella. Ahora, el problema de la diferenciación se hace más complejo si se considera que se compite contra todo el sector financiero, algunos de ellos con símbolos tan poderosos como el del Merrill Lynch con su comercial "Bull on the Beach". Un banco de Chicago (Harris Bank), por ejemplo, se ha adueñado del símbolo del león para su publicidad y lo ha utilizado con éxito en "merchandising" y promociones. Ahí están sus comerciales de "Candy Lions" y "Daddy". La publicidad también ha sido dirigida a mostrar sensibilidad a las necesidades y circunstancias personales. Tal es el caso del comercial del Baltimore Bank ("Divorce") que muestra la situación de una mujer recién divorciada. Si tuviéramos que resumir las características de la buena publicidad financiera, yo propondría estas tres:

- Entendible
- Unica
- Amistosa

Entendible, ya que debe tomar un producto muchas veces complicado de comprender y lograr presentarlo de manera sencilla y cercano a los potenciales clientes. Al mismo tiempo, el mensaje debe ser ameno y relevante, para no perder la atención del público antes de que se termine de emitir. *Unica*, porque debe diferenciar al anunciante de su competencia. Es decir, darle una personalidad e identidad exclusivas que además le sirvan para distinguirse de todos los otros productos y servicios que están siendo promocionados por entidades similares. *Amistosa*, porque debe crear empatía entre clientes actuales y potenciales; debe hacer que la experiencia bancaria luzca fácil, divertida y personal. Debe hacer sentir al cliente como una persona y no como una estadística o un número. No es esta una tarea fácil, y tal vez es por eso que hay tan poca publicidad del sector financiero realmente sobresaliente. Luego, todavía hay muchas oportunidades para crear publicidad financiera. Terminó esta charla con la exhibición de cinco comerciales de entidades financieras, que me parecen extraordinarios, únicos, amistosos y claros, a manera de homenaje a aquellos que han aceptado el reto de la publicidad con valor, que han corrido el riesgo de hacer algo fuera de lo común; que han corrido el riesgo de la creatividad.

- State Bank of Victoria con "Outback".
- Girobank con "Banking by Phone".
- Midland Pensions con "Father and Son".
- 1st Tennessee Bank con "Beauty Contest".
- Halifax Building Society con "House".



La tarjeta inteligente y la banca virtual

Nuevas aplicaciones y oportunidades

Por Catherine A. Allen*

"A menos que los bancos recapaciten sobre el tipo de servicio en el cual están, van a quedar por fuera del negocio", dice John Naisbitt, refiriéndose a las megatendencias de los años noventa.

Lo anterior significa que los proveedores de servicios financieros enfrentan grandes retos en esta década, entre ellos se destacan:

- La convergencia de tecnologías de la información aplicadas al oficio bancario. Hoy en día, las transacciones cotidianas se hacen a través de medios electrónicos y con la ayuda de las telecomunicaciones, elementos que se han convertido en herramientas de uso diario en los negocios.
- Entrada de competidores nuevos y bien financiados, de áreas no tradicionales, que están llegando al mercado financiero.
- Los anuncios y formaciones de nuevas alianzas estratégicas.
- El énfasis que se hace ahora en la atención a los consumidores, especialmente a quienes trabajan en sus casas y a los que tienen pequeños negocios.
- Los pagos financieros, vistos como parte integral de los nuevos servicios de remesas electrónicas.

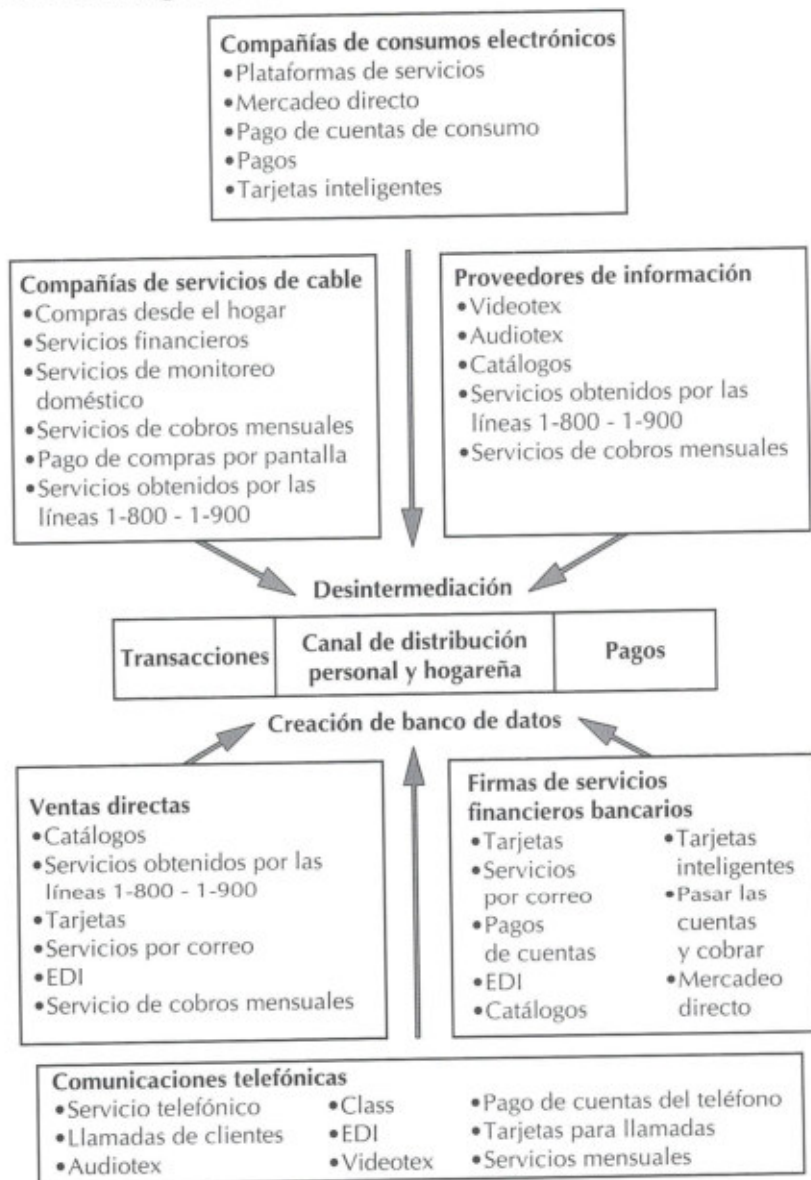
De ahí el renovado interés de los bancos en la ampliación de la oferta de servicios electrónicos con los cuales se atienden descuentos, adquisiciones, consolidaciones, apalancamientos, racionalizaciones, etc.

Se ha producido en consecuencia, una convergencia industrial que junto con la desintermediación y la formación de bancos de datos, permiten

* Vicepresidenta de Desarrollo Empresarial y Alianzas de la Citicorp Technology Office, preside el Smart Card Forum.

transacciones y sistemas de pagos desde y hacia los bancos que antes ni se soñaban, convirtiéndola en un canal de distribución personal hacia los usuarios de servicios que trabajan en forma tradicional o en sus hogares. Es el caso de las compañías de servicios por cable, por ejemplo, a través de las cuales se pueden hacer compras desde el hogar, solicitar servicios financieros, de cobros mensuales, pago de compras por pantalla, o de servicios

Diagrama 1. Convergencia industrial



obtenidos por las líneas 1-800 y 1-900. En el diagrama 1 se puede observar la amplia gama de servicios a que ha dado lugar el "boom" del sistema electrónico aplicado a esta área.

La posibilidad de ofrecer servicios financieros a los hogares se ha ampliado. Este año, Citicorp manejó la significativa cifra de 38% en lo que tuvo que ver con:

- Seguimiento de inversiones y precios del mercado de los fondos mutuos.
- Planeación financiera.
- Necesidades de seguros.
- Planeación, reporte y pago de impuestos.

Sondeos de opinión revelan que muchos productos financieros no requieren un punto físico de contacto para atender sus ventas o servicios, si no que resultan más importantes los canales de acceso que su localización.

Cuadro 1. Las facilidades de acceso se están volviendo más importantes que la ubicación

Factores clave para determinar los servicios al consumidor y su ubicación	Tendencia actual
• Ubicación de las sucursales y los cajeros automáticos, CA, en relación con la sucursal.	↔
• Horas de servicio.	↔
• Disponibilidad de la información en línea.	↑
• Ubicación de la sucursal o CA en relación con los lugares de trabajo.	↑
• Ubicación de la sucursal o CA en relación con los almacenes o puntos de venta.	↑
• Velocidad de respuesta a las inquietudes.	↑
• Habilidad para responder preguntas pertinentes.	↑
• Tiempo de espera para ser atendido por el banco o el cajero.	↔
↔ Que se mantiene el nivel de importancia	
↑ Se vuelve más importante	

Fuente: First Manhattan Consulting Group BAI Study.

Por otra parte, la *evolución de los sistemas de remesas exige reconceptualizar nuestro negocio*, esto es:

- Tenemos que participar en los desarrollos de la banca remota, o a distancia.
- Implementar el funcionamiento de la "próxima generación" de cajeros automáticos y de iniciativas de débito originadas en el servicio de correo, incluidos los monederos electrónicos y las tarjetas inteligentes.

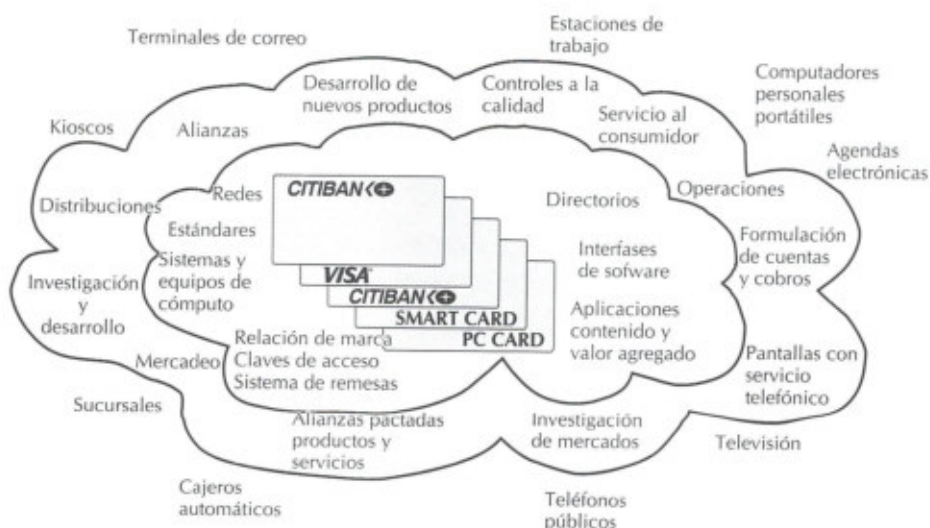
- Promover inversiones que logren márgenes de ingreso y posicionamientos de calidad en el mercado.
- Mejorar e integrar los centros de comunicación.
- Crear la infraestructura de garantías en las sucursales.
- Administrar mayores cambios en la cultura bancaria.

El banco virtual

Esta modalidad bancaria, en el Citibank, se entiende como una red completa de servicios administrada por el banco, que utiliza recursos internos y externos para distribuir valor agregado a sus clientes. Una tarjeta o tarjetas, por ejemplo, permiten establecer un vínculo de marca entre el banco y el usuario, aparte de que le da acceso a la oferta de servicios todo el tiempo, e inclusive puede consultar la información financiera acumulada en los bancos de datos.

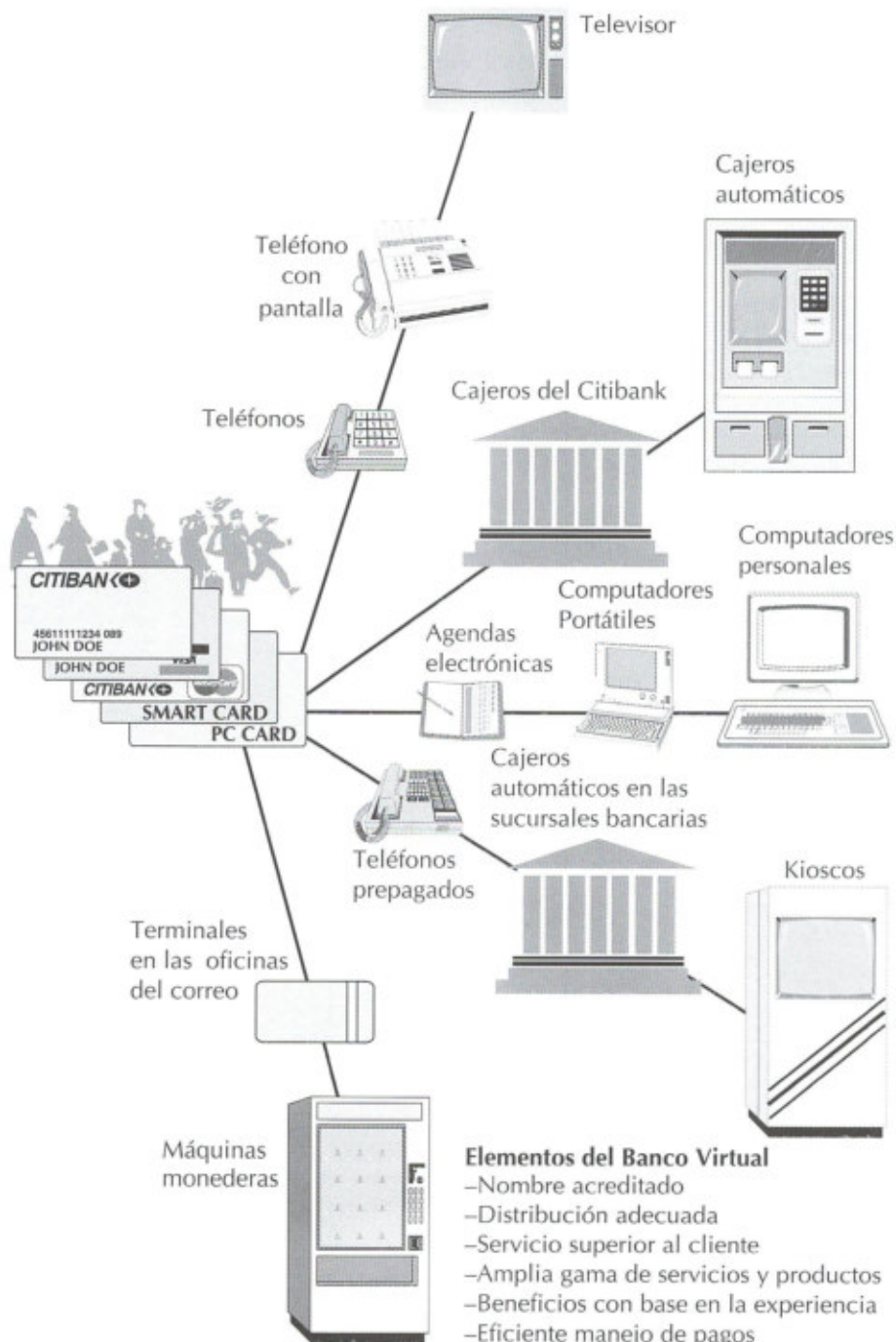
La relación que se establece entre un cliente y su banco, sin embargo, obliga a la entidad a desarrollar nuevos productos, establecer controles de calidad, prestar más servicios al consumidor; ampliar sus operaciones, formular cuentas y cobrar, tener pantallas con servicio telefónico, etc.

Diagrama 2. El Banco virtual



Se tiene entonces que en el futuro inmediato es posible realizar ventas por televisión, teléfonos públicos, dejar la investigación de mercados a disposición de los clientes, pactar alianzas con productores y establecer los servicios que demandarán; también será posible la instalación de más y más cajeros

Diagrama 3. La Banca virtual desde la perspectiva del cliente



automáticos, sucursales con todos los servicios; kioscos o puntos de atención permitirán hacer operaciones bancarias, alianzas, distribuciones, investigación y desarrollo y mercadeo. Todo ello mediante el uso de relaciones de marca, claves de acceso, sistemas de remesas, aplicaciones que implican valor agregado, interfases de software, directorios, redes estándares, sistemas y equipos de computador, estaciones de trabajo, computadores personales portátiles y agendas electrónicas, que estarán al servicio del cliente y del banco.

El banco virtual desde la perspectiva del cliente

Los clientes, para acceder al banco virtual deben contar con las herramientas necesarias para utilizar los servicios bancarios a disposición de los usuarios.

Las relaciones bancarias hacia el futuro se caracterizan por el garantizado acceso a los servicios de información que vienen ideándose para afrontar adecuadamente el crecimiento futuro del sector.

El papel de las tarjetas inteligentes en la *evolución de la computación* está proyectado hacia el futuro, con la misma o mayor dinámica de la que ha experimentado hasta el momento.

La bolsa o billetera electrónica está siendo impulsada hoy por entidades no bancarias, pues resulta oportuno su empleo en el pago de peajes, telecomunicaciones, universidades, recaudos del gobierno y aparatos que funcionan como tragamonedas. Todos estos servicios y la posibilidad de disfrutar de ellos, requieren de una infraestructura tecnológica adecuada dirigida a obtener servicios financieros de una entidad o los de otras firmas.

Diagrama 4. Relaciones bancarias hacia el futuro



Diagrama 5. El papel de las tarjetas inteligentes en la evolución de la computación

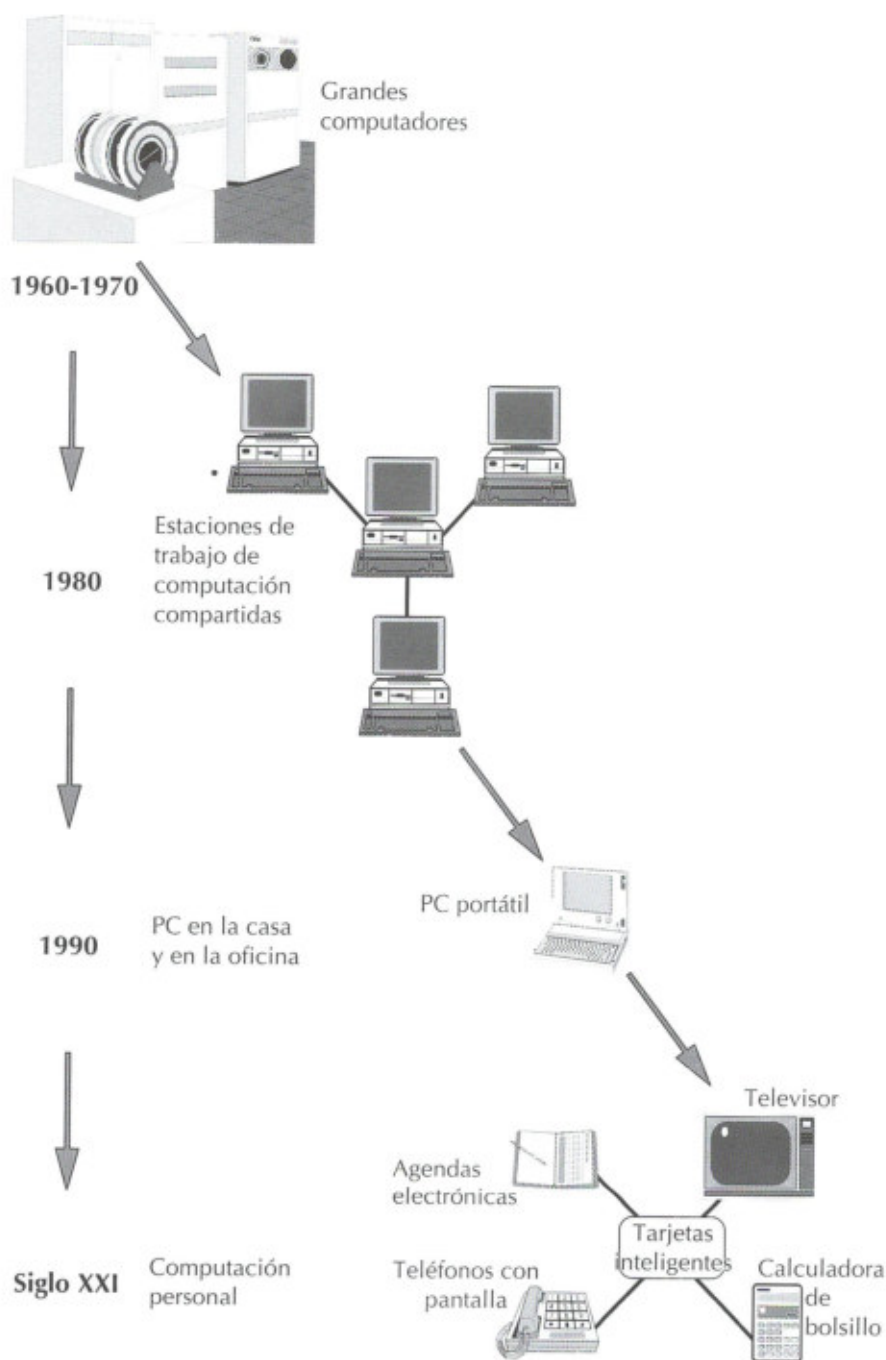
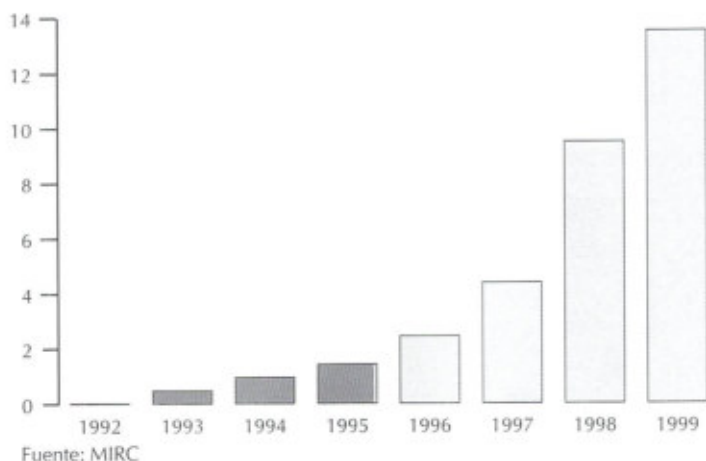
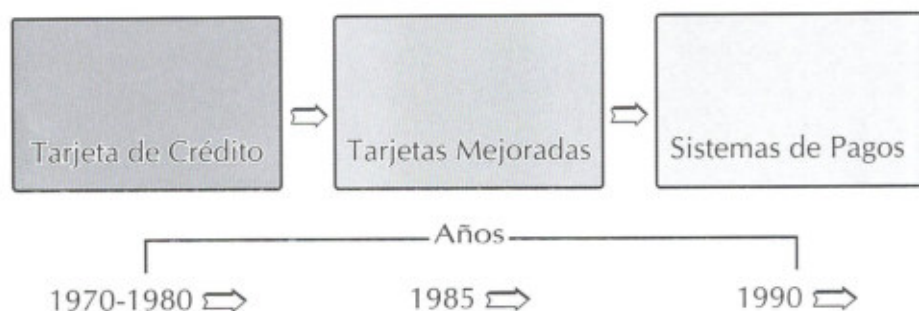


Gráfico 1. La comunicación personal lista para un crecimiento explosivo**Diagrama 6.** Evolución del negocio de las tarjetas bancarias**Definición de tarjeta prepagada**

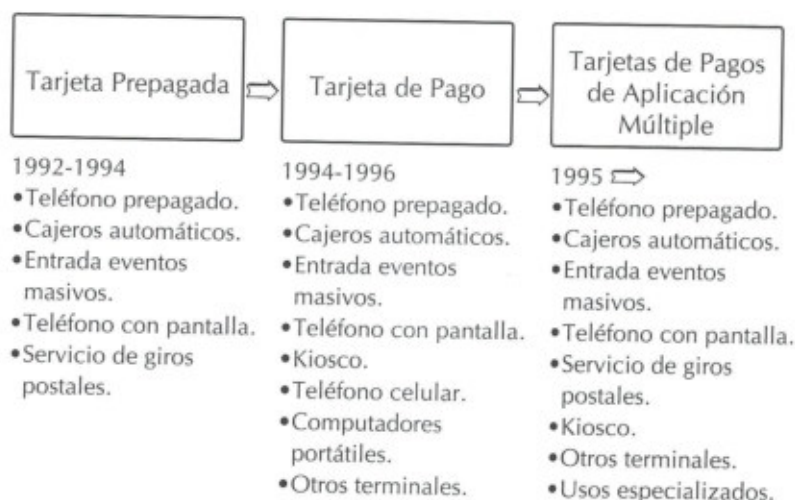
Es una bolsa, cartera o billetera electrónica pagada por adelantado, que puede ser debitada mediante órdenes electrónicas una vez que es introducida en equipos automáticos de ventas al detal tales como máquinas tragamonedas, terminales de teléfono con pantalla o los que pueden funcionar en las oficinas de correo.

El potencial del mercado mundial para gastos en efectivo que se ha estimado es el siguiente:

- Gastos en consumo personal US\$ 14,5 billones*
- Dinero contante y sonante US\$ 8,1 billones
- Gastos de US\$10 o menos US\$ 1,8 billones

* Cada billón es un millón de millones

Diagrama 7. La evolución de las tarjetas inteligentes



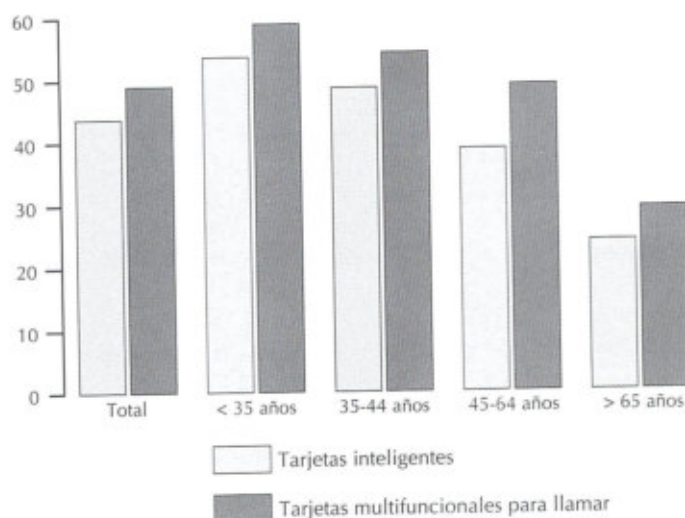
Proyectos de bolsa electrónica en el mundo

Es innegable el interés por esta innovación de la banca mundial en países con baja dependencia de su infraestructura de telecomunicaciones, como USA, Canadá, Brasil, Francia, Alemania, Portugal, España, Gran Bretaña, Italia, Dinamarca, Finlandia, Bélgica, Suiza, Polonia, Bulgaria, Latvia, Líbano, Australia, Singapur, Indonesia y Suráfrica.

Países que hacia el 1º de enero de 1994 habían anunciado la puesta en marcha de sistemas de bolsa o cartera electrónica

País	Operador del sistema	Estatus
Dinamarca	Danmon t	Operacional
Taiwán	FISC	Operacional
Suiza	Swiss PTT	En planos
Finlandia	Avant	En prueba
España	SEMP	En prueba
Singapur	NETS	En prueba
Francia	La Poste	En plan de prueba
Portugal	SIBS	En plan de prueba
Bélgica	Banksys	En plan de prueba
Gran Bretaña	Mondex	En plan de prueba
USA	EPS	En plan de prueba
Latvia	Union Baltic Bank	En plan de prueba
Alemania	GZS	Especificaciones listas
Suráfrica	Inter-bank SCC	Especificaciones a punto de estar listas

Gráfico 2. Interés en el uso de tarjetas inteligentes y en las multifuncionales para hacer llamadas telefónicas



Cuadro 2. Seguridad y conveniencia son los principales beneficios que la gente percibe

Beneficios de las tarjetas de efectivo	% del indicador*
Más seguras para llevar dinero	55%
No hay que tener la suma exacta	43%
Se pueden utilizar como herramienta presupuestal	30%
Son más limpias que llevar dinero	27%
Es más fácil pagar con ellas	26%
Otras	4%

Cuadro 3. El principal inconveniente que se percibe es la falta de cobertura mercantil

Inconvenientes de las tarjetas de efectivo	% del indicador*
No en todas partes aceptan la tarjeta	78%
Es común la falta de confianza hacia la tarjeta	46%
No hay cómo reemplazarla si se pierde o se la roban	46%
Es muy difícil darle valor agregado a la tarjeta	33%
El dinero vinculado a la tarjeta queda amarrado	33%
Es más lento pagar con ella que con dinero	28%
Es demasiado difícil de usar	11%
Otras	9%

* La suma da más de 100% debido a que se podía responder más de una opción.

Cuadro 4. Encuesta entre los consumidores sobre el uso de la bolsa o billetera electrónica

Para compras rápidas en el supermercado	94.2%
Gasolina	84.9%
Tiendas del barrio	77.7%
Llamadas telefónicas	74.6%
Estampillas de correo	74.2%
Parqueaderos	67.9%
Comidas rápidas	65.1%
Traganíqueles	53.9%
Viajes en tren	49.5%
Lavanderías	35.5%
Viajes en bus	32.7%

Uso de billeteras electrónicas en sistemas cerrados

Una aplicación de ventas para estas tarjetas, por ejemplo, sería la billetera electrónica universitaria que incluiría bandas con los respectivos valores de: fotocopias, impresiones láser, facsímiles, microfichas, CD-ROM, uso de computador personal, lavandería (lavadora, secadora, dispensador de jabón) miscelánea (pensión y recargos, parqueo, servicios del correo) y compras menores (eventos deportivos, provisiones y comidas).

¿Por qué promueven los negocios?

- Porque hay un monto de dinero pagado y no utilizado, dado que un buen número de tarjetas se guardan sin gastar del todo hasta por un año.
- Hay mayores ventas de productos.
- Se reduce el vandalismo y el robo porque hay menos circulante.
- Se reducen los costos de controlar las asignaciones de gastos.
- Se reduce el tiempo de acopio y hay mayor disponibilidad de fondos.
- Se reduce el manejo, escogencia y conteo de moneda.
- Se reducen robos y pillaje.
- No tiene costo actualizar las máquinas automáticas cuando se acuña nueva moneda.
- Se pueden obtener ingresos vendiendo "espacios" publicitarios en la tarjeta que permiten pagarla, por ejemplo.
- Se puede vender un seguro contra pérdida de la tarjeta.
- Las transacciones son más rápidas.
- Se aceptan valores con centavos.

Cuadro 5. Proyecciones del mercado mundial de las tarjetas inteligentes

Aplicaciones	1993 (billones*)	1996 (billones*)	% de incremento
Teléfonos públicos	250	780	312
Servicios de salud	15	65	433
Banca y finanzas	23	120	522
Teléfonos móviles	4	30	750
Televisión por cable	5	20	400
Transporte	0,5	35	7.000
Tragamonedas	1	5	500
Total	298,5	1.055	353

* Millones de millones

Elementos necesarios para tener éxito en el desarrollo de sistemas de tarjetas inteligentes

- Masa crítica de tarjetas en uso.
- Usos múltiples de interés para los consumidores.
- Opción de negocios para los comerciantes.
- Desarrollo de infraestructura a través de alianzas para que las tarjetas sean aceptadas.
- Tecnologías sencillas de difícil fraude.
- Identidad de marca que le da confianza al consumidor.
- Capacidad de mercadeo para lanzar tarjetas.
- Derecho de exclusividad en el mercado para establecer unos estándares de hecho.
- Comprometerse en usos de alto volumen y bajo costo, por ejemplo, las transferencias de mercancías por llamadas sin costo
- Que en el largo plazo exista la posibilidad de una economía de escala.

Potenciales promotores de sistemas de tarjetas inteligentes en USA

- AT&T
- Master Card
- Gobierno Federal
- MAC/Corestates/Interbold/Gemplus
- American Express/Coca Cola
- Bank/Telco/Alianzas con fabricantes Verifone/Bank South
- Principales sistemas de transportes
- La red ATM/Alianza con compañías de negocios
- Mondex
- Una alianza integradora de sistemas entre universidades y bancos
- VISA, Consorcio Internacional

¿Por qué la tendencia hacia los consorcios y las alianzas?

- Por los rápidos cambios en el medio comercial.
- El deseo de minimizar los riesgos frente al de maximizar la remuneración.
- Ante la fuerza de cambio de la tecnología, el desarrollo de la infraestructura y de los estándares son asuntos clave.
- La competencia es cada vez más global.
- En el mundo de los negocios se comprende la necesidad de cooperar y las "ideas recibidas" están cambiando.

La misión en un congreso como este consiste en acelerar la aceptación amplia de las múltiples aplicaciones de la tarjeta inteligente reuniendo, en foros abiertos, a los principales usuarios y tecnólogos de los sectores público y privado.

Finalmente cabe admitir que las tecnologías mostradas llegaron para quedarse, fueron impulsadas por motivaciones eminentemente prácticas.

Tarde o temprano se pondrán al servicio en Colombia, con más o menos los mismos resultados que se lograron en otras partes.

Cabe recordar que lo que puede ser una actitud visionaria en nuestros días será una realidad en el futuro inmediato.

Comentarios

Lo más significativo de la presentación de la vicepresidenta de Desarrollo Empresarial y Alianzas del Citicorp, Citibank, en opinión de Víctor Duque, gerente general de IBM de Colombia, está en que muestra cómo en un breve período de tiempo las tecnologías aplicables al sistema financiero han ido cambiando y cada día que pasa se modifican, se actualizan a mayores velocidades.

Llama la atención las exigencias que estas tecnologías imponen a las entidades que las compran, en el sentido de tener que hacer un masivo esfuerzo de capacitación y actualización del personal y de emprender procesos de reingeniería o reeducación, para que puedan ser cabalmente puestos a su servicio.

El uso pleno de programas y máquinas, sólo será completo una vez los usuarios terminen de entenderlos, no antes. Los cajeros electrónicos, por ejemplo en nuestro medio, están siendo subutilizados. Apenas sirven para retirar fondos, agrega.

La adquisición de estos equipos y programas, requiere siempre un esfuerzo posterior de mercadeo para establecerse en un nicho del mercado en el cual se trabaja para atender un segmento de la clientela potencial y luego, si ese es el deseo, ampliarlo.

Por su parte, León Elías Teicher Grauman, presidente de Unysis de Colombia, subrayó cómo Catherine Allen llama la atención sobre los múltiples desafíos que enfrenta la banca en nuestro tiempo, como nunca antes se había visto.

La apertura de la economía colombiana, en opinión del comentarista, nos enfrentó de una manera brutal y perentoria al desafío de ofrecer más servicios y nuevos productos, en competencia con entidades financieras externas grandes y muy desarrolladas.

A esta situación de por sí significativa, se debe agregar que simultáneamente con la exposición de las entidades nacionales a la competencia externa, se dio el proceso de desregulación o desmonte de normas de protección, que amplió la oferta de la competencia externa y el número de oferentes internos de los mismos servicios.

Al mismo tiempo, se presentó la privatización y la exigencia, que llegó con ella de ampliar el tamaño de nuestra banca, tradicionalmente pequeña y todavía más chiquita frente a los nuevos retos.

Quiero citar, dijo Teicher, una cifra que me impresiona y facilita la comprensión de mi punto de vista. Se requirieron entre seis y siete millones de años para que el mundo tuviera 5.300 millones de habitantes y solamente se van a necesitar 50 años para tener 10.600 millones de habitantes sobre la faz de la tierra.

Esto quiere decir, que no sólo tenemos que cambiar para enfrentar ese reto, sino que las innovaciones se tienen que dar a unas velocidades ni siquiera imaginadas antes. Esto es tan cierto que se calcula que los mayores desarrollos tecnológicos de la humanidad se dieron en los últimos años, pero en los últimos 15, tuvieron lugar un poco más de 85% de esos desarrollos.

La gente de nuestros días no sólo es mucha más, sino que tiene enormes conocimientos en relación con las generaciones anteriores, al punto que se calcula que cada cinco años se duplica el banco de datos de la humanidad.

Algo más, este arrollador cambio no tiene conciencia, no tiene sentimientos, no tiene amigos, no escoge, no favorece a unos frente a los otros, no toma prisioneros; cambia a los que no se adaptan, inmisericordemente.

Vistas las cosas desde otro ángulo, valdría la pena advertir que la tecnología en sí misma no es nada, ni sirve para nada; lo que importa es saber qué hacer con ella.

Comprar las máquinas y el paquete tecnológico es lo de menos, lo que sí toma tiempo y esfuerzo es modificar la cultura del medio a donde llega para que se pueda hacer con ella aquello para lo cual debe servir. Aquí es donde de verdad importa la organización empresarial, la cultura organizacional con

todos sus procesos de implantación o implementación de estas tecnologías. Aquí se ponen a prueba las gerencias, que en la mayor parte de los casos, son las culpables de su mal o deficiente desempeño.

Un ejemplo del uso insuficiente de las máquinas y los programas se evidencia en el manejo que le damos a los bancos de datos. En la mayoría de los casos se emplean para operar y no para mercadear, desperdiciamos por ende esta importante opción.

Antes de lanzarnos a comprar programas y equipos nuevos debemos tener claras nuestras metas y el uso que se hará de unos y otros, subrayaron los dos comentaristas.



Resultados de la fase de exploración del proceso de paz

*Por Carlos Holmes Trujillo**

Mi presencia en el Tercer Congreso Nacional del Ahorro obedece al creciente interés que hay en el país con respecto a las posibilidades de poner en marcha un nuevo proceso de negociación política con la guerrilla y además conocer, de manera más detallada y más precisa, cuál es la esencia de la propuesta que ha hecho el presidente Samper, cuáles sus alcances y de qué manera está mirando el gobierno las perspectivas de un eventual acuerdo con los grupos guerrilleros del país.

Este interés es bienvenido por cuanto no hay duda de que la paz debe ser entendida como la primera prioridad colombiana. Este deseo está muy bien inscrito dentro de lo que se conoce como la nueva concepción del desarrollo, que ha tenido una evolución que involucra desde los programas económicos y de estabilización y modernización macroeconómica hacia una concepción más integral dentro del desarrollo, la modernización económica, la modernización de la sociedad y por supuesto la modernización del Estado, inscritas esas ideas dentro de los propósitos de equidad y de justicia.

No hay duda de que la modernización de la sociedad colombiana, para atender los nuevos criterios integrales de desarrollo en nuestro país, no se logrará sino en la medida en que nos resulte posible alcanzar la paz.

Quiero comentar con ustedes, en el propósito de hacer claridad y fundamentalmente con la idea de suscitar reflexiones y reacciones, en qué consiste el planteamiento que ha venido haciendo el gobierno, para concluir con

* Alto Comisionado de la Paz.

algunos comentarios en relación a la manera como vemos las eventuales perspectivas de una nueva negociación con la guerrilla colombiana.

Sea lo primero, dentro de este marco, señalarles que con motivo de su posesión el presidente Samper planteó una política integral de paz, en busca de un nuevo modelo de sociedad en convivencia democrática, donde aprendamos a vivir finalmente con nuestras diferencias.

Dentro de ese gran contexto conceptual, señaló su preocupación por temas que no pueden mirarse aisladamente de un eventual proceso de paz. Hago referencia a la cultura y la paz y, dentro de ese contexto, propuso la creación del Ministerio de Cultura; la inversión social y la paz; el estímulo y desarrollo de todos los mecanismos de participación ciudadana que están ya consagrados en la Constitución de 1991 y la lucha contra la impunidad. El compromiso de Colombia con los derechos humanos, la invitación al Congreso a aprobar el protocolo II de los convenios de Ginebra, que fundamentalmente tiene que ver con normas aceptadas internacionalmente y cuyo objetivo es obtener la protección de la sociedad civil, inocente en casos de conflictos armados internos.

En aquella oportunidad señaló el señor presidente que los dos pilares de su política de paz son: primero el diálogo útil, entendido este como la disposición del gobierno para buscar una solución política al conflicto interno en la medida en que esa eventual negociación ofrezca credibilidad con respecto a sus posibilidades de éxito.

Por esa razón señaló el jefe del Estado desde un principio, que no le parece conveniente dejarse encasillar dentro del esquema diálogo/represión, y que resultaría altamente inconveniente iniciar un proceso de diálogo sin tener la seguridad de que podría conducir a unos acuerdos de paz y reencuentro con los grupos guerrilleros en Colombia.

El segundo pilar de esta política es el compromiso nacional, es esa la razón por la cual se ha venido haciendo, desde el 7 de agosto de 1994, una convocatoria muy amplia a distintos sectores de la sociedad colombiana, para recoger sus opiniones y escuchar sus críticas, en el ánimo de auscultar cuál es el sentimiento nacional con respecto a los factores de violencia que nos aquejan, en el propósito igualmente, de precisar cuál sería el alcance de la voluntad de distintos estamentos de nuestra sociedad si resultare posible poner en marcha un nuevo proceso de negociación política con la guerrilla.

Se han hecho todas las gestiones. El gobierno no va a desestimar ninguna voz que pueda contribuir a la creación de un clima propicio para poner en marcha un eventual nuevo proceso de negociación con la guerrilla, pero la negociación misma sería responsabilidad exclusiva del gobierno. Esta precisión ha sido en ocasiones mal interpretada y en algunos estamentos se ha sugerido que el gobierno quiere en esta materia actuar en forma solitaria. Ello

no corresponde a la realidad del planteamiento porque, bueno es repetirlo, el compromiso nacional para construir las bases y el clima indispensable para que una eventual negociación con la guerrilla sea exitosa, requiere de la participación activa de todos los estamentos de la sociedad colombiana.

La exclusividad en lo que tiene que ver con el gobierno frente a la negociación se desprende de la Constitución, de las leyes vigentes y de la conveniencia, en virtud de que ese posible proceso de negociación requiere unidad y legitimidad.

Los primeros cien días estuvieron entonces dirigidos a cumplir con las dos funciones que en esta etapa me fueron señaladas por el presidente de Colombia. En primer lugar, convocar a la sociedad civil con el propósito nacional de la reconciliación y, en segundo, auscultar la voluntad de los grupos guerrilleros frente a una posible nueva negociación política con el gobierno.

Como resultado de esa tarea se rindió el primer informe, de cinco puntos, que puedo resumir así: el primero trata de la sociedad civil y el propósito nacional de la reconciliación; el segundo tiene que ver con los movimientos guerrilleros, las acciones ofensivas y los elementos de aproximación a la propuesta gubernamental; el tercero analiza lo que llamé en el texto del informe coincidencias básicas; el cuarto punto hace algunas consideraciones con respecto a la solución política negociada del conflicto armado y el quinto contiene la recomendación.

En relación con el primer punto, la sociedad civil y el propósito nacional de reconciliación, es evidente que el anhelo de paz existe en el país, pero es muy diversa, muy heterogénea la reacción de los colombianos frente a la manera como identifican las verdaderas posibilidades de éxito de una negociación con la guerrilla.

Hay sectores optimistas, segmentos esperanzados, grupos escépticos, pero también hay muchos colombianos incrédulos y no son pocos los compatriotas que rechazan un nuevo esfuerzo político con la guerrilla, en virtud del sentimiento de rechazo que produce la muerte de tantos compatriotas.

Sin embargo, a pesar de la heterogeneidad de la manera como los compatriotas reaccionan frente a esa nueva posibilidad, hay un común denominador cual es el de la voluntad de contribuir y de rodear el eventual proceso de negociación, en la medida en que el mismo ofrezca credibilidad.

Para llegar a esta conclusión ausculté muchos sectores y tuve oportunidad de dialogar con una capa muy variada de estamentos; estudié sobre el terreno experiencias exitosas de negociación política; incursioné en el análisis de otras lejanas a nuestra tierra, de las cuales pueden recogerse elementos eventualmente útiles si encontramos viabilidad para poner en marcha una nueva negociación.

Recuerdo artículos de fondo que fueron citados en informes, por ejemplo el de Abdón Espinosa Valderrama, quien hizo una bellísima invocación a los colombianos en favor de la búsqueda de la solución política para evitar que llegue el momento en que no tengamos camino diferente al de la violencia y la contraviolencia, que no ha dejado sino muerte, tragedia y amargura en el alma de la sociedad colombiana.

Con respecto a los movimientos guerrilleros, que es el segundo punto del informe, se reconoce que en el tercer trimestre de 1994, período durante el cual se adelantó esa tarea exploratoria, si bien las acciones ofensivas disminuyeron con respecto al trimestre anterior, la violencia sigue afectando de manera muy grave la vida, los bienes y la tranquilidad de los colombianos.

Adicionalmente, en los días previos a la presentación del informe, fue evidente registrar cómo se recrudecieron las acciones ofensivas de parte de diferentes grupos guerrilleros y cómo ha venido aumentando el número de secuestros en Colombia.

No obstante, a raíz del análisis de las comunicaciones públicas que se conocen y de otros elementos de juicio, fue posible identificar algunas circunstancias que permiten ver alguna voluntad por parte de los grupos guerrilleros de auscultar nuevos caminos de entendimiento.

El estudio de todas esas complicaciones y otros elementos de juicio de los cuales dispongo, rodeados de la confidencialidad en la cual tanto ha insistido el gobierno, hicieron posible la identificación de algunas coincidencias básicas con los grupos guerrilleros y permitieron dar por terminada la etapa exploratoria de la eventual negociación. Quiero señalarles, de manera más detallada, en qué consiste esto de las coincidencias básicas y los elementos de aproximación.

En primer lugar, todas las organizaciones guerrilleras sin excepción de ninguna índole, han expresado su disposición para buscarle solución política al conflicto. Con respecto a las Farc, hay una aproximación a la tesis del diálogo útil planteada por el Presidente de la República, que ya tuve oportunidad de explicarles, cuando señalan que la posible negociación que podría iniciarse debe culminar en un tratado de paz y hay igualmente, una coincidencia con el planteamiento hecho por el gobierno, a la luz de la preocupación que se expresa por el resultado del primer encuentro directo con esa organización, ya que hay allí alrededor de esa posibilidad, preocupaciones que tienen que ver con el desarrollo del pasado.

Con respecto al Ejército de Liberación Nacional, hay coincidencias también en el sentido de que es necesario, antes de iniciar formalmente cualquier posible negociación política con ellos, construir las bases de la negociación. Las hay también, en cuanto a que debe reglamentarse en forma discreta y reservada, de tal manera que esa tarea permita identificar la forma como

podría adelantarse la eventual negociación y el momento oportuno para iniciarla.

Con respecto al Ejército Popular de Liberación, hay igualmente coincidencias con el planteamiento hecho por el gobierno en cuanto a la importancia de obrar sin ideas preconcebidas, es decir, sin condiciones previas; algo fundamental con respecto al valor que en un asunto de esta índole tiene la decisión política de poner en marcha un posible proceso de negociación.

Con respecto a la solución política del conflicto armado, debo reiterarles que es muy amplia la gama de reacciones que tienen los colombianos frente a esa posibilidad, pero prevalece el propósito y la disposición de rodear el eventual proceso en la medida en que el mismo ofrezca credibilidad.

El estudio de experiencias internacionales y el repaso de las que hemos tenido en el pasado, me llevó a señalar en el informe que le presenté al señor Presidente de la República que a mi juicio, los esquemas que se aplicaron en las negociaciones anteriores, que culminaron con éxito, ya no son útiles hoy. Y resulta indispensable dejar de aplicar aquellos esquemas que se ensayaron sin éxito en procesos anteriores.

En primer lugar porque son bien distintas las características de las organizaciones que llegaron en el pasado a acuerdos políticos con el gobierno, en cuanto a su origen y a su tamaño; en lo que tiene que ver con su presencia regional, en lo que hace referencia a los años durante los cuales han venido adelantando sus acciones ofensivas en el país.

No podemos entonces pretender abocar con los mismos criterios, con iguales conceptos y similares herramientas este eventual nuevo proceso de negociación con la guerrilla. En igual forma, se señala en el informe algo que el señor Presidente de la República ha entendido como un elemento realista, si se quiere crudo en el planteamiento pero que emerge como resultado de todas estas consideraciones y de los análisis que se han hecho con detenimiento: muchas de las negociaciones políticas con la guerrilla que culminaron de manera exitosa se realizaron en medio de la guerra, vale decir que muchas sociedades tomaron la decisión de encontrarle una salida política a sus conflictos sin poner condiciones previas.

Así se hizo en El Salvador y no es que vayamos a tomar ese modelo porque las condiciones de ellos son completamente diferentes a las nuestras. Lo mismo se puede decir de Kuwait y del medio oriente, donde están buscando una solución en medio del conflicto. La solución política en Angola, que está a punto de concluir, se desarrolla en medio de enfrentamientos armados. En Sudáfrica se avanzó en la búsqueda de la paz en medio del incremento de la violencia, de las acciones armadas.

A la luz de la realidad colombiana quiero llamar la atención de ustedes sobre el hecho de que los ceses del fuego ya se han ensayado; este fue el

caso de los acuerdos de la Uribe en que hubo un cese bilateral del fuego y el proceso culminó sin éxito porque a los pocos días de iniciado, surgieron acusaciones recíprocas de violación al mismo.

Los acuerdos de Caracas y Tlaxcala tampoco tuvieron éxito y se vieron además afectados por situaciones como el reprobable atentado contra el entonces presidente del Senado, doctor Aurelio Iragorri Hormaza, y el secuestro y muerte del exministro Argelino Durán Quintero. Se concluye entonces en el informe que hay condiciones para dar por concluida la etapa exploratoria de las negociaciones y entrar a la etapa preparatoria.

Es importante distinguir una etapa de la otra para afirmar que no hemos entrado a la etapa de las negociaciones. Los diálogos no se han iniciado, esto debe quedar claro y es una de las razones por las cuales debo reiterar mi gratitud hacia el doctor Guillermo Gómez Estrada, por esta invitación a participar en este congreso para hacer estas precisiones.

Ahora veamos cuál es el alcance del planteamiento que ha hecho el gobierno. Consideramos que se dan las condiciones para dar por terminada la etapa exploratoria y dar comienzo a la etapa preparatoria. Ahora veamos en que consistiría ésta. Se trataría de acordar con la guerrilla, en forma conjunta, de manera directa y en forma reservada las bases de la eventual negociación.

Debemos fijar los objetivos de la negociación, la agenda de la misma, los mecanismos de información y todos los aspectos que fuere necesario acordar. Del resultado de la etapa preparatoria dependerá la iniciación formal de la posible negociación con los guerrilleros.

Es bueno recordar ante ustedes que en el texto mismo del discurso de posesión, el presidente Samper señaló que no se sentará formalmente en la mesa de negociación, sino cuando tenga a su disposición elementos que le permitan tener certeza de que ella podrá conducir realmente a un acuerdo de paz, reconciliación y reencuentro con los grupos guerrilleros.

Una vez recibido el informe, el señor Presidente de la República señaló que se pondría entonces en marcha la preparación de la negociación, pero igualmente advirtió, que hacía un llamado en el sentido que esa etapa preparatoria de la negociación no podía entenderse como un escenario para hacer proselitismo armado y que el gobierno espera que esta etapa preparatoria vaya acompañada de coincidencias efectivas respecto a las normas del derecho internacional humanitario.

Desea el gobierno que todas las etapas de este posible nuevo proceso de negociación con la guerrilla, se adelanten en forma discreta, reservada, sin que lo anterior se entienda como un secreto. En forma confidencial y reservada porque estima que la búsqueda de la paz no puede convertirse en un espectáculo publicitario; las experiencias que se han vivido en el pasado

indican de qué manera influye en forma negativa el aparataje publicitario alrededor de un proceso de diálogo o negociación con los grupos guerrilleros. Las experiencias en el orden internacional indican que el elemento de confidencialidad y reserva, y en muchos casos el secreto total, han resultado muy útiles para el éxito de procesos similares.

Con respecto al lugar, el gobierno preferiría que el proceso se adelantara en el exterior y va a insistir en este punto, a menos que haya certeza de que en el territorio colombiano resultara posible preservar los aspectos de confidencialidad y reserva que no son secretos, lo reitero, que se estiman muy convenientes para el buen desarrollo del eventual nuevo proceso.

Con respecto a los interlocutores, es decir, con quien se negociaría, el gobierno ha señalado que preferiría una mesa integral de negociación con los grupos guerrilleros que estén pensando en la paz. Pero si las condiciones no se dan, si las circunstancias no lo hacen posible, el gobierno estaría en disposición de poner en marcha un nuevo proceso con los grupos que tengan formal voluntad de paz dentro de los criterios ya expuestos.

Ha señalado también el gobierno que hay disposición para negociar en medio de la guerra, por razones que ya les señalé, pero voy a llamar la atención de ustedes en el sentido de que el planteamiento hay que mirarlo de una manera integral. Es realista adelantar una negociación con la guerrilla en medio de un conflicto, pero así como se plantearon las cosas de esa manera hay un llamado del Presidente de la República para que existan coincidencias efectivas de parte de la guerrilla con respecto al cumplimiento y acatamiento de las normas del derecho internacional humanitario; hay igualmente un llamamiento para que disminuya la intensidad del conflicto, hay la reiteración del cumplimiento por parte del gobierno de estas normas aceptadas universalmente; hay ya expresamente planteada la voluntad de aceptar un organismo de verificación como la Cruz Roja Colombiana, con la asesoría de la Cruz Roja Internacional o el Ministerio Público Colombiano, y hay un llamamiento a la guerrilla para que manifieste su acuerdo, con el acatamiento a las normas del derecho internacional humanitario, lo cual dado su planteamiento como luchadores políticos según ellos lo dicen, indicaría una verdadera voluntad de ir caminando de manera certera hacia un eventual proceso de negociación exitoso.

¿En qué consiste esto del derecho internacional humanitario? En primer lugar, cabe mencionar el Protocolo II, que está muy de moda, no sólo porque se discute en el Congreso, sino por lo relativo a la posibilidad de un nuevo proceso de negociación con la guerrilla, y por lo que se desprende de los acuerdos de Ginebra de 1949, que Colombia firmó en su totalidad.

Colombia los suscribió todos y los incorporó a la legislación de 1960, es decir, que desde el punto de vista formal y material Colombia está obligada

a acatarlo. El Protocolo II desarrolla lo referente a los conflictos que no tienen carácter internacional y el objetivo que persigue, es en esencia, la protección a la población civil, inocente en los casos de conflictos internos.

El gobierno ha solicitado al Congreso la aprobación del Protocolo II de Ginebra sin reserva de ninguna índole. Hay por supuesto un debate acerca de la conveniencia o no del mismo, porque aún sigue existiendo la preocupación con respecto a si ello implicaría el reconocimiento de beligerancia a la guerrilla, que fue un fantasma que rondó alrededor de esta posibilidad durante mucho tiempo, y existen por supuesto inquietudes legítimas frente al efecto que la aprobación de ese instrumento pudiera tener sobre las herramientas de las cuales dispone el Estado y está obligado a aplicar.

Es bueno precisarles que el texto mismo del Protocolo II de Ginebra preserva, de manera íntegra todos los elementos que se desprenden de la soberanía nacional, preserva en su integridad la legislación interna, es decir, la aprobación del Protocolo II en ningún caso interferiría las herramientas y los elementos de los cuales dispone el gobierno colombiano para cumplir con los deberes que tiene.

Y en segundo lugar, lo del reconocimiento no de beligerancia, tradicionalmente no ha ocurrido en casos de conflictos internos que han llegado a un estado de avance tal, que motivan el reconocimiento por parte de otros estados de las fuerzas beligerantes; no es ese, de ninguna manera el caso colombiano.

¿Por qué es tan importante, además de ratificar el compromiso del Estado colombiano con las normas del derecho internacional humanitario tener en cuenta este planteamiento de la guerrilla? Porque ello implicaría, con verificación internacional por supuesto, adelantar una serie de acciones tendientes a impedir que se afecte a la población civil inocente; significaría acciones tendientes a respetar la vida, los bienes, la honra de los civiles ajenos al conflicto que se está viviendo en el país; porque también implicaría, de llegar a ser aceptado por la guerrilla con verificación internacional, no más secuestros, no más atentados terroristas; y lo reitero porque es muy importante que haya claridad en relación con este punto, que no se presenten más actos de distorsión y lo señalo porque además de hacer una enumeración específica sobre las conductas que serían materia de verificación, el propio texto del Protocolo II de Ginebra señala que además de las acciones concretas en él consignadas, se reprueban todas las demás acciones tendientes a culminar con cualquier tipo de los atentados ya señalados.

En relación con los plazos, no hay plazo para esta etapa preparatoria; el gobierno cree que hay que dedicarle tiempo, trabajarla con cuidado, cautela, discreción, pero tampoco en forma indefinida, por cuanto me señaló el

presidente de los colombianos la responsabilidad de rendir un segundo informe sobre el estado del proceso en un término razonable.

Para concluir quiero recordarles a ustedes lo siguiente: en primer lugar, hay disposición del gobierno para poner en marcha una posible nueva negociación con la guerrilla; en segundo lugar, no se ha iniciado la negociación ni se ha iniciado el plan; en tercer lugar, no se iniciaría, sino según sea el resultado de la etapa preparatoria de negociación; en cuarto lugar, la eventualidad de esa negociación, en cualquiera de sus etapas, no condiciona la acción del Estado, no limita la acción del Estado, no acepta exigencias de ninguna índole porque lo que se ha planteado es una disposición para construir conjuntamente voluntad y confianza frente a la perspectiva de una nueva negociación.

No elimina programas del gobierno, es decir, ni la etapa exploratoria, ni la etapa preparatoria, ni cualquier etapa posterior condicionan, de manera alguna, lo que corresponde al Estado colombiano como consecuencia de nuestra estructura institucional.

Soy perfectamente consciente de que muchos sectores de la sociedad colombiana no creen en que una solución política pueda acabar con ese proceso; soy consciente de que muchos colombianos no solamente no creen, sino que la rechazan. Soy consciente de que hay que darse tiempo para llegar a identificar con claridad, quiénes serían los interlocutores de parte de la guerrilla. Soy perfectamente consciente de que el fenómeno es muy complejo. Soy perfectamente consciente de que ha habido una evolución en el curso de los años que arroja sobre la posibilidad de éxito de la eventual negociación una serie de interrogantes a cual más complicados.

Pero también soy consciente de que la primera prioridad del país es la paz e igualmente, oyendo otros planteamientos y las directrices de la política del señor presidente, soy consciente de que el país no puede resignarse a que jamás le resultará posible encontrar una solución al conflicto armado.

La complejidad de la situación que estamos enfrentando no es patrimonio exclusivo de nuestra nación, ni puede considerarse como una barrera infranqueable. Otras sociedades, otras naciones que vieron correr durante años ríos de sangre en medio de algunos conflictos, encontraron o están encontrando vías políticas para solucionarlos.

Lo que el señor presidente Samper quiere es convocar a la sociedad para que haya disposición real de acompañar ese eventual proceso de negociación en la medida en que los pactos previos necesarios indiquen que, de ponerse ella en marcha, podamos esperar una conclusión exitosa.

Le reitero al señor presidente del Icaav mis agradecimientos por esta oportunidad de hablar en su Congreso y le agradezco a usted y a todo el sector privado en Colombia, la manifestación reiterada de su buena

voluntad alrededor de este propósito que debe animar la acción de todos los colombianos.

El reciente documento que emitió el Consejo Gremial, las manifestaciones que he recibido en infinidad de reuniones discretas, informales, y el señalamiento permanente que se recibe de parte de los empresarios en Colombia, es verdaderamente alentador. Ojalá que el desarrollo de los acontecimientos haga posible poner en marcha un proceso de negociación política con la guerrilla que le devuelva al país la paz, que sin duda le daría mucho fundamento a las posibilidades de desarrollo, crecimiento, concordia y estabilidad que el país necesita.



Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en el nuevo entorno sectorial: mayor competencia y diversificación del riesgo

*Por Jorge Castellanos Rueda**

Aprovecho esta oportunidad para compartir con ustedes algunas reflexiones acerca de las perspectivas de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en un entorno de mayor competencia y nuevas oportunidades, así como para presentar algunas consideraciones sobre la supervisión de este importante grupo de intermediarios financieros, en consonancia con sus nuevas características.

Es bueno recordar, ahora que discutimos el tema del ahorro, que con la creación del sistema de ahorro de valor constante se introdujo el concepto de tasas de interés reales positivas, como mecanismo para canalizar montos apreciables de recursos hacia la producción e inversión de vivienda, en momentos en los que se consideraba a este sector como el acelerador, por principio, del proceso de crecimiento económico.

A lo largo de los últimos veinte años las entidades que nacieron con él, las CAV, han financiado la demanda por edificación en condiciones tales que no tienen paralelo en América Latina¹, facilitando así el acceso a un derecho fundamental como es el de la propiedad de vivienda. La función social que desempeñan estas entidades constituye un activo que el gobierno nacional desea proteger.

* Superintendente Bancario, Colombia.

¹ En efecto, en países como Argentina el plazo de financiación es de 8 años y medio, mientras que en México el plazo se sitúa entre 8 y 10 años.

No obstante, después de dos décadas de operación, las corporaciones se encuentran fortalecidas y preparadas para enfrentar el entorno promovido por las leyes 45 de 1990 y 35 de 1993. La reforma financiera facilitó el tránsito de un sistema financiero especializado a otro de conglomerados financieros mediante la modalidad de filiales, en el cual se ha presentado un desdibujamiento de la segmentación del mercado existente hasta ese momento. Como es obvio, este proceso de desdibujamiento continuará en la medida en que las propias entidades del mercado financiero busquen las economías de escala permitidas por la legislación vigente.

Se trata, precisamente, de continuar el proceso de profundización financiera iniciado en la década de los setenta, mediante la remuneración de los depósitos con tasas de interés reales que promuevan la canalización de esos fondos pero que no desestimulen la inversión hacia las actividades productivas. En particular, se pretende disminuir el nivel del margen de intermediación financiera a través de la reducción de cargas parafiscales y de la mayor competencia entre los intermediarios.

Se considera que un sistema financiero eficiente que opere en condiciones de mayor libertad, competencia e internacionalización es un elemento fundamental del proceso de modernización e internacionalización de la economía.

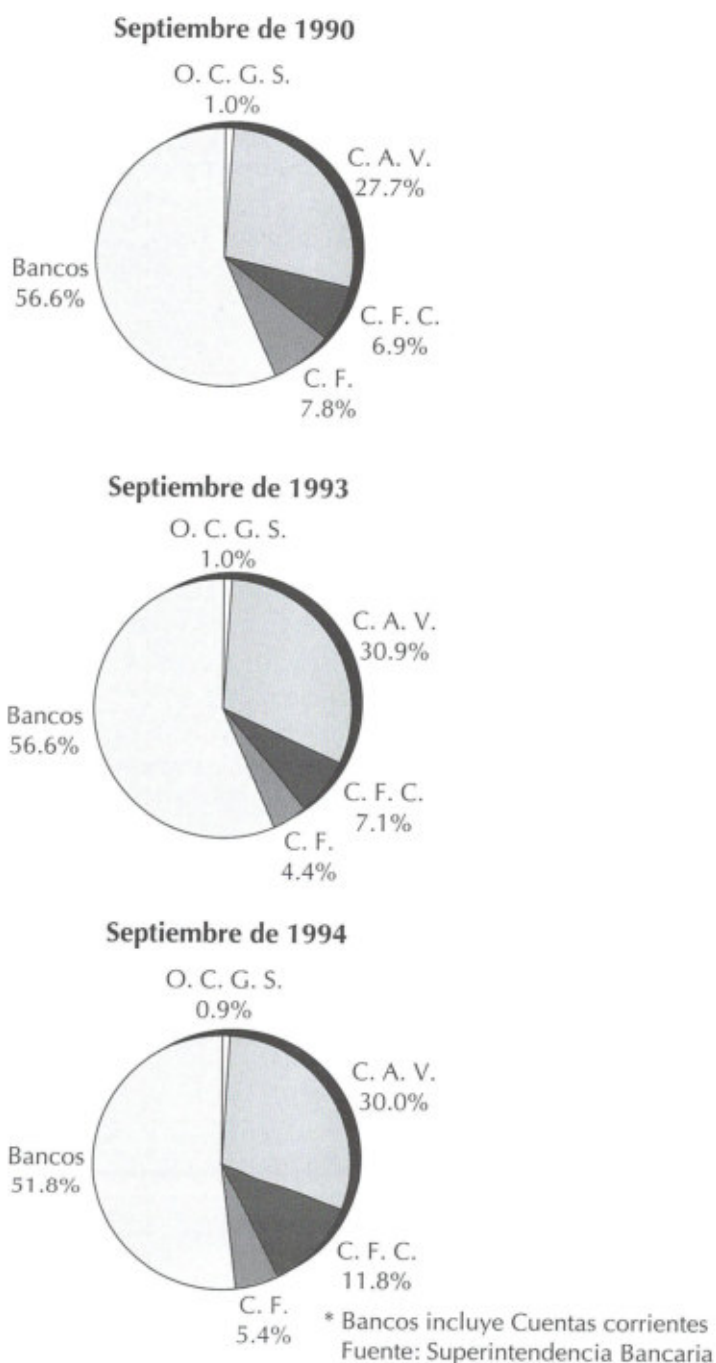
En consecuencia, durante los últimos cuatro años han ocurrido cambios fundamentales en las condiciones bajo las que operan los diferentes grupos de intermediarios, así como en las perspectivas que enfrentan. Como era de esperarse, dichas perspectivas dependen además de las condiciones particulares del país, de la evolución del sistema financiero internacional.

Papel institucional de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda

La creación de las CAV a principios de la década de los 70 dio un gran impulso al ahorro financiero, pues le permitió a los ahorradores proteger sus depósitos contra la desvalorización como efecto de la inflación. Hacia esa época los establecimientos bancarios canalizaban prácticamente todo el ahorro financiero en Colombia, pero las CAV empezaron a ganar participación como intermediarios de recursos para la inversión en construcción, pasando de canalizar cerca de 12% de ese ahorro en el primer quinquenio de la década de los setenta a 30% en septiembre de 1994 (ver gráfica 1). En esa misma fecha canalizaban activos por \$6.185 miles de millones, equivalentes a 38% de los activos de los bancos y algo más del doble de los de las corporaciones financieras.

Precisamente, el formidable crecimiento que presentó la inversión en el sector de la edificación en los últimos años, superior a 10% anual en términos

Gráfica 1. Distribución de las principales captaciones por intermediario



reales, fue posible gracias a la financiación de las CAV. Como se ha señalado en varias ocasiones, sin ahorro no es posible la inversión.

Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda han sido entidades dinámicas que se han ajustado adecuadamente a las exigencias de cada época. Su red de oficinas es muy amplia y el número de cuenta-habientes se acerca a los 6 millones en el caso de las cuentas de ahorro y supera los 2 millones en el de los depósitos ordinarios. Este grupo de intermediarios ha liderado muchos de los cambios tecnológicos que se han dado en el sistema financiero colombiano dirigidos a mejorar la atención al cliente, como son el uso de los cajeros automáticos, horarios de atención extendidos y en general, mejores servicios.

En términos administrativos estas entidades exhiben niveles muy competitivos en relación con los otros grupos de intermediarios, particularmente los bancos. Sus gastos operacionales alcanzaron 3% de sus activos en junio de 1994, mientras en el caso de los bancos esta relación se situó en 4,4%².

Su mayor eficiencia administrativa, unida al mayor apalancamiento que se les permite, habida cuenta del menor riesgo crediticio de la cartera hipotecaria³, se ha traducido en niveles elevados de rentabilidad con respecto a su capital y reservas⁴. Su menor riesgo crediticio en relación al riesgo de la operación de los bancos comerciales se traduce en un margen financiero bruto inferior en 13 puntos al obtenido por los bancos.

Por otra parte, dada su especialización en crédito hipotecario, han logrado mantener la calidad de su cartera de créditos por encima de la de los otros intermediarios⁵. No obstante, conviene llamar la atención sobre el incremento de la cartera vencida como proporción de la cartera total que se presentó en el tercer trimestre, cuando pasó de 2,3% a 2,7%.

El nuevo entorno de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda

Las nuevas características operacionales de las CAV se han venido configurando a partir de la reforma financiera de 1990. En un período relativamente

² En el Cuadro 1 se presenta un resumen de los principales indicadores financieros de los establecimientos bancarios en junio de 1993 y junio de 1994.

³ Su patrimonio técnico alcanzaba 11% de los activos ponderados por riesgo en junio de 1994, mientras en el caso de los bancos alcanzaba 13% y en el de las corporaciones financieras 17%.

⁴ En el primer semestre de 1994 las corporaciones obtuvieron una rentabilidad de 69% con respecto a su capital y reservas, mientras en el caso de los bancos dicha rentabilidad fue de 40% y en el caso de las corporaciones financieras de 30%.

⁵ La cartera vencida alcanzó 2,3% de la cartera total de las corporaciones en junio de 1994. En el caso de los bancos comerciales alcanzó 5,4% y en el caso de las corporaciones financieras 2,4%.

Cuadro 1. Indicadores financieros de los establecimientos de crédito

	Rentabilidad anual			
	Capital y reserva		Activo	
	junio 1993	junio 1994	junio 1993	junio 1994
Bancos	48.7	40.1	2.8	2.5
C. F.	75.5	30.4	6.5	3.3
C. A. V.	61.8	69.4	1.8	2.3
C. F. C.	25.5	37.9	2.5	3.1
O. C. G. S.	16.7	9.0	2.6	1.5

	Margen financiero bruto 1/		Gastos operacionales/Activo total	
	Junio 1993	Junio 1994	Junio 1993	Junio 1994
Bancos	47.3	49.8	4.4	4.4
C. F.	43.2	37.2	1.9	1.8
C. A. V.	34.3	35.6	2.8	3.0
C. F. C.	31.1	35.4	2.9	3.9
O. C. G. S.	55.2	52.1	4.4	4.6

1/(Ingresos Financieros - Egresos Financieros)/Ingresos Financieros.

	Cartera vencida/Cartera total		Relación activos improductivos/Activo total	
	Junio 1993	Junio 1994	Junio 1993	Junio 1994
Bancos	5.6	5.4	3.7	3.8
C. F.	1.9	2.4	0.7	0.9
C. A. V.	2.5	2.3	2.1	2.0
C. F. C.	6.4	10.7	1.4	2.5
O. C. G. S.	4.1	4.2	2.1	2.2

	Calidad cartera vencida				
	Junio 1993			Junio 1994	
	Hasta 6 m.	6 a 12 m.	Más de 12 m.	Hasta 6 m.	Más de 6 m.
Bancos	3.7	0.6	1.3	3.7	1.7
C. F.	1.1	0.3	0.4	1.5	0.9
C. A. V.	1.1	0.3	1.2	1.0	1.3
C. F. C.	4.9	0.5	0.6	9.2	1.7
O. C. G. S.	3.0	0.5	0.5	2.8	1.4

	Capacidad patrimonial 2/	
	Junio 1993	Junio 1994
Bancos sin Caja Agraria	14.3	13.0
C. F. sin IFI	17.1	16.6
C. A. V. sin BCH	10.4	11.0
C. F. C.	13.3	14.1
O. C. G. S.	3.4	3.9

2/ Patrimonio técnico/Activos ponderados por nivel de riesgo.

Fuente: Superintendencia Bancaria. Informe de coyuntura.

corto estas entidades pasaron de operar bajo el marco más especializado del sector financiero, a operar bajo otro que les permite competir y diversificar el riesgo de su operación. Este ya no se encuentra ligado exclusivamente a los ciclos de la construcción, sino que depende también de la evolución de otros sectores.

Las autoridades modificaron tanto las operaciones activas y pasivas permitidas a estas entidades, como el sistema mismo de valor constante.

Operaciones activas

En la actualidad las CAV pueden ofrecer una gama de servicios que va desde el crédito hipotecario, su función tradicional, hasta la financiación de gastos de educación tecnológica y superior, y créditos de consumo sin hipoteca. Pueden realizar operaciones del mercado cambiario y ofrecer el servicio de tarjetas débito y de crédito.

No obstante, la operación de las corporaciones continúa siendo altamente especializada en la financiación de la edificación.

Con la expedición del decreto 2533 de 1994 el gobierno nacional profundizó esta tendencia hacia la diversificación, al permitirles acordar libremente con los solicitantes de créditos los requisitos y las oportunidades de desembolso, así como pactar el plazo de los créditos que otorguen para la construcción de vivienda y otros proyectos de construcción. Con este decreto se introdujo un cambio fundamental, al permitirles conceder créditos hipotecarios en moneda legal, siempre que ellos no excedan de 40% del total de su cartera y a otorgar financiación mediante la aceptación de letras de cambio que se originen en transacciones comerciales de bienes.

A su vez, la reforma financiera las autorizó para realizar operaciones complementarias a su objeto social, como invertir en sociedades de servicios financieros en las condiciones señaladas a otros establecimientos de crédito.

Operaciones pasivas

En forma paralela a sus operaciones tradicionales en el sistema de valor constante, que han sido liberalizadas en forma importante, las CAV pueden realizar ahora captaciones en certificados de depósito expresados en pesos.

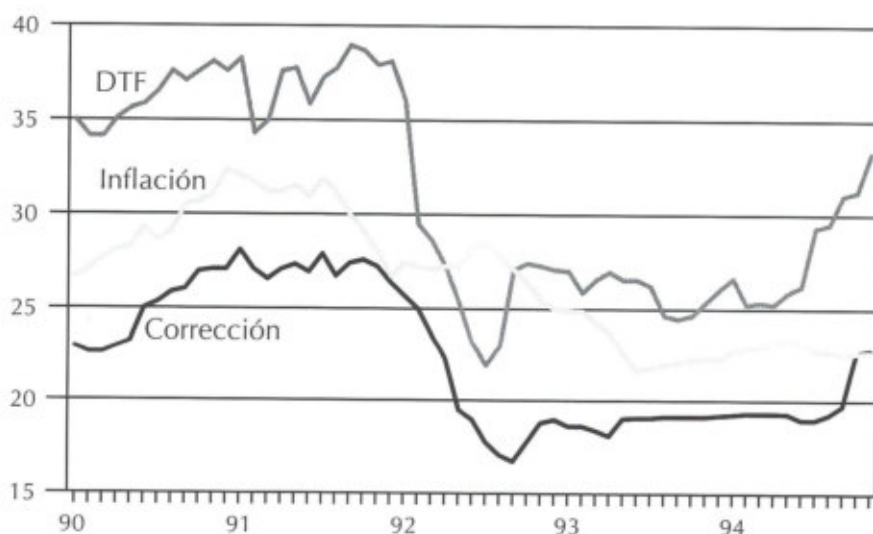
En términos generales las CAV han aumentado su presencia en el mercado y sus principales cuentas crecieron en términos reales. Sus captaciones pasaron de representar 28% del total de las captaciones de los establecimientos de crédito en septiembre de 1990 a 31% en septiembre de 1993 y a 30% en septiembre de 1994. Han logrado, junto con las compañías de financiamiento comercial, elevar su participación en el mercado a costa de la de los bancos comerciales, cuya participación pasó de 57% en septiembre de 1990 a 52% en septiembre de 1994, y de las corporaciones financieras, cuya participación se redujo de 8% a 5% en el mismo período. Al respecto la gráfica 1 (pág. 115), es ilustrativa.

A pesar de lo que han difundido recientemente los medios de comunicación, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda no han perdido participación en el mercado financiero. Todo lo contrario, han mantenido dicha participación a lo largo de un año especialmente competido, lo cual a mi modo de ver constituye un importante logro de sus administradores.

Corrección monetaria

Recientemente la Junta Directiva del Banco de la República modificó la metodología de cálculo del valor en moneda legal de la UPAC. En la

Gráfica 2. Corrección monetaria – DTF – Inflación 1990-1994



metodología vigente hasta septiembre de 1994, se determinaba la corrección monetaria, y por ende las tasas de interés de las CAV, con base en el comportamiento pasado de la tasa de inflación.

Tal como puede observarse en la gráfica 2, esta metodología, además de constituir un elemento poco eficiente de inflación inercial, mantenía al sistema UPAC aislado del resto del mercado financiero.

A partir del 1o. de octubre la corrección monetaria se calcula tomando como base únicamente la evolución de la tasa DTF en el trimestre anterior. La Junta Directiva del Banco de la República consideró que esta tasa recoge en forma más eficiente el comportamiento de la inflación pasada, así como las expectativas sobre la misma. Además, la nueva metodología facilita la integración de las corporaciones al resto del mercado financiero.

El enfoque estratégico de la supervisión

Marco General

En el actual contexto de internacionalización de la economía la Superintendencia Bancaria debe llevar a cabo una supervisión financiera comprensiva, en un medio cada vez más complejo. Debe apartarse de la vigilancia y control detallados de la operación de cada entidad, y abstenerse de co-administrar mediante regulación, y centrar su atención en la prevención de crisis y en el control de prácticas inseguras y predatorias.

Debe reconocer, asimismo, que en el actual marco de operación del sistema financiero sus administradores enfrentan decisiones de mayor trascendencia y responsabilidad de las que debían tomar anteriormente en mercados altamente regulados, en los cuales las entidades estatales fijaban la pauta de competencia por su predominio en el capital del sistema.

La Superintendencia Bancaria ha identificado cuatro aspectos prioritarios que orientan su labor de supervisión: el control de los grandes riesgos de la operación financiera, la difusión de la información del sistema, el establecimiento de reglas claras en materia de transparencia y conflictos de interés, y la defensa de los derechos de los usuarios del sistema.

La adecuación de las normas existentes a la nueva realidad del mercado financiero y a este enfoque de supervisión, lo estamos interpretando bajo criterios de promoción del crecimiento continuado y de la solidez del sector.

Considero que vale la pena detenerse en el control de riesgos de pérdidas, ya que es fundamental establecer normas prudenciales al respecto, como marco a una actividad financiera que se desarrolla en un mercado abierto. Estas normas deben tender a alcanzar estándares internacionales, indispen-

sables para la incorporación y aceptación del sector financiero colombiano en el mercado internacional.

El control de riesgos se logra mediante una clara identificación de las contingencias que pueden deteriorar la calidad de los activos de las entidades. En la práctica la entidad de vigilancia estimula el manejo responsable del riesgo mediante la definición de unas pocas regulaciones prudenciales.

En el caso colombiano la normatividad sobre cupos individuales de crédito, patrimonio adecuado y el régimen de calificación de cartera y provisiones, constituyen los elementos fundamentales de la mencionada política de control de riesgo. No obstante, el proceso de ajuste de la regulación prudencial así como el nuevo entorno del sector financiero, exigen fortalecer, entre otros, la evaluación de la estructura del balance —es decir, de la brecha entre los activos y los pasivos— de las entidades financieras y de su manejo de la liquidez.

Este control es fundamental en el caso de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, entidades que tradicionalmente han intermediado recursos captados a muy corto plazo para financiar proyectos de largo plazo.

La evaluación de la estructura del balance y del manejo de la liquidez

La evaluación de la estructura del activo y del pasivo de las entidades financieras y de la política de administración de la liquidez que se deriva de esta, constituye un elemento fundamental de la estrategia de prevención de riesgos. En la medida en que no exista un adecuado “calce” entre activos y pasivos en una institución financiera, las variaciones en la tasa de interés representan un riesgo que no sólo puede afectar su liquidez sino también su solvencia.

La evaluación de la estructura del balance se fundamenta en el análisis de los requerimientos de fondeo neto bajo diferentes escenarios y de las estrategias para el diseño de fuentes alternativas de fondeo.

El análisis de los requerimientos de fondeo neto de una entidad involucra la construcción de una escala de maduración y el cálculo del exceso o defecto de fondos acumulativo. En general estos requerimientos están determinados por el análisis del flujo de caja, basado en supuestos sobre el comportamiento futuro de activos, obligaciones y contingencias. Cada institución debe asignar la medida del tiempo de los flujos de efectivo por tipo de activo y de obligación, determinando así el comportamiento más probable de los flujos de caja. En esta asignación son fundamentales la experiencia histórica de la institución y el conocimiento de las señales del mercado.

El caso de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda

Estas entidades llevan a cabo un proceso de transformación de plazos que requiere un cuidadoso análisis del manejo del fondeo. En esencia financian proyectos a largo plazo con cargo a recursos captados preferencialmente a corto plazo o a la vista.

Como es obvio, se presenta un desfase en las condiciones de maduración de activos y pasivos que de una parte obliga a mantener inversiones financieras, y de otra, puede implicar que en ocasiones se presenten problemas de liquidez, que son, no obstante, previsibles dada la relativa estabilidad de buena parte de sus depósitos.

En la medida que se ha limitado el tratamiento preferencial que se les daba en cuanto al manejo de su liquidez en el Banco de la República y el acceso al crédito del mismo, las corporaciones deberán desarrollar una política activa de manejo de tesorería en el mercado financiero.

Al respecto, las características de las cuentas de ahorro de las CAV cobran una importancia relativa dada su estabilidad en un entorno de movilidad de capitales con flujos de recursos sensibles a los diferenciales de rentabilidad interna y externa de los países, además, naturalmente de las condiciones económicas y políticas. Estas cuentas tienen el carácter de ahorro tradicional más que el de especulativo, debido a que generalmente corresponden a cuentas de pequeños ahorradores y a ahorro familiar.

En efecto, cálculos de esta Superintendencia muestran que las Cuentas de Ahorro UPAC tienen una volatilidad menor incluso que los depósitos en cuenta corriente de los bancos y de los CDT en valor constante de las mismas CAV (ver cuadro 2). Estos resultados concuerdan con los encontrados por

Cuadro 2. Volatilidad de las captaciones de las CAV (de 1990 a 1994)

Certificados de depósito a término	0.40
Depósitos de ahorro	0.06
Cuentas de ahorro de valor constante	0.04
Certificados de ahorro de valor constante	0.05

Volatilidad de las captaciones de los bancos (de 1990 a 1994)

Depósitos en cuenta corriente bancaria	0.05
Depósitos simples	0.67
Certificados de depósito a término	0.04
Depósitos de ahorro	0.06

Fuente: Cálculos de la Superintendencia Bancaria con la información transmitida mensualmente por las entidades.

Nota: La volatilidad se calculó para el logaritmo natural de: el saldo mensual en cada cuenta en el mes T dividido por el saldo en T-1.

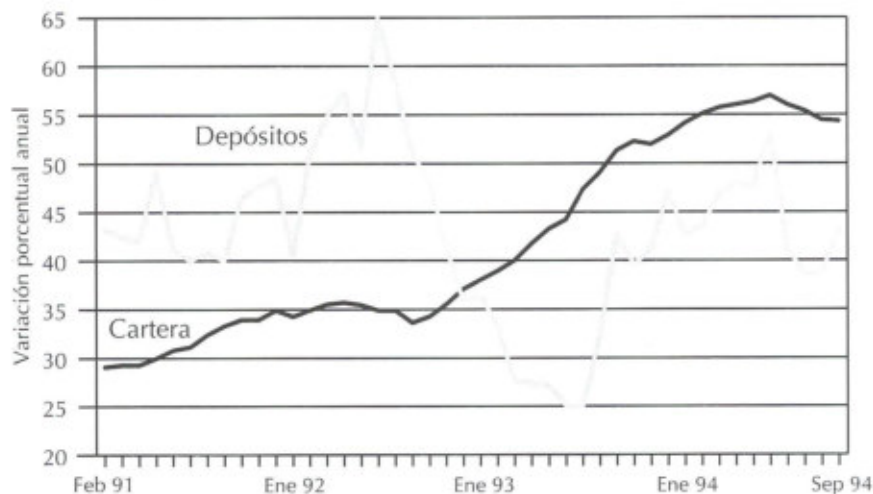
Lora, Zuleta y Zuluaga (1993), para quienes las cuentas de ahorro tienen la mayor estabilidad del sistema⁶.

En este sentido buena parte de los recursos que intermedian las corporaciones presenta una serie de características interesantes desde el punto de vista de manejo de tesorería. En la medida en que las cuentas de ahorro son estables se garantiza, hasta cierto punto, que no se produzcan retiros inesperados de captaciones —diferentes de los estacionales—, y se facilita la transformación de plazos.

Evaluación del manejo reciente

Durante los dos últimos años la cartera de las corporaciones ha crecido a un ritmo muy superior al de los depósitos, con consecuencias interesantes sobre el manejo de las inversiones financieras y el fortalecimiento patrimonial (ver gráfica 3). La cartera de créditos neta alcanzaba 64% de los activos totales de las CAV a mediados de 1992, y en septiembre pasado dicha participación se incrementó a 81%. Las inversiones, que en el caso de las CAV son prácticamente financieras, pasaron de representar 27% de los activos a 10% en el mismo período (ver cuadro 3).

Gráfica 3. Corporaciones de Ahorro y Vivienda, cartera y depósitos



Es decir, estas entidades liquidaron buena parte de sus inversiones para atender la mayor demanda de crédito. Independientemente del efecto positivo de este manejo sobre los márgenes de intermediación financiera, la estrategia de financiar cartera de largo plazo con activos de corto plazo,

⁶ Ver Lora E, Zuleta L. A. y Zuluaga S. (1993). "El fortalecimiento del Sector Financiero en el proceso de ajuste: Liberalización y regulación. El caso colombiano".

Cuadro 3. Corporaciones de ahorro y vivienda
Saldos en millones de pesos y participación porcentual

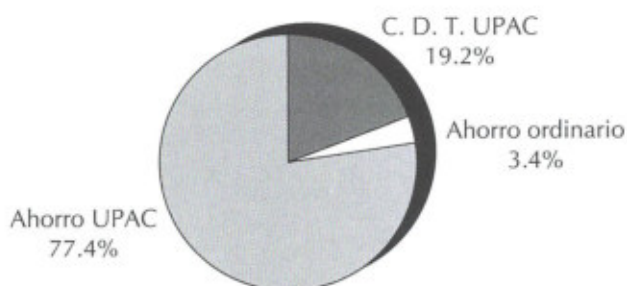
	30-sep-90	30-jun-92	30-sep-93	30-sep-94
Activo	1.449.316	3.071.720	4.207.320	6.184.812
Inversiones	155.544	837.063	639.750	604.440
Cartera de créditos	1.188.166	1.969.128	3.223.515	4.985.022
Pasivo	1.375.035	2.925.589	3.970.081	5.734.734
Depósitos y exigibilidades	1.314.113	2.822.635	3.789.864	5.422.745
Certificados de depósito a término	0	0	0	428.956
Depósitos de ahorro	44.638	128.030	240.190	582.719
Cuentas de ahorro de valor constante	1.016.635	2.320.539	2.871.099	3.335.926
Certificados de ahorro de valor constante	252.109	373.178	677.315	1.070.994
Otros depósitos	731	889	1.260	4.151
Otros pasivos	60.922	102.953	180.217	311.988
Patrimonio	74.281	146.132	237.239	450.078
Capital social	18.608	24.690	39.499	89.819
Reservas	23.756	51.792	99.044	176.551
Activo	100	100	100	100
Inversiones	11	27	15	10
Cartera de créditos	82	64	77	81
Pasivo	95	95	94	93
Depósitos y exigibilidades	91	92	90	88
Certificados de depósito a término	0	0	0	7
Depósitos de ahorro	3	4	6	9
Cuentas de ahorro de valor constante	70	76	68	54
Certificados de ahorro de valor constante	17	12	16	17
Otros depósitos	0	0	0	0
Otros pasivos	4	3	4	5
Patrimonio	5	5	6	7
Capital social	1	1	1	1
Reservas	2	2	2	3

Fuente: Superintendencia Bancaria, balances en proceso de validación transmitidos hasta noviembre 20 de 1994.

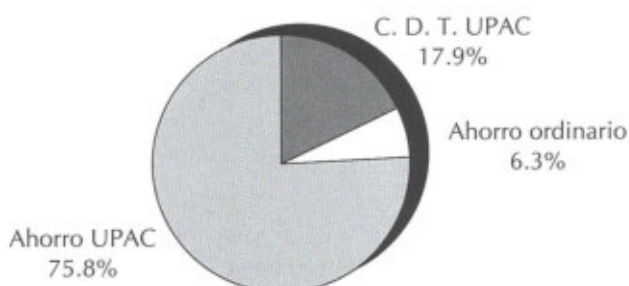
genera retos para el manejo de la liquidez en el futuro cercano. Por otra parte, esta situación facilitará el cumplimiento de la meta de crecimiento de la cartera del sector financiero establecida por la Junta Directiva del Banco de la República en 35% para el año entrante.

Gráfica 4. Principales captaciones de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda

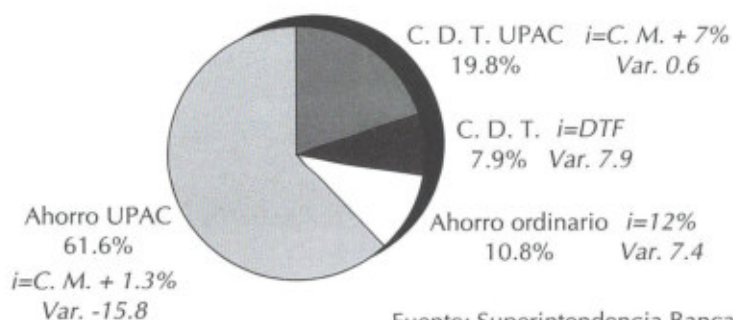
Septiembre de 1990



Septiembre de 1993

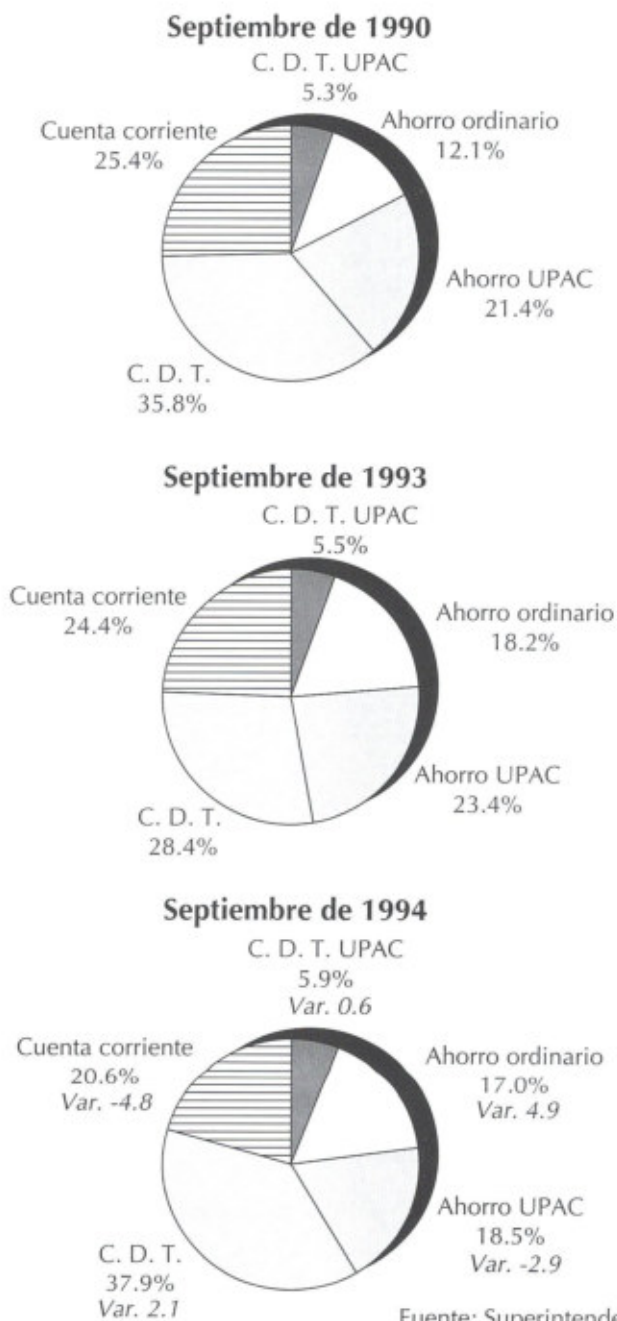


Septiembre de 1994



Fuente: Superintendencia Bancaria

Gráfica 5. Principales captaciones establecimientos de crédito



En el mismo período, las captaciones crecieron con menor dinamismo que la cartera de créditos. La participación de los depósitos y exigibilidades con respecto a los activos se redujo de 92% a 88% entre 1992 y 1994. Sobre el particular, debe tenerse en cuenta el importante proceso de fortalecimiento patrimonial que han realizado las corporaciones —su patrimonio pasó de representar 5% de los activos en junio de 1990 a 7% en septiembre de 1994—. También es importante destacar que este esfuerzo de capitalización pudo llevarse a cabo en parte por los buenos resultados obtenidos por estas entidades, que a su vez pueden explicarse por el nuevo marco regulador.

La composición de las captaciones muestra cambios interesantes que reflejan en parte la transformación que han experimentado las corporaciones, y en parte la evolución de las tasas de interés relativas del mercado. Tal como se puede apreciar en la gráfica 4, en 1990, 77% del ahorro en estas entidades correspondía a ahorro UPAC, 19% a CDT UPAC, y 4% a depósitos ordinarios. En septiembre de 1994 esas participaciones pasaron a 61%, 20% y 11%, respectivamente, y aparecen captaciones a través de CDT en pesos por 8%. El aumento en el costo de captación debido a la reducción de la participación de las cuentas de ahorro (de 16 puntos) y el aumento de la de los CDT (de 9 puntos), ha sido compensado parcialmente por el incremento de 7 puntos en la participación de los depósitos de ahorro (que hoy tienen una rentabilidad efectiva anual del 11,4% frente a 19,4% en 1990).

Quiero reiterar que el incremento en el costo promedio de captación no es un fenómeno exclusivo de las corporaciones. Entre 1990 y septiembre de 1994 las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro UPAC han perdido participación en el total de las captaciones de los establecimientos de crédito en favor de las captaciones a través de ahorros ordinarios y a través de CDT (ver gráficas 4 y 5).

Conclusiones

Las conclusiones de esta rápida evaluación del manejo de la estructura de balance son varias. En primer lugar, la reducción de las inversiones financieras seguramente exigirá un cuidadoso manejo de la tesorería en este final de año. En el mediano plazo las corporaciones deben hacer compatibles sus estrategias de colocación de cartera y de captaciones.

El gobierno ha puesto a la disposición mecanismos que les permiten diversificar los sectores y los plazos de colocación, y hacer más líquidos sus activos⁷. En el mismo sentido, los cambios en la metodología del cálculo del

⁷ El gobierno nacional amplió las posibilidades para la movilización de activos mediante el mecanismo de la titularización. En particular la resolución 1394 de 1993 de la

UPAC y la posibilidad de captar en pesos, las capacita para participar en forma más eficiente en el mercado financiero. Los desarrollos recientes del mercado de capitales aconsejan el diseño de instrumentos de captación a mediano y largo plazo.

No obstante, las condiciones previsibles del mercado financiero y en especial la actual situación de balance de las corporaciones aconsejan ante todo un manejo financiero prudencial.



Titularización de cartera hipotecaria: la experiencia de un caso

*María del Pilar Galvis S.**

Pretendo compartir con ustedes algunas de las experiencias que hemos podido recoger en estos últimos meses de trabajo, en torno del tema de la titularización hipotecaria. Me referiré a las características del prospecto de emisión de los Títulos Hipotecarios Davivienda 1995 Serie 1, que utilizaré como marco para revisar los aspectos más interesantes de esta novedosa técnica. Este proyecto ha sido presentado a consideración de la Superintendencia Nacional de Valores y de la Agencia Calificadora de Riesgos Duff and Phelps.

El proceso de Davivienda se ha estructurado bajo la modalidad conocida en el mercado norteamericano como CMO (Collateralized Mortgage Obligations), que son hoy en día emitidos por los entes conocidos como REMICS (Real Estate Mortgage Investment Conduits). Las CMO suponen una expresión más elaborada de titularización que las denominadas Pass Through Securities, las cuales se asimilan a típicos títulos de participación que reflejan de modo exacto el comportamiento de los créditos subyacentes.

El proceso iniciado en Colombia, por el contrario, se caracteriza por la emisión de papeles en diferentes tramos o grupos de vencimiento. De esta manera se segmenta el flujo de caja proveniente de un portafolio de créditos hipotecarios de vivienda de largo plazo, que habían sido técnicamente seleccionados.

El sistema CMO, a la vez que permite un manejo más adecuado del riesgo de prepagos existente en nuestro mercado hipotecario, como en los demás del mundo, permite el ofrecimiento a los inversionistas de una variedad de títulos de corto, mediano y largo plazo.

* Vicepresidenta Jurídica Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda Davivienda.

I. Análisis de la viabilidad de un proceso de titularización

En este, como en cualquier proceso de titularización, el análisis de la factibilidad debe sustentarse en la comparación de dos escenarios: el de fondeo mediante la captación tradicional y el de obtención de recursos vía titularización de cartera. Este análisis supone la consideración de por lo menos los siguientes aspectos:

1. Costo de captación

La cuantificación de este rubro implica no solamente la consideración de los costos financieros y administrativos que comporta la captación tradicional, sino además la evaluación de los efectos provenientes del encaje que cada día son más gravosos, dada la supresión de la remuneración del mismo en las cuentas y los CDT en UPAC. Además, supone la cuantificación del costo de las inversiones forzosas que todavía subsisten, como la de Finagro, por ejemplo.

Naturalmente, en el escenario de titularización no existen estos costos y en términos generales, se puede lograr la colocación de los papeles a tasas razonables en virtud del nivel de seguridad que alcanzan, el cual es certificado por la agencia calificadora.

2. Costo del patrimonio adicional para apalancar el crecimiento de la cartera

Dada la existencia de la relación de patrimonio a activos de riesgo, para efectos de este análisis, se parte del supuesto de que cualquier peso adicional de crédito que otorga una corporación de ahorro y vivienda apalancada al máximo, supone o bien un incremento del patrimonio o bien la reducción o recomposición de los activos de riesgo para maximizar la capacidad de colocación de crédito, sin desconocer los respectivos costos que cualquiera de estas alternativas conlleva. La titularización, a su turno, representa la posibilidad de crecimiento sin restricción patrimonial porque el portafolio titularizado sale del balance del originador. Este es, sin lugar a dudas, uno de los mayores atractivos de esta herramienta financiera.

3. Costo de oportunidad del mantenimiento de cartera a tasas más bajas que las de mercado

Otro de los aspectos más llamativos de la titularización es la posibilidad de movilizar cartera que se encuentra actualmente atada a tasas inferiores a las de mercado como consecuencia, en el caso colombiano, de las regulaciones sobre tasas máximas por encima de la corrección monetaria, que estuvieron

vigentes hasta hace pocos años. Mediante el reconocimiento de la pérdida financiera que implica el mantenimiento de un activo a tasa subsidiada es posible mejorar, a través de diversos sistemas, la rentabilidad del portafolio para emitir títulos atractivos. El efecto financiero del incremento de la rentabilidad general del portafolio de cartera hipotecaria de la *corporación originadora* proveniente de la recolocación de recursos es, entonces, un elemento que resulta fundamental en el análisis de la conveniencia del proceso.

4. Ingresos por servicios

La titularización implica, por definición, en virtud de la enajenación de la cartera hipotecaria, la sustitución de la utilidad que genera el margen diferencial entre la tasa activa y la pasiva por los ingresos provenientes de comisiones. En consecuencia, se suprime para la *corporación originadora* el riesgo de desbalance entre la tasa activa de créditos de largo plazo y la pasiva, que es normalmente a la vista o a corto plazo.

En nuestro país, dada la concentración de funciones de originación de créditos, fondeo o captación y servicio de la cartera en una misma entidad, no se ha desarrollado suficientemente el sistema de ingresos por comisiones. Típicamente, la titularización genera la separación de estas funciones y, por lo tanto, la posibilidad para el *originador* que traslada el portafolio de obtener comisiones por el denominado "Servicing" o recaudo de la cartera. Adicionalmente, dado que el proceso supone el traslado de créditos adecuadamente evaluados y colocados bajo estándares de alta calidad en lo que a riesgo crediticio se refiere, resulta imprescindible introducir el tema de las comisiones de originación que no se han explotado suficientemente en nuestro medio y que incluso tuvieron en su momento visos de ilegalidad.

5. Costos intrínsecos del proceso de titularización

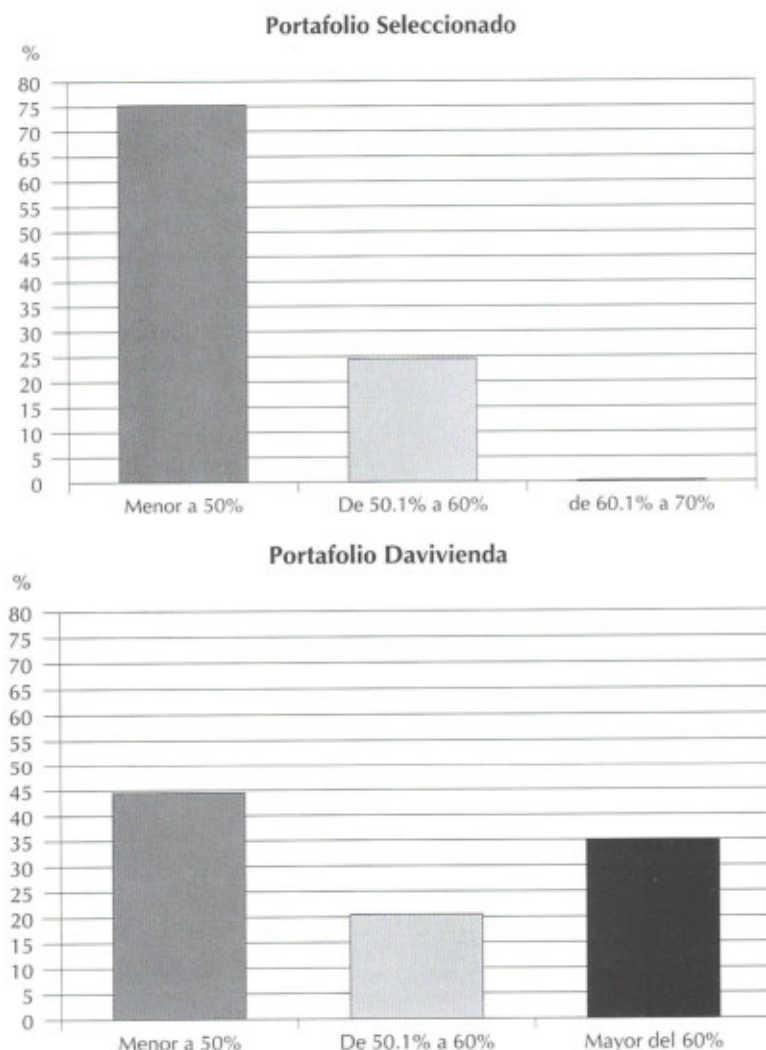
Es menester analizar adecuadamente los diferentes costos que involucra un proceso de titularización, entre los cuales cabe destacar principalmente los costos de los mecanismos de seguridad o apoyo crediticio que deben contemplarse en todo proceso como también los asociados a la asesoría, el "software" utilizado, la inscripción y colocación de los títulos en el registro nacional de valores, los honorarios de la *agencia calificadora* y de la *entidad fiduciaria* que obra en calidad de *agente de manejo*, y las comisiones de "underwriting" o colocación de los papeles.

La evaluación de estos elementos, más otros particulares de cada transacción, es la que permite definir si la operación es económicamente viable y conveniente para la *corporación originadora*.

II. Selección del portafolio

En toda titularización la selección del portafolio de créditos a titularizar es un elemento clave, tanto para la determinación de las características de los títulos en cuanto a plazo, tasa y garantía, como para la obtención de la calificación de los papeles a emitir. Los estándares internacionales de las agencias calificadoras de riesgos incluyen ciertos criterios de selección que han sido aplicados en el diseño de la titularización de Davivienda, a saber:

Gráfico 1. Relación Saldo préstamo vs. Garantía actual



1. Dispersión geográfica

El portafolio a titularizar no debe estar compuesto por créditos otorgados en una sola ciudad. Este es un aspecto que analizan con particular atención las *agencias calificadoras*, pues incide directamente en la calidad de los títulos, en razón de los efectos adversos que pueden producir los cúmulos de riesgos físicos como terremotos, huracanes etc., o económicos como recesiones o curvas descendentes de la valorización de la propiedad raíz. Estos eventos pueden afectar una región determinada con repercusiones en la conducta de pago de los deudores, en la valorización y negociabilidad de la propiedad raíz o en la integridad física de los inmuebles hipotecados. La distribución geográfica de los créditos, como aplicación del principio de la dispersión del riesgo, permite evitar el impacto sobre la totalidad de portafolio, en caso de que se llegara a presentar alguno de los mencionados sucesos.

En la titularización de Davivienda, el portafolio está compuesto por créditos originados en 24 ciudades de todo el país, de los cuales 54% proviene de la zona centro.

2. Antigüedad de la cartera

El portafolio a titularizar está integrado por créditos con antigüedad mayor a 2 años. Con el objeto de dotar de altos niveles de seguridad al proceso, se han excluido los créditos con menor antigüedad dado que las estadísticas reflejan el mayor índice de mora en estos primeros años de vida de los créditos. Con posterioridad, la valorización de los inmuebles supera ampliamente el incremento del saldo de la deuda y el crecimiento de las cuotas resulta inferior al de los ingresos reales de los deudores, circunstancias que inciden favorablemente en la conducta de pago.

3. Factor de mora

El portafolio está compuesto únicamente por créditos al día, clasificados en la categoría A, de acuerdo con las normas de calificación de cartera, expedidas por la Superintendencia Bancaria.

4. Rango de vivienda

En la titularización a la cual nos referimos, se excluyeron los créditos de vivienda de interés social, por cuanto, con la salvedad de excelentes proyectos desarrollados en los últimos años, en general es bien sabido que, por una parte, su tendencia a la mora es mayor que en el resto de la cartera y, por otra, la valorización de los inmuebles en este rango es inferior al promedio.

5. Relación préstamo a garantía

Este factor conocido como “loan to value” resulta de particular importancia en la calificación de un proceso de titularización. Naturalmente, entre más reducido sea el valor del préstamo con respecto al precio del inmueble, mayor la garantía del originador y por ende de los posteriores tenedores de los títulos producto del proceso de titularización. Adicionalmente, se ha comprobado que una relación favorable préstamo/garantía incide directamente en la conducta de pago del deudor, pues le impide poner en riesgo su propio patrimonio involucrado en la vivienda.

En la titularización de Davivienda la relación de préstamo a garantía es menor de 50% para la gran mayoría del portafolio, y no supera en ningún caso 70%.

6. Plazo promedio de la cartera

Este factor es fundamental para determinar el plazo de vencimiento de los títulos. En el caso del portafolio seleccionado por Davivienda para este proceso, el plazo restante de los créditos es de 8.9 años.

Otras características del portafolio, definidas de conformidad con los criterios internacionales de calificación, son las siguientes: tasa promedio ponderada, tipo de propiedad, rango de valor de los inmuebles y los sistemas de amortización de los créditos.

III. Manejo de los riesgos

La resolución 1394 expedida por la Superintendencia de Valores, modificada posteriormente por la 1035 emanada de la misma entidad, se concentra básicamente en el análisis del denominado riesgo de crédito y exige cubrir el índice de siniestralidad de la cartera en 300%.

No obstante, en los procesos de titularización deben evaluarse otros 3 tipos de riesgos a saber: el riesgo de base, el riesgo de tasa, y el riesgo de prepago. Davivienda ha analizado estos riesgos y ha dotado el proceso de los mecanismos de seguridad necesarios para evitar que los mismos afecten a los inversionistas que adquieran los títulos.

1. Riesgo de crédito

Este se define como la contingencia de que los deudores de los créditos hipotecarios titularizados dejen de hacer sus pagos de capital e intereses y que esa circunstancia se traslade a los inversionistas, en la forma de una pérdida de capital o de rendimientos menores sobre su inversión.

Resulta interesante comentar que, de acuerdo con nuestro análisis, en comparación con los niveles internacionales, la cartera hipotecaria colombiana presenta unos índices mucho más sanos y los niveles de pérdidas son verdaderamente insignificantes. En el caso particular de Davivienda, el porcentaje de pérdidas históricas es inferior a 0.02% del total de la cartera. El mencionado índice, ha sido cubierto en más de 1.000%.

Las moras en los pagos de las cuotas mensuales hacen también parte del riesgo de crédito pero, a diferencia de las pérdidas, no implican un faltante definitivo sino un defecto temporal del flujo de caja esperado. Por lo mismo, este aspecto del riesgo debe ser manejado, y ha sido cubierto en el proceso de Davivienda, con una metodología diferente a la utilizada para contrarrestar las pérdidas o castigos.

Los mecanismos utilizados para estos efectos son típicos apoyos de liquidez.

2. Riesgo de base

Se conoce bajo esta denominación el riesgo que se presenta cuando los créditos hipotecarios movilizados están indexados a una tasa diferente de aquella a la cual se emiten los títulos producto del proceso.

Esta diferencia se presenta normalmente por razones de comerciabilidad de los títulos. En Colombia, aunque los créditos hipotecarios están indexados a corrección monetaria, es claro que el índice de común aceptación por los inversionistas es la DTF, por ser el que mejor refleja la situación de mercado.

Por esta razón, el proceso que venimos comentando fue diseñado con base en los más sofisticados instrumentos de ingeniería financiera, los cuales han permitido que la rentabilidad de Títulos Hipotecarios Davivienda 1995 Serie 1, esté definida con base en la DTF.

La diferencia de índices entre el portafolio titularizado y los títulos emitidos es común en los procesos de titularización foráneos. Por ejemplo, en los Estados Unidos, muchas titularizaciones se realizan con base en cartera hipotecaria atada al Cofi (Cost of Funding Index) al paso que los títulos se expiden con base en la Prime. También es común la transformación de tasas fijas de la cartera, en tasas variables para los títulos. Para estos efectos, se han desarrollado desde hace años metodologías de probada eficacia, basadas en la estadística y la actuaría, que permiten manejar las fluctuaciones de los dos índices mediante mecanismos de seguridad, los cuales, como he mencionado, se han involucrado en el proceso de titularización de Davivienda.

3. Riesgo de tasa

Este se presenta normalmente cuando los títulos se expiden a una tasa fija, en forma tal que las fluctuaciones del mercado pueden generar diferencias a favor o en contra del inversionista. Los Títulos Hipotecarios Davivienda 1995 Serie 1, al estar expedidos con base en la DTF están, por definición, protegidos contra el riesgo de tasa.

4. Riesgo de prepagos

Proviene de la opción que tiene todo deudor hipotecario de pagar total o parcialmente su crédito antes del vencimiento pactado, lo que genera una distorsión en el flujo de caja proyectado, el cual sirvió de apoyo para establecer los vencimientos de los títulos.

En Colombia naturalmente se ha presentado el fenómeno de prepago al punto tal que aunque los créditos son concedidos a un plazo de 15 años, su vida promedio no supera los 7. Sin embargo, esta situación hasta el momento no había sido objeto de particular atención, tal vez por el hecho de que las tasas han venido presentando una curva ascendente.

En consecuencia, el prepago ha venido generando para las corporaciones la magnífica posibilidad de recolocar los recursos a tasas más convenientes. En los Estados Unidos se ha presentado una situación totalmente contraria. En períodos de caídas de tasa de interés los deudores se vuelcan masivamente a cancelar sus créditos atados a tasas altas, para adquirir nuevas deudas a tasas más favorables.

Esto ha causado profundos desajustes en los balances de las entidades y no se desconoce que en muchos casos ha generado la quiebra de entidades dedicadas al otorgamiento de créditos de largo plazo.

Normalmente el riesgo de prepago debe trasladarse en alguna medida al inversionista, pues es imposible eliminarlo totalmente, ya que obedece a la cambiante voluntad humana, imposible de predecir en forma exacta. Sin embargo, existen formas para reducir su impacto, evitando que las amortizaciones de los títulos se alejen considerablemente de las expectativas del inversionista, mediante el diseño de una estructura adecuada del proceso.

Las estructuras de "Pass Through Securities" trasladan íntegramente el riesgo al inversionista en forma tal que títulos expedidos, por ejemplo a 5 años, pueden terminar siendo amortizados en 2, por efecto de los prepagos. Por el contrario, estructuras más elaboradas como las de los CMO, adoptadas en la titularización de Davivienda, moderan al máximo posible el impacto de los prepagos. Este sistema supone, de un lado, la realización de complejos análisis actuariales de la conducta histórica de prepagos, que son tenidos en cuenta en la proyección del flujo de caja y, de otro, la fragmentación de la

emisión en tramos de títulos de diferentes vencimientos, en forma tal que, de acaecer fenómenos imprevisibles que generen incrementos en los prepagos, estos se aplicarían progresivamente a los títulos de vencimiento más próximo.

La posibilidad de prepago debe en todo caso consignarse en los prospectos de emisión y en los títulos mismos, pues así como los créditos hipotecarios permiten al deudor prepagar sin penalización, el inversionista debe aceptar también la posibilidad, así sea hipotética y reducida, de algún pago anticipado.

De no adoptar este tipo de soluciones, el *agente de manejo del patrimonio autónomo*, es decir, la *entidad fiduciaria*, tendría que invertir los recursos provenientes de prepagos mientras se produce el vencimiento programado de los títulos. Tal solución implicaría la creación de un nuevo riesgo consistente en la gestión financiera de consecución de inversiones del mismo nivel de seguridad y rentabilidad de los créditos cancelados anticipadamente.

La introducción de este riesgo dificultaría enormemente la obtención de la calificación por lo menos bajo el nivel AAA, pues generaría la modificación de los niveles de seguridad propios del proceso.

IV. Mecanismos de seguridad o apoyo crediticio

Los riesgos mencionados se han cubierto en el proceso de titularización de Davivienda a través de los siguientes mecanismos:

1. Subordinación

Este mecanismo de cobertura consiste en la creación de un tipo particular de títulos que se denominan clase B, a los cuales se imputan los faltantes definitivos que llegaren a presentarse, como consecuencia de pérdidas o desfases provenientes de alguno de los mencionados riesgos.

En el proceso que venimos analizando, estos títulos serán suscritos por Davivienda. Debo anotar en este punto que, aunque hasta el momento en nuestro marco regulatorio no está permitida la negociación de los títulos B o subordinados, su vocación también debe ser la de circular.

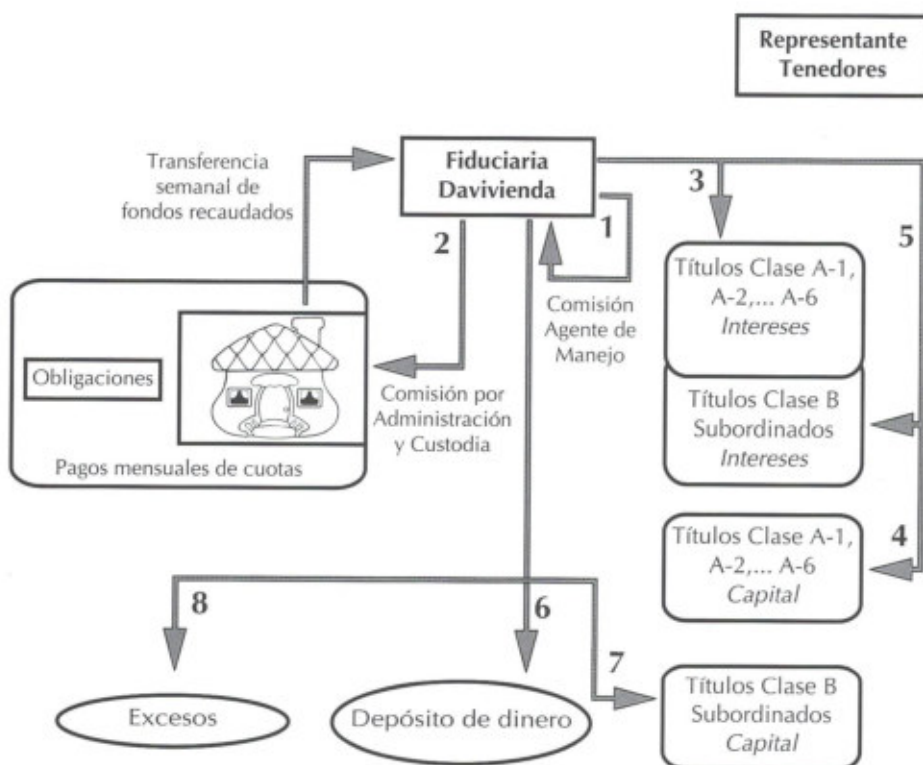
Para el desarrollo de la titularización en Colombia es importante que nuestra legislación consagre la posibilidad de negociación de este tipo de papeles, los cuales representan una forma de traslado de riesgos dentro del proceso. Estos riesgos sin duda pueden ser asumidos por inversionistas expertos, para quienes la adquisición de títulos subordinados es una alternativa supremamente atractiva, dada su alta rentabilidad y la probabilidad normalmente reducida de la ocurrencia de los riesgos.

En efecto, en los Estados Unidos, país en el cual se encuentran los desarrollos más amplios y novedosos de la titularización, la negociación de

los papeles subordinados es un sistema muy difundido, que permite al originador despojarse íntegramente de los riesgos de los activos titularizados. Es frecuente además, aunque no indispensable, que los títulos subordinados también sean calificados, y nada extraño, dadas las amplias coberturas de los procesos, como "Triple A" (AAA), al igual que los títulos "senior" o privilegiados.

La definición del tamaño de la cobertura, es decir, del porcentaje de títulos B o subordinados dentro del total de la emisión, es producto de los cálculos del nivel de riesgo esperado, el cual se ha trabajado, en el proceso de Davivienda, bajo el sistema denominado "del peor escenario". Este resultado se ha cubierto en 300%. De esta forma se garantiza una protección óptima contra los riesgos, que excede las pérdidas o faltantes proyectados, aún en los peores escenarios de improbable ocurrencia.

Gráfico 2. Prioridad de pagos. Patrimonio Autónomo



2. Depósito de dinero

Para solucionar eventuales defectos temporales del flujo de caja, en el proceso de Davivienda se constituirá un depósito de dinero cuyo monto ha sido técnicamente calculado de acuerdo con el resultado de la cuantificación

de los riesgos que pueden generar eventuales desfases en el flujo proyectado. Este depósito será entregado a la fiduciaria que obrará como *agente de manejo* para su administración y uso.

Esta es, en términos generales, la descripción del primer proceso diseñado por Davivienda. Espero que las anteriores reflexiones contribuyan a estimular el desarrollo del mercado de titularización en nuestro país y que esta emisión que lanza Davivienda marque la iniciación de una nueva era en la financiación de vivienda de nuestro país.



Sesión de clausura del III Congreso Nacional del Ahorro

*Por Guillermo Gómez Estrada**

Próximamente ya a la conclusión de este III Congreso Nacional del Ahorro, debo registrar con satisfacción que, tal y como ocurrió con las dos versiones anteriores, su celebración haya estado caracterizada por el éxito. La importancia de la realización de un evento como este, que como su nombre lo indica centra su razón de existir en el análisis del comportamiento del ahorro en nuestro país, radica precisamente en su capacidad de producir reflexiones y conclusiones sobre la materia, que sean útiles para acertar en el diseño de políticas de tipo general o particular que favorezcan su consolidación, pues es universalmente reconocida la dependencia que el desarrollo económico tiene de la capacidad de los países para generar ahorro.

El estudio elaborado por Fedesarrollo y puesto a consideración de los delegados como el elemento central de las discusiones, presentó una radiografía fiel del estado actual del ahorro en Colombia y de sus perspectivas futuras, que debe haber despertado en ustedes los mismos sentimientos de preocupación que suscitó en mí. Confío en que tanto el diagnóstico como las conclusiones consignados en dicho estudio habrán de ser de utilidad para el gobierno y para la Junta Directiva del Banco de la República en el ejercicio que a ellos compete de dirigir la economía del país, máxime cuando las tesis y propuestas del estudio fueron enriquecidas por los conceptos emitidos por los otros expositores, cuya indiscutible autoridad explica en gran medida los resultados altamente favorables del Congreso. A ellos quiero hacer llegar, en

* Director del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda.

nombre del Consejo Directivo del ICAV y en el mío propio, la más viva expresión de nuestros sentimientos de gratitud por su colaboración y apoyo.

Quiero, así mismo, resaltar la representatividad que dentro del gobierno, del sistema financiero, de la industria de la construcción y en general del país, tienen las personas que se inscribieron para tomar parte en el Congreso. Ello es fiel reflejo del interés que este ha logrado despertar entre los distintos estamentos económicos y retribución más que suficiente a las aspiraciones del Instituto de propiciar un evento que atrajera la atención de los más connotados dirigentes del país.

Son igualmente acreedores a nuestra gratitud todos los distinguidos patrocinadores que tuvimos, y las autoridades y la ciudadanía de esta bella ciudad por la espléndida acogida que nos brindaron.

El hecho de que los distintos perfiles del ahorro hayan sido tratados con la profundidad y la seriedad con las que lo han sido, haría presuntuoso de mi parte el tratar de agregar algo novedoso y original a los conceptos ya emitidos, máxime cuando los expositores que me antecedieron tienen una mayor autoridad sobre la materia de la que pueda asistirme a mí. Por lo tanto, me limitaré tan solo a hacer algunos comentarios sobre ciertos aspectos de la actualidad nacional cuya trascendencia los convierte en puntos que obligatoriamente deben ser mencionados en eventos de esta naturaleza.

El primer asunto que quiero tratar es el relacionado con la nueva estrategia para alcanzar una paz negociada con la guerrilla.

La lucha armada, que por tantos años se ha dado en el país y que ha cegado tantas vidas, no ha podido resolver por la fuerza el conflicto. Nuestra organización militar ha sido incapaz de sofocar el movimiento guerrillero, cuyas acciones se han constituido en el problema más importante de nuestra patria. En efecto, grandes sectores de la población se encuentran intimidados por la guerrilla.

El secuestro, el boleteo, la voladura de oleoductos, el asalto a guarniciones de policía y a establecimientos financieros en remotas comunidades de nuestra patria, son, entre otras, expresiones de los actos delictivos cometidos diariamente por las organizaciones guerrilleras.

La actividad económica no ha escapado, obviamente, al poder destructor de éstas y, en consecuencia, también se ha visto afectada, y en forma nada despreciable. La zozobra y la incertidumbre que las actividades de la guerrilla despiertan entre los empresarios y, en general, en la ciudadanía, conspiran contra un proceso de desarrollo económico más acelerado del que hemos tenido hasta ahora e impiden en consecuencia el mejoramiento de las condiciones sociales de los colombianos.

Por eso la solución del conflicto es quizás la prioridad número uno del gobierno. El presidente Samper, que así lo entiende, encargó a un distinguido

compatriota de que, en su condición de Alto Comisionado para la Paz, explorara la existencia de condiciones que permitieran adelantar un diálogo con verdaderas perspectivas de éxito. La gestión del Alto Comisionado para la Paz se plasmó en una propuesta realista, coherente y equilibrada, que fue puesta a la consideración de la opinión pública.

La estrategia diseñada por el gobierno establece que las eventuales conversaciones deberían estar caracterizadas por la discreción, de tal forma que quedara eliminada la posibilidad de que la guerrilla pudiera utilizar el proceso de negociación como escenario para hacerse publicidad, tal y como lo hizo en las oportunidades pasadas. Este aspecto de la propuesta se constituye en punto altamente significativo de la seriedad del proceso que se desea llevar a cabo. Por otro lado, en su intención de propiciar la realización del diálogo, el gobierno ha decidido no condicionar su celebración a una suspensión previa de las hostilidades, condición que imperó sin excepción en el pasado.

La primera impresión que se tiene al analizar las implicaciones de conversar sobre paz en un sitio mientras se combate fieramente en otro, es a estar en desacuerdo con que ello se haga así, porque parece absurdo que simultáneamente puedan darse por parte de los mismos protagonistas dos escenarios diferentes: uno distinguido de alguna manera por la concordia y el otro por el odio y la destrucción propias de la guerra. Sería en consecuencia más sensato que se silenciaran los fusiles.

Sin embargo, debe aceptarse que las experiencias similares de países vecinos, ejecutadas dentro del total fragor de las batallas pero concluidas exitosamente, demuestran que el cese al fuego debe ser parte del temario de la agenda de las conversaciones y no condición para su celebración. Este es el ingrediente realista de la propuesta.

Finalmente, si ni la iniciación de conversaciones ni su conclusión una vez empezadas van a tener términos predeterminados, queda erradicado el riesgo de actuar apresurada y puede que hasta irreflexivamente, para no incumplir los plazos fijados. Elemento este que encarna la prudencia necesaria en tales circunstancias.

La propuesta de paz del gobierno, creo, es merecedora del respaldo general del país. Una actitud contraria carecería de sentido, porque todo colombiano de bien, interesado en el desarrollo económico y social del país, debe apoyar cualquier esfuerzo serio que pueda restituir la concordia ciudadana, hoy tan perdida, y el que ahora emprende el gobierno lo es sin lugar a dudas.

Del lado nuestro, al tomar la decisión de respaldo, se ha sido consciente de que un acuerdo negociado implica hacer concesiones, porque de eso se trata precisamente una negociación, de ceder de lado y lado. Sería totalmente

inconcebible coincidir con el gobierno en la conveniencia de la celebración de las conversaciones, pero disentir de las decisiones que lo llevaran a hacer transacciones en favor de la guerrilla. Hago esta precisión porque he oído a muchas personas que cuando conocieron la propuesta de paz del gobierno, reconocieron expresamente la bondad de ella, así como la conveniencia de que se convirtiera en una realidad efectiva, pero fueron enfáticos en precisar que, en lo que a ellos concierne, el único acuerdo que estarían dispuestos a aceptar, sería aquel que, sin contraprestación alguna, implicara la desaparición de los movimientos guerrilleros.

Quiero invitar a quienes así piensan a reflexionar sobre la contradicción en que están incurriendo y a modificar su obcecada posición sobre la materia, para que con sus actitudes y comentarios no minen por anticipado un eventual resultado positivo del proceso de negociación. Al primer mandatario y a su comisionado de paz debe extenderseles un voto de confianza que haga más manejable la difícil tarea que se han impuesto. No sobra recordar que el retorno de la paz y de la concordia a nuestra patria requiere no sólo de que los subversivos depongan sus fusiles y hagan entrega formal de ellos a las autoridades legítimas, sino de que todos los colombianos, sin excepción, desarmemos nuestros espíritus y seamos más tolerantes.

El segundo aspecto que merece ser tratado es el relacionado con el Plan de Desarrollo Económico, Social y Ambiental, llamado del Salto Social.

La esencia del plan conserva elementos muy importantes de la estrategia de desarrollo seguida por el anterior gobierno, como son los de la internacionalización de la economía, de la modernización del Estado y del mejoramiento de la infraestructura física del país, pero produce un giro significativo en el énfasis que da a dichos elementos. Estos, después de haber concentrado la mayor atención en los cuatro últimos años, deben ahora cederle el liderazgo a la que en el plan se define como inversión social, o sea aquella destinada a crear condiciones superiores de empleo, salud y educación para la mayoría de colombianos, así como a regenerar las condiciones ambientales del país, hoy en franco y preocupante deterioro.

La mayor diferencia entre el viejo y el nuevo plan es la de que el último toma al individuo como su centro de gravitación, mientras que el primero fijaba la prioridad de su acción en la modernización del aparato productivo de la nación, razón por la cual la inversión iba dirigida hacia la implantación en el país de procesos de producción más avanzados, de tal manera que la capacidad de competencia de los productos nacionales en los mercados externos alcanzara los parámetros mínimos exigidos. Para lograr tal meta, el gobierno anterior puso en manos del sector privado la responsabilidad de efectuar las inversiones necesarias, limitando la función del Estado a atender los requerimientos de tipo social de la población, aunque su papel en este

campo fue muy pobre a juzgar por estadísticas recientemente difundidas por Fedesarrollo, que indican que los niveles de pobreza de la población se incrementaron durante el anterior período presidencial. Debe, sí, abonársele a la política de desarrollo del pasado gobierno el haber propiciado condiciones que permitieron una reactivación significativa de la actividad económica, reactivación que se ha materializado en índices de crecimiento del PIB superiores a 5%, como es el esperado para este año.

Colocada frente a la realidad de un avance positivo en las condiciones económicas del país, pero simultáneamente consciente del deterioro que han sufrido las sociales, ninguna persona podría racionalmente oponerse a la decisión del gobierno de concentrar la parte más importante de su acción gubernamental en el mejoramiento de estas últimas. Experiencias como la mejicana, en donde la tardanza en la adopción de políticas que corrigieran el creciente desequilibrio entre la parte social y la parte económica condujeron a situaciones políticas tan explosivas como la revolución de Chiapas, confirman lo acertado de la decisión. El ensanchamiento de la brecha entre ricos y pobres que se viene detectando en países tan avanzados como Estados Unidos e Inglaterra y que ha empezado a generar las primeras voces de alerta según lo afirma en su artículo central una reciente edición de *The Economist*, apunta en el mismo sentido.

Empero, si los objetivos del plan producen concordancia general, su implementación suscita múltiples dudas, principalmente porque ella requerirá de significativos aumentos en el gasto público. En efecto, si tales aumentos no llegan acompañados de un equilibrio fiscal, se arriesgaría enormemente la obtención de otros objetivos del gobierno, como son el control de la inflación y el aceleramiento de la tasa de devaluación de la moneda. Igualmente dañina sería la alternativa de que, ante la realidad de que los egresos superaran a los ingresos fiscales, el gobierno optara por balancear dicho desequilibrio con endeudamiento interno, porque tal alternativa, a pesar de mantener la demanda agregada constante y de no crear presiones revaluacionistas, reduciría el espacio de acción del sector privado y arruinaría de paso toda la eficiencia ganada en el pasado reciente.

Las incertidumbres que en este aspecto surgen no son gratuitas. En efecto, la Junta Directiva del Banco de la República ha sido explícita en afirmar, y en ello coinciden la mayoría de analistas económicos del país, que el incumplimiento en el logro de la meta de inflación establecida para este año se debió principalmente a un desbordamiento del gasto público, cuya magnitud para el primer semestre fue 70% mayor que la correspondiente a igual período del año pasado. En consecuencia, si tal desbordamiento se produjo en momentos en los cuales la inversión social no tenía las caracte-

rísticas prioritarias que ahora se otorgan, ¿qué podrá ocurrir con la inflación cuando la ejecución del plan se inicie formalmente?

Para acallar tales temores el gobierno ha propuesto el llamado Pacto Social, figura que ha arrojado resultados positivos en otros países. Sin embargo, son muchos los comentaristas autorizados que creen que el gobierno está sobrestimando la efectividad de esa figura, basando su concepto al respecto, entre otras causas, en la ausencia de antecedentes propios, en el incremento hecho por el gobierno actual del presupuesto de gastos presentado por la anterior administración y en la demora de éste para comprometerse con una meta de inflación para el año entrante.

Adicionalmente, la tasa de 18% finalmente adoptada como meta inflacionaria da pie para cuestionar la necesidad de recurrir a la complejidad que entraña el pacto, para tan solo reducir la inflación en cuatro puntos porcentuales, cuando ello podría conseguirse con las herramientas tradicionales de que dispone la Junta, si ellas se acompañan de la austeridad fiscal necesaria.

Nos parece peligroso, por otro lado, que una reducción de los niveles inflacionarios tan poco ambiciosa llegue a poner en entredicho la autonomía constitucional de la Junta Directiva del Banco de la República en el control de la inflación, pues un cumplimiento de la meta inflacionaria el año entrante, que tendría lugar después de varios fracasos, podría ser atribuido a los efectos del Pacto Social y no a las acciones que en tal sentido realice la Junta, lo que contribuiría a acrecentar los niveles de desconfianza que hoy en día se tienen sobre la efectividad de las políticas adelantadas por ella. En tal eventualidad podría tomar fuerza la falsa creencia de que es innecesaria la existencia de una autoridad monetaria independiente, poniéndose en riesgo una de las más importantes conquistas de la nueva constitución política del país.

Un desborde del gasto público, por otro lado, contribuiría a agravar mucho más las ya precarias condiciones del ahorro en el país, en cuyo deterioro coinciden plenamente tanto los estimativos hechos por Fedesarrollo como los consignados en el diagnóstico del plan. En efecto, un incremento del gasto público, que no esté acompañado de mayores ingresos, afectaría negativamente el ahorro público y, en consecuencia, empujaría el ahorro total hacia la misma vertiginosa caída en la que el ahorro privado se precipitó desde 1990.

Por lo anterior las metas del Plan en lo relacionado con la generación de ahorro doméstico para los próximos cuatro años parecen extremadamente ambiciosas, pues ellas pretenden que el ahorro privado pase de 6,2% del PIB que presenta en los actuales momentos, a 11,3% y que el público lo haga de 8,8% a 9,0%. Adicionalmente, el cumplimiento de las metas, en lo que tiene que ver con el ahorro privado, implicaría que la pronunciada tendencia

negativa que llevó a este a perder 56% de su participación en el PIB en los últimos cuatro años, se convirtiera en una positiva que lo hiciera recuperar, en un período similar, las dos terceras partes de dicha pérdida. El plan no explica como habrá de producirse tan milagrosa recuperación y los instrumentos de captación de ahorro que menciona no son en nada distintos de los que actualmente existen en el sistema financiero y en el mercado de capitales, lo que hace mucho más inexplicables las metas consignadas en tal materia.

El cumplimiento de las metas en la generación de ahorro privado requeriría de la disminución no sólo de los actuales niveles de consumo privado sino también de inversión privada. El descenso de esta última se materializaría indefectiblemente en una menor participación del sector privado en la actividad económica nacional y en el consiguiente debilitamiento de este, posibilidad en la que, estamos seguros, no deben estar interesadas las autoridades económicas.

Esta última inquietud hace parte de los muchos interrogantes que el gobierno deberá absolver con relación a la formulación del plan de desarrollo. El haberme referido a algunos de ellos de manera explícita, no significa, repito, que estemos opuestos a una política orientada a mejorar las condiciones humanas de la población, sino a insistir, como lo han hecho numerosos analistas de la vida nacional, en que dicho mejoramiento debe conseguirse no a través de un incremento del gasto público, sino mediante una racionalización de éste que le imprima la eficiencia de la que tradicionalmente ha carecido. El presupuesto nacional, como lo dice Fedesarrollo, debe ser recuperado como una poderosa herramienta de política económica y, por lo tanto, deben eliminársele las inflexibilidades que lo limitan en la actualidad.

Quiero concluir esta intervención haciendo referencia al crecimiento de la cartera del sector financiero y a algunos aspectos de la competencia entre bancos comerciales y corporaciones de ahorro y vivienda.

Desde los comienzos de 1994 la Junta Directiva del Banco de la República hizo pública su preocupación por el desmesurado aumento del crédito, que consideraba altamente inconveniente para el comportamiento de la economía porque al propiciar un crecimiento de la demanda agregada, produciría una mayor inflación.

La primera medida que la Junta adoptó para enfrentar el problema fue la de controlar, mes a mes, las operaciones activas de los establecimientos de crédito. El efecto de tal medida fue, no obstante, inocuo, porque el crédito continuó expandiéndose prácticamente al mismo ritmo con el que hasta entonces venía haciéndolo. El resultado negativo la obligó a recurrir a la alternativa de estimular un aumento de las tasas de interés del mercado,

buscando con ello que el alto costo del dinero desestimulara la demanda por crédito, la que, para agravar las cosas, se había congestionado mucho más por causa del cierre del endeudamiento externo para el sector privado, que había obligado a numerosos empresarios a suplirlo por crédito interno. Las tasas de interés efectivamente subieron hasta alcanzar niveles tan elevados como los que presentan en la actualidad, cuando no es raro encontrar operaciones de captación en las cuales la tasa pactada llega a superar 40% efectivo anual.

Esta segunda estrategia fue más afortunada, pues el ritmo de expansión de la cartera se moderó, aunque queda por demostrar si tal moderación se ha traducido en una reducción efectiva del crecimiento de la demanda agregada. En efecto, cuando se recurre a altas tasas de interés como medio para conseguir tal objetivo, se corre el riesgo de que los resultados obtenidos sean contradictorios, porque en tales condiciones los sectores productivos, al comprobar que sus programas de inversión son incapaces de soportar los mayores costos del dinero, se ven obligados forzosamente a posponer la ejecución de estos.

El sector consumidor, entre tanto, no encuentra mayor dificultad para enfrentar la situación, pues es de todos conocido que para satisfacer sus necesidades, indispensables o suntuarias, los consumidores no reparan con demasiada frecuencia en el costo del financiamiento del bien que deseen adquirir, pues lo que sustancialmente les interesa es lograr la plena posesión de este. El fruto final puede ser, entonces, el de conseguir una reducción no muy significativa de la demanda agregada y sí un debilitamiento apreciable de la inversión productiva.

Los peligros inflacionarios que entraña un incontrolado aumento de las operaciones de crédito son mayores en la medida en que los recursos financieros generados por ellas se destinen para atender necesidades de consumo y no para financiar programas de inversión productiva. Por eso nos causa una gran alarma el hecho comprobado de que el ahorro puro, que es el que depositan en una institución financiera el profesional medio, el ama de casa, los asalariados y en general el común de la población, esté siendo utilizado, precisamente, para financiar consumo y no inversión.

Efectivamente, desde cuando en 1990 la ley 45 de ese año eliminó el privilegio que tenían las corporaciones de ahorro y vivienda de ser las únicas instituciones financieras autorizadas para remunerar el ahorro a la vista, los bancos comerciales iniciaron una agresiva campaña de captación de recursos de este tipo, que les permitió disputárselos con éxito a las CAV, las que, desde su misma creación, habían sido las depositarias naturales de ellos. Dicha campaña hizo que entre enero de 1991 y septiembre del presente año, el volumen de recursos captados en cuentas de ahorro, que son los instru-

mentos a través de los cuales se canaliza el ahorro puro, hubiera sido de \$1,75 billones para los bancos y de tan solo \$685.000 millones, para las corporaciones, lo que significa que los primeros tuvieron una captación 2,55 veces mayor que las segundas.

La facultad para competir por los recursos del ahorro puro por parte de los bancos no podría, empero, cuestionarse válidamente, porque la competencia que ella acarrea va en beneficio directo de los ahorradores. Lo que sí causa justificada preocupación es que ese ahorro, que las corporaciones prestaban a largo plazo para financiar proyectos de construcción y/o adquisición de vivienda, los bancos los destinen a la concesión, sin restricción alguna, de créditos de corto plazo, que en la mayoría de los casos financian consumo.

Lo mínimo que las CAV, por su lado, podrían esperar, sería el que las reglas de competencia establecidas colocaran a bancos y corporaciones en igualdad de condiciones. La autoridad monetaria así lo ha querido, pero la realidad es la de que, en la práctica, dicha igualdad no ha existido. Prueba de ello se encuentra en la abismal diferencia entre los volúmenes de captación en cuentas de ahorro de bancos y corporaciones que acabo de mencionar y que indican que debe existir una razón especial que ocasione tal diferencia, pues no es explicable su considerable magnitud si se tiene en cuenta que la presencia en el mercado financiero de las CAV es tan importante como la que tienen los bancos comerciales.

En el pasado reciente se había argumentado por parte del Instituto que el desequilibrio competitivo era producido por la baja rentabilidad de los depósitos en UPAC, causada por una corrección monetaria que, frente a permanentes fluctuaciones de las tasas de interés del mercado, prácticamente permaneció estable entre junio de 1993 y septiembre de 1994. En ese período los bancos comerciales tuvieron una captación neta positiva de \$637.000 millones y las CAV una negativa de \$99.000 millones, que comparados arrojan una diferencia en favor de los bancos de \$736.000 millones de pesos. Esta diferencia, sin embargo, tan solo explica una parte muy mínima de la alcanzada en el período enero de 1991/septiembre de 1994, que cité atrás, por lo cual debe concluirse que el referido desequilibrio no es coyuntural sino estructural.

Para muchos la desigualdad de competencia entre bancos y corporaciones proviene de la política financiera que se ha venido aplicando desde la expedición de la ley 45 de 1990, orientada hacia la implantación de la multibanca en Colombia. Una aplicación selectiva de dicha política hizo que las CAV perdieran la protección que tenían en sus operaciones pasivas o de captación de recursos, mientras que en la parte activa, o sea la que tiene que ver con las operaciones de crédito, mantuvieran, en términos generales, la

especialización a la que habían estado sometidas desde su creación, como ha sido la de financiar la industria de la construcción y la compra de vivienda. Los bancos, en contraposición, disfrutaban de facultades que los habilitan para competir por los ahorros, no solo vía tasa de interés sino también con el ofrecimiento a sus ahorradores de servicios crediticios vedados a las CAV, servicios que les otorgan una ventaja competitiva inapreciable.

Coincidiendo con la validez del argumento que acabo de presentar, deseo agregar uno que en mi opinión puede ser el que más significación esté teniendo en el presente. Dicho argumento guarda relación con la facultad exclusiva que tienen los bancos de ofrecer los servicios de cuenta corriente, facultad que les permite establecer una conexión directa entre los recursos depositados en tal clase de cuentas y los captados por intermedio de las cuentas de ahorro. En tales condiciones, los depósitos pueden moverse libremente de un tipo de cuenta hacia la otra y el titular de ellas, a pesar de hacer sus depósitos en cuenta de ahorro, puede girar contra éstos, sin restricción, a través de la cuenta corriente.

Los beneficios son múltiples y mutuos para depositante y banco comercial. El primero, que lógicamente estará interesado en recibir una remuneración por sus recursos, remuneración que antes sólo podían otorgársela las CAV, encuentra ahora la posibilidad de obtenerla en la misma institución en la cual tiene su cuenta corriente, alternativa que no sólo le facilita la administración de su capital, sino que le permite cumplir, con depósitos remunerados, los promedios mínimos que los bancos exigen para el otorgamiento de créditos comerciales.

Los bancos, por su lado, atraen hacia sus arcas recursos que no recibirían si no tuvieran la posibilidad que ahora tienen de remunerarlos, pues en esa eventualidad tales recursos irían a parar a las cuentas de ahorro de las CAV, como ocurría en el pasado. Adicionalmente, pueden retribuir mejor los depósitos en cuenta de ahorro, pues para ellos es muy fácil superar la rentabilidad ofrecida por las CAV que es fundamentalmente la corrección monetaria, dado que dicha corrección, como se sabe, está fijada en 74% de la tasa DTF, tasa esta última que establece el límite de la mayor retribución, pues ella tipifica el costo en que los bancos incurren cuando captan a través de otros instrumentos financieros, principalmente certificados de depósito a término. Como la captación en cuentas de ahorro no acarrea un aumento de los costos operacionales, el diferencial entre la tasa de interés que se reconozca a los recursos depositados en ellas y la tasa DTF, incrementará el margen de intermediación, lo que hace mucho más atractiva la operación para los bancos.

La tesis que acabo de presentar tiene dos objetivos. El primero, reclamar por el establecimiento de unas condiciones de competencia más justas para

las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, porque si se mantienen las actuales no puede garantizarse que ellas puedan conservar indefinidamente el vigor que las ha caracterizado hasta ahora. El debilitamiento de su instrumento estrella de captación, las cuentas de ahorro, ha sido tan pronunciado, que la participación de estas en la estructura general de captación bajó de 81% en junio de 1993 a 61,5% en la actualidad. La restricción de sus operaciones activas, por otro lado, contribuye a hacerlas mucho más vulnerables en la lucha que deben adelantar por la obtención de los recursos financieros del mercado. Esa vulnerabilidad podría producir la paradoja de que la industria de la construcción eventualmente se encontrara frente a la realidad de tener una banca dedicada exclusivamente a suministrarle los recursos financieros que ella requiriera, pero que éstos nunca aparecieran, simple y llanamente porque dicha banca careciera de recursos para prestar.

Las CAV, por su propia voluntad, desean conservar a la industria de la construcción como el objetivo principal de sus operaciones de crédito, entre otras cosas porque el conocimiento tan profundo de ese negocio que han acumulado durante toda su existencia, les otorga ventajas comparativas que sería irracional no aprovechar en una competencia abierta como la que caracteriza hoy al mercado financiero. Pero el cumplimiento de esa función puede estar poniéndose en peligro si no se les concede capacidad para adelantar las mismas operaciones que realizan los otros intermediarios financieros o si, en defecto de ello, no se les extiende una protección efectiva como aquella de que gozaban en el pasado cuando eran las únicas autorizadas para remunerar los depósitos a la vista. Habrá que actuar cuanto antes en este campo, porque no parece prudente continuar indefinidamente con el híbrido que hoy caracteriza su funcionamiento, que ocasiona que sus operaciones pasivas se enmarquen dentro de una banca de tipo universal, mientras que las activas lo hagan en una de tipo especializado.

El segundo objetivo tiene que ver con la urgencia de llamar la atención sobre la inconveniencia de que el ahorro se esté dilapidando en la satisfacción de necesidades de consumo, muchas veces suntuarias, y no en la financiación de la inversión que cree condiciones de desarrollo que se traduzcan, en el mediano y en el largo plazos, en un mejoramiento sostenido del nivel de vida de nuestros compatriotas.

Señor Ministro: Su presencia en este acto nos honra significativamente y es una nueva muestra de la deferencia con la que usted nos ha distinguido desde el preciso momento en que asumió las delicadísimas funciones de dirigir la economía del país. Tal deferencia ya había tenido expresiones reales en su mediación ante la Junta Directiva del Banco de la República para la modificación de la fórmula con la que se calculaba la corrección monetaria, en el acogimiento inmediato que hizo de nuestras observaciones al proyecto

de decreto mediante el cual se autorizó a las CAV a conceder créditos hipotecarios en pesos y en la atención e interés con que ha escuchado algunas otras inquietudes que nos han surgido, como las nacidas de la decisión adoptada por la Junta Directiva del Banco de la República de desmontar paulatinamente la remuneración de los encajes de los depósitos en UPAC. Quiero hacer un público reconocimiento de ello, reconocimiento que acompañe de la correspondiente expresión de gratitud.



Ahorro, política económica y el papel de las Cav

*Por Guillermo Perry Rubio**

Deseo en primer lugar agradecer la invitación que me ha hecho el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda para clausurar este Tercer Congreso Nacional del Ahorro, el cual contó entre sus expositores y participantes a destacados conocedores de la economía colombiana.

A juicio del gobierno, el debate sobre el tema del ahorro que se ha presentado en este congreso resulta de particular importancia en la coyuntura macroeconómica actual. El aumento de la tasa de ahorro en la economía colombiana constituye una de las prioridades de la política económica del gobierno y a ello se han encaminado varias de las medidas de corto y mediano plazos adoptadas en los primeros meses de la administración del presidente Samper.

Introducción

La economía colombiana ha experimentado, desde décadas pasadas, procesos de crecimiento y de diversificación económica superiores al promedio del entorno latinoamericano. En el período más reciente hemos presenciado tasas de crecimiento particularmente elevadas. En 1993 crecimos en 5,3% y este año lo estamos haciendo en una tasa probablemente mayor, lo mismo sucederá en los próximos años. En estos resultados han influido los aumentos en la capacidad productiva generados por el auge reciente de la inversión, la mayor eficiencia vinculada con el proceso de apertura económica y el

* Ministro de Hacienda y Crédito Público.

fuerte impulso originado en la evolución de la demanda agregada, tanto privada como pública, la cual creció el año pasado a una tasa de 11,9% real.

La apertura económica le abrió nuevos espacios al sector privado y le amplió la disponibilidad de recursos al otorgarle una gran flexibilidad para acceder al crédito externo y dotar de alta liquidez al sector financiero. Estos factores llevaron a que el sector privado emprendiera nuevos proyectos de inversión, lo cual es muy positivo, pero al mismo tiempo a que incurriera en un desmesurado incremento de su consumo y, también a que, como lo hemos comentado en diferentes oportunidades, gran parte de la financiación del aumento de la inversión se originó en ahorro externo mientras que el doméstico registró una reducción apreciable.

La sostenibilidad de tasas de crecimiento similares o superiores a las del período reciente, como están previstas en el plan de desarrollo, dependerá en gran medida de la evolución del ahorro doméstico.

Aumento de la tasa de ahorro doméstico

Hasta 1992, Colombia no registró escasez de ahorro. Por el contrario, desde mediados de la década de los años ochenta el país generó excesos, es decir, financió al resto del mundo. Aunque el coeficiente de ahorro no era alto, era suficiente para financiar los niveles de inversión. En contraste, en los últimos años se presentó una caída significativa del ahorro, una recuperación de la inversión y un faltante de recursos en el sector privado que tuvo que ser cubierto con un crecimiento sin precedentes en el flujo de financiamiento. Mientras en las décadas de los años setenta y ochenta el coeficiente de ahorro privado estuvo alrededor de 13% y 14% del PIB, las estimaciones del Departamento Nacional de Planeación lo situaron en 7,2% en 1993 y proyectan una tasa de 6,3% para 1994. La financiación de la mayor inversión se realizó en buena parte mediante expansión monetaria y con la utilización de recursos de financiamiento externo.

De continuar esta tendencia no sólo sería insostenible mantener la reciente dinámica de la inversión sino que la deficiencia de ahorro se convertiría en un obstáculo para el logro de la política anti-inflacionaria y en una presión adicional hacia la revaluación. Alcanzar una economía más próspera, competitiva y justa nos exige realizar una mayor inversión en actividades productivas por parte del sector privado y una mayor inversión social y en infraestructura por parte tanto del sector privado como del sector público. Para esto tendremos que aumentar la tasa de ahorro doméstico y hacer una movilización más eficiente de los recursos mediante una intermediación del sistema financiero mucho más sólida e innovadora.

En el corto plazo, la recuperación de la tasa de ahorro será favorecida gracias a las restricciones al endeudamiento externo y a la política monetaria más estricta que hemos adoptado. El ahorro en el exterior de los recursos excedentarios originados por los altos precios del café y por la bonanza petrolera esperada, tendrán el mismo efecto. Al mismo fin contribuirá también la profundización de la reforma financiera y el mayor impulso que vamos a darle al mercado de capitales con el apoyo de la misión que hemos constituido para el desarrollo de este sector. En el período reciente, además, se han venido consolidando los inversionistas institucionales a través de las sociedades fiduciarias, las sociedades administradoras de los fondos de cesantías, los fondos País y los fondos privados de pensiones, todos los cuales apoyarán el incremento en el ahorro privado.

Quiero señalar que las metas del plan respecto del aumento del ahorro privado realmente no son muy ambiciosas, recuperar los niveles de 11-12% cuando en la década pasada estuvimos en 14% es lo que nos proponemos, especialmente contando con estas nuevas instituciones y las decisiones del gobierno en materia de restricción de gastos del sector cafetero y del sector petrolero, nos deben permitir lograr esta meta con relativa facilidad.

Por otra parte, permítanme hacer algunas aclaraciones sobre las afirmaciones contenidas en el trabajo que presentó ayer Fedesarrollo. Se afirma allí que la restricción al financiamiento externo no es el "camino más apropiado" para aumentar el ahorro y que "la forma más transparente y eficiente es aumentar el recaudo de impuestos, particularmente de aquellos de naturaleza indirecta... y eliminar las múltiples exenciones que fue necesario otorgar en los últimos años para que los proyectos de reforma tributaria se convirtieran en leyes de la República".

Debo aclarar que las medidas de control al endeudamiento externo que hemos adoptado, de las cuales se excluyó el endeudamiento para inversión y para exportaciones, se tomaron en primera instancia para evitar la presión excesiva sobre la oferta de divisas y, por consiguiente, sobre la tasa de cambio. En este sentido, el propósito de estas medidas fue fundamentalmente el de la estabilización macroeconómica de corto plazo y no el aumento del ahorro. Sin embargo, la restricción al endeudamiento externo, si bien no es sustituto de políticas estructurales, sí ayuda, a nuestro juicio, a controlar el crecimiento desmesurado del consumo y en consecuencia a aumentar la tasa de ahorro.

En términos muy sencillos, lo que pasó con el auge del endeudamiento externo del sector privado en este último año fue que las empresas colombianas que estaban acostumbradas a financiar sus necesidades de capital de trabajo en el sistema financiero doméstico, se volcaron, las que podían, al crédito externo, aún si no lo lograban a través de los bancos que les traían

esos recursos. Entonces los bancos se volcaron al financiamiento externo. Esa fuente se debía restringir.

El mismo Fedesarrollo muestra que el auge de la demanda agregada de los últimos años, y en particular el rápido crecimiento del consumo, ha estado vinculado a la amplia disponibilidad de recursos financieros de origen interno y externo. El título del estudio del centro de investigación es particularmente sugestivo en este sentido: "Ahorro en declive, financiamiento en auge". Por simple simetría del argumento, una menor disponibilidad de recursos financieros externos debe contribuir a desestimular el exceso de consumo y a inducir mayor ahorro.

En cualquier caso, comparto plenamente con Fedesarrollo la idea de que un mejoramiento en la posición financiera del sector público es fundamental para el aumento del ahorro nacional. El gobierno es plenamente consciente de ello y está actuando de conformidad con este principio.

Desde inicios de este gobierno tomamos la decisión de cambiar la tendencia que se venía presentando en el gasto público. Los pagos efectivos de la Tesorería General de la República registraban hasta finales de julio un incremento de 71,6% respecto al de los mismos meses del año anterior. Este gobierno recortó apropiaciones presupuestales y reprogramó la ejecución de algunos proyectos, de manera que, no sólo abrimos espacio a la ejecución de los programas prioritarios gubernamentales sino que, reduciendo este acelerado crecimiento a 26,3% en estos últimos cinco meses respecto al mismo período del año pasado, al final del año los giros registrarán un incremento de 47,6%.

Para 1995 estamos comprometidos con la Junta Directiva del Banco de la República a generar un superávit de 0,7% del PIB y a hacer un esfuerzo adicional, que lleve el superávit hasta 1,2% del PIB, en el caso en que el desempeño de las distintas variables económicas demuestre que ello es necesario para el logro de las metas de inflación y la estabilidad de la tasa de cambio real.

Para los años subsiguientes, tal como se prevé en el plan de desarrollo, el gobierno tiene previsto mantener un manejo responsable de las finanzas públicas, con superávit persistente en el sector público consolidado, consistente con los objetivos macroeconómicos. Teniendo en cuenta las ambiciosas metas que tenemos en materia de aumento de la inversión pública en el sector social, será necesario un esfuerzo muy fuerte en términos de control a los otros gastos del gobierno y de aumento en los recaudos tributarios. Para esto último, comparto nuevamente con Fedesarrollo la idea según la cual es mucho lo que podemos lograr mediante controles a la evasión, eliminación de exenciones y mejora en la eficiencia del recaudo.

Así mismo, el gobierno se ha propuesto proporcionar un marco coherente para que los recursos públicos se inviertan de manera ordenada, y se garantice el máximo impacto sobre la población definida como beneficiaria del gasto social. Para ello se fortalecerán, y ya lo hemos hecho en el presupuesto de 1995, los mecanismos orientadores del gasto territorial, como el de la cofinanciación de proyectos entre el gobierno nacional y las regiones.

Por otra parte, la productividad del gasto público mejorará, especialmente en las entidades que más lo necesitan: aquellas llamadas a ejecutar los programas sociales. El resultado de todo será que la ciudadanía obtenga cada día más del Estado, en términos de bienes y servicios, en relación con los recursos que ella entrega bajo la forma de impuestos, contribuciones y tarifas.

Las perspectivas de las CAV y el impacto de las medidas recientes

En Colombia hemos presenciado un ascenso importante en la intermediación financiera. En efecto, los activos y pasivos de los establecimientos de crédito han crecido a tasas muy superiores a las del PIB nominal, 43% y 41% respectivamente, según los reportes a septiembre pasado de la Superintendencia Bancaria. El ahorro financiero susceptible de ser transferido a los diferentes agentes de la economía pasó de representar 23% del PIB a mediados de la década de los años setenta a 33,7% en 1992 y según estimativos preliminares a 41,5% en 1994. La contrapartida de este comportamiento ha sido el aumento de la cartera del sistema financiero, que en los últimos dos años ha crecido a tasas anuales cercanas a 50%.

Parte importante de la intermediación financiera es realizada por las CAV. Si bien en 1970 los bancos tenían prácticamente todo el control del ahorro institucional en el país, con la creación del sistema UPAC, las CAV pasaron de intermediar cerca de 1% en 1972 a más de 10% en 1973 y a cerca de 30% en la actualidad.

La alta intermediación financiera que han realizado las CAV se ha constituido en un motor para la economía, al ser la principal fuente de financiación de que dispone el sector de la construcción. Actualmente aportan 85% de estos recursos mientras que a comienzos de la década anterior representaban 68%, tal como lo mencionó Guillermo Gómez Estrada en la reciente Asamblea de Camacol.

El UPAC y las CAV han permitido que la financiación de largo plazo para el sector de la construcción se haya consolidado en nuestra economía, a diferencia de lo que sucede en otros sectores productivos, que siguen dependiendo de los recursos de corto plazo. El sistema de crédito hipotecario de las CAV fue concebido como un instrumento esencial en la estrategia de desarrollo y en la política del sector de vivienda y construcción.

La intermediación de las CAV seguirá siendo un elemento importante en el crecimiento de nuestra economía. La disponibilidad de recursos de las CAV permitirá que el sector de la construcción continúe su proceso de expansión. En 1994 hemos observado que las expectativas de los constructores, medidas a través de las licencias de construcción, indican la continuidad de esta dinámica. El área aprobada creció hasta septiembre 17%, según las cifras de Camacol.

Más allá de las preocupaciones coyunturales, relacionadas con el comportamiento del crédito y de las tasas de interés, las estadísticas de créditos aprobados por las CAV durante este año muestran que no se ha presentado escasez de recursos. La cartera de créditos de estos establecimientos creció en términos nominales hasta la primera semana de noviembre en cerca de 52% anual.

A través del año, el sistema ha contado con las captaciones y la recuperación de cartera necesarios para desembolsar créditos por cerca de \$1,6 billones entre enero y octubre de 1994, cifra que equivale a un incremento de 35% respecto al mismo período de 1993. Así mismo, la relación entre los préstamos desembolsados y los aprobados ha sido este año de 83%, superior a 73% de 1993.

Ante el nuevo papel del Estado en el sector financiero y la promoción de la competencia generados desde 1990, las CAV enfrentaron dificultades debido a que las restricciones existentes las situaban en desventaja frente a otros establecimientos de crédito. Por esta razón, la Junta Directiva del Banco de la República y el gobierno nacional han adoptado medidas tendientes a eliminar las limitaciones en el régimen de crédito hipotecario que implicaban una intervención innecesaria del Estado y afectaban su competitividad.

En septiembre pasado, la Junta del Banco adoptó una nueva fórmula para el cálculo de la corrección monetaria, ligándola a la DTF y por lo tanto, a la evolución del mercado. Esta modificación buscó garantizar la disponibilidad de recursos para colocación de créditos de vivienda ya que con la fórmula anterior, que estuvo vigente entre mayo de 1993 y septiembre de 1994, el UPAC estaba perdiendo su competitividad ante otros instrumentos de captación financiera.

Las CAV pueden ahora recuperar la competitividad perdida en relación con los ahorradores, al poder remunerar a tasas atractivas los depósitos en UPAC. Se eliminó así la paradoja que consistía en que la primera tasa diseñada en Colombia para mantener el valor real del ahorro había terminado siendo la única que no podía responder cabalmente a las condiciones del mercado.

Pese a las dificultades que les imponía la rigidez de la fórmula de corrección monetaria vigente hasta el pasado mes de septiembre, las CAV

recompusieron en muy corto tiempo y de manera muy hábil su estructura de captación e impidieron una pérdida significativa de su participación en el mercado de los cuasidineros. El cambio en la estructura de captación de las CAV se reflejó principalmente en la menor participación de los recursos de cuentas de ahorro, los cuales pasaron de representar 81,4% a 63% del total, mientras que los certificados a término en pesos, que se crearon este año, correspondieron en septiembre a 9,7% de estas captaciones. Aumentó, además, la participación de los certificados a término UPAC y de los depósitos ordinarios.

La agilidad en el proceso de adaptación de las CAV a las nuevas condiciones permitió que entre enero y septiembre de 1994 las utilidades crecieran en términos nominales en 67% respecto a igual período de 1993, mientras que para el resto de los establecimientos de crédito este incremento fue en promedio de alrededor de 28%. Así mismo, a septiembre de 1994, la rentabilidad de su patrimonio fue de 24% mientras que en todo el sistema fue de 15,6%.

Otra medida adoptada con el fin de equilibrar las condiciones de competencia de los diversos establecimientos de crédito fue la referente a la remuneración del encaje. Las autoridades son conscientes del impacto de la medida, pero esta es una coyuntura apropiada para adoptarla, dada la fortaleza que exhibe el sistema. En efecto, la cartera de las CAV, su patrimonio y sus utilidades han venido creciendo a buen ritmo.

El ICAV solicitó a la Junta Directiva del Banco de la República la reducción de los requerimientos de encaje de los depósitos en cuentas de ahorro en UPAC. Desafortunadamente, la situación monetaria no permite atender en el corto plazo esta solicitud. Sin embargo, el gobierno y el Banco de la República monitorearán la evolución de la situación monetaria y procederán, cuando la coyuntura macroeconómica lo permita, a disminuir encajes y tomar otras medidas que sigan aumentando la competencia en el sistema financiero y reduciendo márgenes, tanto por menores costos como por aumentos de eficiencia.

Con el propósito de otorgar a las CAV unas mejores condiciones de competencia en el mercado, en días pasados expedimos un decreto que autoriza nuevas operaciones, amplía las posibilidades de financiación en pesos y contribuye a diversificar las alternativas de financiación del sector de vivienda y construcción. Si bien este decreto amplía la gama de operaciones en pesos, al permitir el crédito para inversión con hipoteca sobre inmuebles distintos de vivienda y definir como crédito de inversión el destinado a educación tecnológica y superior, la idea no es la de desespecializar a las CAV ni de desmontar el sistema UPAC, como erróneamente lo presentaron algunos medios de comunicación.

En efecto, las CAV quedaron autorizadas para realizar en pesos las mismas operaciones que tradicionalmente venían celebrando en UPAC, las cuales en su mayoría financian al sector de la construcción y vivienda. Lo que hace la norma es ampliar las opciones de financiación de este sector, a través de las CAV, sin desmontar el sistema UPAC.

El gobierno no tiene interés en acabar la especialización de las CAV en el financiamiento de la vivienda y de la construcción en general, precisamente porque considera que es necesario allegar recursos suficientes para estos propósitos. También tiene claro que la presencia de otros establecimientos de crédito en el segmento de crédito hipotecario para vivienda es complementario del esfuerzo financiador de las CAV y está en disposición de nivelar las condiciones de todos los intermediarios que actúen en aquel mercado, eliminando los sesgos competitivos y las distorsiones que aún existen.

Por otra parte, las CAV dispondrán de nuevos instrumentos para acceder a recursos líquidos, como es el de la titularización de la cartera hipotecaria, que está siendo regulado actualmente. Así mismo, el gobierno se encuentra estudiando medidas complementarias, tales como el leasing para vivienda y el desarrollo de la fiducia inmobiliaria de garantía, que además de aumentar las fuentes de recursos, amplía la gama de financiación del sector de construcción y vivienda. Estas medidas, en todo caso, requieren una cuidadosa evaluación, particularmente en lo que concierne a la protección de los usuarios del crédito, para que las opciones creadas, siendo sostenibles para las CAV, no resulten excesivamente onerosas.

Finalmente, estoy seguro de que con las medidas que hemos adoptado, las CAV, que se han caracterizado siempre como uno de los segmentos más dinámicos e innovadores del sistema financiero, cumplirán con su compromiso de financiar en forma amplia las necesidades del sector de la vivienda y, en general, el de la construcción y seguirán, de esta manera, contribuyendo a la generación de empleo y al desarrollo económico colombiano.