

Alberto Melo

División de Investigaciones Económicas Federación Nacional de Cafeteros de Colombia. Bogotá.

Fragilidad financiera y fuga doméstica de capitales en el sector productivo colombiano. (1970-1984)

Lecturas de Economía, No. 29. Medellín, mayo-agosto de 1989. pp. 51-118.

Resumen. Se examina la crisis financiera que padeció Colombia en 1982 y sus repercusiones en la economía del país, a partir de una premisa básica: las crisis financieras tienen como causa fundamental el comportamiento financiero de las empresas productivas y de dos hipótesis centrales: la primera señala que entre 1970 y 1982 la economía colombiana pasó de una estructura financiera relativamente fuerte a una cada vez más frágil y la segunda plantea que, en el período de análisis, el comportamiento financiero de las empresas no financieras condujo a una fuga doméstica de capital (respecto a sus usos productivos y hacia circuitos financieros domésticos).

Abstract. This paper examines the financial crisis which took place in Colombia during 1982 and its effect in the economy of the country. As a starting point, the paper establishes a basic principle: the financial crisis having as a main cause the financial behaviour of the productive companies; it also establishes two main hypothesis: the first one saying that between 1970 and 1982 colombian economy changed from a relatively strong financial structure to one that became increasingly weak. The second one acknowledging that during the analyzed period the financial behaviour of the non-financial firms led to a domestic capital mobility (in relation to its productive uses and towards financial domestic fields.)

* Agradezco los comentarios de José Antonio Ocampo y Eduardo Lora a una versión previa de este artículo. Agradezco también a María Cristina Peña por su eficiente desempeño como Asistente de Investigación.

—Introducción, 53. —I. Ganancias y gasto exógeno: el punto de vista macroeconómico, 56. —II. Fragilidad financiera y crisis, 62. —III. Fuga doméstica de capitales e inversión productiva, 103. —Bibliografía, 116.

INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es contribuir a la comprensión de la crisis financiera que sacudió a la economía colombiana en 1982 y cuyas manifestaciones se prolongaron hasta el período más reciente bajo la forma de crisis del sistema financiero.

Se parte de la premisa según la cual la causa fundamental de las crisis financieras en las economías contemporáneas yace en el comportamiento financiero de las empresas productivas, razón por la cual este último debe constituir el objeto central del análisis.

Para interpretar el proceso que desembocó en la crisis de 1982, se proponen dos hipótesis básicas relativamente independientes, pero, a la vez, complementarias. La primera establece que, en el transcurso del período que va de 1970 a 1982, la economía colombiana experimentó el tránsito de una estructura financiera relativamente robusta en sus empresas productivas a

Medellín, mayo-agosto 1989

una estructura de creciente fragilidad, la cual, finalmente, desembocó en una situación insostenible y dio origen a la crisis de 1982. Esta primera hipótesis propone una división del período 1970-1984 en tres fases según el tipo de conducta financiera que predominó en las unidades productivas. En la primera fase (1970-1974) prevaleció el comportamiento de cobertura y sobre esta base las empresas exhibieron una estructura financiera robusta. En la segunda fase (1976-1980; se ignora el bache recesivo de 1975) predominó el comportamiento especulativo y la estructura financiera de las empresas devino frágil y con tendencia a la inestabilidad. En la tercera fase (1981-1983) pasa a dominar el comportamiento financiero de tipo Ponzi con lo cual la estructura financiera de las empresas se hace insostenible y la crisis inevitable.

La anterior hipótesis está inspirada en las formulaciones del economista norteamericano Hyman Minsky. La noción de que en la teoría minskyana de las crisis financieras se encuentra un paradigma de interpretación apropiado para comprender los desarrollos del frente financiero de la economía colombiana, en el período que nos ocupa, no es nueva. Dicha noción se encuentra, por ejemplo, en Montenegro (1987), Misas (1987) y Caballero (1987). Sin embargo, la teoría de Minsky ha tenido dos curiosas vicisitudes en su recepción por parte de los economistas colombianos. En primer lugar, aunque investigadores como los mencionados ven de una manera meridianamente clara que la hipótesis minskyana de la inestabilidad financiera arroja luz sobre los desarrollos financieros recientes, les sucede que se detienen ante el umbral de la demostración empírica de la pertinencia de dicha teoría, *sin transponerlo*. No existe hasta el momento, un estudio detallado del material empírico que permita mostrar cómo los comportamientos financieros de los agentes productivos, reflejados en ese material, son comprensibles a la luz de la hipótesis de la inestabilidad financiera. Curiosamente, cuando uno de los mencionados trabajos (Misas, 1987) aborda el examen del material empírico, lo hace empleando un paradigma distinto, cual es el de Adrian Wood (1975). En segundo lugar, existe la tendencia, sobre todo en Montenegro y en Caballero y Avella, a concentrar el análisis sobre las instituciones financieras. A veces da la impresión de que estos autores creyeran que la hipótesis de la inestabilidad financiera se refiere principalmente a la inestabilidad de los intermediarios financieros. No es difícil demostrar, por contraste, que, en el marco teórico de Minsky, la cuestión de la estabilidad financiera se refiere principalmente al comportamiento financiero de las *empresas productivas*. Aunque con ello se

incurra en una cierta simplificación, es apropiado afirmar que en el esquema de Minsky la variable independiente es el comportamiento financiero de las firmas productivas y la variable dependiente es el de los bancos.

Por medio de la demostración de la primera hipótesis, este trabajo se propone llenar el vacío existente de una aplicación empírica *detallada* de la hipótesis de la inestabilidad financiera para la economía colombiana en el período 1970-1984. Para el efecto, se lleva a cabo una utilización *intensiva* de las cuentas financieras de la economía colombiana elaboradas por el Banco de la República (a veces denominadas cuentas de flujos de fondos). También se acude a la información provista por los balances y estados de pérdidas y ganancias correspondientes a las sociedades vigiladas por la Superintendencia de Sociedades.

Una vez se explique el concepto minskyano de comportamiento especulativo resultará transparente que, en dicho concepto, el énfasis está puesto sobre las operaciones financieras pasivas de las empresas. Esto, por cuanto el interés de Minsky se centra en la validación de la estructura de deuda de aquellas. Sin embargo, es bien sabido que también puede presentarse comportamiento especulativo por parte de los diversos agentes económicos en el terreno de las operaciones financieras activas. Este tipo de comportamiento se presenta cuando los agentes económicos adquieren activos financieros motivados por la búsqueda de ganancias de capital eventuales que resultarían de aumentos en los precios de tales activos. Es el tipo de comportamiento al cual hace referencia, por ejemplo, la ya famosa hipótesis keynesiana de la demanda especulativa de dinero.

La segunda hipótesis de este trabajo tiene por objeto, precisamente, el comportamiento de las empresas en materia de operaciones financieras activas. La hipótesis en cuestión parte de la constatación de que las empresas no financieras dedicaron, en el período que nos ocupa, una proporción sustancial de sus recursos a las inversiones financieras de portafolio a expensas de la inversión productiva en capital fijo. Los fondos destinados a la inversión de portafolio llegaron incluso a superar a la inversión en capital fijo en el período 1977-1980. Sobre esta base factual nuestra segunda hipótesis afirma que el comportamiento financiero de las empresas en el lado activo del balance condujo a una verdadera *fuga doméstica de capital*. Se trata, literalmente, de una huida del capital *respecto de sus usos productivos*, en primer lugar. Se trata, en segundo lugar, de una fuga doméstica –a

Medellín, mayo-agosto 1989

diferencia de la conocidísima fuga hacia el exterior- por cuanto en ella los recursos involucrados fluyeron hacia los circuitos financieros *domésticos*.

Teniendo en cuenta la argumentación de Ocampo (1988), se debe aceptar que aquella fuga interna de capitales es, en parte, un efecto del debilitamiento previo de la inversión privada que, hacia mediados de la década del setenta, era ya un fenómeno que había echado raíces, debido a que la interrupción del proceso de sustitución de importaciones había estrechado considerablemente las oportunidades de inversión. Empero, nuestra hipótesis sostiene que el aludido comportamiento de las empresas productivas en sus operaciones financieras activas, en el período de interés (y, sobre todo, en 1977-1980), fue un factor adicional de desestímulo a la inversión productiva).

Con el fin de sentar las bases teóricas para interpretar el desarrollo financiero del período 1970-1984, el segundo capítulo se dedica a repasar los puntos de vista de Minsky acerca de: 1) la relación entre las ganancias, los componentes exógenos del gasto y la validación de la estructura de deuda de las empresas, y 2) la significación macroeconómica de esta relación. El capítulo no se limita, sin embargo, a la presentación de los planteamientos de Minsky al respecto sino que también desarrolla una aplicación empírica de los mismos al caso colombiano. El tercer capítulo se dedica a demostrar la hipótesis arriba enunciada referente a las tres fases (de estructura financiera robusta, de creciente fragilidad y de crisis abierta, respectivamente) por las cuales atravesó el desarrollo financiero del sector productivo, en el período 1970-1984. Finalmente, el cuarto capítulo examina el fenómeno de la fuga doméstica de capitales y su relación con la inversión productiva.

I. GANANCIAS Y GASTO EXÓGENO: EL PUNTO DE VISTA MACROECONÓMICO

La hipótesis de la inestabilidad financiera establece que tanto las deudas contraídas por las empresas como los gastos realizados en el pasado en la adquisición de activos de capital requieren ser validados por las ganancias obtenidas en el presente. Si las ganancias brutas son suficientemente grandes de tal manera que cubren los compromisos de pago de las deudas y, además, permiten la recuperación de la inversión, se dice que la estructura de deuda vigente y las decisiones pasadas de inversión son validadas. Las

ganancias constituyen el eslabón crítico con la variable tiempo. El grado en el cual las ganancias presentes validan las decisiones tomadas en el pasado afecta las expectativas de largo plazo y, por esta vía, la inversión presente y las decisiones referidas a su financiación; esta inversión presente y decisiones financieras afectan, a su vez, los parámetros dentro de los cuales se tomarán las decisiones futuras.

La formulación minskyana de la hipótesis de la inestabilidad financiera aborda la cuestión de la determinación de las ganancias desde el punto de vista macroeconómico. Para su resolución recurre a la teoría de Kalecki, cuyo enunciado fundamental es aquel según el cual todo el gasto macroeconómico *neto*, exceptuando el gasto de consumo de los asalariados, necesariamente se transforma en ganancias para los capitalistas. Se puede demostrar que en una economía abierta, con un sector público no despreciable, en la cual los receptores de ganancias dediquen una parte de ellas al consumo y los asalariados ahorran una parte de su ingreso, la ecuación que determina la masa total de ganancias toma la siguiente forma:

$$G^* = I + DF - DBP - aS + bG^* \quad (2.1)$$

donde G^* es el flujo de ganancias, I es la inversión, DF es el déficit fiscal, DBP el déficit en la balanza de pagos, S el ingreso salarial total, a es la propensión marginal al ahorro de los asalariados y b la propensión marginal al consumo de los receptores de ganancias. De (2.1) se desprende que

$$G^* = \frac{1}{1-b} (I + DF - DBP - aS) \quad (2.2)$$

Bourgnignon y Leibovich (1984) muestran que, en la economía colombiana, existe una relación positiva entre consumo y salarios reales, lo cual refleja una baja propensión a ahorrar por parte de quienes perciben ingresos salariales. A la luz de este resultado parece razonable simplificar las cosas diciendo que, en un país como el nuestro, las ganancias dependen fundamentalmente de la suma de la inversión, el déficit fiscal y el superávit en la balanza de pagos, es decir, de lo que en los modelos keynesianos sencillos se denomina el gasto exógeno.

Un ejercicio empírico simple habla a favor de la anterior hipótesis. Cuando se corre una regresión cuya variable dependiente es el resultado neto

Medellín, mayo-agosto 1989

(RN) de cada ejercicio anual para las sociedades registradas en la Superintendencia de Sociedades y cuya única variable explicativa es el gasto exógeno (GX) se obtienen los siguientes resultados¹:

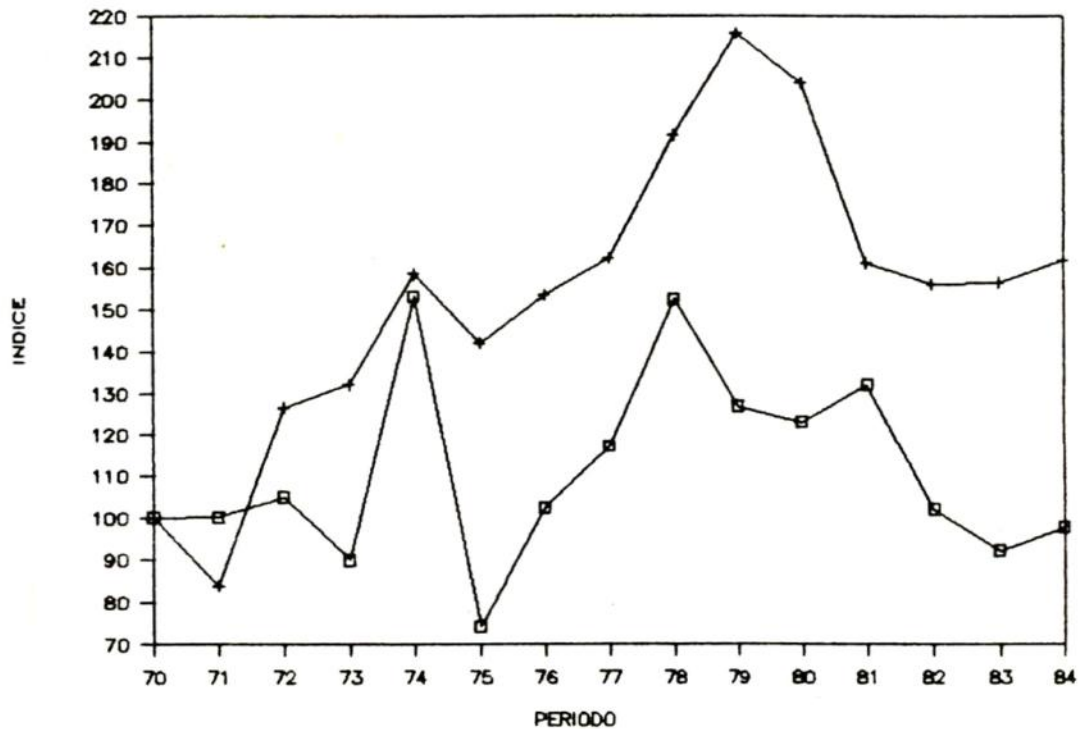
$$\begin{aligned} \text{RN} &= 0.13 \text{ GX} \\ &\quad (30.58) \\ \text{R}^2 &= 0.960; \text{D.W} = 1.88 \end{aligned}$$

Se obtiene una perspectiva enriquecedora para el análisis de las relaciones entre gasto exógeno y ganancias cuando se lleva a cabo el ejercicio consistente en graficar la evolución de las dos variables en términos reales. Los resultados aparecen en el Gráfico 1 y son, en verdad, instructivos desde varios puntos de vista. En primer lugar, se aprecia que hay un grado importante de movimiento conjunto entre las dos variables, lo cual habla a favor de la hipótesis macroeconómica de determinación de las ganancias o inspirada en Kalecki. En segundo lugar, es bien interesante ver cómo el desempeño de la economía colombiana en el período 1970-1984 se puede leer, de una manera concentrada, tanto en la curva del gasto exógeno como en la de las ganancias netas de las unidades de producción que constituyen el núcleo de la economía formal del país. En ellas se puede distinguir, de una manera nítida, las tres fases por las cuales atravesó la economía en el mencionado período de quince años. Así, la tendencia general de las dos curvas es creciente en el subperíodo 1970-1974, el cual, como es bien sabido, corresponde a la fase de crecimiento acelerado que sobrevino como consecuencia del auge de las exportaciones menores y del gran dinamismo de la inversión en dichos años. También muestran las curvas, aunque con intensidades desiguales, el bache recesivo de 1975, causado por el efecto combinado de la recesión internacional con el impacto depresivo de la reforma tributaria de 1974 y de otras medidas antiinflacionarias². Muestran también, a continuación, la fase de crecimiento moderado (1976-1980),

1 Kalmanovitz y Tenjo (s.f.) conducen un ejercicio empírico de regresión para probar la misma hipótesis. Sin embargo, al utilizar como variable dependiente el excedente bruto de explotación de las Cuentas Nacionales tienden a caer en el error metodológico de correr una regresión sobre una identidad. Para evitar esto, aquí se utiliza como variable dependiente un agregado que es sólo una parte del excedente bruto de explotación y cuya fuente de información es distinta a las Cuentas Nacionales.

2. Ver Perry (s.f.), p. 2.

Gráfico 1 Resultado neto y gasto exógeno



jalonada por la bonanza cafetera. Hacen evidente, finalmente, la recesión que se inició en 1981 y de la cual no se había salido al finalizar 1984.

La utilidad principal del gráfico 1, para los propósitos de este trabajo, reside en que permite llevar a cabo una primera lectura "a la Minsky" de la evolución de las ganancias como uno de los determinantes fundamentales de la cambiante situación financiera de las empresas productivas. Al fijar la atención sobre la curva del resultado neto real de los ejercicios anuales, se observa que esta variable presenta dos fases de crecimiento sucesivas de 1970 a 1974 y de 1975 a 1978, sólo alteradas por el bache recesivo de 1975. La tasa de crecimiento anual promedio para el período 1970-1974 fue de 8.9%. Cuando se considera el intervalo 1970-1978 (incluyendo la fuerte caída de 1975) la tasa de crecimiento promedio es del 4.8% anual. Lo anterior permite avanzar la hipótesis según la cual, con alta probabilidad, el flujo de ganancias reales de las empresas productivas entre 1970 y 1978 fue suficiente para validar su estructura de deuda.

Medellín, mayo-agosto 1989

Continuando el análisis del comportamiento de la curva de ganancias se encuentra que, tras haber alcanzado un punto máximo local en 1978, la variable en cuestión empieza a descender. Inicialmente, para el período 1979-1981, el descenso no es pronunciado y más bien se debe hablar de un estancamiento a niveles relativamente altos desde el punto de vista histórico. Esta última circunstancia permite conjeturar que, si el endeudamiento no hubiese estado creciendo a lo largo de estos años, el proceso de validación habría continuado sin obstáculos. Sin embargo, puesto que el endeudamiento creció rápidamente (fenómeno que se documenta empíricamente más adelante) el estancamiento de las ganancias en el período en cuestión permite colegir que estos años han debido presenciar un creciente deterioro y fragilidad de la estructura financiera.

El Gráfico 1 también arroja luz sobre cómo las raíces de la crisis financiera se encuentran en los desarrollos acaecidos en el sector real de la economía y esto en un *triple sentido*: en primer lugar, en un sentido keynesiano, en cuanto la tremenda caída en la demanda agregada conduce a una contracción notable del producto y del ingreso del sector real de la economía, lo cual trae como consecuencia que las empresas de este sector empiecen a incumplir con los intermediarios financieros. Este tipo de conexión es el que aparece en la mayoría de los estudios sobre el tema y es ampliamente aceptado. Una buena presentación de ella para el caso de la crisis financiera colombiana de 1982 se encuentra en Montenegro (1987).

La segunda dimensión pertinente para el análisis de la relación entre la evolución del sector real y la evolución financiera es una de inspiración kaleckiana. Aquí cabe insistir sobre el hecho de que la evolución de las ganancias sigue, de una manera general, la evolución del gasto exógeno, de tal manera que cuando éste crece aquellas también tienden a crecer y cuando el primero desfallece, las segundas se debilitan. Esta conexión se resume en la tesis según la cual el gasto exógeno ejerce un efecto estabilizador (o desestabilizador según el caso) sobre las ganancias. A veces se presentan desfases, sin embargo. Así, el gráfico muestra cómo las ganancias llegan al pico más alto en 1978, mientras que el gasto exógeno alcanza el valor máximo en 1979. Por contraste, el desplome hacia la crisis se da primero en el gasto exógeno (con la gran caída posteriormente a 1980) y luego en las ganancias (para éstas la caída viene después de 1981). La drástica caída de ambas variables da testimonio de la gravedad de la crisis: el gasto exógeno tuvo un descenso acumulado del 27.6% entre 1979 y 1983; la tasa de descenso

promedio después de 1980 fue del 9.3%. El efecto sobre las ganancias fue muy grave: en el punto más bajo de la crisis (1983), las ganancias reales netas fueron inferiores en 7.7% a su valor de 1970. En 1982-1983 la masa de ganancias cayó a una tasa promedio anual de 19.6%.

Existe, además, una tercera dimensión de las relaciones entre los acontecimientos del sector real y la evolución financiera que ha sido menos explorada que las dos primeras. Nos referimos al hecho de que el efecto estabilizador que tuvo el crecimiento sostenido del gasto exógeno entre 1970-1979 –y, sobre todo, en el cuatrienio 1976-1979– vino indisolublemente acompañado por un efecto de signo contrario, desestabilizador, consistente en que *la euforia de la prosperidad* contribuyó a arraigar y generalizar el tipo de *conductas financieras que condujeron a una estructura financiera frágil de las empresas*. Esta es una dimensión de análisis específicamente minskyana. Minsky la desarrolla en sus escritos a propósito del doble papel que cumple un gobierno de gran tamaño relativo. Señala este autor que los déficits en que incurre un gobierno de este tipo son importantes en la estabilización de la economía porque contribuyen a estabilizar los flujos de ganancias al limitar la variabilidad de éstas en el sentido descendente. Pero este efecto estabilizador tiene, sin embargo, implicaciones desestabilizadoras en tanto que, una vez los prestatarios y los prestamistas se dan cuenta de que la probabilidad de que las ganancias caigan ha disminuido, habrá una mayor inclinación por parte de las empresas hacia el endeudamiento como fuente de recursos y por parte de los banqueros una mayor disponibilidad a otorgar nuevos préstamos y a refinanciar las deudas vigentes. Añade Minsky que si los flujos de caja requeridos para validar la estructura de deuda vigente están virtualmente garantizados por los efectos del gasto público sobre las ganancias, se ve estimulada entonces la práctica de financiar las posiciones en activos de capital por medio del endeudamiento. Estas observaciones sobre el papel del déficit fiscal se pueden generalizar y hacer extensivas al conjunto del gasto exógeno del cual aquél es apenas un componente.

Es importante, sin embargo, poner de presente una diferencia decisiva entre el papel estabilizador-desestabilizador del gasto exógeno cuando el elemento dinámico a su interior es el déficit fiscal de un gobierno de gran tamaño y el papel del mismo agregado macroeconómico cuando su componente más dinámico es un superávit en la balanza de pagos. En el

Medellín, mayo-agosto 1989

primer caso, el déficit fiscal es un instrumento de política que, por definición, puede ser manejado por las autoridades internas. En el segundo caso, el superávit en la balanza comercial depende, en gran medida, de procesos de la economía mundial sobre los cuales un país pequeño no tiene ningún control. En este orden de ideas Minsky (1982) señala, por ejemplo, que el Japón es una economía abierta altamente vulnerable:

las empresas manufactureras japonesas utilizan una buena dosis de endeudamiento para financiarse y exportan una proporción grande de su producción. Cualquier retroceso en el superávit de la balanza comercial japonesa conducirá al fracaso en la validación de las deudas, a menos que se acompañe de una explosión del déficit del gobierno (p. 43).

El carácter vulnerable de un proceso de validación de deudas que descansa sobre los flujos de ganancias derivados de un superávit en la balanza comercial es todavía mayor cuando el superávit es el resultado de un auge transitorio de las exportaciones de un producto primario. Si en el caso japonés, el hacer depender la validación de las deudas del buen suceso de las exportaciones ha demostrado ser una experiencia exitosa, esto tiene que ver con el hecho bien conocido de que se trata de todo un modelo de desarrollo basado en la conquista de relaciones de competitividad muy sólidas y de largo plazo. En la coyuntura de la bonanza cafetera colombiana de los años setenta la euforia de endeudamiento y especulación, que se estudia en mayor detalle más adelante, fue, por el contrario, el producto de un choque aleatorio del lado de la oferta (las heladas del Brasil), un típico fenómeno de corto plazo en el inestable mercado mundial del café.

II. FRAGILIDAD FINANCIERA Y CRISIS

La hipótesis que aquí se desea comprobar señala que, en el transcurso del período que va de 1970 a 1984, la economía colombiana experimentó el tránsito de una estructura financiera relativamente robusta de sus empresas productivas a una estructura financiera frágil y, posteriormente a una crisis financiera de conjunto. De acuerdo con esta hipótesis se pueden distinguir tres fases en el desarrollo de la estructura financiera del sector productivo, a saber: una primera fase, caracterizada por una estructura financiera relativamente robusta, la cual va de 1970 a 1974; una segunda fase (1976-

1981) marcada por el desarrollo de una estructura financiera de creciente fragilidad³ y una tercera fase de crisis financiera abierta (1982-1983).

1. Una estructura financiera robusta (1970-1974)

El período 1970-1974 fue uno de crecimiento sostenido de la economía colombiana. El PIB real creció a una tasa promedio de 6.5%, superior al promedio histórico. Se trata, en realidad, como lo anota Tenjo (1987), de la última fase de un ciclo económico más largo que se inició en la década de los años sesenta y se alimentó del auge en la economía mundial. Aunque la inflación se aceleró, introduciendo con ello un factor potencial de inestabilidad, el período puede caracterizarse, usando la terminología minskyana, como uno de tranquilidad relativa.

Desde el punto de vista de la estructura financiera de las empresas, la tranquilidad se materializa en una estructura financiera robusta. Este tipo de estructura financiera se caracteriza por el predominio de una *conducta de cobertura* por parte de las empresas. Se trata de una conducta en la que predomina la aversión al riesgo. Recibe su nombre precisamente del hecho de que el agente que la practica busca cubrir los riesgos. Por ello, la estructura de deuda característica de esta forma de comportamiento financiero predominan los pasivos de largo plazo y las acciones. Como resultado de esta conducta los flujos de caja (ganancias brutas) esperados en la unidad productiva exceden los compromisos de pago de las deudas contraídas en el pasado, para cada período relevante. En la medida en que los ingresos de caja superan a los pagos de deuda, el valor presente esperado de una unidad económica que practica esta clase de conducta financiera es positivo para cualquier conjunto de tasas de interés finitas⁴.

Una característica del comportamiento de cobertura es el hecho de que el endeudamiento de las empresas se mantiene dentro de límites manejables en

3. Para efectos de esta periodización se ignora el bache recesivo de 1975, sin perjuicio de señalar, que para una serie de indicadores, las tendencias características del segundo período empezaron a manifestarse desde 1975.

4. Ver Minsky (1982), p. 105. Minsky advierte, sin embargo, que la contratación de créditos comerciales de corto plazo para financiar el capital de trabajo es consistente con el comportamiento de cobertura.

Medellín, mayo-agosto 1989

cuanto guarda relación con los ingresos operacionales y las utilidades brutas de las mismas. El predominio de este tipo de comportamiento en las empresas colombianas durante el período 1970-1974 se puede evidenciar, en una primera y reconocidamente burda, aproximación mediante el examen del índice de endeudamiento de aquellas en dicho período. El Cuadro 1 muestra cómo el pasivo total representó menos del 60% del activo total, tanto para las sociedades anónimas manufactureras como para el total de las sociedades anónimas durante el período en cuestión.

Cuadro 1 Índice de endeudamiento en la sociedad anónima. 1970-1984

<u>Período</u>	<u>Manufactura</u>	<u>Total general</u>
1970	42.50	43.90
1971	46.80	47.40
1972	49.00	49.80
1973	52.70	53.70
1974	57.00	57.00
1975	60.00	60.50
1976	61.50	62.10
1977	60.40	61.60
1978	59.40	61.10
1979	63.50	65.10
1980		
1981	69.60	71.10
1982	69.40	71.70
1983	68.96	71.89
1984	68.68	73.73

Fuente: Comisión Nacional de Valores. Informe de Labores 1984-1985.

La hipótesis de predominio de la conducta de cobertura en los años 70-74 se ve apuntalada, adicionalmente, por el peso sustancial mayoritario del endeudamiento de largo plazo en la estructura de los pasivos. Este hecho se puede apreciar en el fenómeno complementario del peso minoritario de la

deuda de corto plazo. Así, el Cuadro 2 presenta la evolución de la razón pasivo corriente/pasivo total para la industria manufacturera. En el período 1970-1974 esta relación es creciente pero dentro de márgenes razonables de seguridad: en todos los casos, los pasivos corrientes representan menos del 36% de los pasivos totales. La impresión de que el endeudamiento de corto plazo se mueve dentro de márgenes de riesgo aceptables se puede confirmar observando en el mismo Cuadro 2 la evolución del cociente pasivo corriente/activo corriente (vale decir, del inverso del coeficiente de liquidez) en los años 70-74 para las sociedades manufactureras. Se encuentra que, en tal período, esta razón es menor o igual a uno, lo cual equivale a decir que el activo corriente es suficientemente grande para cubrir y respaldar el endeudamiento de corto plazo.

Cuadro 2 Indicadores financieros de la industria manufacturera. 1970-1984

<u>Años</u>	<u>Relación pasivo corriente a pasivo total</u>	<u>Relación Pasivo corriente a (Activo corriente - Inventario)</u>
1970	0.281	0.856
1971	0.285	0.866
1972	0.292	0.876
1973	0.339	0.965
1974	0.358	1.081
1975	0.601	0.974
1976	0.589	0.940
1977	0.653	1.086
1978	0.642	1.078
1979	0.658	1.216
1980	0.636	1.215
1981	0.637	1.227
1982	0.611	1.231
1983	0.610	1.222
1984	0.604	1.237

Fuente: Revista Desarrollo y Sociedad, No. 17-18. 1986.

Medellín, mayo-agosto 1989

La evidencia anterior se basa en los balances de las empresas y se refiere a los acervos acumulados (de deuda, de activos, etc.). Para enriquecerla, resulta apropiado dirigir la atención hacia los flujos financieros correspondientes a cada uno de los años del período de interés. En este orden de ideas, es preciso examinar las operaciones financieras en que participaron las empresas y, en particular, los compromisos de deuda que adquirieron. Interesa examinar, con particular atención, los nuevos préstamos de corto plazo, por cuanto, como arriba se sugirió, el menor o mayor peso de los mismos es una medida de cuán cerca o cuán lejos se está del comportamiento de cobertura. El Cuadro 3 presenta la información correspondiente. En la primera columna se tiene la razón entre los nuevos préstamos (tanto de corto plazo como de largo plazo) recibidos por las sociedades no financieras en cada

Cuadro 3 Operaciones de préstamo. Sociedades y cuasisociedades no financieras. 1970-1984.

Años	Préstamos C.P + L.P. a E.B.E.	Prest. C.P. a E.B.E.	Prest. C.P. a Prest (C.P. + L.P)	Prest. C.P. a Tot. oper. Pas.
1970	0.34	0.176	0.514	0.182
1971	0.25	0.094	0.371	0.144
1972	0.33	0.088	0.266	0.116
1973	0.17	0.015	0.092	0.023
1974	0.26	0.131	0.497	0.192
1975	0.21	0.129	0.624	0.241
1976	0.29	0.156	0.546	0.235
1977	0.55	0.216	0.396	0.234
1978	0.48	0.201	0.416	0.221
1979	0.49	0.303	0.617	0.397
1980	0.57	0.332	0.583	0.300
1981	0.44	0.324	0.740	0.374
1982	0.35	0.157	0.447	0.196
1983	0.36	0.186	0.514	0.255
1984	0.23	0.066	0.287	0.091

año y el excedente bruto de explotación del año correspondiente. Este cociente es un indicador de la medida en que el endeudamiento nuevo compromete las ganancias brutas que se están generando en cada período anual. La evolución de este indicador muestra que en el período 1970-1974 los nuevos compromisos de endeudamiento representaron porcentajes inferiores al 34% del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras, llegando a ser sólo el 17% (aproximadamente una sexta parte del excedente bruto) en 1973.

El predominio de la conducta de cobertura, y la consiguiente robustez de la estructura financiera de las empresas, durante los primeros años de la década del setenta es evidente en la marcada prudencia exhibida por aquellas en lo que se refiere a la adquisición de nuevos compromisos de endeudamiento de corto plazo. Una medida de esta conducta prudente es el cociente entre los nuevos préstamos de corto plazo y el excedente bruto de explotación, el cual aparece en la segunda columna del Cuadro 3. Este cociente nunca sobrepasa el valor del 17%, siendo su promedio de sólo 9.6%. Una evidencia adicional, en el mismo sentido, se encuentra al examinar, en la tercera columna del Cuadro 3 la cifra de los nuevos préstamos de corto plazo como proporción del total de préstamos (corto plazo + largo plazo). Con excepción de 1970, año en el cual los préstamos de corto plazo representan un poco más de la mitad de los préstamos totales, la mencionada cifra pone de presente que la deuda de corto plazo tuvo un peso minoritario. En promedio, ella sólo representó el 34.8% de los nuevos compromisos de endeudamiento. En idéntica dirección apunta la evolución de los préstamos de corto plazo como proporción del total de las operaciones financieras pasivas de las empresas, información que aparece en la cuarta columna del Cuadro 3. En todos los años del período 1970-1974 dicha proporción es inferior al 20%, siendo su valor promedio de sólo 13.1%.

Como ya se dijo, Minsky llama la atención sobre la necesidad de comparar los compromisos de pago con los ingresos netos de las empresas cuando se trata de calibrar el tipo de conducta financiera que ellas están practicando en una etapa determinada. Al no disponer de información directa de compromisos de pago de deuda, es preciso buscar un indicador aproximado de la relación entre ellos y los ingresos. Un tal indicador es la razón de pagos efectivos de intereses a ingresos (medidos por el excedente bruto de explotación) cuya evolución aparece consignada en el Cuadro 4. Como puede verse allí, los pagos de intereses en el período 1970-1974 representaron un

Medellín, mayo-agosto 1989

Cuadro 4 Indicador de la relación entre los compromisos de pago de deuda y los ingresos de las empresas. 1970-1984

Años	Pago de intereses 1	Excedente bruto de explotación 2	1/2
1970	4427	22424	0.197
1971	5787	26705	0.217
1972	7092	33439	0.212
1973	9843	44639	0.221
1974	12674	60701	0.209
1975	19513	70085	0.278
1976	25710	95965	0.268
1977	31377	118693	0.264
1978	42397	148195	0.286
1979	54596	185446	0.294
1980	84849	259190	0.327
1981	125070	338301	0.370
1982	169105	430273	0.393
1983	200557	513465	0.391
1984	274811	648561	0.424

Fuente: Revista Desarrollo y Sociedad, No. 17-18. 1986.

porcentaje estable (entre 19 y 22%) y relativamente bajo respecto del excedente bruto de las sociedades y cuasisociedades no financieras. El valor promedio fue de 20.8%. La conclusión es esencialmente la misma cuando se toma el subconjunto constituido por las sociedades anónimas manufactureras y se observa la evolución de los gastos financieros como porcentaje de la utilidad antes de impuestos y gastos financieros, para el período 1971-1974, información que aparece en el Cuadro 5. Con excepción de 1974, año en el cual el porcentaje en cuestión sube considerablemente, los gastos financieros representaron menos del 20% de las utilidades, siendo 19% el promedio para los cuatro años.

Cuadro 5 Sociedades anónimas manufactureras. Gastos financieros como proporción de las utilidades brutas. 1970-1983

<u>Años</u>	<u>Gastos financieros/utilidad antes de impuestos y gastos financieros</u>
1970	13.2
1971	14.7
1972	19.4
1973	28.7
1974	29.9
1975	23.7
1976	22.6
1977	19.2
1978	24.4
1979	37.8
1980	
1981	43.6
1982	73.7
1983	77.7

Fuente: Comisión Nacional de Valores, Informe de Labores 1984-1985.

Si se supone, como es razonable hacerlo, que existe una correspondencia estrecha entre los compromisos de pago y los pagos efectivamente realizados, los anteriores indicadores permiten colegir que, en el período en cuestión, los primeros estuvieron bajo control y no atentaron contra la estabilidad financiera de las empresas.

Otra manera de interpretar el conjunto de la evidencia presentada en los párrafos previos es diciendo que, en el período bajo examen, las ganancias brutas fueron lo suficientemente grande como para validar la estructura de deuda de las empresas y las decisiones pasadas de inversión.

No hay duda de que uno de los factores que contribuyen a validar la estructura de deuda de las empresas en estos años es el nivel relativamente

Medellín, mayo-agosto 1989

bajo de las tasas de interés, el cual, obviamente, aligera el peso del servicio de la misma. De acuerdo con los datos de Carrizosa (1986) la tasa de interés en este período no sólo fue baja (aunque exhibió una tendencia creciente) sino que fue negativa en términos reales.

El efecto del predominio del comportamiento de cobertura de las empresas sobre los mercados financieros es de robustecimiento: decir que la estructura de deuda vigente en las empresas encuentra validación en el flujo de ganancias equivale a decir que los mercados financieros están protegidos de un posible proceso de deflación de la deuda del tipo descrito por Irving Fisher (1933).

2. Auge económico y predominio del comportamiento especulativo (1976-1980)

El período 1976-1980 constituye la fase final del auge económico que había empezado en 1967. La tasa de crecimiento anual promedio del PIB real pasa de 6.5% en el período 1970-1974 a 5.4% en 1976-1980, evidenciando que esta última es una fase de crecimiento más moderado. El componente dinámico del gasto exógeno fue el superávit de la balanza comercial que, como es sabido, se debió principalmente al crecimiento espectacular del valor de las exportaciones cafeteras. Por su parte, el gasto público tuvo un efecto neto de sustracción de recursos en los primeros años del auge (1976 y 1977) como quiera que en ellos hubo superávit fiscal. En los tres años siguientes (1978-1980) la contribución del déficit fiscal fue muy modesta al representar, en promedio, sólo un 4.3% del gasto exógeno. La inversión privada siguió siendo el componente más importante del gasto exógeno pero su crecimiento fue lento en los dos años de la bonanza (la tasa promedio anual fue de 0.8%). En los tres años siguientes, como efecto de la propia bonanza y, posiblemente, en virtud de la operación del mecanismo del acelerador propuesto por Chenery (1952), la inversión creció a un ritmo mayor (10.3% anual para el trienio 1978-1980). Visto en su conjunto, entonces, el período 1976-1980 es uno de prosperidad. Esta habría de tener efectos importantes sobre el comportamiento financiero y la estructura de deuda de las empresas.

La bonanza cafetera constituyó, entonces, el choque externo al sistema macroeconómico que alteró las perspectivas económicas generales al modificar los flujos corrientes y esperados de ganancias en el conjunto de la economía. Interesa ver cómo respondieron los agentes económicos, y

particularmente las empresas, a las nuevas oportunidades de ganancia. En lo que toca a las empresas, el rasgo más acusado de su respuesta fue la intensificación del endeudamiento. El Cuadro 1 muestra un salto en el endeudamiento tanto de las empresas manufactureras como del conjunto de las sociedades anónimas. Así, el índice de endeudamiento de las primeras pasó de un promedio de 49.6% en el período 1970-1974 a uno de 61% en el período 1975-1979. El del conjunto de las sociedades anónimas pasó de 48.7% en el período 1970-1973 a 62.1% en el período 1975-1979. Los bancos comerciales respondieron con una expansión del crédito de la cual da testimonio el Cuadro 6. El cuadro muestra que el saldo de préstamos y descuentos vigentes aumentó 27% en 1976, 43.9% en 1977 y 22.0% en 1978, crecimientos bien por encima de los de la tasa de inflación en los años respectivos. Los préstamos nuevos, por su parte, crecieron el 52% en 1976, el 56% en 1977 y el 29.8% en 1978. Como resultado de esta actividad crediticia, la rotación de cartera se aceleró, aumentando su valor en 94.1% en el período 1976-1980.

Cuadro 6 Crédito y rotación de cartera de los bancos. 1975-1982

Préstamos y descuentos vigentes (Millones \$)	Préstamos nuevos (Millones \$)	Rotación anual
31294	13934	
32745	15233	
36914	19113	
38063	15858	1.85
39826	17200	
40182	16771	
40606	23646	
48652	24102	1.86

Medellín, mayo-agosto 1989

Cuadro 6 (Continuación)

Préstamos y descuentos vigentes (Millones \$)	Préstamos nuevos (Millones \$)	Rotación anual
52925	27086	
57344	29058	
63956	31192	
70029	37722	2.05
70392	34888	
77411	39441	
80583	44386	
85422	48971	2.13
84761	59389	
86978	57510	
90329	59657	2.93
95889	85320	
97036	89353	
103905	96178	
107607	109884	
48061	115278	3.59
15883	66845	
161794	54957	
172450	72313	
211715	97479	1.66
211802	78752	
220013	87980	
240228	97049	
251936	86757	

Fuente: Armando Montenegro "Sector Financiero Colombiano". Ensayos sobre Política Económica. Diciembre 1983, No. 4.

Con todo lo reveladoras que son las cifras del párrafo anterior, sería un error creer que la expansión del crédito generada por el auge económico se agota en los créditos formales y explícitos registrados en ellas. Y esto en un doble sentido. En primer lugar, las mencionadas cifras subestiman el propio crédito bancario, pues no registran los préstamos hechos a través de métodos diseñados para evadir los controles monetarios y que, por lo tanto, no aparecen como tales en los balances. En el período que nos ocupa los métodos más conspicuos fueron los de las compraventas de cartera y las cuentas convenio⁵. En segundo lugar –y esto es todavía más importante– una de las características de las fases de auge económico y financiero es la expansión del crédito por parte de agentes prestamistas distintos a los bancos⁶. En el caso colombiano, y para el período que nos ocupa, este fenómeno se evidencia en la información del Cuadro 7 acerca de la composición porcentual del crédito a las empresas por tipo de préstamo y por clase de prestamista, elaborada con base en las Cuentas Financieras. Entre los distintos agentes prestamistas interesa, sobre todo, mirar el peso relativo de los préstamos hechos a las empresas por parte de los hogares y de las otras empresas pues es allí donde se concentra el desarrollo de nuevos instrumentos de crédito que tienden a suplir las limitaciones del sistema bancario formal. Obsérvese, entonces, que en 1976, año inicial del auge, el 16.2% de los préstamos de corto plazo a las empresas no financieras fueron otorgados por otras empresas no financieras. En lo que se refiere a los préstamos de largo plazo el 61% de ellos fueron concedidos por los hogares y por otras firmas, en proporciones prácticamente iguales. En 1977 el 55.8% de los de largo plazo fueron dados por los mencionados agentes. En 1978, el 34.5% de los préstamos de corto plazo provinieron de otras firmas y el 71.4% de los préstamos de largo plazo fueron recibidos de los hogares (61.2%) y de otras firmas (10.2%). En 1979 el crédito otorgado por los hogares y las firmas representó el 43.4% de los préstamos de corto plazo y el 57.3% de los de largo plazo.

El mayor endeudamiento de las empresas desató una dinámica que habría de conducir a una modificación de la mezcla de conductas financieras de las empresas. Si en el período de tranquilidad financiera había predominado la conducta de cobertura, en la renovada fase de prosperidad

5. Ver por ejemplo, Montenegro (1982).

6. Al respecto ver, por ejemplo, Kindleberger (1978), p. 16.

Cuadro 7 Composición porcentual por tipo de préstamo y clase de prestamista.
Préstamos corto plazo

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Instit. Financ.	0.760	0.590	0.110	0.854	0.911	0.748	0.694	0.435	0.602	0.396	0.725	0.820	0.377	0.866	0.549
Firmas	0.065	0.008	0.019	0.145	0.088	0.052	0.162	0.330	0.345	0.097	0.186	0.068	0.123	0.028	0.156
Hogares	0.171	0.393	0.778				0.228			0.337		0.086	0.272	0.065	0.249
Gobierno	0.005	0.002			0.001	0.001	0.110	0.001		0.001	0.002	0.025	0.055	0.041	0.046
Resto mundo			0.090			0.199	0.033		0.053	0.170	0.086		0.174		

Préstamos largo plazo

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Instit. Financ.	0.427	0.393	0.401	0.245	0.158	0.474	0.168	0.249	0.229	0.149	0.378	0.086	0.304	0.436	0.150
Firmas	0.251	0.037	0.210	0.128	0.368	0.196	0.305	0.380	0.102	0.216	0.019	0.118	0.108	0.222	0.250
Hogares	0.065	0.393	0.150	0.328	0.099		0.306	0.188	0.612	0.357	0.229	0.190	0.150	0.062	
Gobierno	0.004	0.001	0.082	0.053	0.066		0.036	0.026	0.057	0.029	0.039	0.115	0.031	0.214	
Resto mundo	0.253	0.178	0.158	0.246	0.308	0.329	0.184	0.153		0.247	0.335	0.492	0.407	0.066	0.600

Fuente: Cuentas Financieras Banco de la República. Cálculos propios.

que nos ocupa empieza a crecer la proporción de empresas que practican un comportamiento financiero especulativo. Entiéndese por tal una forma de conducta en la cual, como resultado de una mayor propensión al endeudamiento, los flujos de caja derivados de la utilización de los activos productivos se rezagan respecto de los compromisos de pago sobre las deudas contraídas (intereses más amortización del capital), pero, sin embargo, los ingresos brutos exceden la porción de los compromisos de deuda representada por los intereses y, además, los ingresos esperados, en el largo plazo, exceden los compromisos de pago esperado. Una unidad de producción que enfrenta esta situación necesita refinanciar sus deudas para cumplir sus compromisos de corto plazo. La dimensión especulativa de este comportamiento yace precisamente en la expectativa de que se va a disponer de refinanciación para salvar las dificultades de corto plazo. El déficit de corto plazo que se genera en las finanzas de la unidad especulativa se debe, principalmente, a que ella ha elevado su endeudamiento de corto plazo de tal manera que el principal de las deudas vencidas excede la recuperación del capital invertido en los períodos iniciales de operación. La situación de déficit es, sin embargo, temporal y, por definición, la unidad especulativa enfrenta un horizonte de largo plazo en el cual, como resultado de la maduración de las inversiones, se espera llegar a una situación de superávit en el flujo de caja que permitirá sanear la situación financiera.

La hipótesis según la cual, en los años iniciales del período de prosperidad que nos ocupa, la situación financiera de las empresas se desplazó hacia el predominio de la conducta especulativa se puede documentar empíricamente examinando la evolución del endeudamiento de corto plazo de las empresas. Las cifras de la primera columna del Cuadro 2, relativas al cociente pasivo corriente/pasivo total, tomado del balance de las sociedades manufactureras, revelan, en efecto, que hubo un salto dramático en el endeudamiento de corto plazo de estas empresas, en el período de auge. Este cociente pasa de un valor promedio de 0.311 en el período 1970-1974 a un promedio de 0.629 en el período 1975-1979, lo que significa que las deudas de corto plazo pasaron de representar el 31.1% de todos los pasivos al 62.9%, es decir, duplicaron su participación porcentual. Por su parte, la relación pasivo corriente/activo corriente salta de un valor promedio de 0.929 para el período 1970-1974 a un valor promedio de 1.059 en el período 1975-1979, lo cual evidencia que, debido al crecimiento de los pasivos corrientes, el activo corriente pasó a ser insuficiente para cubrir dichos pasivos.

Medellín, mayo-agosto 1989

Las cuentas financieras también reflejan el doble fenómeno de mayor endeudamiento y peso creciente de los compromisos de corto plazo. Así, la primera columna del Cuadro 3 muestra que el total de los nuevos préstamos contraídos por las empresas no financieras, que, en el período 1970-1975 había representado, en promedio, el 26% del excedente bruto de explotación de cada año, pasó a representar el 52.3% de dicho excedente en el período 1976-1980. Los nuevos préstamos de corto plazo, en particular, pasaron de ser el 10.6%, en promedio, del excedente bruto de explotación de cada ejercicio anual, en el período 1970-1975 a representar un promedio de 26.3% del excedente en el cuatrienio 1977-1980 como se puede ver en la segunda columna. Cuando se considera el cociente nuevos préstamos de corto plazo/ (nuevos préstamos de corto plazo + nuevos préstamos de largo plazo), que es el objeto de la tercera columna del cuadro, se encuentra que ésta pasa de un valor promedio de 0.348 en el período 1970-1974 a uno de 0.530 en el período 1975-1980. La cuarta columna, la cual nos da la razón de los nuevos préstamos de corto plazo al total de nuevas operaciones financieras pasivas para cada año, permite calcular el porcentaje promedio que los primeros representaron respecto de los segundos en el período 1970-1974, a saber, 13.1%, y compararlo con el porcentaje promedio correspondiente al período 1975-1980, que fue 27.1%; permite también reiterar, por esta vía, el hallazgo de una mayor propensión de las empresas hacia el endeudamiento de corto plazo en el último de los dos períodos aludidos.

Esta preferencia por los préstamos de corto plazo de lado de la demanda, que crecía a medida que se arraigaba la conducta financiera especulativa en las empresas, se refleja también en el lado de la oferta.

Esto puede apreciarse en el cambio de la estructura de plazos del crédito total vigente para la industria otorgado por los intermediarios financieros institucionales. Como se puede ver en el Cuadro 8, hay un cambio definido en el orden de magnitud de la participación del crédito de corto plazo dentro del crédito vigente a partir de 1976. Mientras que la participación promedio en el período 1970-1975 había sido de 28.47%, en 1976, el primer año de la bonanza cafetera, esta participación se trepa al 43.74%, un alza de más de 15 puntos porcentuales y sigue creciendo hasta llegar prácticamente a 50% en 1980.

Cuadro 8 Participación por estructura de plazos de los créditos vigentes. 1970-1980. (Porcentaje)

Año	Créditos vigentes		
	Corto plazo	Mediano plazo	Largo plazo
1970	30.95	28.19	40.86
1971	27.21	28.03	44.76
1972	21.00	24.84	54.16
1973	27.51	21.87	50.62
1974	31.89	20.70	47.41
1975	32.26	21.24	46.50
1976	43.74	21.40	34.86
1977	45.83	26.06	28.11
1978	46.01	27.40	26.59
1979	47.59	25.53	26.88
1980	49.94	26.98	23.08

Fuente: Ricardo Chica A. "La Financiación de la Inversión de la Industria Manufacturera Colombiana. 1970-1980". En *Desarrollo y Sociedad*, No. 15-16. 1985.

Uno de los contrastes más marcados que existen entre el comportamiento financiero de cobertura y el comportamiento especulativo yace en la potencialidad que exhiben las tasas de interés, en uno y otro esquema, para afectar la solvencia de las unidades productivas. En el caso de la conducta de cobertura, dicha potencialidad es nula. Esto por cuanto, *por definición*, cuando se practica esta conducta, el valor capitalizado de los flujos de ganancias brutas excede el valor capitalizado de los compromisos de pago a *cualquier* tasa de interés. En consecuencia, los cambios en esta variable no pueden afectar la solvencia de la empresa en cuestión⁷. En el caso de la conducta financiera especulativa dicha potencialidad existe. En efecto, un alza en la tasa de interés reduce el valor presente de las ganancias brutas futuras y esta reducción es proporcionalmente mayor para los ingresos que

7. C.f. Minsky (1982), p. 25.

están más distantes hacia el futuro. Así, un conjunto dado de flujos de ganancias fechados (futuros) que puede resolverse en un exceso positivo del valor de los activos sobre el valor de las deudas a unas tasas de interés suficientemente bajas puede también, por contraste, resolverse en una diferencia (o exceso) negativo cuando la tasa de interés relevante sobrepase un cierto umbral. Se opera, entonces, lo que Minsky denomina una *reversión del valor presente* de los activos de la empresa (que es, claro está, el valor de la empresa). Esta reversión de un valor presente positivo a un valor presente negativo, que, por supuesto implica un *cambio dramático* en la situación financiera de la unidad que la sufre, le puede suceder a una empresa comprometida en la conducta financiera especulativa, pero nunca a una empresa que practique el comportamiento de cobertura.

En virtud de lo anterior, a medida que aumenta la proporción de empresas dedicadas a la práctica de la conducta financiera especulativa, la economía se torna crecientemente sensible a las variaciones de la tasa de interés.

La intersección entre las tasas de interés y la situación financiera de las empresas no es, sin embargo, una relación unidireccional. No se limita, en modo alguno, al efecto, que se acaba de señalar, de una posible reversión (o inversión) del valor presente neto de las empresas. Una vez el alza en la tasa de interés transforma la estructura financiera de las empresas tornándola más frágil, la nueva situación de éstas genera un efecto de reacción sobre las tasas de interés, el cual se explica a continuación. Cuando las empresas son colocadas a las puertas de una reversión en su valor presente neto o cuando esta reversión se opera de una manera definida⁸ la necesidad de mantener abiertas las líneas de crédito vigentes o de que se le abran nuevas líneas de crédito, en muchos casos para poder pagar los intereses de las deudas viejas, es sentida con una urgencia extrema. Las empresas cambian su pauta de comportamiento frente al crédito, de tal manera que están dispuestas a pagar por los nuevos fondos tasas de interés más altas que las que antes pagaban. Como es bien sabido, la traducción al lenguaje técnico de esta nueva pauta de

8. Caso en el cual hay un cambio en la conducta, o postura, financiera y la empresa de que se trata pasa a ser una unidad de tipo Ponzi, concepto que se explica detalladamente más adelante.

comportamiento se lleva a cabo diciendo que la función de demanda de crédito de la empresa se vuelva más inelástica respecto de la tasa de interés.

Es posible conjeturar, entonces, que, cuando la fragilidad de la estructura financiera de las empresas llegó un cierto punto de desarrollo, en virtud de la generalización del comportamiento especulativo, también debió operarse el cambio hacia una mayor inelasticidad de la curva de demanda. Además, a medida que se generalizó y arraigó la conducta especulativa debieron operarse nuevos (y probablemente, continuos) desplazamientos de la curva de demanda hacia arriba. El resultado de la acción combinada y acumulativa de estos efectos –o al menos, de la mayoría de ellos– fue el rápido y sostenido crecimiento de la tasa de interés en el mercado de dinero de corto plazo a partir de 1977 hasta llegar en 1980, a su punto más alto en las últimas dos décadas. El Cuadro 9 presenta la evolución de la tasa de interés nominal y de

Cuadro 9 Tasa de interés en el mercado de dinero. 1970-1983

<u>Años</u>	<u>Tasa de interés doméstica</u>	<u>Tasa de interés doméstica</u>
1970	13.28	6.56
1971	16.43	1.68
1972	15.55	1.45
1973	20.28	-3.93
1974	30.43	2.70
1975	23.75	4.96
1976	22.38	-2.80
1977	22.93	-4.93
1978	25.85	6.74
1979	36.53	5.18
1980	41.53	11.88
1981	35.68	7.08
1982	37.78	11.29
1983	37.25	17.51
1984	34.63	13.80

Fuente: Revista Desarrollo y Sociedad, No. 17-18, 1986.

Medellín, mayo-agosto 1989

la tasa de interés real. Nótese que la primera aumentó en más de 18 puntos en el período 1977-1980 y, lo que es aún más significativo, la segunda pasó de -2.80 a 11.88%.

En la medida en que crecía la proporción de empresas que practicaban la conducta especulativa, el sector real se hizo más vulnerable a los incrementos en la tasa de interés. Los incrementos en la tasa de interés aumentan los costos financieros y disminuyen el valor presente neto de los activos de las empresas y de los flujos futuros esperados de ganancias brutas. Visto el proceso en su conjunto, sin embargo, la validación de la estructura de deuda prosiguió sin mayores problemas hasta 1978 al compás del flujo de caja creciente de las empresas. Después de 1978, empero, hubo un leve descenso y un posterior estancamiento en las ganancias como se documentó en el capítulo anterior. Este estancamiento en las ganancias en la parte final del período bajo examen tuvo un doble efecto: por una parte, debilitó la capacidad de las empresas para cumplir con los compromisos de pago de deudas, deteriorando aún más la estructura financiera de ellas. De otro lado, empeoraron los términos bajo los cuales las empresas recibían refinanciación y esto trajo consigo nuevos aumentos en las tasas de interés. El proceso de inestabilidad financiera adquirió entonces, una dinámica acumulativa, tendió a autorreproducirse y a desarrollarse en una escala cada vez más amplia.

Un fenómeno que es, a la vez, causa y efecto de los desarrollos arriba expuestos y que, en cierto sentido, los resume todos, es la nueva tendencia que exhibe la relación entre los compromisos de pago y las ganancias brutas, de la cual, como ya hemos dicho, contamos con un indicador bruto en la razón de los pagos efectivos de intereses al excedente bruto de explotación que se exhibe en el Cuadro 4. Mientras que los pagos de intereses habían representado, en promedio, el 20.8% del excedente bruto de explotación en el período 1970-1974, saltaron a un promedio del 26.3% en el trienio 1975-1977 y siguieron creciendo hasta representar en 1980 un porcentaje del 32%, es decir, casi una tercera parte del excedente bruto de explotación. En este cambio en el peso de los compromisos de deuda debe verse el reflejo de un desplazamiento en masa de las empresas desde una conducta de cobertura hacia una postura especulativa. En el caso de las sociedades manufactureras este fenómeno se manifiesta (ver Cuadro 10) en la evolución de la razón de los intereses pagados a las utilidades obtenidas en cada ejercicio anual. En el período de tranquilidad financiera (1970-1974) dicha razón tuvo un valor

Cuadro 10 Composición del valor agregado industrial (Porcentaje)

Años	Salarios	Utilidades	<i>Gastos generales</i>				Razón Utilidades a interés
			Total	Interés	Gastos de representación y otros	Depreciación	
1970	35.9	40.8	23.2	4.5	6.4	12.3	9.07
1971	34	42.1	23.8	6.6	6.5	12.1	6.38
1972	34.6	39.7	25.5	5.9	7.1	12.5	6.73
1973	34.4	37.2	28.3	7	8.1	13.2	5.31
1974	31.2	40.6	27.8	7.5	7.6	12.7	5.41
1975	33.2	36.9	29.4	8.9	7.3	13.2	4.15
1976	33.8	35.3	29.7	8.7	8.2	12.8	4.06
1977	34.3	29.3	33.9	9.2	10.8	13.9	3.18
1978	38.2	20.3	38	8.8	15.5	13.7	2.31
1979	35.2	29.8	32.5	8.6	11.7	12	3.47
1980	35.1	25.1	38.7	10.2	16.3	12.2	2.46

Fuente: Comisión Nacional de Valores, Informe de Labores (1984-1985)

promedio de 15.6%. En la parte inicial del período de auge (1975-1977) se elevó a 26.6%. En el trienio 1978-1980 saltó a 37.6%.

Minsky señala que una de las características de las unidades de producción que practican el comportamiento especulativo en períodos de euforia es el hecho de que incrementan sus operaciones en activos líquidos y, en consecuencia, los saldos de estos activos en sus carteras. Tanto aquellas operaciones como estos saldos alcanzan un mayor volumen que los correspondientes a las empresas que practican el comportamiento financiero de cobertura. La evidencia colombiana apoya esta hipótesis. Así, si se examinan los datos de las cuentas financieras se puede constatar que las operaciones en activos líquidos por parte de las sociedades no financieras se incrementaron sustancialmente durante el período de auge que nos ocupa. Para los propósitos de este trabajo las operaciones en activos líquidos se definen como la suma de las operaciones activas en medios de pago, en depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda y en títulos de corto plazo. El Cuadro 11 permite ver que la razón del valor de este tipo de operaciones al

Medellín, mayo-agosto 1989

valor de las operaciones (pasivas) de financiación fue, en promedio, de 0.089 para el período 1970-1974 y se elevó a 0.132 en el trienio 1977-1979, el cual, por toda la evidencia disponible, es la fase de mayor prevalencia del comportamiento especulativo.

Cuadro 11 Sociedades y cuasisociedades no financieras.
Relación de operaciones de activos líquidos a operaciones pasivas de financiación. 1970-1984

<u>Años</u>	<u>%</u>
1970	0.047
1971	0.089
1972	0.062
1973	0.130
1974	0.118
1975	-0.005
1976	0.111
1977	0.171
1978	0.095
1979	0.131
1980	0.077
1981	0.095
1982	0.158
1983	0.105
1984	0.135

Fuente: Cuentas financieras, Banco de la República.

En lo que se refiere a la participación de los activos monetarios en la cartera, el Cuadro 12 nos da una medición aproximada del fenómeno. Este cuadro muestra la evolución del efectivo mantenido por las sociedades manufactureras como una proporción del pasivo total. En éste, como en otros indicadores, se evidencia un salto entre su valor promedio en el período de tranquilidad (1970-1974), que fue 21.6%, y el valor promedio en el período 1976-1980, que fue 58.6%, lo cual contribuye a confirmar la hipótesis minskyana presentada arriba.

Cuadro 12 Sociedades manufactureras. Relación efectivo a pasivo total

Años	%
1970	0.019
1971	0.021
1972	0.022
1973	0.022
1974	0.024
1975	0.052
1976	0.053
1977	0.062
1978	0.068
1979	0.053
1980	0.057
1981	0.046
1982	0.047
1983	0.048
1984	0.049

Fuente: Comisión Nacional de Valores.

En resumen, el desarrollo más importante del período 1976-1980, desde el punto de vista de la estructura financiera de las empresas, es la combinación de mayor endeudamiento de las mismas, y en particular mayor endeudamiento de corto plazo, con un costo creciente de la deuda. Esta combinación determina que una proporción dominante de las empresas transiten de una conducta (o postura) de cobertura hacia un comportamiento especulativo. La necesidad de refinanciar una deuda creciente trae por resultado un descenso en el valor de las empresas con la consiguiente profundización de su fragilidad financiera y todo este conjunto de fenómenos sienta las premisas para la eclosión de la crisis financiera de 1982. El proceso que a ella conduce constituye el objeto del siguiente capítulo.

Medellín, mayo-agosto 1989

3. Fin de la bonanza y crisis (1981-1983)

Tras haber llegado a su punto más alto en 1979 y haber descendido levemente en 1980, el gasto exógeno real se desplomó cayendo 21.1% en 1981 y 3.2% en 1982 para luego quedarse prácticamente estancado hasta 1984.

Cuando se analiza por separado los tres componentes del gasto exógeno se encuentra que el cambio en la balanza comercial es la causa principal de la drástica caída del gasto exógeno. La balanza comercial transitó inicialmente de una situación de superávit a una de déficit. Luego, este déficit creció rápidamente dando al traste con las perspectivas de ganancia. En 1981 y 1982 la inversión privada real siguió creciendo en términos absolutos aunque en 1982 bajó como proporción del PIB. Sólo vino a disminuir en términos absolutos en 1983. El déficit fiscal creció rápidamente entre 1980 y 1982 y prácticamente se mantuvo en 1983 neutralizando parcialmente las caídas del gasto exógeno y de las ganancias, caídas que hubieran sido mucho mayores en ausencia del déficit fiscal⁹.

La caída en las ganancias, en condiciones en que las unidades de producción ya habían llegado a un grado considerable de fragilidad, las pone a las puertas de la crisis abierta de insolvencia. La pirámide de deudas había venido creciendo y el proceso de validación de las mismas viene ahora a chocar con obstáculos insuperables.

Examinemos, en primer lugar, la evolución del endeudamiento de las empresas en estos años. Volviendo al Cuadro 1, éste nos muestra un nuevo salto en el índice de endeudamiento tanto para las sociedades manufactureras como para el total general de las sociedades anónimas. Si en el caso de las primeras el índice pasó de 61.0%, en promedio, para 1975-1979, a 69.5% para 1981-1982, en el caso de las segundas el salto fue de 62.1 a 71.4%. El que el índice de endeudamiento para el conjunto de las sociedades anónimas fuera de 71.7% en 1982 significa, naturalmente, que un número significativo de empresas sostenía estructuras de deuda que comprometían la casi totalidad de sus activos. Que esto es así lo confirma el hecho de que en una muestra de empresas seleccionada por Figueroa (1984) el 28.5% de ellas exhibía índices de endeudamiento superiores al 80% en 1982 (el 9.5% de la

9 Kalmanovitz y Tenjo (1987, p. 25) también subrayaron este fenómeno.

muestra consistía en empresas con índices de endeudamiento por encima del 90%).

El endeudamiento de corto plazo continúa siendo preponderante como lo pone de presente la relación pasivo corriente-pasivo total que llega a su punto más alto en 1981 y alcanza un promedio de 62.4% en 1981-1982 (ver Cuadro 2). La relación del pasivo corriente al activo corriente sigue colocándose, en este período, por encima de la unidad evidenciando una notoria iliquidez de parte de las empresas o, lo que es lo mismo, poniendo de presente que la empresa promedio enfrentaba tremendas dificultades para atender los compromisos de corto plazo. Esto equivale a decir que aquellas firmas con un nivel de endeudamiento por encima del promedio debían estar enfrentando una situación de virtual incapacidad en la referida materia.

Los datos de las cuentas financieras evidencian que el año 1981 presencié la continuación y profundización de las tendencias que venían del período anterior y que llevaron la estructura financiera de las empresas a un punto de máxima tensión. Aunque la proporción de los nuevos préstamos al excedente bruto de explotación descendió respecto del período 1978-1980, casi las tres cuartas partes de ellos (74%) fueron préstamos de corto plazo (ver Cuadro 3), lo cual es congruente con la hipótesis según la cual un contingente importante de empresas estaba practicando el endeudamiento de corto plazo para pagar compromisos previos de deuda. La relación de los nuevos préstamos de corto plazo al excedente bruto de explotación fue la segunda más alta en los quince años que abarca este estudio. Lo mismo se puede decir de la razón de los préstamos de corto plazo al total de las operaciones pasivas.

Al mismo tiempo que crecía el endeudamiento, el costo de servir la deuda se mantuvo alto en 1981. La tasa de interés doméstica real fue del 7.08%, sólo superada hasta entonces por la de 1980 (ver Cuadro 8). En este punto debe traerse a cuento un elemento adicional de análisis que, hasta el momento, hemos tenido al margen. Nos referimos al hecho de que una parte importante de la deuda vigente de las empresas privadas no financieras era con bancos extranjeros. Como lo muestra el Cuadro 13, al finalizar 1980 la deuda privada externa no garantizada por el sector público era de 905 millones de dólares. En 1981, se elevó a 1380 millones de dólares, es decir, creció en 52.5%. Pero no sólo creció la magnitud, ya de por sí elevada, de este endeudamiento, sino también su costo si se tiene en cuenta que tanto la tasa de interés internacional como la tasa de devaluación del peso colombiano

Medellín, mayo-agosto 1989

Cuadro 13 Deuda privada externa. 1970-1984
(Millones de US\$)

Deuda privada directa

Años	Artículo 128	Artículo 131	Artículo 132	Otras	Menos garantizada por sector público	Total
1970	162.0	109.0		82.0	70.0	283.0
1971	228.0	119.0	15.0	71.0	74.0	359.0
1972	292.0	105.0	45.0	64.0	69.0	437.0
1973	273.0	97.0	72.0	58.0	63.0	437.0
1974	211.0	85.0	124.0	62.0	56.0	426.0
1975	276.0	85.0	110.0	53.0	47.0	477.0
1976	284.0	104.0	81.0	53.0	37.0	485.0
1977	267.0	119.0	135.0	49.0	46.0	524.0
1978	275.0	84.0	234.0	40.0	36.0	597.0
1979	299.0	163.0	312.0	41.0	30.0	785.0
1980	338.0	172.0	390.0	49.0	44.0	905.0
1981	645.0	260.0	514.0	57.0	96.0	1380.0
1982	930.0	273.0	621.0	88.0	99.0	1813.0
1983	988.0	296.0	474.0	80.0	86.0	1752.0
1984	957.0	476.0	439.0	78.0	74.0	1876.0

Fuente: Banco de la República, Informe Anual del Gerente. 1984.

aumentaron en 1981 respecto de 1980. En lo que se refiere a esta última, pasó de 7.22% en 1980 a 15.73% en 1981. En lo que respecta a la tasa de interés internacional, debe recordarse que generalmente la tasa de interés cobrada era la interbancaria de Londres más 1.6% o la tasa de préstamos de corto plazo de los bancos norteamericanos a sus clientes preferenciales más 1.5%. Así las cosas, una buena medida del crecimiento de los costos de la deuda privada externa viene dada por el crecimiento de la tasa mencionada en último término. En 1981 esta tasa aún seguía en el proceso ascendente que había empezado en 1976 y precisamente en ese año, llegó al valor promedio más alto de todo el período 1970-1984, a saber, 18.48%.

Paralelamente a todo lo anterior, y como una manifestación de la crisis que ya hervía en estado latente, los flujos de caja de las empresas estaban declinando. Ya se identificó que la fuente macroeconómica del descenso en las ganancias residía en la caída brusca del gasto exógeno. Examinaremos ahora cómo se manifiesta este proceso al nivel de las empresas hacia el año 1981. Si se supone que la razón del resultado neto del ejercicio anual de las empresas al capital fijo es una aproximación razonable a la tasa de beneficio, el Cuadro 14 nos da la evolución de ésta para el período 1970-1984. Obsérvese que la tasa de beneficio aumenta de una manera sostenida en el período 1975-1978, llegando a un valor máximo del 22.1%, casi el doble de lo que fue su valor promedio en el cuatrienio inicial de la década pasada (11.3%). A partir de 1979 la tasa de beneficio cae sistemáticamente, en lo que constituye una demostración palmaria de que las condiciones de prosperidad engendran la crisis. Hacia 1981 la tasa de beneficio ha vuelto a ser prácticamente la misma de principios de la década del setenta, pero con la

Cuadro 14 Sociedades no financieras. Resultado neto del ejercicio anual como porcentaje de capital fijo

Años	%
1970	0.125
1971	0.112
1972	0.107
1973	0.109
1974	0.166
1975	0.142
1976	0.173
1977	0.174
1978	0.221
1979	0.176
1980	0.148
1981	0.117
1982	0.075
1983	0.059
1984	0.045

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

Medellín, mayo-agosto 1989

gran diferencia de que ahora las empresas enfrentan situaciones de endeudamiento sin precedentes en las décadas anteriores.

Otros indicadores disponibles apuntan en la misma dirección. Véase, por ejemplo, el Cuadro 15 donde se presenta la evolución de las relaciones utilidad/activo total y utilidad/patrimonio para una muestra de empresas manufactureras inscritas en la Bolsa de Bogotá. La primera de estas relaciones llega a un punto máximo en 1976, el cual permanece prácticamente sin variación en 1977 y 1978; a partir de 1979 el valor del indicador en cuestión cae y en 1981 es la mitad del valor de 1976. El segundo de los indicadores llega a un valor máximo en 1976-1977 y para 1981 ha caído a un valor (12.4%) que es prácticamente el mismo de 1970.

Cuadro 15 Muestra de las empresas manufactureras inscritas en la bolsa de Bogotá S.A. 1970-1984

<u>Años</u>	<u>Utilidad/Activo total</u>	<u>Utilidad/Patrimonio</u>
1970	7.6	12.3
1971	6.5	11.5
1972	6.2	12.3
1973	6.8	14.5
1974	6.2	14.2
1975	6.1	13.8
1976	7.4	17.3
1977	7.3	17.3
1978	7.3	16.9
1979	5.9	15.2
1980	4.2	12.2
1981	3.7	12.4
1982	-0.8	-2.9
1983	-2.1	-7.5
1984	-2.1	0.1

• Fuente: Carrizosa S. Mauricio. Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia, 1986.

La combinación de un elevado endeudamiento con un alto costo de la deuda y un descenso en las ganancias conduce a reducir, de una manera severa, a capacidad de muchas empresas para cumplir sus compromisos relacionados con el servicio de la deuda. Cuando la situación de tensión y fragilidad financiera creada, alimentada e intensificada por esta combinación de factores llega a un cierto grado de desarrollo se produce una nueva transformación en la estructura financiera del conjunto del sector productivo. Como en la etapa anterior, esta transformación tiene por contenido un cambio en la mezcla de comportamientos financieros. Si en la fase previa había predominado la conducta especulativa y las empresas que seguían practicando la conducta de cobertura habían pasado a ser minoría, ahora en los prolegómenos de la crisis, una proporción sustancial, aunque no necesariamente mayoritaria, de las empresas se desliza hacia la conducta financiera de tipo Ponzi¹⁰. Esta es una clase particular de conducta especulativa que tiene la característica especial de que, en un momento determinado, algunos (si no todos) de los compromisos de pago periódicos que están por vencerse en los meses inmediatos no alcanzan a ser cubiertos por las utilidades brutas de la empresa en cuestión. Las unidades que enfrentan una situación de este tipo deben endeudarse con el fin de pagar los intereses sobre la deuda vigente. Sólo a condición de que se tengan buenas razones para esperar una "bonanza" en el futuro estarán dispuestos los acreedores a hacerse partícipes de un esquema Ponzi de financiamiento por parte de una empresa determinada. Sólo bajo este supuesto sería positiva la diferencia entre el valor presente de las utilidades esperadas en el futuro y el valor presente de los pagos futuros.

Normalmente, la aparición de unidades que practican una conducta Ponzi es un fenómeno que empieza a desarrollarse en la fase de auge. Lo que es

10 El origen de este nombre es explicado por Minsky (1982, p. 70) en los siguientes términos: "Charles Ponzi fue un 'mago financiero' de Boston quien descubrió que, si ofrecía altos rendimientos sobre los 'depósitos' que se le confiaran, podía captar una gran cantidad de depósitos. En tanto la cantidad de depósitos que recibía creció a una tasa más rápida que el "interés" prometido a sus clientes, pudo cumplir sus compromisos por la vía de aumentar su endeudamiento. Una vez los depósitos empezaron a crecer a una tasa más lenta que sus obligaciones de pago de intereses, no pudo cumplir sus compromisos. En la medida en que se utilice el producto del endeudamiento para el pago de intereses (o dividendos), un esquema Ponzi eventualmente se derrumba".

Medellín, mayo-agosto 1989

nuevo en la etapa inmediatamente anterior al estallido de la crisis es que un contingente numeroso de empresas se suma a este tipo de comportamiento. El hecho es que al caer las ganancias, al mismo tiempo que están aumentando los compromisos de pago, una parte de las empresas que se hallaban en una postura especulativa se convierten en unidades de tipo Ponzi con lo cual cambia la mezcla macroeconómica de conductas financieras.

Interesa calibrar cuán agudo era, a la altura de 1981, el deterioro de la capacidad de cumplir los compromisos de pago de deuda, como resultado de la combinación de circunstancias que se ha venido reseñando. Una primera aproximación viene dada por el cociente entre los gastos financieros (incluyendo el pago de dividendos) y la utilidad antes de impuestos y gastos financieros. El Cuadro 5 presenta la información para las sociedades manufactureras. En 1981 la sociedad promedio de esta rama de la economía gastaba el 43.6% de sus utilidades en el pago de intereses y dividendos.

Cuando se mira solamente a los pagos de intereses, con ayuda del Cuadro 4, se ve que la relación de los intereses pagados al excedente bruto de explotación, para el conjunto de las sociedades y cuasisociedades no financieras, pega otro salto en 1981 al colocarse en el 37%.

Empero, como es bien sabido, los promedios siempre ocultan lo que le está pasando a un cierto número de unidades. En este caso, no dejan ver lo que les sucede a aquellas empresas comprometidas en la conducta Ponzi. Por eso es necesario acudir a unas cifras más desagregadas. Para este efecto, se considera la razón de los intereses pagados a la utilidad operacional para las sociedades manufactureras de nueve ramas industriales distintas en 1981. Es razonable suponer que cuando el valor de dicho cociente está por encima de la unidad éste es un síntoma de que las empresas están practicando la conducta Ponzi. El Cuadro 16 muestra que, con excepción de dos (la de papel, imprentas y editoriales y la categoría de otras industrias), todas las ramas industriales presentan al menos un grupo de sociedades (y lo que aquí se calcula son, claro está, promedio de grupos) donde los intereses pagados están por encima de las utilidades operacionales. Así, ya al nivel de desagregación de la rama industrial y todavía considerando las sociedades en su conjunto, se encuentra que en 1981 debía predominar la conducta Ponzi en la rama de textiles, prendas de vestir y artículos de cuero y en la de productos metálicos, maquinaria y equipo. Cuando la desagregación es aún mayor y se extiende al tipo de sociedad, considerando la distinción entre anónimas y limitadas,

Cuadro 16 Sociedades manufactureras. Intereses pagados como porcentaje de la utilidad operacional. 1981

	Total sociedades	Sociedades anónimas	Sociedades limitadas
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	0.44	1.43	1.10
Textiles, prendas vestir y cuero	1.03	1.05	1.07
Madera y muebles	0.54	0.50	u.o.n.
Papel, imprentas y editoriales	0.42	0.42	0.51
Sustancias y productos químicos	0.60	0.65	2.25
Minerales no metálicos	0.60	0.60	1.00
Metálicas básicas	0.61	0.60	1.77
Productos metálicos y maquinaria	1.25	1.35	0.99
Otras industrias	0.39	0.34	n.d.

Fuente: Superintendencia de sociedades
u.o.n.: Las utilidades operacionales fueron negativas
n.d.: No disponible

surge mayor información y es posible identificar una mayor incidencia de la conducta Ponzi. Este es el caso especialmente, de las sociedades limitadas. Por ejemplo, mientras el porcentaje promedio de los intereses pagados respecto de la utilidad operacional para el conjunto de las sociedades de la rama de alimentos, bebidas y tabaco fue de 44%, el promedio para las sociedades limitadas que operaban en esta rama fue de 11%, valor sintomático de un predominio de la conducta Ponzi en este grupo. Se descubre también que las sociedades limitadas que operaban en la industria de madera y mueble tuvieron pérdidas operacionales y que las sociedades de este tipo que pertenecían a las ramas de sustancias y productos químicos; minerales no metálicos; metálicos; metálicas básicas y productos metálicos y maquinaria y equipo hicieron pagos de intereses iguales o superiores a su utilidad operacional. Como se ve, entonces, sólo en la rama de papel, imprentas y editoriales están ausentes los síntomas de la conducta Ponzi.

Frente a la percepción de que un número creciente de empresas están en una situación de insolvencia (o a las puertas de ella) la reacción del sistema bancario es la reducción drástica del crédito. El Cuadro 6 muestra cómo los nuevos préstamos otorgados por los bancos comerciales en 1981 fueron sólo el

Medellín, mayo-agosto 1989

71% de los préstamos nuevos otorgados a lo largo de 1980. Esta renuencia a dar crédito se refleja en el coeficiente de rotación anual de la cartera, el cual cayó de 3.59 en 1.66 en 1981. Por su parte, la matriz de préstamos de corto plazo de las cuentas financieras del Banco de la República muestra un descenso del 7.1% en este tipo de préstamos en 1981 respecto de 1980.

La resistencia a otorgar crédito no se limitó, sin embargo, a los bancos comerciales. Las propias firmas disminuyeron en 49.4% el crédito otorgado a otras firmas y los hogares lo redujeron en 45% respecto de lo que fue su valor en 1979. Las reducciones en el crédito de estos agentes a las empresas se reflejan en que, después de haber otorgado el 43.4% del crédito de corto plazo en 1979, el peso proporcional de sus préstamos se redujo al 15.4% en 1981 (ver Cuadro 7).

El cierre de los canales de crédito es un elemento más que contribuye a tensionar en un grado máximo las estructuras de deuda de las empresas y a acentuar el ya de por sí avanzado grado de fragilidad financiera que exhibía el sector productivo.

Al empezar 1982 el escenario estaba preparado para el estallido de la crisis. La eclosión se podía presentar en cualquier momento y en cualquier lugar del sistema financiero. El 25 de junio el Banco Nacional cerró sus puertas al público y ésta fue la chispa que encendió la pradera. Los rumores sobre quiebras posibles en otras entidades bancarias crecieron como espuma. Se presentó un retiro masivo de depósitos en muchas instituciones financieras, lo cual originó agudos problemas de liquidez. El sector bancario privado experimentó una pérdida notoria de la confianza pública, que se manifestó en la recomposición de los depósitos en favor de los bancos oficiales y en detrimento de los bancos privados. Barajas (1986) menciona que en el año 1982 las instituciones financieras tuvieron pérdidas de 31 mil millones de pesos y que, en conjunto, 81.000 ahorradores estaban siendo afectados por las entidades financieras en peligro.

El Banco Central enfrentó la crisis actuando como prestamista de última instancia. Las operaciones de rescate empezaron con la liquidación de la Financiera Furatena y luego continuaron con la nacionalización de las

siguientes entidades: Banco Nacional, Banco de Colombia, Granfinanciera, Pronta y Comercial Grancolombiana¹¹.

Las operaciones de rescate se extienden al sector real de la economía y toman varias formas: cupos de crédito para sectores específicos (industria siderúrgica, industria textil, empresas de ingeniería), creación del Fondo de Capitalización Empresarial y medidas para facilitar el nuevo endeudamiento externo para capital de trabajo y para facilitar el pago de la deuda externa privada¹².

Interesa ver los efectos inmediatos de la crisis sobre las empresas. Para empezar con el endeudamiento, lo que indican las cifras es que, como debía esperarse, la tendencia hacia un mayor endeudamiento se detiene. Los índices de endeudamiento promedio para las sociedades manufactureras y para el conjunto de las sociedades no sufrieron variaciones importantes en 1982 respecto de 1981: sus valores fueron 69.4% y 71.7% respectivamente (ver Cuadro 1). Para la muestra de empresas considerada por Figueroa (1984), el 30.8% de ellas exhibía, en 1982, índices de endeudamiento superiores al 80% (el 10.3% de la muestra consistía en empresas cuyos índices de endeudamiento estaban por encima del 90%).

Debido principalmente a la renuencia de los acreedores, y en particular de los bancos, a extender nuevas líneas de crédito y a renovar los ya existentes, los nuevos préstamos recibidos por las sociedades no financieras como porcentaje del excedente bruto de ese año caen a 35%, el porcentaje más bajo desde 1977. De ellos, el 44.7% son nuevos préstamos de corto plazo, los cuales representan el 19.6% de las operaciones pasivas de las sociedades no financieras, (ver Cuadro 3), una cifra muy similar a la que se había presentado en 1974 antes del auge especulativo. Aquí se puede ver un indicio de la tendencia a regresar hacia una conducta financiera de cobertura que es uno de los fenómenos característicos del periodo siguiente al estallido de una crisis y una de las manifestaciones a través de las cuales se pone en evidencia el carácter de mecanismo correctivo propio de las crisis económicas.

11 Ver Barajas (1986).

12 Tal vez la explicación más completa de las medidas se encuentra en Misas (1987).

Otra manifestación de la crisis es el hecho de que el pago de intereses como porcentaje del excedente bruto de explotación, llega a su valor promedio máximo para todo el período 1970-1984 (ver Cuadro 4). Aunque no llegó a su valor máximo en 1982 (lo alcanzará en 1983) la relación gastos financieros/utilidad antes de impuestos y gastos financieros pegó un salto espectacular entre 1981 y 1982 (de 43.6% a 73.7%) testimoniando que uno de los efectos inmediatos de la crisis es profundizar, si todavía era posible, las dificultades de las empresas para servir la deuda.

La prevalencia generalizada de la conducta Ponzi en el año del estallido de la crisis se puede documentar utilizando como indicador el pago de intereses como porcentaje de la utilidad operacional. Esta información se presenta, en primer lugar para un número selecto de ramas productivas no manufactureras (ver Cuadro 17), con el propósito de mostrar cuán generalizada fue la crisis y cuán prevalente el comportamiento Ponzi. Se encuentra, entonces, que en ramas enteras de la agricultura, la minería, la construcción, el comercio, los servicios y el transporte los pagos de intereses

Cuadro 17 Sociedades productivas no manufactureras. Intereses pagados como porcentaje de la utilidad operacional. 1982

	Total sociedades	Sociedades anónimas	Sociedades limitadas
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	168	177	134
Agricultura y caza	156	n.d.	n.d.
Silvicultura y extracción de madera	u.o.n.	n.d.	n.d.
Pesca	408	n.d.	n.d.
Explotación de minas de carbón	199	n.d.	n.d.
Extracción de minerales metálicos	u.o.n.	n.d.	n.d.
Extracción de otros minerales	u.o.n.	n.d.	n.d.
Obras hidráulicas	96	n.d.	n.d.
Construcción	326	81	370
Comercio, restaurantes y hoteles	95	99	109
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	u.o.n.	u.o.n.	116
Transporte y almacenamiento	u.o.n.	n.d.	n.d.

* Fuente: Superintendencia de Sociedades

estuvieron por encima (a veces, muy por encima) de las utilidades operacionales. Lo que es todavía más dicente, en cinco ramas las propias utilidades operacionales fueron negativas, es decir, hubo pérdidas.

El Cuadro 18 presenta la información relativa al mismo indicador para todas las ramas (desagregadas a dos dígitos) de la industria manufacturera. Nótese que en la mayoría de ellas es posible identificar grupos enteros de empresas donde los pagos de intereses estuvieron por encima de las utilidades operacionales en 1982. En realidad, sólo en una rama industrial (la denominada "otras industrias") parece razonable pensar que fue pequeño el número de empresas Ponzi¹³. Nótese, incidentalmente, cómo las cifras confirman que, al interior de las sociedades anónimas, fueron las textiles y las siderúrgicas las que enfrentaron una crisis más profunda.

Cuadro 18 Sociedades productivas manufactureras. Intereses pagados como porcentaje de la utilidad operacional. 1982

	Total sociedades	Sociedades anónimas	Sociedades limitadas
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	93	48	147
Textiles, prendas de vestir y cuero	174	203	128
Madera y muebles	44	43	u.o.n.
Papel, imprentas y editoriales	44	40	82
Sustancias y productos químicos	53	58	153
Minerales no metálicos	53	52	u.o.n.
Metálicas básicas	u.o.n.	u.o.n.	184
Productos metálicos, maquinaria y equipos	96	100	92
Otras industrias	45	37	n.d.

Fuente: Superintendencia de Sociedades

13 Un caso que podría prestarse a discusión es el de la industria de papel, imprentas y editoriales. Pero el hecho de que el promedio para el grupo de sociedades limitadas es 82% significa que debe haber un número significativo de empresas individuales para las cuales el indicador debió ser superior al 100%.

En el tipo de análisis que se viene desarrollando en este trabajo un fenómeno que es a la vez causa y efecto de la crisis es la caída en la tasa de ganancia de las unidades de producción. En 1982 la caída de la tasa de beneficio es, en verdad, impresionante como se puede ver por el hecho de que un indicador aproximado de la misma, la relación del resultado neto del ejercicio anual al capital fijo, para las sociedades no financieras, cayó de 11.7% en 1981 a 7.5%. Esta tasa de beneficio representa menos de la mitad de la que prevaleció en promedio en 1979, a saber, 17.6% (ver Cuadro 14).

Un descenso tan brusco en la tasa de ganancia tiene como correlato el hecho de que un número importante de empresas experimenta pérdidas en el correspondiente ejercicio anual. Así, ramas industriales enteras presentan resultados netos negativos cuando se agregan los indicadores del estado de pérdidas y ganancias para todas las empresas que constituyen la rama¹⁴.

Otra evidencia de cuán generalizada fue la situación de pérdidas se encuentra en el hecho de que en la muestra de 14 grandes sociedades no financieras que estudia Carrizosa (1986), siete de ellas, las pertenecientes al grupo A tuvieron pérdidas en los años 1982, 1983 y 1984. Las siete empresas fueron cuatro grandes empresas textiles, la empresa siderúrgica más importante, una empresa del sector de cementos y la aerolínea más grande del país. El resultado de esto es que cuando Carrizosa calcula dos indicadores de rentabilidad para la muestra completa de las catorce empresas manufactureras encuentra que tanto la razón de la utilidad al activo total como la de la utilidad al patrimonio fueron negativas en 1982 y 1983 (ver Cuadro 15).

Pasamos a examinar, a continuación los desarrollos que caracterizaron el epílogo de la crisis, vale decir, los años 1983 y 1984. un primer hecho que hay que resaltar es el que los índices de endeudamiento siguieron creciendo o, en el mejor de los casos, exhibieron sólo leves descensos. Así, el Cuadro 19 muestra que tras de haber caído levemente en 1982, el índice de

14 Las ramas industriales que presentan esta situación son las siguientes: 1) el agregado de las sociedades en la fabricación de textiles, prendas de vestir y cuero y en las industrias metálicas básicas; 2) el agregado de las sociedades anónimas en las industrias de fabricación de productos metálicos, maquinaria y equipo y 3) el conjunto de las sociedades limitadas en las ramas de productos alimenticios, bebidas y tabaco; madera y muebles y productos minerales no metálicos.

Cuadro 19 Total sociedades indicadores financieros. 1981-1984

Años	Indice de endeudamiento	Pasivo corriente/ (Activo corriente - inventarios)
1981	74.27	1.1
1982	72.65	1.14
1983	74.53	1.24
1984	75.77	1.17

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

endeudamiento promedio del conjunto de las sociedades vigiladas por la Superintendencia de Sociedades volvió a presentar una tendencia creciente en 1983 (74.53%) y 1984 (75.77%). La misma tendencia se observa (ver Cuadro 1) en el caso del conjunto de las sociedades anónimas donde el índice mantuvo la tendencia creciente que se había iniciado en 1978. En el año 1982 el índice subió a 71.89% y en el año 1983 a 73.73%. Es en el subgrupo de las sociedades anónimas manufactureras donde se presenta una leve tendencia de descenso al pasar el índice de 59.40% en 1982 a 68.96% en 1983 y a 68.68% en 1984.

Cuando se examina las sociedades de la industria manufacturera por rama se encuentran (ver Cuadro 20) índices de endeudamiento muy altos precisamente en aquellas ramas industriales donde las pérdidas son generalizadas, vale decir, las industrias de fabricación de textiles, prendas de vestir y artículos de cuero; las industrias metálicas básicas y de productos metálicos, maquinaria y equipo.

En lo que respecta al endeudamiento de corto plazo, ya se dijo arriba que la reacción inmediata ante el estallido de la crisis, en 1982, fue la de disminuir la proporción de préstamos *nuevos* de corto plazo respecto al total de nuevos compromisos de deuda. es interesante anotar que esta tendencia se revirtió momentáneamente en 1983. El Cuadro 3 muestra cómo el valor de los préstamos nuevos de corto plazo como porcentaje del total de los nuevos préstamos (de corto plazo más de largo plazo), del total de las operaciones pasivas realizadas en el año y también como proporción del excedente bruto de explotación crecieron en 1983. Así, el proceso de regreso hacia la

Medellín, mayo-agosto 1989

estructura financiera característica del comportamiento de cobertura, que parecía haber empezado en 1982, se detuvo en 1983. Pero en 1984 este proceso parece haber retomado su curso como lo atestigua el que los préstamos nuevos de corto plazo fuesen sólo el 28.7% de todos los nuevos préstamos, sólo el 9.1% del total de operaciones pasivas en dicho año y representasen solamente el 6.6% del excedente bruto de explotación.

Empero, cuando se mira a los indicadores que miden el peso de la deuda acumulada de corto plazo se aprecia cuán lento es el proceso de ajuste hacia una estructura financiera de cobertura, y cuán lejos se estaba aún de ella al finalizar 1984. Así, el Cuadro 2 muestra que el valor de la relación pasivo corriente/pasivo total para la industria manufacturera en 1984 (60.4%) es todavía casi el doble del valor promedio de esta relación (31.1%) para el período de tranquilidad y estabilidad financiera de 1970-1974. El mismo cuadro muestra también que, en lugar de ceder, la relación del pasivo corriente al activo corriente (sustrayendo de éste los inventarios) para la industria manufacturera llega a su valor más alto en 1984 (1.237) indicando que para la empresa promedio, nunca antes los activos corrientes más fácilmente liquidables habían sido tan insuficientes para cubrir los pasivos acumulados de corto plazo.

Al examinar esta misma relación (que corresponde al inverso de la llamada "prueba ácida", utilizada por la disciplina de la contabilidad financiera) para el caso de las distintas ramas industriales se encuentra que el fenómeno de iliquidez para responder a los compromisos de corto plazo es generalizado, como podía esperarse del alto nivel promedio de la relación en cuestión. Nótese que para 1983 todas las ramas industriales exhiben un valor mayor que uno; para 1984 todas, a excepción de una (la categoría residual "otras industrias"), muestran valores mayores que uno (ver Cuadro 20).

Por otra parte, el costo del endeudamiento siguió manteniendo niveles altos en 1983 y 1984. La tasa de interés *real* fue 17.51% en el primer año y 13.80% en el segundo año, niveles sin precedentes en la historia económica reciente del país.

En estas condiciones el peso de los compromisos de pago de intereses respecto de las ganancias brutas aparentemente se mantuvo constante en 1983 y creció en 1984 si se acepta el cociente de pagos de interés efectivos

Medellín, mayo-agosto 1989

sobre excedente bruto de explotación como un indicador aproximado de la primera relación. Así, puede verse en el Cuadro 4 que el último cociente alcanzó el valor promedio de 39.1% para el conjunto de las empresas no financieras en 1983 y el valor aumentó a 42.4% en 1984.

Cuando se observa la relación de los intereses pagados a la utilidad operacional para los grandes grupos de sociedades, considerando todas las actividades económicas (ver Cuadro 21), se encuentra que, a pesar de la contracción en el crédito causada por la crisis, y principalmente como resultado de las deudas acumuladas en el pasado, los pagos de intereses siguieron estando por encima de la utilidad operacional en el conjunto de las sociedades limitadas en 1983¹⁵. En 1984 la situación de la sociedad anónima se mejora pues los pagos de intereses bajan al 83% de la utilidad operacional. Por contraste, la situación de la sociedad limitada se torna más aguda: los pagos de intereses como porcentaje de la utilidad operacional crecen (a 121%). En lo que se refiere a las sociedades manufactureras, 1984 es un año de mejora general del indicador mencionado, como lo muestra el Cuadro 22. Obsérvese que, con la única excepción de la rama de minerales no metálicos, los intereses pagados como porcentaje de la utilidad operacional *disminuyeron para todas aquellas ramas que habían experimentado*

Cuadro 21 **sociedades y cuasisociedades. Relación intereses pagados a utilidad operacional. 1983-1984**
(Porcentaje)

	1983	1984
Sociedad anónima	1.00	0.83
Sociedad limitada	1.12	1.21
Total	0.88	0.79

Fuente: Superintendencia de Sociedades, Boletín Estadístico.

15 El hecho de que el promedio del total de las sociedades esté por debajo de 1.00 se debe a que las 346 sociedades extranjeras y las 80 sociedades varias, que en conjunto, exhibieron un comportamiento más sano, sobre todo las primeras, hacen bajar el promedio general. El valor del indicador para las sociedades extranjeras fue 0.20.

Cuadro 22 Industria manufacturera por rama de actividad. Relación intereses pagados a utilidad operacional. 1983-1984 (Porcentaje)

<u>Sectores</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	0.42	0.46
Textiles, prendas de vestir y cuero	1.16	0.76
Madera y muebles	0.79	0.64
Papel, imprenta y editoriales	0.45	0.46
Sustancias y productos químicos	0.57	0.56
Minerales no metálicos	0.86	0.99
Metálicas básicas	-14.26	1.5
Productos metálicos y maquinaria	1.51	0.98
Otras industrias	0.42	0.39

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

dificultades. Aunque los intereses pasaron a representar el 150% de las utilidades operacionales en la rama de metálicas básicas, al menos las utilidades operacionales fueron positivas por primera vez en varios años.

La anterior mejora relativa del indicador que compara los compromisos de pago de deuda con las ganancias brutas puede ser explicado, en parte, por el hecho de que los datos de 1984 ya no incluyen a un cierto número de empresas que, a lo largo del bienio 1983-1984 habían enfrentado procesos de concordato y liquidación y desaparecido de la escena.

Por otra parte, la crisis sigue haciendo sentir sus efectos sobre la tasa media de ganancia. Así, el indicador de la misma constituido por la razón del resultado neto del ejercicio anual al capital fijo descendió a 5.9% en 1983 y a 4.5% en 1984, es decir, casi a la quinta parte de lo que había sido en el punto más alto de la fase de auge (22.1% en 1978).

Medellín, mayo-agosto 1989

Mirando en conjunto los dos años del epílogo de la crisis financiera –años que son de continuada recesión económica general– es posible afirmar que se caracterizan por las siguientes tendencias:

a) La operación a fondo de los efectos de la crisis. Esta tendencia se manifiesta en el descenso de la tasa media de beneficio, en el estancamiento de la inversión privada real y en el descenso del ritmo de la actividad económica general. En el plano financiero por el alto nivel de la tasa de interés, la contracción del crédito, el deterioro de la cartera de las entidades crediticias y las quiebras de empresas productivas y de instituciones financieras. Los efectos de la crisis se ven amortiguados por la intervención de la autoridad económica a través de las operaciones de rescate ya señaladas.

b) La transición lenta hacia una estructura financiera con un menor peso de las conductas especulativa y Ponzi. Como se anotó arriba este objetivo apenas se estaba alcanzando a vislumbrar en el horizonte al finalizar 1984 y, a decir verdad, no era muy grande lo avanzado hasta entonces en el camino de regreso hacia una estructura financiera con predominio del comportamiento de cobertura. Aunque en el marco de un proceso de recuperación, la estructura financiera de las empresas aún evidenciaba una medida notable de fragilidad.

La lentitud del ajuste de la estructura de comportamientos financieros se debe a varios factores entre los cuales cabe mencionar la profundidad misma de la crisis –la peor en cinco décadas–, su coincidencia con la crisis internacional de la deuda externa, lo cual cerró las posibilidades de acudir a préstamos de emergencia de las instituciones financieras internacionales y, en tercer lugar, a algunos errores de política económica.

Entre los errores de política cabe destacar, en primer lugar, el que en el año del estallido de la crisis no se hubiera respondido con una política monetaria expansiva para contrarrestar las presiones recesivas generadas por el déficit en la balanza comercial. El temor visceral a las políticas de expansión –una característica muy arraigada en la tradición histórica de la forma colombiana de hacer política económica– les impidió a las autoridades económicas responder apropiadamente a la gravedad de la crisis. Al mismo tiempo, aquel programa gubernamental que traía consigo la promesa de una

potencialidad expansiva –el de construcción de vivienda popular– despegó lentamente y la promesa no se pudo materializar.

En segundo lugar, el gobierno no reaccionó con toda la rapidez que las circunstancias imponían en el sentido de cerrar la brecha externa. El hecho es que las importaciones continuaron creciendo hasta principios de 1983 drenando recursos a la demanda agregada. La estrategia que eventualmente se adoptó en 1983, combinando el control de importaciones con una mayor tasa de devaluación, y que demostró ser exitosa, ha debido ponerse en práctica desde 1982.

Finalmente, cuando en 1984 se decidió hacer un gran esfuerzo para reducir el déficit fiscal, el ajuste fue excesivo y contribuyó a debilitar los síntomas de recuperación que se habían insinuado a principios de ese año.

Tomados en su conjunto estos errores de política económica contribuyeron al estancamiento que caracterizó al gasto exógeno real en el período 1982-1984; estancamiento que, como se ha indicado, impidió la recuperación de las ganancias e hizo más aguda la crisis de validación de la estructura de deuda de las empresas.

III. FUGA DOMESTICA DE CAPITALES E INVERSION PRODUCTIVA

El proceso de crecimiento económico se alimenta de la inversión productiva. Para que ésta sea posible, es necesario que las empresas comprometan recursos financieros en la adquisición de bienes de capital. Una parte de los propietarios de la riqueza destinan sus recursos a dicha adquisición porque esperan que la tasa de retorno de la inversión productiva en el largo plazo va a ser más alta que la que podrían recibir si destinaran su riqueza a la inversión en papeles financieros. Sin embargo, la inversión productiva no se puede entender, simplemente, como una entre otras posibilidades de seleccionar activos para la cartera de un agente económico. No es válido creer que es equivalente a la selección de un activo financiero. La inversión productiva requiere que se comprometan recursos en condiciones en que no hay garantía alguna de recibir un rendimiento y, una vez se adquieren los bienes de capital en cuestión, la movilidad del capital es

Medellín, mayo-agosto 1989

pequeño o inexistente: unos recursos líquidos ya se transformaron en activos fijos y el proceso no es fácilmente reversible sin pérdida.

Existe, pues, una diferencia de naturaleza entre la situación del inversionista individual que puede escoger entre distintos papeles financieros (acciones, bonos de empresas privadas, bonos del gobierno, etc.) en función de los rendimientos que ellos ofrecen y una empresa productiva que ya tiene raíces en una determinada actividad y que produce bienes específicos.

Pero no se trata solamente de que la inversión financiera de portafolio y la inversión productiva de las firmas sean de naturaleza distinta. Se trata también de que las dos modalidades pueden ser contradictorias, competitivas entre sí. Para decirlo en los términos de Foley y Lazonick (1986):

los intentos de maximizar el valor de sus portafolios, por parte de los dueños de riqueza, sobre la base de tasas de retorno dadas pueden ser hechos a expensas del compromiso de los recursos financieros para la generación de nuevas oportunidades de ganancia que tendrían impactos positivos sobre el crecimiento económico de largo plazo (p. 2).

El propósito principal de esta parte del trabajo es, precisamente, analizar la interacción entre inversión productiva e inversión financiera en el período reciente del desarrollo económico colombiano. Al respecto, se sostiene la tesis según la cual en el período 1970-1984 las oportunidades de inversión financiera que se abrieron para las empresas sustrajeron un volumen notable de recursos financieros de la inversión productiva. En lo que viene a continuación se hace un esfuerzo, tanto empírico como conceptual, de fundamentar y desarrollar esta tesis.

Parece apropiado examinar, en primer lugar, el comportamiento de la inversión productiva privada en Colombia en el período mencionado. El rasgo más notable de dicho comportamiento es la caída secular sistemática en la inversión privada que se puede apreciar en el Cuadro 23 y en el Gráfico 2. El cuadro muestra que, cuando se toman los promedios de cada quinquenio desde 1960 hasta 1984, la inversión bruta del sector privado no financiero como proporción del PIB ha descendido ininterrumpidamente a lo largo de las dos décadas que van de 1965 a 1984. Así, mientras tal proporción era del 16.6% en el período 1960-1964 pasó a ser de sólo 10.6% en el período 1980-1984. La tendencia es más pronunciada todavía en el caso de la inversión de

Cuadro 23 Indicadores de inversión
(Porcentaje del PIB)

	60-64	65-69	70-74	75-79	80-84
<i>Sector privado no financiero</i>	16.6	16.1	13.5	11.3	10.6
Empresas	n.d.	n.d.	8.0	6.2	5.5
Hogares	n.d.	n.d.	5.5	5.1	5.1
<i>Sector financiero</i>	n.d.	n.d.	0.7	0.4	0.6
<i>Sector privado total</i>	n.d.	n.d.	14.2	11.7	11.2
<i>Sector público no financiero</i>	3.5	5.4	5.5	6.4	8.5
Administraciones públicas	n.d.	n.d.	3.2	3.3	3.9
Empresas públicas	n.d.	n.d.	2.3	3.1	4.6
Total	20.1	21.5	19.7	18.1	19.7

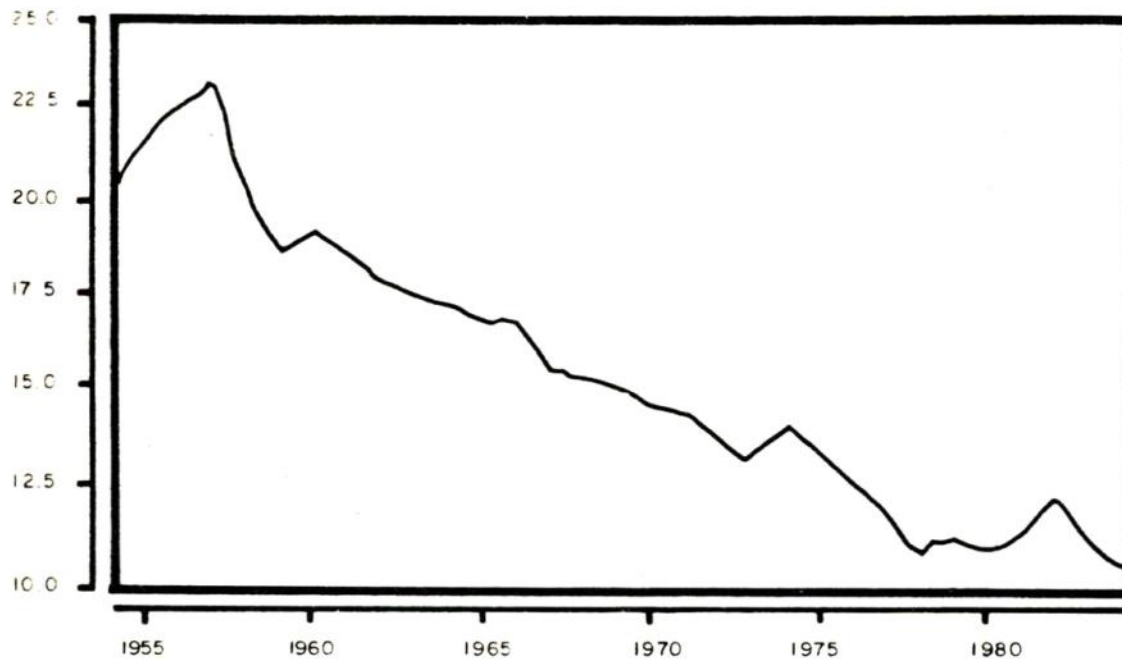
Fuente: Banco Mundial.

las empresas privadas que cayó de una participación del 8.0% del PIB en 1970-1974 a una de sólo 5.5% del PIB en 1980-1984. El Gráfico 2 dramatiza el mencionado descenso secular de la participación de la inversión privada real en el PIB real y permite afirmar se presentó un estancamiento de la inversión.

Lo anterior es, en gran medida, el resultado del considerable estrechamiento de las oportunidades de inversión causado por la interrupción del proceso de sustitución de importaciones, fenómeno que ha sido puesto de relieve por Ocampo (1988). En parte como efecto de este angostamiento de las opciones, pero, al mismo tiempo, contribuyendo a agudizarlo, se puede constatar un reducido compromiso financiero de las empresas en materia de inversión productiva en el período que aquí nos ocupa. Las tomas de decisión financieras fueron de tal índole que en ellas se optó por dedicar una proporción menor de los propios fondos internos a la creación de nueva capacidad productiva. Esto se ve bien claro en la razón de la inversión en capital fijo a los beneficios brutos para las sociedades no financieras privadas, la cual se exhibe en el Cuadro 24. En ninguno de los años considerados –incluyendo los del auge económico de 1976 a 1980– supera dicho coeficiente el valor del 43% siendo su valor promedio de sólo 36%.

Medellín, mayo-agosto 1989

Gráfico 2 Inversión privada real como porcentaje del PIB real



FUENTE: Banco Mundial

El que la inversión fija de las sociedades privadas represente un porcentaje relativamente bajo de los beneficios brutos contribuye a dar un mentís a la tesis según la cual parte de la explicación del estancamiento en la inversión reside en un supuesto desplazamiento sufrido por el sector privado en virtud de una pretendida congestión de los mercados financieros creada por las necesidades de crédito del sector público. Por lo demás, el propio fenómeno del endeudamiento de las empresas, que tanto se documentó en el capítulo anterior y que obviamente requirió como premisa, o, por lo menos, vino acompañado de, un aumento en la oferta de crédito, sería suficiente, por sí solo, para poner en tela de juicio la tesis del "desplazamiento". La cual, finalmente, entra en descrédito cuando se tiene en cuenta que, en Colombia, la Tesorería no es un agente prestatario activo en los mercados de capital.

Como es bien conocido, los balances de fuentes de los recursos y aplicaciones de los mismos sólo distinguen dos tipos de operaciones en las que se puede utilizar los fondos de las sociedades: las operaciones de inversión y

Cuadro 24 Sociedades privadas no financieras. Inversión fija como porcentaje de los beneficios brutos. 1975-1984

<u>Años</u>	<u>%</u>
1975	34.2
1976	37.4
1977	30.6
1978	39.0
1979	42.6
1980	38.4
1981	41.4
1982	36.0
1983	35.1
1984	33.7

Fuente: Acosta (1986), Cuadro No. 13.

las operaciones financieras; lo cual, por supuesto, corresponde a los hechos reales del funcionamiento económico de las empresas. Esta distinción al nivel de la contabilidad refleja, naturalmente, la distinción conceptual entre inversión productiva e inversión financiera de portafolio. Las dos categorías son, entonces, complementarias y se puede afirmar, por lo tanto, que el sólo hecho de que la inversión fija sea una proporción reducida de los beneficios brutos, está sugiriendo que las inversiones financieras de portafolio representan, probablemente, una proporción alta de los mismos. Es necesario ser cuidadoso, sin embargo, y no precipitarse a establecer dicha conclusión de una manera automática, antes de reflexionar sobre dos circunstancias, a saber: primero, que las operaciones de inversión incluyen no solamente la formación de capital fijo sino también la variación de inventarios y segundo que las inversiones de portafolio propiamente dichas son un subconjunto de las operaciones financieras.

Interesa examinar, entonces cuál fue el peso de la inversión financiera de portafolio en la actividad de las empresas no financieras colombianas en el período 1970-1984. Para este efecto, se va a considerar que las inversiones del tipo mencionado incluyen las operaciones de colocación en derechos de acreedores y en derechos de propietarios y las operaciones activas de

Medellín, mayo-agosto 1989

financiación¹⁶. El Cuadro 25 presenta, en su cuarta columna, las mencionadas operaciones como porcentaje de los beneficios brutos. El análisis de esta serie indica, en primer lugar, que el cociente de las dos

Cuadro 25 Sociedades privadas no financieras. Operaciones activas de financiamiento y operaciones de colocación como porcentaje de los beneficios brutos. 1975-1984

Beneficios	Operaciones (Activas financiación + colocación)	%
69956	19051	0.27
92223	30219	0.32
116552	68410	0.59
149051	64559	0.43
188869	79625	0.42
256937	159355	0.62
329939	124385	0.38
417873	92335	0.22
479756	127809	0.27
569329	150390	0.26

16 Esta definición contiene a la vez una fuente de subestimación y una fuente de sobrestimación del verdadero valor de las inversiones de portafolio. La fuente de subestimación reside en el hecho de que es razonable esperar que, si bien una parte de las operaciones en medios de pago (las cuales estamos excluyendo en nuestra definición empírica de inversiones de portafolio) se lleva a cabo por el motivo transacciones, existe otra parte que es realizada por una motivación especulativa, es decir, de maximización del valor del portafolio. La fuente de sobrestimación tiene su raíz en la circunstancia de que las operaciones de financiación incluyen el crédito comercial, el cual por ser una actividad ligada a la realización de las mercancías producidas no es una operación de manejo de compensación, parcial al menos, entre las mencionadas fuentes de subestimación y sobrestimación. Desafortunadamente, la información de cuentas financieras de que se dispuso no desagrega las operaciones activas de financiación de las sociedades *privadas* y, por lo tanto, no permite sustraer del total las de crédito comercial. De todas maneras, también es razonable suponer que una parte de las operaciones que aparecen como de crédito pudieron haber sido operaciones de colocación motivadas por la búsqueda de ganancia financiera.

cantidades ha tenido bruscas variaciones, por contraste con el coeficiente de la inversión fija a los beneficios brutos que, como se recordará (ver Cuadro 24), era bastante estable. Para el período 1975-1984 se puede distinguir tres etapas, caracterizadas por valores promedio bien distintos para el indicador en cuestión. La primera etapa es el bienio 1975-1976 para el cual el valor promedio es 29.5%, inferior al valor promedio del cociente inversión fija/beneficios brutos para el mismo período (35.8%). La segunda etapa es el cuatrienio 1977-1980, para el cual el valor promedio del indicador del peso de la inversión financiera es 51.5%, valor que está bien por encima del promedio correspondiente al indicador de la inversión fija para el mismo período (37.7%). La tercera fase, que coincide con la crisis, es la del cuatrienio 1981-1984, para el cual el valor promedio del indicador de la inversión financiera es 28.3%, el cual de nuevo viene a ser inferior al valor promedio correspondiente para el indicador de la inversión productiva fija (36.6%).

Varias conclusiones deben extraerse de estas cifras. La primera –la más importante– es que las empresas no financieras colombianas dedican una parte sustancial de sus recursos a llevar a cabo inversiones financieras de portafolio a expensas de la inversión productiva en capital fijo. Esta conclusión es general y es aplicable incluso a aquellos años en los cuales la inversión financiera exhibió un peso específico más bajo. A manera de ejemplo, dicha inversión financiera exhibió en 1982 el porcentaje más bajo, para el período considerado: 22% de los beneficios brutos. Incluso en este año se trata de unos recursos sustanciales, como se puede ver por el hecho de que si ellos se hubieran dedicado a la inversión fija, ésta habría aumentado en 61.1% respecto de lo que fue su valor efectivo en el año mencionado.

La segunda conclusión establece que si el patrón de comportamiento del período 1975-1984 es generalizable a épocas posteriores, debería esperarse que la inversión de portafolio se mueva al compás de las transformaciones en la estructura de deuda de las empresas y del comportamiento financiero que la subtiende. Al menos, eso es lo que pasa en período mencionado, en el cual se presenta una relación de simultaneidad entre la fase de auge financiero y el tránsito hacia el predominio del comportamiento especulativo en las empresas, en el sentido explicado en el capítulo anterior, y el gran volumen de las operaciones activas de portafolio. En realidad, puede decirse que el período 1977-1980 es un período de auge especulativo en el comportamiento de las firmas, donde la conducta especulativa de éstas es una moneda de dos caras: postura especulativa en las operaciones financieras *pasivas* (el lado

Medellín, mayo-agosto 1989

minskyano de la moneda) y postura especulativa también en las operaciones *activas*.

La relación de correspondencia o, al menos, de simultaneidad entre las transformaciones en la estructura de deuda de las empresas y los cambios en el peso proporcional de la inversión de portafolio se cumple también para la fase 1981-1984. A la eclosión de la crisis de validación de la estructura de deuda de las empresas parece corresponder una disminución del peso específico de las operaciones de portafolio respecto de las de inversión en capital fijo.

Para plantear la tercera conclusión es preciso retornar a la fase de auge 1977-1980. En todos los años de este cuatrienio, con la excepción de 1979, la inversión de portafolio superó a la inversión en capital fijo. Si los recursos que se destinaron al primer tipo de inversión se hubiesen canalizado hacia el segundo, la inversión fija hubiese sido más alta en los siguientes porcentajes para cada uno de los años en cuestión: 193% en 1977, 110% en 1978, 99% en 1979 y 161% en 1980. A la luz de estas cifras la conclusión que se impone es la siguiente: lo que se presencié en los años mencionados fue una verdadera *fuga doméstica de capital, una fuga del capital respecto de sus usos productivos*, los únicos que garantizan el crecimiento económico.

Aparta de la ya mencionada reducción de las oportunidades de inversión originada en la detención del proceso de sustitución de importaciones, las otras causas de aquella huida del capital respecto de sus usos productivos son las siguientes:

a) La expansión del conjunto de oportunidades de inversión de portafolio como efecto de las modificaciones que sufrió la esfera financiera de la economía en la década de los setenta.

b) El hecho de que en los grupos dominantes en las sociedades anónimas, vale decir, los que controlan la administración, pasó a predominar la motivación propia del inversionista de portafolio.

A continuación se hace un examen de cada una de estas causas:

• **A. Las nuevas oportunidades de inversión financiera**

Para que la inversión productiva se lleve a cabo es condición necesaria que las empresas tengan la capacidad de retener una parte de las utilidades obtenidas. La existencia de algunas condiciones legales e institucionales que limitaron dicha capacidad fue examinada por Melo (1988). Lo que aquí interesa subrayar, sin embargo, es que la mencionada capacidad no es una condición suficiente para que la inversión sea dinámica. Para ello se requiere, además, que, una vez se cuente con un volumen adecuado de ganancias retenidas, no surjan factores que desvíen los recursos hacia usos diferentes a la creación de nueva capacidad productiva. El papel del mercado financiero en este respecto puede ser decisivo: la existencia de oportunidades de inversión financiera de portafolio con un alto rendimiento puede resolverse en una desviación de los recursos hacia canales distintos a la inversión productiva y al crecimiento real de la economía. La evidencia que se presentó en el Cuadro 25 demuestra que aquello fue lo que sucedió en la economía colombiana, especialmente en el período de auge financiero de 1976-1980.

Las transformaciones en el mercado financiero que crearon las nuevas oportunidades de inversión de portafolio han sido suficientemente estudiadas. Es bien conocido que el proceso de relativa liberalización financiera que se echó a andar en 1974 condujo a la aparición de nuevos activos financieros de corto plazo que ofrecían rendimientos relativamente altos en comparación con el de las acciones o el de la inversión productiva directa. Además, las severas restricciones al crédito doméstico bancario durante 1977-1979 elevaron la tasa de interés de los préstamos de corto plazo y estimularon a una parte de las empresas a actuar como prestamistas para otras empresas como el lector lo puede constatar si regresa al Cuadro 7 y extrae las consecuencias de cifras como aquellas que señalan que el 33% de los préstamos de corto plazo recibidos por las firmas en 1977 y el 34.5% de los recibidos en 1978 fueron hechos por otras firmas. En lo que se refiere a los préstamos de largo plazo el 38% de los recibidos por las empresas en 1977 y el 21.6% de los recibidos en 1979 fueron otorgados por otras empresas.

En estos dos años las empresas superaron a las instituciones financieras como prestamistas de largo plazo para las propias empresas. Así, pues, aparte de las nuevas oportunidades de inversión de portafolio que se generaron en los mercados financieros formales surgieron otras en el mercado extrabancario. El efecto neto fue desincentivar a los empresarios

Medellín, mayo-agosto 1989

respecto de la inversión productiva, atrayéndolos con los cantos de sirena de la inversión de portafolio.

Las consecuencias del conjunto de condiciones que se ha venido analizando son diversas. Una de ellas fue que una parte de las empresas adoptó la estrategia de "vivir" de los esfuerzos pretéritos de acumulación, una especie de conducta de "dormir sobre los laureles", consistente en utilizar la capacidad instalada en el pasado para mantener la producción presente y la participación en el mercado previamente conquistada, sin dedicar recursos a la renovación tecnológica y el equipo de capital y a la generación de nuevas oportunidades de ganancia (nuevos productos, nuevos procedimientos, etc.).

B. Las motivaciones de los accionistas y los administradores

Un factor que contribuyó a la fuga de los capitales hacia la inversión de portafolio fue el tipo de motivación que tiende a predominar en la conducción de las empresas en coyunturas de auge especulativo, en razón del carácter de los agentes que influyen en la toma de decisiones, particularmente en aquellas que tiene la forma jurídica de sociedades anónimas.

A riesgo de simplificar un tanto, los mencionados agentes caen en dos categorías: la de los pequeños accionistas y la de los grandes accionistas. Estos, a su vez, se pueden clasificar, en dos grupos: a) el de los grandes accionistas a nivel de una empresa individual y b) el de los grandes accionistas que no limitan su radio de acción a una empresa individual sino que operan en el marco de la estrategia de conjunto de un grupo financiero, o de un conglomerado, en el contexto de la cual el mantenimiento del control de las empresas pertenecientes al grupo y, en algunos casos, la búsqueda del control de empresas externas a aquél son objetivos relevantes de acción.

Las actitudes de los distintos grupos hacia la reinversión productiva de las utilidades puede ser bien distinta. Los pequeños accionistas consideran que las acciones que poseen en una empresa determinada son otros tantos activos financieros en su cartera. Por esta razón, pueden sentirse más halagados por los réditos de corto plazo provenientes de la inversión de portafolio en coyunturas especulativas que por las (inseguras) ganancias de largo plazo de proyectos de inversión productiva que pueden requerir largos plazos de maduración.

En el grupo de los grandes accionistas es razonable pensar que aquellos que se juegan su suerte en una firma individual van a ser más sensibles al riesgo de que, si se descuida la inversión productiva, la empresa se estanque, se rezague respecto de sus competidores y se transforme, en el mediano o largo plazo, en una empresa no viable y en una fuente de pérdidas de capital. Por contraste, la actitud de aquellos ligados a grupos financieros o conglomerados no se puede determinar a-priori; va a depender, por entero, de la estrategia concreta del grupo en cuestión. Si está en el interés de dicha estrategia incrementar la inversión en una empresa determinada, los accionistas pertenecientes al grupo harán gravitar su influencia en ese sentido. Pero si los objetivos globales de aquella requieren no sólo frenar la inversión sino, incluso, acometer una práctica de desinversión activa en una empresa específica, los representantes del grupo no vacilarán en hacerlo. En estas condiciones, este grupo puede sentirse particularmente atraído por los rendimientos inmediatos, de corto plazo, de la inversión de portafolio en coyunturas de especulación financiera.

Este estudio sostiene que una parte de la explicación de la fuga de capitales hacia los circuitos financieros domésticos yace en la hegemonía que tuvieron en la toma de decisiones de las empresas los agentes económicos que privilegian la inversión de portafolio.

Por cierto que los resultados de corto plazo de la inversión de tipo financiero no fueron desdeñables. Los Cuadros 26 a 28 nos permiten calibrar la importancia de dichos resultados. El Cuadro 26 presenta la información acerca del cociente entre los ingresos financieros y la utilidad operacional para las grandes agrupaciones de sociedades de todas las actividades económicas, incluyendo el total general de las sociedades de todo tipo, el total para el grupo de sociedades anónimas, el total para el conjunto de las sociedades limitadas y el correspondiente a las sociedades extranjeras. La información se presenta para el trienio 1977-1979. En plena fase de auge especulativo, que al mismo tiempo fue de auge en las utilidades operacionales, se encuentra que para el conjunto de las sociedades, los ingresos financieros equivalieron, en promedio, para todo el trienio, al 47% de las utilidades operacionales. Para las sociedades anónimas el promedio fue del 48%.

Medellín, mayo-agosto 1989

Cuadro 26 **Sociedades manufactureras. Razón de los ingresos financieros a la utilidad operacional. 1977-1979**

		Utilidad operacional	Utilidad antes impuestos	Ingresos financieros	Egresos financieros	Ingresos financieros/ Utilidad operacional
1977	S.A.	14463.13	12768.54	5905.80	7600.38	0.41
	S. Ext.	815.76	858.88	156.11	111.73	0.19
	S. Ltda.	225.58	142.43	104.87	139.17	0.46
	Otras	67.37	68.37	17.22	16.23	0.26
	Total	15571.84	13838.22	6184	7867.51	0.40
1978	S.A.	23547.96	23514.28	12962.13	12995.80	0.55
	S. Ext.	1137.36	1253.56	241.56	125.36	0.21
	S. Ltda.	403.64	304.96	86.91	185.59	0.22
	Otras	47.51	43.77	26.82	30.56	0.56
	Total	25136.47	25116.57	13317.42	13337.31	0.53
1979	S.A.	32301.42	30258.66	15810.99	18412.31	0.49
	S. Ext.	1875.40	2075.74	376.13	151.26	0.20
	S. Ltda.	468.15	347.20	104.64	198.26	0.22
	Otras	44.80	55.10	22.23	11.99	0.50
	Total	34689.77	32736.7	16313.99	18773.82	0.47

El Cuadro 27 da la razón de los ingresos financieros (exceptuando los ingresos por concepto de comisiones y arriendos) a la utilidad operacional para los mismos grupos de sociedades y para el período 1981-1984. Nótese que los tres primeros años del período de crisis y recesión (1981-1983) exhiben un valor creciente del mencionado indicador para los dos grupos más significativos para el análisis, a saber, el total general de las sociedades, y el total de las sociedades anónimas. Para estos dos grupos se obtienen valores

Cuadro 27 Sociedades privadas no financieras. Razón de los ingresos financieros¹ a la utilidad operacional. 1981-1984

Tipo de sociedades	1981	1982	1983	1984
Anónimas	0.7	0.85	1.08	0.8
Limitadas	1.02	0.89	1.21	1.22
Extranjeras	0.76	0.27	0.67	0.69
Total general	0.73	0.75	1.01	0.82

1 Excluyendo las comisiones y arriendos recibidos.

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

máximos en el año 1983 (nótese que son valores máximos para todo el período 1977-1984). Los ingresos financieros en ese año fueron superiores a las utilidades operacionales para el total general de las sociedades, para el conjunto de las sociedades anónimas y para el agregado de las sociedades limitadas. El promedio del indicador para todo el período fue 8.3% para el total general de las sociedades y 85% para las sociedades anónimas. El crecimiento tan sustancial de estos promedios cuando se les compara con los del trienio 1977-1979 se debe, en parte, por supuesto, al hecho de que el denominador de la fracción, las utilidades operacionales a precios corrientes, creció más lentamente en el período 1981-1983 como consecuencia de la crisis.

El Cuadro 28 presenta la evolución del mencionado indicador para el conjunto de la industria manufacturera y para sus distintas ramas durante el período 1981-1984. Los resultados confirman la magnitud sustancial de los ingresos recibidos por las empresas a cuenta de sus inversiones de portafolio.

Otra evidencia del peso específico de los ingresos financieros la constituye el hecho de que en un número de ramas industriales que tuvieron pérdidas operacionales en el período 1981-1984 fueron aquellos ingresos los que hicieron posible que tales ramas pasaran a exhibir utilidades positivas antes de impuestos.

Medellín, mayo-agosto 1989

Cuadro 28 **Sociedades anónimas de la industria manufacturera. Razón ingresos financieros¹ a la utilidad operacional. 1981-1984**

Sectores	1981	1982	1983	1984
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	0.41	0.52	n.d.	n.d.
Textiles, prendas de vestir e indumen. de cuero	0.77	0.66	n.d.	n.d.
Industria y productos de la madera	0.92	0.42	n.d.	n.d.
Fabricación de papel, imprenta-editoriales	0.4	0.37	n.d.	n.d.
Fabric. de sust. y produc. quím.-Derivados petróleo	0.49	0.48	n.d.	n.d.
Fabricación de productos minerales no metálicos	0.86	0.83	n.d.	n.d.
Industrias metálicas básicas	0.3	-6.33	n.d.	n.d.
Fabric. de productos metálicos maquin. y equipos	0.88	0.70	n.d.	n.d.
Otras industrias manufactureras	0.13	0.22	n.d.	n.d.
Total	0.56	0.44	n.d.	0.54

1 Excluyendo las comisiones y arriendos recibidos.

n.d. No disponible

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

En síntesis, puede decirse que, en el período que nos ocupa, y de una manera más marcada en los años 1977-1980, el angostamiento previo de las oportunidades de inversión productiva se combinó con las nuevas oportunidades de inversión de portafolio y con el predominio, en las empresas, de los agentes más sensibles a aquellas, para dar por resultado una notable sustracción de recursos a la inversión productiva que aquí hemos caracterizado como una fuga doméstica de capitales.

BIBLIOGRAFIA

Barajas, Adolfo (1986). *El Sector Financiero Colombiano en la Década de los Ochenta*. Informe presentado al Banco Interamericano de Desarrollo. Diciembre, (mimeo), Bogotá.

Banco Mundial (1987). *Colombia, Country Economic Memorandum*. Informe No. 6626-Co. October 15.

Lecturas de Economía No. 29

Carrizosa, Mauricio (1986). *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia*. Bolsa de Bogotá, Bogotá.

Chenery, H.B. (1952). "Overcapacity and the Acceleration Principle". *Econometrica*. Vol. XX, pp. 1-20.

Figueroa, Alejandro (1984). "El Endeudamiento Interno y la Reactivación Económica de los Países de América Latina - El Caso de Colombia". *Boletín Mensual - Comisión Nacional de Valores*. Vol. 2, No. 4, Bogotá, pp. 53-72.

Fischer, Irving (1933). "The Debt Deflation Theory of Big Depressions". *Econometrica*. Vol. 1.

Foley, Duncan y William Lazonick (1986). *Finance, Growth, and Stagnation*. Departamento de Economía, Barnard College, Universidad de Columbia. Julio, Nueva York.

Kalmanovitz, Salomón y Tenjo, Fernando (s.f.). "Efectos Macroeconómicos y Financieros del Gasto Público". Informe de Avance (mimeo).

Kindleberger, Charles P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crisis*. Basic Books Inc., New York.

Melo, Alberto (1988). "Fragilidad Financiera y Fuga Doméstica de Capitales". Informe de Investigación. Fedesarrollo, Bogotá.

Minsky, Hyman P. (1982). "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement", in Hyman P. Minsky, *Inflation, Recession and Economic Policy*. Wheatsheaf Books.

Minsky, Hyman P. (1982). "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles", in Hyman P. Minsky, *Inflation, Recession and Economic Policy*, Wheatsheaf Books.

Misas, Gabriel (1987). "El Estado y el Desarrollo del Sector Financiero", en Mauricio Avella G. (comp.). *Evolución, Crisis y Reforma del Sistema Financiero Colombiano*, Centro de Investigaciones para el Desarrollo, Bogotá.

Montenegro, Armando (1987). "La Crisis del Sistema Financiero Colombiano", en Mauricio Avella G. (comp.). *Evolución, Crisis y Reforma del Sistema Financiero Colombiano*. Centro de Investigaciones para el Desarrollo. Bogotá, pp. 141-182.

Montenegro, Armando (1982). "Las Innovaciones Financieras y la Política Monetaria". *Revista del Banco de la República*. Agosto.

Medellín, mayo-agosto 1989

Ocampo, José Antonio (1988). *Determinantes del Ahorro y la Inversión en Colombia*. Ponencia presentada en el XI Simposio sobre Mercado de Capitales de la Asociación Bancaria. Cali, noviembre (mimeo).

Perry, Guillermo (s.f.). *La Economía Colombiana desde 1970 hasta Nuestros Días*. Bogotá (mimeo).

Wallich, Henry C. (1969). *Uses of Financial Accounts in Monetary Analysis*. Trabajo Presentado en la 11o. Conferencia General de la Asociación Internacional para la Investigación del Ingreso y la Riqueza, Nathanya.



**CENTRO DE
INVESTIGACIONES
ECONOMICAS**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
UNIVERSIDAD DE ANTIOQUIA

Centro de documentación

Especializado en economía colombiana (historia y actualidad). Posee una colección de unos diez mil documentos, incluyendo: libros, ponencias, folletos, separatas, tesis de grado y publicaciones seriadas.

- Servicios**
- Referencia y consulta en su sede
 - Préstamos interbibliotecarios
 - Boletín analítico de publicaciones seriadas en economía colombiana
 - Búsquedas bibliográficas especializadas
 - Compilación de bibliografías
 - Reprografía interinstitucional

Horarios 8 a.m. — 12 m.
2 p.m. — 6 p.m.

Dirección Ciudad Universitaria
Bloque 13. Oficina 104
Teléfonos: 233 06 90 y 263 00 11, Ext. 461
Apartado aéreo 1226
Medellín. Colombia

Al servicio de todos los investigadores del país y del exterior