

PERSPECTIVAS DEL SECTOR FINANCIERO Y LA POLÍTICA MONETARIA

Eduardo Lora

INTRODUCCIÓN

En Medellín se acaba de celebrar la Convención Anual de la Asociación Bancaria, en la cual se hicieron públicas una serie de proposiciones del gremio financiero sobre el funcionamiento del sistema bancario, a la vez que el Ministro de Hacienda, Jaime García Parra, anunciaba que podía esperarse una política firme y sin sobresaltos, que iría eliminando progresivamente muchos de los numerosos controles actualmente existentes, pero sin abandonar el manejo de las variables monetarias. A su vez, en Cali, en el mes de Septiembre, en el Simposio sobre Mercados de Capitales organizado también por Asobancaria, Francisco Ortega, subgerente técnico del Banco de la República afirmaba que los objetivos de la política monetaria no eran contrarios sino, más bien, complementarios con los Intereses del sistema financiero.

Las medidas de política monetaria que los banqueros propusieron en Medellín son consistentes y se apoyan en los estudios Técnicos presentados y discutidos en el mencionado Simposio, que no han sido publicadas aún. Lo anterior, sumado al hecho de que un somero repaso de tales discusiones puede ser útil para ampliar las perspectivas sobre el futuro de la política monetaria, son razones que alientan la presentación de estas páginas, en las cuales se pretende» ofrecer suficientes argumentos para demostrar, a partir de los principales puntos de acuerdo manifestados en el Simposio, que ni el sistema financiero ni la política monetaria se encuentran ante un dilema causado por las condiciones económicas por las que se atraviesa el país y que, por el contrario, el ajuste del sistema para adecuarse a las exigencias de la economía dentro de los próximos años podrá ser gradual y bastante lineal. Visto de otra forma, este ajuste podrá realizarse sin necesidad de presentarse fuertes contradicciones entre la política monetaria y el sistema financiero y, de hecho, tal proceso está ya en curso como lo manifiestan las afirmaciones ya citadas del Ministro de Hacienda, Lo anterior no exige aceptar que las posiciones de los gremios Influyen decisivamente en las determinaciones gubernamentales pues, como se puede observar en estas páginas, son ciertas circunstancias propias de la estructura actual del sistema X su funcionamiento las que en gran medida pueden explicar la coincidencia entre la política y el gremio financiero.

Después de sistematizar los elementos de diagnóstico señalados por los expositores se reseñarán los problemas que se han de resolver en los próximos años para asegurar

el adecuado funcionamiento del sistema financiero y se observará la existencia de una diversidad de puntos de acuerdo, a través de los cuales se puede evidenciar la dirección en la cual se modificaron las actuales condiciones. Finalmente/ abarcando cinco frentes de acción, se presentan las diversas propuestas de política y se intenta establecer a partir de allí cuáles serán los nuevos problemas que habrá de enfrentar el sistema financiero y la política monetaria colombiana en los próximos años. Algunas de las propuestas presentadas a discusión en el Simposio han sido ya precisadas y formuladas formalmente en la Convención de Medellín, a las que no se hace referencia aquí, con miras a mantener una perspectiva de más largo alcance, como fue la que primó en el Simposio, cuyo objetivo central fue discutir el futuro del mercado de capitales colombiano en la década de los ochenta.

EL DIAGNOSTICO

Consecuencia de la generalización del mercado en las actividades económicas es la mayor profundización financiera de que goza hoy la economía con respecto a las décadas pasadas. De una parte, no solo el ahorro total forma una parte creciente del ingreso total de la economía, sino que una porción cada vez mayor de los recursos disponibles de las diferentes agentes se dirige a través de cauces de mercado para contribuir al financiamiento de las diversas actividades económicas. Solo en la década del

setenta el ahorro total ha pasado de significar el 6.5 por ciento del PIB al 9.6 por ciento en 1978. De igual forma, para toda la economía la relación entre préstamos y descuentos concedidos por el sistema financiero y valor del producto en cada año se ha elevado del 16.6 por ciento en 1960 a 20.5 por ciento en 1970 y a 23.8 por ciento en 1977. Consistente con esta evolución es la menor participación del sistema financiero en la generación del producto total, pasando de 2.5 por ciento en 1960 a 3.4 y 3.3 por ciento respectivamente en 1970 y 1977. Como contrapartida de la afluencia de recursos, los niveles de endeudamiento de las empresas se han ido elevando paulatinamente. En una muestra de 33 empresas Industriales se observó que de 1960 a 1978 los coeficientes pasivo total vs. activo total pasaron de 28.3 por ciento a 56.8 por ciento, evidenciando un creciente uso de recursos ajenos a las empresas.

Si bien al menos hasta 1974 dicha profundización financiera estuvo acompañada por una expansión de las actividades del sistema financiero Institucional, a partir de entonces, y una vez tuvo lugar la contra-reforma financiera, el sector fue víctima de la desintermediación financiera, consistente en el hecho de que los recursos colocados por su conducto crecieron a tasas menores que la totalidad de los recursos disponibles/ tanto si ellos se estiman según la totalidad de medios de pago o según los ritmos de expansión del endeudamiento de las empresas. El proceso de desintermediación correspondió a las sucesivas restricciones impuestas al funcionamiento del sistema, tales como los altos niveles de encaje —entre ellos el marginal del 100 por ciento vigente durante la mayor parte del período—, y los Límites Impuestos a las tasas de interés, lo cual trajo consigo un fortalecimiento del mercado extrabancario y el uso especulativo creciente de recursos que se aportaron del financia-

Miento de actividades de inversión.

El mayor grado de profundizado^ financiera de la economía aunado al proceso de desintermediación institucional ha servido para reflejar que durante los años recientes, si bien podrá aceptarse que el crecimiento económico estaba sujeto a una brecha de ahorro Interno, el obstáculo inmediato ha consistido antes que todo en la movilización oportuna del ahorro existente hacia la financiación de la inversión y que, por tanto, las distorsiones presentes en las tasas de interés son uno de los principales males del sistema. De otra parte, en cuanto a la política monetaria implementada a raíz del alza en los precios del café en 1975, no solo se observan las consecuencias de las restricciones que ha impuesto, sino que se enfatiza en el hecho de que su falta de estabilidad ha limitado su alcance y trastornado aún más el funcionamiento del sistema financiero.

El punto central del diagnóstico implícito en las diferentes apreciaciones presentadas en el simposio parece entonces que no puede a un mismo tiempo restringirse el sistema financiero y pretender salvar la brecha de recursos Internos que deben canalizarse institucionalmente hacia la inversión, máxime cuando no se dispone de abundantes recursos externos para materializar los proyectos.

VIEJOS PROBLEMAS

Aunque excesivamente escueto, el intento síntesis anterior puede quedar mejor enmarcado si se señalan algunos puntos que habiendo recibido discusión en anteriores foros y discusiones sobre el tema, no formaron parte del conjunto de problemas que se buscan

ahora resolver. Como se verá, en algunos casos las condiciones que daban lugar a considerar tales problemas han desaparecido, en tanto que en otros ha cambiado es la Óptica con la que se ven situaciones aún persistentes.

Como es de esperarse, ya no se habla de la existencia de un déficit de recursos externos, aunque tampoco se discute la posibilidad de liberalizar el sistema cambiarlo ni, aún, reevaluar el peso colombiano. Parece ya definitivamente aceptado que la devaluación debe referirse al ritmo de la inflación, a la vez que ésta se acepta como un hecho para el que no se busca explicación y que ni aun los más estrictos controles monetarios pueden eliminar. Aunque esto sea así, no se descarta por supuesto la conveniencia de dirigir el crecimiento de los medios de pago, pero sobre todo como un medio de evitar que las Inestabilidades del sector externo o del gasto público afecten el sector real de la economía, bien por la ausencia de liquidez que ello puede traer o porque bruscas alteraciones en los precios crean desajustes entre los sectores y distorsionan la formación de expectativas entre el público, impidiendo la configuración de "la" tasa de Interés de mercado.

Ahora bien, la vieja discusión entre tasas libres o controladas de interés ha desaparecido también del escenario. Tal cosa queda en buena parte explicada por la experiencia del sistema de valor constante que probó la flexibilidad de las captaciones ante tasas reales de Interés, a la vez que permitió¹ dirigir recursos no subsidiados hacia un sector prioritario de la economía. Claro que, como lo señaló Francisco Ortega en la sesión de clausura del foro, la implantación del UPAC no buscaba reestructurar el sistema financiero ni ampliar el mercado de capitales, pues sus fines eran estrictamente sec-

toriales, circunstancia que vino en cambio a traer dificultades al funcionamiento Integral del sistema, las cuales deben ahora resolverse. Así, entonces, ya tampoco se pretendan diseñar mecanismos para privilegiar actividades o sectores en particular, puesto que la Idea de altas tasas de Interés ya no se Interpreta como un estímulo a la Inflación ni como un desentímulo a la Inversión. Con todo, como se verá más adelante, no se aboga tampoco por la liberación a ultranza e Inmediata de las tasas de interés, toda vez que los resultados de medida semejante solo serán benéficos Sí existen previamente una serie de circunstancias relativas a la inflación, la estructura de los diferentes valores, etc.

Por último, ha pasado a ser un problema superado el de la reducida diversidad de activos financieros disponibles para los ahorradores y, en cambio, de lo que se trata ahora es de homogenizar los tratamientos financieros y tributarios que les son aplicables.

PROBLEMAS ACTUALES

Como es natural, el más grave problema del gremio financiero radica en que las restricciones monetarias afectan su rentabilidad y limitan su expansión. Una política monetaria "de choque", dirigida exclusivamente a afectar el crecimiento de los medios de pago debe ser necesariamente una política transitoria puesto que sus herramientas gradualmente tienden a agotarse restringiendo el margen de acción y dando además lugar a la aparición de los más diversos mecanismos para evadir los controles, en particular cuando no existe un tratamiento homogéneo a las diversas formas de captación o de colocación de los recursos. Por todo, no solo la restricción que ha generado la política monetaria es vis-

ta como un problema, pues también se tiene en cuenta la necesidad de definir una política que sea estable y coherente. Según varios participantes del simposio, la política monetaria no puede continuar sujeta a lo cambiarlo, tratando de responder a cada alteración que se produzca en las condiciones del sector externo sino que, al contrario, deben ser los fenómenos cambiarlos los que traten de ajustarse a una programación monetaria de más largo alcance. Sujeta estrictamente a los desenvolvimientos del corto plazo, la política monetaria de años recientes ha carecido de dirección y objetivos de largo plazo, convirtiéndose así en un factor desestabilizador que en vez de atacar las causas estructurales de la Inestabilidad, como son las originadas en el sector externo, la falta de ahorro o el gasto público, ha servido en cambio para reproducirlas a nivel de toda la economía.

Ahora bien, si se espera que el sistema financiero responda a las necesidades de financiación futuras, será necesario homogenizar y fijar las tasas de interés en niveles reales, buscando dirigir los recursos preferentemente hacia inversiones y proyectos de largo plazo. No se requiere para ello otorgar tasas de interés subsidiadas, si bien parece existir acuerdo en que actividades prioritarias que no ofrecen rentabilidad pueden gozar de crédito subsidiados siempre que se restrinja rigurosamente el acceso a tales recursos para evitar su desviación. Pero no basta con fijar tasas de interés reales si no puede asegurarse la estabilidad y permanencia de los ahorros, al igual que la disminución de los riesgos de la Inversión para quien utiliza los recursos. Lo anterior ha hecho pensar en la conveniencia de relacionar el comportamiento de las tasas de interés con el ritmo de la Inflación, y en tal sentido se ofrecen algunas propuestas que se reseñan más adelante. Con todo, los miembros del gremio parecen conscientes del hecho de que la Inflación no ce-

derá en la próxima década y que la estabilidad de la política monetaria debe darse aún con niveles de Inflación que hace diez años quizás serán inaceptables. Así entonces, lo que se espera es que la estabilidad de la política permita reorganizar el mercado sobre bases firmes a partir de las cuales ahorradores e inversionistas puedan colocar o utilizar recursos a plazos largos, incluso teniendo en cuenta la persistencia de la Inflación. Pero la Insistencia en definir y mantener una política monetaria no es concebida como una renuncia al manejo oportuno de ciertas herramientas de corto plazo. Uno de los puntos en que fue más claro el acuerdo entre los diversos expositores y participantes que la conveniencia de implementar un sistema de operaciones de mercado abierto, como herramienta coyuntural, factible precisamente gracias a la existencia actual de un abundante volumen de dinero especulativo y a la aparición de especies de mercados interbancarios de reservas. Bajo las anteriores condiciones y según se definen los problemas que actualmente deben resolver el sistema financiero y la política monetaria, no parece existir Incompatibilidad entre los Intereses del primero y los objetivos del segundo, tal como lo reconoció el representante del Banco de la República en su exposición de clausura.

PROPUESTAS DE POLÍTICA

Los expositores fueron especialmente cuidadosos en su formulación de propuestas, entre las cuales distinguimos cinco campos de acción.

1• Estabilidad de la Política y Estructuración del Sistema

Con respecto a las entidades rectoras del sistema fue propuesta la separación de la

funciones de banco central y banco de fomento que no se diferencian ahora en el seno del Banco de la República, Tal proposición obedece al Interés de otorgar estabilidad a la política monetaria e Independizar el funcionamiento de los fondos de crédito de los objetivos propiamente monetarios que le son confiados al Banco de la República. A su turno, los fondos financieros podrán también recibir un tratamiento homogéneo, siendo sus recursos programados conjuntamente según políticas generales de Inversión y uso de recursos a largo plazo. En cuanto a las entidades financieras que conforman el sistema, se hicieron propuestas análogas de unificación y especialización, tales como el desarrollo de la banca Integral o banca múltiple preparada para prestar una variedad de servicios financieros comerciales, de un lado, y como el fortalecimiento de la especialización de los Intermedios financieros en la colocación de recursos de líneas de crédito de fomento, de otro.

Las condiciones de estabilidad de la política monetaria se conciben alrededor de dos herramientas básicas: el encaje y las operaciones de mercado abierto. El primero debería responder a los objetivos de largo plazo de la política y se fijaría de acuerdo con presupuestos monetarios agregados conservando gran estabilidad, el segundo Intervendría como mecanismo de corto plazo exclusivamente acudiendo en auxilio de las políticas de estabilidad.

2.- Estructura de las tasas de Interés

Una variedad de proposiciones hacen relación con la diversidad y heterogeneidad de las tasas de Interés actuales. En primera instancia, se piensa que será necesario equilibrar la estructura de rendimientos del mercado financiero dando Igualdad de

tratamiento tributario a los diversos papeles y eliminando los valores al portador a través de los cuates se lleva a cabo evasión de impuestos. Para fijar el nivel de las tasas de Interés se propone utilizar una tasa de referencia que goce de libertad para establecer a partir de ella el nivel y comportamiento de las demás tasas. Será necesario que las tasas de interés reflejen el ritmo de inflación presente y esperada para dar estabilidad a la captación. De otra parte, para estimular la permanencia de los ahorros, deberán concederse estímulos a través de la tasa de interés a los recursos de ahorro de largo plazo, a los cuales aplicarían también menores tasas de encaje con el fin de no gravar al Inversionista.

3. - Niveles de endeudamiento de las empresas

Se ha detectado que progresivamente las empresas han venido utilizando proporcionalmente más crédito que recursos propios, lo cual además de favorecer la concentración de los recursos, resulta contrario a las restricciones monetarias e implica un subsidio concedido a las empresas frente a lo que se verían obligadas a pagar en forma de dividendos. Uno de los causantes de esta situación es la conocida doble Tributación, que corresponde a la imposición tanto en cabeza de la empresa como del socio de las utilidades generadas. Para eliminarla fueron propuestas dos alternativas, siendo una el reconocimiento a favor de los accionistas de los Impuestos pagados por la empresa por cuenta de sus utilidades y la otra la reducción tanto de los impuestos sobre dividendos pagados por las empresas como de la exención de impuestos por Intereses pagados, que en las actuales condiciones ha conducido a preferir

el crédito a la venta de acciones. Otra alternativa considerada para poner en Igualdad de condiciones a bs acciones y los créditos fue, justamente la eliminación de las discrepancias tributarlas aplicables a ambas fuentes de recursos para las empresas.

Consideradas las experiencias de algunas empresas en la consecución de recursos en las circunstancias restrictivas actuales, fue propuesta la institucionalizada) de un mercado de papeles comerciales, a través del cual las empresas ofrecemos bonos con tasas de Interés variables durante su vigencia según el comportamiento de la Inflación y de la tasa de Interés escogida como tasa de referencia. Por último, se sugirió el establecimiento de mecanismos de financiación para la adquisición de valores ¿te las empresas.

4.- Otros estímulos al Ahorro

En adición a la restructuración del sistema de tasas de interés, el ahorro podrá estimularse concediéndole un tratamiento tributario favorable consistente en eximir del pago de Impuestos la parte de los intereses recibidos equivalente a la Inflación. De otra parte, como un mecanismo para dirigir recursos hacia la construcción y liberar a las empresas de la carga de la retroactividad de las cesan tras sé propuso el traslado de las cesantías pendientes del sector privado al sistema de valor constante, donde gozarían de permanente corrección monetaria e Interés.

5. - Rentabilidad Bancarla

Para concluir esta sucinta reseña de propuestas debe señalarse que a nivel de los bancos

fueron propuestos dos medidas adicionales consistentes, una, en permitir el uso rentable del encaje marginal en Títulos Canjeables por Certificados de Cambio o en posición propia y, otra, en elevar las actuales relaciones de solvencia de los bancos o reclasificar sus componentes, toda vez que en la actualidad son excesivamente restrictivas por la dificultad que tiene el sistema de elevar su capital y reservas.

CONCLUSIÓN

El reacomodamiento del sistema a condiciones menos restrictivas y más favorables a la movilización del ahorro tendrá necesariamente que ser gradual, como se desprende de haber aceptado que la inestabilidad, y no la existencia de ciertos niveles de inflación, es la causa del disturbio. Sin embargo, aunque se espera un ajuste gradual, los cambios en la dirección y objetivos de la política monetaria no tendrán que pasar desapercibidos ya que mediante su difusión podrá contribuirse a hacer consistentes la expectativas de Inflación lo que permitirá reemplazar el sistema de tasas de Interés actual por uno homogéneo que refleje tales expectativas.

De otra parte, la política monetaria no podrá continuar reflejando y reproduciendo la Inestabilidad de los sectores externo y público, toda vez que con ello se crean condiciones que al producir desajustes entre los diversos sectores alimentan un proceso que termina por restringir la eficacia de los controles monetarios. En otras palabras, si buscando mantener una estabilidad en el crecimiento de las variables monetarias se Introducen modificaciones que afectan diferentemente a unos sectores y a otros —como es necesariamente cuan-

do no se renuncia a mantener ciertas formas de crédito de fomento —, se están mirando las bases que confieren eficacia y estabilidad a la política. De ahí el hecho aparentemente paradójico de que la restricción monetaria puede resultar siendo Inflacionaria cuando existe una cierta rigidez de los precios hacia la baja y cuando la restricción no puede mantenerse de igual forma para todos los sectores de la producción ni del consumo. Una política monetaria enderezada hacia objetivos de largo plazo naturalmente no podrá eliminar la Inflación cuando existen causas no monetarias que la producen, pero al evitar la aparición de desajustes entre los sectores eliminare] una de esas posibles causas y permitirá reestructurar el mercado financiero.

Cali, Octubre 1979.