



ENSAYOS

sobre política económica

Comportamiento cíclico de las sociedades en Colombia : Implicaciones en la fragilidad financiera del sistema

Pedro Luis Rodríguez Peralta.

Revista ESPE, No. 14, Art. 04, Diciembre de
1988

Páginas 79-113



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

Comportamiento cíclico de las sociedades en Colombia: Implicaciones en la fragilidad financiera del sistema*

Pedro Luis Rodríguez Peralta

Resumen

Durante la recesión de comienzos de la década de los ochenta muchas empresas, tanto del sector financiero como del sector productivo, enfrentaron difíciles situaciones de insolvencia. Dada la complementariedad que existe entre los dos tipos de entidades, debido a los nexos entre los mercados reales y financieros, no es de extrañar que esto sucediera.

El presente estudio actualiza información proveniente de las cuentas financieras para caracterizar estas relaciones, y contrasta empíricamente la llamada Hipótesis de Inestabilidad Financiera de Minsky para el caso colombiano.

I Introducción

Durante los primeros años de la década de los ochenta, la actividad económica colombiana registró un profundo descenso, que, a diferencia de anteriores períodos de lento

* Una versión anterior de este artículo fue presentada en la Universidad de los Andes como requisito para optar al título de Magister en Economía. El autor agradece las recomendaciones realizadas por Fernando Montes y Roberto Steiner, así como los valiosos y continuos aportes de Olga Lucía Acosta (asesora del proyecto) y Hernando José Gómez, de igual forma al Grupo de Estudio de Investigaciones Económicas. Sin embargo, los puntos de vista expresados son de única responsabilidad del autor y no comprometen la opinión del Banco de la República.

crecimiento, estuvo acompañada de procesos generalizados de insolvencia financiera tanto de empresas del sector productivo como de instituciones de intermediación.

Diversos análisis del fenómeno han coincidido en resaltar las complementariedades que existen en el funcionamiento de los mercados reales y financieros, como también se enfatiza el papel del ciclo económico tanto en su fase expansiva de finales de los años setenta como la recesiva de la presente década.

Este estudio pretende abordar el desempeño empresarial durante las fases del ciclo económico, que permitió de alguna manera incrementar la fragilidad financiera del sistema. Para ello, se profundiza en el comportamiento agregado de las sociedades del sector productivo, referente a la forma de procurar y utilizar recursos una vez satisfechas las necesidades de operación, es decir, se estudiará el flujo de fondos en aras de analizar, de un lado, los mecanismos mediante los cuales se financiaban las expansiones de capital; y de otro, el destino para el cual nuevos recursos fueron demandados. Todo ello independientemente de aquellos flujos implicados en el funcionamiento normal ⁽¹⁾.

De otra parte, se compara el comportamiento financiero de las sociedades, con las fluctuaciones de la actividad económica, de manera que puedan enfatizarse los patrones cíclicos que incrementan la vulnerabilidad de la economía, en el sentido de hacerla propensa a crisis financieras, ante eventuales "shocks" exógenos o declives fuertes en la actividad económica.

El enfoque es novedosos en dos sentidos. Por un lado, el estudio de las dificultades financieras se concentra en el deterioro

de las empresas, y no en el análisis de las instituciones de intermediación, cuyas características (estructurales o no) han sido bien delineadas. Por otra parte, se propone la utilización de la contabilidad nacional, la cual puede no presentar el grado óptimo de exactitud en la información, pero cuenta con un marco de consistencia de los procesos reales y financieros cuya coherencia no es fácilmente elaborable a partir de otras fuentes estadísticas.

Con relación al primer aspecto, cabe añadir que las empresas han sido las principales demandantes del ahorro del resto de los agentes, sea éste canalizado o no por el sistema financiero; por ende, su generación de excedentes valida y reproduce período tras período las estructuras financieras. El incumplimiento (generalizado) afectaría tanto instituciones de intermediación como a los propietarios directos de los recursos. De otro lado, la utilización de estos montos transferidos al sector productivo reviste especial interés, en un contexto en el cual, el progreso se alcanza en la medida que el enlace entre ahorradores e inversores sea exitoso, cualquiera que sea la causalidad entre ellos.

El documento consta de tres secciones en las que se pretende desarrollar, inicialmente, una descripción de algunos planteamientos keynesianos y postkeynesianos, especialmente la llamada Hipótesis de Inestabilidad Financiera (HIF) de Minsky. Posteriormente, se describen algunos aspectos metodológicos referentes a la coheren-

(1) Bajo la óptica de Cuentas Nacionales, el análisis excluye las operaciones de producción y de ingresos-gastos y se concentra en la acumulación y financiación, las cuales de todas maneras están atadas a las primeras a través del saldo del ahorro bruto (beneficios retenidos).

cia lógica de la contabilidad nacional con los cuales se construirán estados de flujos de fondos para el agregado nacional de sociedades. Por último, se operacionaliza el análisis cíclico de los componentes del flujo de fondos de las empresas.

II Consideraciones teóricas

Esta sección plantea una síntesis de la argumentación de la Hipótesis de Inestabilidad Financiera (HIF), especialmente sobre los puntos que involucran vínculos entre el mercado real y el financiero. A la vez, se profundiza el marco que relaciona las diversas fases del ciclo económico con algunos aspectos sobresalientes del comportamiento de los agentes. Sin embargo, pese a tomar el planteamiento global, se consideran conceptos keynesianos sobre especulación y liquidez que complementan la concepción para un mejor análisis del caso colombiano. Ello no pretende soslayar otro tipo de enfoques, utilizados o por utilizar, en lo que atañe a diferentes puntos de vista globales o planteamientos sobre aspectos particulares del problema de estudio (endeudamiento, emisión de acciones, inversiones financieras, etc.).

Una de las tesis centrales de la obra de H. Minsky es que el funcionamiento normal de las economías de mercado pone en marcha una serie de mecanismos que generan estructuras financieras inherentemente inestables.

En efecto, la HIF, da una explicación de los factores que llevan a una endogenización de las condiciones que aumentan o disminuyen la vulnerabilidad de los agentes económicos, teniendo en cuenta que el

mismo crecimiento económico sostenido genera posiciones en los pasivos de los agentes que conllevan cada vez mayor riesgo financiero (2).

Dentro del planteamiento, Minsky enfatiza una economía que se encuentra en un proceso de crecimiento dinámico, por ello, las rentabilidades más altas provienen de la inversión en activos reales (nuevas empresas). De otra parte, enuncia la existencia de numerosos instrumentos financieros en las economías de mercado, debido al proceso de modernización. Dichos instrumentos facilitan la creación de compromisos de pago (crédito), con lo cual, la estructura financiera inherente al proceso económico general tiende a adquirir mayor peso.

El planteamiento pone especial atención en el desarrollo financiero, dado que permite la eliminación de la restricción de liquidez que tradicionalmente enfrenta la realización de la inversión; especialmente, al considerar que el multiplicador bancario, junto con las diversas innovaciones, endogenizan la oferta de recursos.

Así, en un contexto de “despegue económico” y sin restricción crediticia (salvo las expectativas de los banqueros) los agentes económicos observan ciertos rasgos generales de comportamiento durante los períodos de expansión y contracción del sistema cuyas implicaciones se reflejan en los balances financieros (y que son examinados para el caso colombiano en la sección III).

Para el sector productivo, por ejemplo (3), una dinámica positiva de las ventas desen-

(2) Véase Minsky (1978), (1980).

(3) El planteamiento de la HIF es aplicable a cualquier agente: hogares, empresas, sistema financiero, administración pública, e incluso para la nación, sin embargo, las empresas adquieren especial interés por su papel dentro del crecimiento económico.

cadena cambios en la estructura de activos (inventarios, cartera, tesorería, etc.), los cuales eventualmente presionarán expansiones en la producción que requieren nuevas inversiones en activos fijos.

El crecimiento de activos corrientes puede ser cubierto a través de los aumentos en cuentas por pagar, los mayores flujos de caja, etc. Sin embargo expansiones de activos fijos requieren nuevos niveles de endeudamiento y/o capitalización. Este último puede darse vía emisión de acciones, mayores tasas de retención de utilidades, desinversiones financieras o cualquier combinación de las mismas. El cambio en las estructuras de pasivos se considera financieramente estable cuando el rendimiento sobre recursos prestados es mayor a su costo, lo cual generalmente ocurre durante coyunturas expansivas.

En el mediano plazo, una vez se realizan las inversiones y se validan tanto las utilidades esperadas como los pagos prometidos, los agentes, prestamistas y prestatarios, revisan sus escalas de riesgo y sus niveles de incertidumbre, con lo cual se permiten posiciones con mayor potencial de inestabilidad. Los balances durante estos períodos tienden a deteriorar sus razones financieras.

El sustento teórico de este aspecto, el comportamiento cíclico de los agentes, proviene de la interacción de las expectativas de ganancias tanto de corto como de largo plazo, incluyendo en estas últimas no sólo las de empresarios sino también las de banqueros, que en las economías modernas facilitan gran parte de los recursos financieros con los cuales se realiza la demanda.

En efecto, durante los primeros momentos expansivos la venta de la producción pla-

neada valida inicialmente las expectativas de utilidades de corto plazo. Ello inducirá, de continuar el dinamismo, un mayor nivel de confianza en aquellas de largo plazo que determinan fundamentalmente las decisiones sobre demanda de bienes de inversión. Con el tiempo, la realización de estas últimas alimenta todo el proceso generando tendencias estables en los niveles de producción y de empleo de recursos. La estabilidad en el crecimiento de largo plazo se refuerza en la medida en que el flujo de ganancias valide los pasivos contraídos, y por ende, disminuya la percepción del riesgo tanto de banqueros como de empresarios, quienes permiten posiciones financieras de mayor fragilidad; así, mayor estabilidad en el crecimiento implicará mayor inestabilidad en la estructura financiera.

Por los elementos anteriormente mencionados, Minsky enfatiza que los comportamientos estables de una economía de mercado con alta participación de las instituciones financieras en los procesos reales, y cuyo pasado (financiero) debe ser continuamente validado por el presente, las fases de crecimiento acelerado son crecientemente desestabilizadoras.

A continuación se profundiza sobre los argumentos que de acuerdo al mismo autor desencadenan las crisis para luego introducir el concepto de especulación implícito en su formulación.

El argumento teórico ilustra un mecanismo de determinación de ganancias agregadas (vistas como parte del total del ingreso generado en un período), en función directa de la inversión, el déficit fiscal, el superávit en cuenta corriente y del ahorro proveniente de los trabajadores; e inversa del

consumo que se haga a partir de las ganancias (4).

Ante estas circunstancias, un cambio en las condiciones de funcionamiento de los mercados, reales o financieros, como también un cese de superávit externo o del déficit fiscal, puede fácilmente iniciar un proceso de crisis financiera. En efecto, alteraciones en el precio de los insumos, de los bienes, de las tasas de interés, en el volumen de nuevos créditos, la reversión de los flujos externos o del comportamiento expansivo del gobierno (5) pueden despertar las potencialidades de inestabilidad, especialmente si una parte considerable de los agentes presenta un nivel de pasivos cuyos servicios, intereses y/o amortizaciones, no pueden ser cubiertos con los flujos operacionales ante el cambio en las circunstancias.

Esta situación lleva a que los balances de los agentes muestren posiciones financieras llamadas especulativas o Ponzi. La especulación representa una posición donde se demanda en forma inelástica recursos para cubrir las amortizaciones de capital, aunque no sus intereses (se busca el "roll-over" del principal). Dicha posición puede ser insostenible en la medida que la oferta de recursos se agote. La posición financiera Ponzi destaca la necesidad de recursos externos para ambos componentes del flujo de servicio con lo cual, los pasivos de la firma "pierden completamente los frenos". Cabe aclarar, que la falta de liquidez de las unidades especulativas es en muchos casos temporal, y se origina fundamentalmente en el cambio de las condiciones expansivas de la economía.

Ampliando la HIF, durante las expansiones pueden existir actividades financieras que brinden oportunidades de inversión con rendimientos similares o mejores a los que se obtienen en las actividades productivas, las posiciones especulativas y Ponzi de los balances, son obtenibles también

por comportamientos puramente especulativos (valga la redundancia) en un sentido keynesiano, es decir, el encauzamiento creciente de recursos hacia inversiones que no incrementan el ingreso en la economía, pero que permiten la realización de grandes ganancias en forma rápida.

Dicha actividad especulativa, que debe entenderse más como un comportamiento racional antes que un juicio moral, no tiene porqué dominar el espíritu de empresa. Sin embargo, en la medida que mejora la organización de los mercados de inversión, el riesgo a predominio de la especulación aumenta (6). Por supuesto, el incremento de dicha actividad debe manifestarse en incremento de la demanda por liquidez, con lo cual es esperable observar durante las fases expansivas mayor tenencia de activos líquidos. Por el contrario de la HIF de Minsky se deduciría que las menores condiciones de riesgos implican una creciente canalización de recursos hacia compra de bienes físicos que compromete,

(4) Minsky sigue el planteamiento kaleckiano en el cual: Ahorro privado + ahorro público + ahorro externo = Inversión pública + inversión privada. Si se supone que los trabajadores consumen todo su ingreso, el ahorro privado se deriva de las utilidades de los dueños del capital: Ahorro privado (utilidades) = déficit gubernamental + balance en cuenta corriente + inversión privada. Por supuesto, son las variables a la derecha las que determinan, a nivel macroeconómico, el monto de utilidades; dado que sobre ellas se tiene poder de decisión. El planteamiento puede ser cualificado en la medida en que exista consumo de los propietarios de capital y ahorro de los trabajadores (véase Kalecki (1974)).

(5) Las bonanzas en los precios de exportaciones han sido enfatizadas en los argumentos de Kindleberger (1978) y Métais (1982).

(6) Véase Keynes (1936) págs., 138, 144 y 145. Nótese que Minsky, dentro de la HIF, no se ocupa del desarrollo financiero en términos de nuevas oportunidades de inversión, sino más bien como instrumentos que eliminan las restricciones de liquidez.

incluso los recursos de efectivo (a través de la disminución de la demanda de dinero motivo "precaución").

Para cumplir con el objetivo de la sección, el comportamiento cíclico de las firmas que potencialmente aumentarían la fragilidad de la estructura financiera, se puede sintetizar en los siguientes postulados, de acuerdo con los argumentos presentados en el marco teórico (Diagrama 1) (7).

Primero: Durante las épocas expansivas de la actividad económica, en las cuales las ventas, los rendimientos y por ende los flujos de caja observan un buen desempeño, una revisión optimista de las expectativas de ganancias causa que los empresarios aumenten su gasto de inversión a ritmos superiores al aumento en los fondos internos. ($\dot{I} > \dot{N}$) -el punto significa la derivada respecto al tiempo). Sin embargo, de predominar una estructura especulativa de tipo keynesiano el comportamiento esperado sería el opuesto: el incremento de fondos internos no tiene porqué utilizarse en forma creciente para el financiamiento del crecimiento en los bienes físicos dado que se consideran inversiones financieras eventualmente más rentables (8) ($\dot{N} > \dot{I}$).

Segundo: En estos mismos períodos de crecimiento, tanto los empresarios como los banqueros disminuyen su percepción del riesgo, con lo cual se validan aumentos en los fondos externos y el endeudamiento tanto por la oferta como por la demanda ($\dot{D} > 0$, $\dot{X} > 0$).

Tercero: Dado que el uso de fondos incluye operaciones de adquisición de activos financieros y algunos reales, además de la formación bruta de capital, la razón entre el endeudamiento y la inversión aumenta en las fases expansivas, junto con las compras netas de activos financieros ($\dot{D}'/I > 0$, $\dot{A}F > 0$).

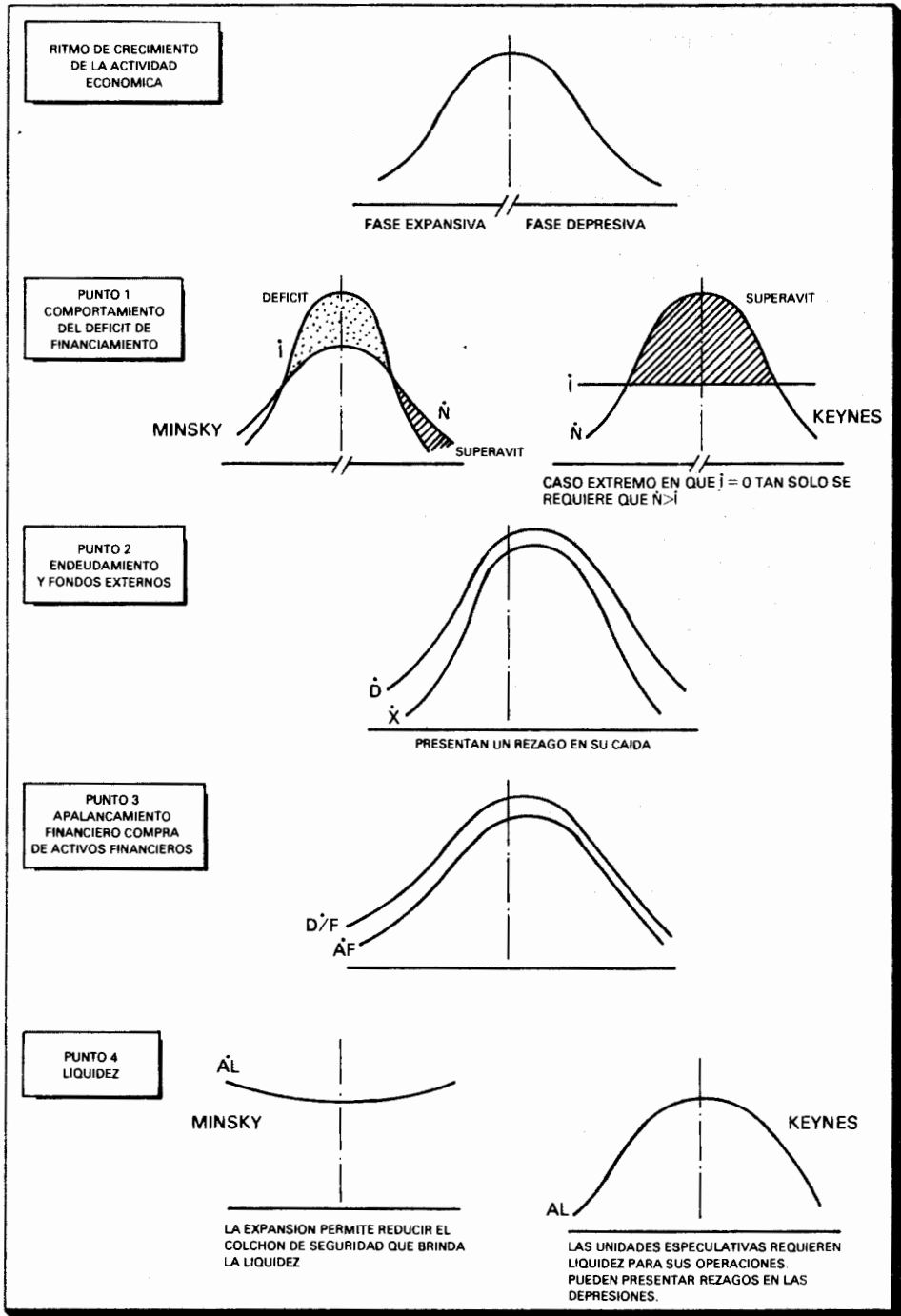
Cuarto: De acuerdo a Minsky, la mayor confianza en el desempeño durante las expansiones hace que las firmas reduzcan sus tenencias de activos financieros líquidos ($\dot{A} < 0$). Sin embargo, al igual que en el primer punto, la actividad especulativa puede invertir este enunciado ($\dot{A} > 0$).

Quinto: Estos procesos se revierten en las etapas de descenso económico, excepto por el endeudamiento y el apalancamiento que pueden continuar aumentando en las primeras fases del declive debido a dos tipos de razones: los préstamos forzosos que requieren aquellas firmas que no pueden cubrir sus compromisos de pago dado que el descenso en la actividad las lleva a una posición de tipo especulativo o Ponzi, pero también porque el cambio en las condiciones de mercado toma por sorpresa agentes especulativos que requieren recursos para culminar sus operaciones. ($\dot{D} > 0$, $\dot{D}'/I > 0$) durante el primer momento del descenso).

(7) Ellos fundamentan el orden en el desarrollo de la sección III. Por supuesto, la formulación del punto uno y cuatro en términos tanto de Minsky como de Keynes, cualifica el mayor o menor grado de vulnerabilidad que se genera. En efecto, el hecho de que la economía se comporte en forma keynesiana, introduce un doble riesgo en la estabilidad del sistema, aquel originado en la actividad empresarial y aquel que se deriva de la especulación.

(8) Estas oportunidades incluyen la inversión en acciones, de acuerdo a Keynes: "...no tiene sentido crear una empresa incurriendo en un gasto mayor que aquel a que se puede comprar otra igual ya existente...". Keynes (1936, p. 138). Es en este concepto que J. Tobin se basa para desarrollar la famosa relación Q, que sirve para determinar los incentivos para la inversión. Véase J. Tobin y W. Brainard (1977), "Asset market and the cost of capital" en: *Economic progress, private values and public policy, Essays in honor of William Fellner*, Amsterdam, North Holland, pp. 235-262.

DIAGRAMA 1
Comportamiento cíclico de las firmas



III Cuentas nacionales: algunos aspectos metodológicos

El nuevo sistema de Cuentas Nacionales implantado por el DANE y el Banco de la República contempla, además de una clara separación de los agentes económicos, la elaboración de cuentas financieras cuyo objeto es ilustrar los mecanismos utilizados por dichos agentes para procurar u ofrecer los recursos necesarios que requieran o disponen, por encima de sus ingresos operativos netos.

Para el sector de sociedades y cuasisociedades no financieras (SQSNF) en lo que respecta a la acumulación de capital, las estadísticas reales informan sobre la utilización de recursos para compra de activos productivos. Es decir, la inversión de estos agentes desagregada en: formación bruta de capital fijo, las compras netas de tierras y terrenos, las compras netas de activos no físicos y la variación de existencias. También se deduce el ahorro bruto de las sociedades que equivale a la utilidad después de impuestos y dividendos. Se obtiene el préstamo neto real, es decir, la posición superavitaria o deficitaria de recursos propios después de la inversión para cada agente.

Por su parte, las Cuentas Financieras del sector, ilustran los mecanismos utilizados por estos agentes para financiar su utilización de recursos, en términos no sólo de la inversión en bienes de que trata el párrafo anterior, sino también, la utilización de tipo netamente financiero (el Cuadro I, págs. 88 y 89, ilustra esta información organizada bajo un esquema de fuentes y usos, cuya coherencia se explica a continuación).

Según esta aproximación las empresas pueden presentar un déficit (DF) o un

superávit (SP) de acuerdo a si las fuentes internas (N) cubren o no sus gastos de formación de capital (I) ⁽⁹⁾.

$$(1) DF(SP) = I - N$$

Las SQSNF cuentan con dos fuentes generales de financiamiento: aquellas de índole interna (N) o las externas (X). Las características de estas últimas es la de no pertenecer a la empresa puesto que no fueron recursos generados en su proceso productivo. Así, las fuentes totales (FT) son: (sígase el diagrama 2).

$$(2) FT = X + N$$

Las fuentes externas comprenden, básicamente, el endeudamiento a corto o largo plazo (Dcp, Dlp), la emisión neta de nuevas acciones (A), los nuevos aportes de capital y los créditos comerciales concedidos por otras empresas (CC) ⁽¹⁰⁾:

$$(3) X = Dcp + Dlp + A + CC$$

Los fondos internos (N) se componen de los beneficios retenidos (B) a los cuales se les han adicionado las transferencias de capital, las reservas y los gastos diferidos (R), estos dos últimos dado que no implican la utilización de capital de trabajo:

$$(4) N = B + R$$

(9) En adelante, la palabra déficit se utiliza exclusivamente en referencia a esta definición: exceso de inversión sobre recursos propios.

(10) Los aportes de capital corresponden básicamente al patrimonio de las sociedades limitadas, estos han sido adicionados a la emisión de acciones que contempla entonces todos los derechos de propietarios: acciones, participaciones de capital y derechos en las cuasi-sociedades. Las cuentas financieras agrupan el endeudamiento —de corto o largo plazo— y los créditos comerciales en las llamadas operaciones de financiación.

De otra parte, los usos totales (UT) están conformados por el gasto de inversión (I) más las adquisiciones netas de activos financieros (AFN):

$$(5) UT + I + AFN$$

donde la inversión se descompone, para efectos del análisis, en formación bruta de activos fijos (FK), en acumulación de inventarios (V) y en otras operaciones de Inversión (OAP).

$$(6) I = FK + V + OAP$$

La adquisición neta de Activos Financieros se divide en activos líquidos (AL) —constituidos por cuentas corrientes y dinero en caja, crédito neto a otras empresas o consumidores (CR) y la adquisición neta de otros activos financieros monetarios y no monetarios (AM) (acciones, títulos, etc.).

$$(7) AFN = AL + CR + AM$$

En donde los otros activos financieros pueden ser la adquisición de acciones (derechos de propietario) (PR), o la inversión en papeles del mercado que impliquen un derecho de acreedor (AC).

$$(8) AM = PR + AC$$

La identidad contable que se deberá cumplir es aquella que enuncia que la utilización total de fondos debe corresponder a la totalidad de recursos obtenidos.

$$(9) UT = FT$$

Las estadísticas reales y financieras son elaboradas por diferentes instituciones: la utilidad neta (B en ecuación 4) y las operaciones de inversión (I en ecuación 6) son proporcionadas por la cuenta de capital

del DANE, mientras que los recursos externos (X en ecuación 3), las reservas (R en ecuación 4) y las utilizaciones financieras (AFN en ecuación 7) se obtienen por las Cuentas Financieras realizadas por el Banco de la República.

Si separamos la ecuación (9) en sus componentes y los agrupamos de acuerdo al criterio de elaboración en la ecuación (10):

$$(9a) I + AFN = N + X$$

$$(10) I - N = X - AFN$$

$$Df (\text{Real}) = Df (\text{Financiero})$$

Tenemos a la izquierda el déficit o superávit tal como fue definido en (1), también llamado préstamo neto Real⁽¹²⁾. A la derecha se tiene el mismo déficit visto por el lado financiero, préstamo neto financiero.

En la práctica se presenta una discrepancia estadística (DS) entre los préstamos netos con lo cual la ecuación (10) se debe expresar:

$$(10a) I - N = X - AF + DS$$

Se deben destacar dos aspectos de la elaboración de las estadísticas financieras que aseguran la coherencia contable del sistema. En primer lugar las operaciones deben ser registradas por los valores realmente transados, criterio éste utilizado en las transacciones reales, que determina a su vez el modo de cálculo de las Cuentas Financieras. En segundo lugar, dichas estadísticas financieras deberían reflejar los

(12) En realidad una parte de los recursos internos se toma de las Cuentas Financieras, en efecto, R en la ecuación 4 se compone no sólo de las transferencias de capital sino de reservas que no son tomadas en cuenta por el préstamo neto real que publica el DANE.

CUADRO 1

**Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades financieras
(Porcentaje del PIB)**

		1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Fuentes totales ...	(FT)	22.0	17.1	18.4	17.9	18.5	13.6	16.6	20.4
Internas	(N)	6.2	5.9	6.5	5.9	6.4	4.8	5.0	5.3
Ahorro bruto	(B)	5.4	5.5	5.1	5.2	5.5	4.1	4.7	4.8
Transferencias ...	(R)	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2
Reservas	(R)	0.5	(0.0)	1.1	0.7	0.7	0.5	0.2	0.4
Externas	(X)	15.8	11.2	12.0	12.0	12.1	8.8	11.6	15.1
Acciones	(A)	4.0	4.6	4.2	3.3	3.5	2.5	2.6	2.9
Subtotal Pmos		11.8	6.6	7.8	8.7	8.6	6.3	9.0	12.2
-Pmos. a CP	(Dcp)	3.0	1.6	1.6	0.3	2.5	2.2	2.9	3.6
-Pmos. a LP	(Dlp)	2.8	2.7	4.3	2.8	2.5	1.3	2.3	5.5
Pmos. Cciales. ...	(CC)	6.0	2.3	1.9	5.6	3.7	2.7	3.8	3.2
Total aplicaciones	(UT)	19.2	16.3	16.0	17.7	19.2	14.0	16.6	20.4
Inversión real	(I)	11.6	11.8	9.3	7.8	11.4	8.8	9.6	8.9
F.B.C.F.	(FK)	10.4	10.2	7.7	6.9	7.7	7.9	8.6	7.2
Variación de existencias	(V)	1.4	1.5	1.6	1.0	3.5	0.8	0.9	1.6
Otros activos	(OAP)	(0.2)	0.2	(0.0)	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
Inversión financiera	(AFN)	7.6	4.5	6.7	9.9	7.8	5.2	7.0	11.5
Líquidos	(AL)	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9	0.2	0.7	0.6
Act. Financiera ..	(AC)	0.4	0.1	0.3	1.9	0.8	0.0	0.3	2.6
Acciones	(PR)	0.6	0.1	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.8
Pmos. a CP y LP	(CR)	1.1	0.4	1.1	1.4	1.2	1.0	1.4	3.4
Pmos. Cciales. ...	(CR)	5.0	3.5	4.5	5.4	4.6	3.8	4.3	4.1
Discrepancia	(DS)	(2.8)	(0.8)	(2.4)	(0.2)	0.7	0.4	(0.0)	(0.0)
Déficit Real	(DF)	5.8	5.9	3.9	2.6	5.7	4.5	4.8	4.0
Déficit financiero	(DF)	8.6	6.7	6.3	2.8	5.1	4.1	4.8	4.0

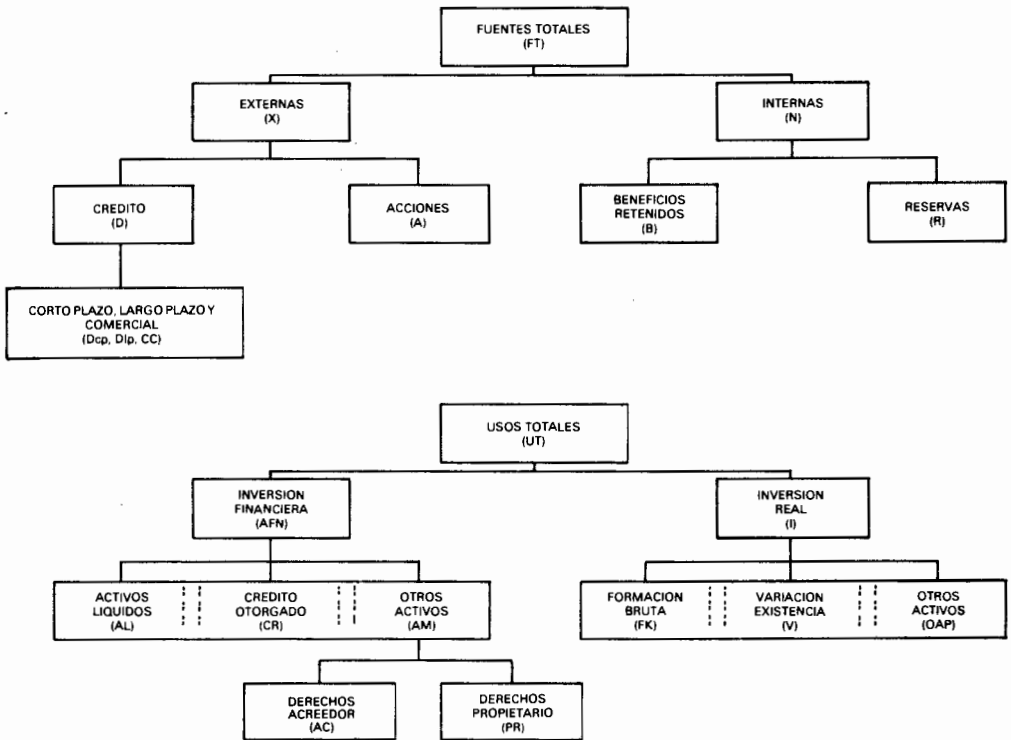
CUADRO 1
Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades financieras
(Porcentaje del PIB)

%

		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Fuentes totales ...	(FT)	19.4	17.6	23.3	20.6	18.9	17.8	17.9	25.4
Internas	(N)	5.0	6.6	6.6	6.3	5.7	5.9	6.5	7.5
Ahorro bruto	(B)	4.5	5.5	5.4	5.4	5.0	5.2	5.7	6.8
Transferencias ...	(R)	0.1	0.2	0.2	0.6	0.4	0.4	0.5	0.9
Reservas	(R)	0.4	0.9	0.9	0.2	0.4	0.3	0.4	(0.2)
Externas	(X)	14.4	11.1	16.7	14.3	13.2	12.0	11.3	17.9
Acciones	(A)	2.0	2.8	2.8	3.1	3.2	3.0	4.1	4.1
Subtotal Pmos. ...		12.4	8.3	13.9	11.2	9.9	9.0	7.3	13.8
-Pmos. a CP	(Dcp)	3.3	4.7	5.4	5.5	2.7	3.1	1.1	2.6
-Pmos. a LP	(Dlp)	4.6	2.9	3.9	1.9	3.3	3.0	2.7	4.9
Pmos. Cciales. ...	(CC)	4.5	0.7	4.6	3.7	3.9	2.9	3.5	6.3
Total aplicaciones	(UT)	18.1	18.7	21.9	19.0	17.1	15.8	17.3	23.7
Inversión real	(I)	9.3	9.9	10.1	10.5	11.1	9.6	10.5	12.2
F.B.C.F.	(FK)	7.6	7.7	8.2	8.7	9.0	8.4	9.2	11.1
Variación de existencias	(V)	1.5	2.0	1.7	1.7	1.9	1.1	1.2	0.9
Otros activos	(OAP)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
Inversión financiera	(AFN)	8.8	8.8	11.9	8.4	6.0	6.2	6.8	11.5
Líquidos	(AL)	0.8	0.6	1.0	0.8	1.0	0.8	0.9	1.1
Act. Financiera ..	(AC)	1.0	1.6	1.8	1.5	0.3	1.3	0.8	1.8
Acciones	(PR)	0.8	0.6	0.7	0.7	0.3	0.5	1.2	0.7
Pmos. a CP y LP	(CR)	1.8	1.1	1.4	1.4	0.8	0.4	0.2	2.1
Pmos. Cciales. ...	(CR)	4.5	5.0	7.0	4.1	3.6	3.2	3.7	5.8
Discrepancia	(DS)	(1.4)	1.1	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(0.6)	(1.7)
Déficit Real	(DF)	4.6	4.3	4.4	4.5	5.8	4.0	4.3	4.5
Déficit financiero	(DF)	6.0	3.2	5.8	6.1	7.6	6.0	4.9	6.2

Fuentes: Cuentas nacionales. DANE y cuentas financieras. Banco de la República.

DIAGRAMA 2



flujos a partir de un "stock" inicial, es decir lo ocurrido durante un determinado período, ello se aproxima a través de las comparaciones de estados patrimoniales que proporcionan cambios de "stock" y que equivalen a flujos netos.

Es así como las series financieras con las cuales se desarrollará el documento están desprovistas de valorizaciones, y se expresan en términos de flujos netos (13)

Ambos factores de elaboración pueden implicar divergencias en los cálculos del déficit o superávit visto por el lado real o financiero (teóricamente iguales), sin embargo, la discrepancia estadística se debe

no sólo a estos fenómenos y los que tienen que ver con la cobertura de la muestra utilizada por los organismos encargados, sino también pueden tomarse como una aproximación a utilizaciones no especificadas de fondos (14).

(13) La forma de cálculo de las valorizaciones junto con los problemas que conllevan, especialmente sobre la discrepancia estadística, es tratada con detenimiento en Hernández (1988).

(14) En efecto, el cuadro 1 permite interpretar el signo negativo de la discrepancia estadística como un faltante en las utilizaciones para igualar a las fuentes disponibles por las empresas; ello suponiendo que el tratamiento de la información tiende a subestimar más las utilizaciones que las fuentes.

IV Comportamiento cíclico de las fuentes y usos. Hipótesis de Inestabilidad Financiera

El análisis se fundamenta en la síntesis teórica elaborada en la sección I, y utiliza las cifras provenientes de la construcción de un flujo de fondos para las sociedades, explicado anteriormente (el diagrama 1 puede ser útil en el seguimiento).

A partir del mencionado flujo de fondos se elabora un indicador de apalancamiento financiero durante el período 1970-1985⁽¹⁵⁾ definido como la razón entre el nuevo endeudamiento sobre la inversión total de las firmas⁽¹⁶⁾ la importancia del indicador radica en el hecho de ilustrar el grado al cual dicho endeudamiento libera o complementa los recursos propios requeridos, entendiendo por complementariedad un mayor apoyo a los gastos de operación que llevan a la empresa a una mayor utilización de la capacidad instalada o a expandir la misma, ello será tratado con detenimiento en el numeral C.

El endeudamiento (o crédito) no incluye los nuevos préstamos de tipo comercial que demandan las firmas, puesto que su monto generalmente cubre los requerimientos de capital de trabajo que están implicados en el dinamismo de las ventas, mas no las necesidades de crecimiento de la firma.

El análisis se complementa con los montos nuevos de recursos internos, externos, la inversión en activos financieros, etc., obtenidos a partir de las fuentes y utilizaciones, todos ellos analizados a precios constantes de 1970 (Anexo 1)⁽¹⁷⁾.

Dado que el argumento requiere definir los ciclos económicos, junto con sus fases de ascenso y descenso, el período se divide de acuerdo con los años en que aumenta o disminuye el ritmo de crecimiento de la economía (PIB), tal como lo muestra el cuadro 2⁽¹⁸⁾. Con base en dicha periodicidad

(15) La versión anterior del presente documento intentó unificar las series de cuentas nacionales con los agregados de la Superintendencia de Sociedades, su fuente primaria, en aras de expandir el período a 1960-1985, sin embargo la calidad no fue la deseable.

(16) Tradicionalmente, el apalancamiento de recursos se mide como la razón entre el saldo de deuda con respecto a un "stock" patrimonial o de activos. La definición utilizada se da en términos de flujos.

(17) El deflactor indicado para flujos de tipo financiero es aún motivo de estudio general. En aras de expresar los montos en magnitudes más razonables que aquellas nominales, se tomó el índice de precios implícitos del PIB, aplicado en forma homogénea tanto a flujos reales como financieros. El deflactor renglones específicos como la inversión, por sus respectivos índices, no altera los resultados obtenidos.

(18) Pese a que durante los años 1983-1985 se vive una crisis de diversa índole, el período presenta una tendencia ascendente en el ritmo de crecimiento del PIB, lo cual es notable especialmente en el comportamiento de la industria manufacturera.

CUADRO 2
Ciclos productivos 1970-1985

Ascenso	Incremento PIB	Descenso	Incremento PIB
1970-1972	(6.7, 6.0, 7.7)	1973-1975	(6.7, 5.7, 2.3)
1976-1978	(4.7, 4.2, 8.5)	1978-1982	(5.4, 4.1, 0.9)
1983-1985	(1.6, 3.4, 3.1)		

dad, el análisis se realiza para el agregado de las empresas (públicas y privadas), tratando de desarrollar cada uno de los puntos que incrementan la fragilidad del sistema. El anexo 3 ilustra un análisis para las sociedades privadas ⁽¹⁹⁾.

A continuación se describe el comportamiento observado en los diversos componentes del balance de las firmas enfatizados en el diagrama 2.

A. Déficit de financiamiento: (I - N)

Las fuentes internas (N) presentan un dinamismo durante todas las fases expansivas de la actividad económica, con un crecimiento promedio de 8.6%, 7.4% y 12.7% (Cuadro 3). La primera fase destaca el crecimiento de 1972, mientras que las otras muestran incrementos en todos los años que las conforman. De igual modo, la segunda recesión mantiene el ritmo de crecimiento en 6.6% liderado por el comportamiento de 1979 y 1980 (véase el Cuadro 3 para los crecimientos promedios y el Cuadro 4 para el de años individuales). Así, solamente la primera recesión observa una caída promedio de las fuentes internas.

Por su parte, la inversión en activos reales (I) crece a ritmos promedios de -4.3%, 7.6% y 6.3%, en cada fase expansiva. La caída observada durante la primera sólo se inicia en 1972 y perdura hasta el siguiente año. Tanto 1970 como 1971 presentaban buenos niveles de incremento.

Durante las recesiones, sorprende el crecimiento de la inversión en el segundo declive (1978-1982), mayor que el de todo el período de análisis. Este comportamiento se explica en el Cuadro 5, por el auge sin precedente de la inversión en empresas públicas, cuya participación en el sector

pasa del 18% al 58% entre 1970 y 1985, observando un ritmo de crecimiento nominal promedio durante dicha fase recesiva del 45%, en contraste con el 25% observado por la inversión de las empresas privadas (prácticamente nulo en términos reales) ⁽²⁰⁾.

Así pues, el déficit de financiamiento (I-N) crece principalmente durante las recesiones, 18% y 9.4% respectivamente, mientras que cae en la primera y tercera expansiones, -22% y -1.4%. La segunda expansión refleja tan sólo el distanciamiento normal entre las curvas.

Los párrafos anteriores describen un comportamiento del déficit de financiamiento plenamente keynesiano, el incremento de la inversión en bienes reales no se eleva en magnitud mayor al aumento en las fuentes internas, al contrario de lo esperado por Minsky en el punto uno de la hipótesis de trabajo. Por ello, las necesidades de recursos para inversión real no se aceleran durante las fases expansivas salvo durante la segunda que refleja simplemente similares ritmos de crecimiento de la inversión y los recursos internos.

El hecho de no acrecentar el déficit de financiamiento durante las expansiones, destaca cómo el dinamismo de las ventas no genera grandes respuestas en las inversiones productivas, pues se prefieren las financieras (como se verá en la correspon-

(19) Los flujos de las sociedades públicas son bastante más inestables y de difícil interpretación en términos de ritmos de crecimiento dado el continuo cambio de signo que presentan.

(20) Recuérdese que el análisis comprende a las empresas públicas y privadas, mas no a las administraciones públicas, las cuales en períodos como 1976-1978 y 1983-1985 experimentaron políticas de reducción del gasto, principalmente vía inversión.

diente sección), pero también muestra que las mismas ventas se traducen rápidamente en utilidades que permiten mante-

ner la participación de los recursos internos en los requerimientos de la expansión productiva.

CUADRO 3

**Sociedades y cuasisociedades no financieras.
Incrementos promedios de las fuentes y usos*
en términos constantes de 1970**

Fuentes y UBCE		Primera	Primera	Segunda	Segunda	Tercera
		expansión	recesión	expansión	recesión	expansión
		1970-1972	1972-1975	1975-1978	1978-1982	1982-1985
Fuentes totales	(FT)	-2.24	-5.28	19.25	2.41	13.67
Internas	(N)	8.63	-5.05	7.41	6.62	12.70
Ahorro bruto	(B)	3.35	-2.52	9.18	5.80	14.28
Transferencias	(R)	-3.33	-1.20	-11.13	30.25	40.96
Reservas	(R)	65.04	-20.96	-1.12	3.89	N.S
Externas	(X)	-6.90	-5.41	24.83	0.82	14.09
Acciones	(A)	9.52	-12.11	-0.91	15.75	11.32
Subtotal Pmos. a						
CP - LP		7.50	-10.97	37.59	-3.41	11.07
-Pmos a CP	(Dcp)	-22.68	18.33	20.20	-1.68	2.24
-Pmos a LP	(Dlp)	32.11	-28.78	59.35	-4.70	17.28
Pmos. Cciales	(CC)	-39.39	17.84	25.15	-0.65	20.52
Total aplicaciones	(UT)	-2.48	0.36	15.16	1.74	14.85
Inversión real	(I)	-4.27	3.09	7.56	7.92	6.32
Act. productivos	(FK),(V)	-4.93	2.64	7.39	7.77	6.46
Otros activos	(OAP)			20.44	16.25	-0.18
Inversión financiera	(AFN)	0.18	-3.70	26.16	-6.30	27.98
Líquidos	(AL)	2.65	-28.42	81.08	9.89	7.57
Act. financieros	(AC)	-17.26	-53.99	271.07	-23.09	87.49
Acciones	(PR)	-14.30	-16.55	67.05	-18.73	36.14
Pmos. a CP y LP	(CR)	7.71	2.37	26.78	-14.18	39.24
Pmos. Cciales	(CR)	1.32	-0.65	12.10	-2.75	20.92
Apalancamiento:						
Dcp + Dlp) / I		12.29	-13.64	27.91	-10.50	4.46
Tasa de auto- financiamiento		57.79	62.00	55.31	60.78	61.61
(Promedio simple)						
Déficit (I-N)	(DF)	-22.08	17.98	7.74	9.40	-1.43

* Calculado a través de un promedio geométrico entre los dos años extremos.

Nota: Para deflactar se utiliza el índice de precios implícitos del PIB

Fuente: Anexo 1.

CUADRO 4

**Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades no financieras
a precios constantes de 1970
(Variaciones porcentuales)**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Fuentes totales ... (FT)	-17.44	15.76	3.94	8.92	-24.95	27.97	28.26	
Internas (N)	-0.00	18.00	-1.74	13.14	-23.00	9.23	10.90	
Ahorro bruto (B)	7.76	-0.88	8.70	12.27	-24.10	19.24	6.48	
Transferencias ... (R)	11.02	-15.83	-80.35	226.39	50.37	-42.13	49.32	
Reservas (R)	-102.42	-113.64	-30.32	3.53	-31.54	-53.10	86.25	
Externas (X)	-24.35	14.58	7.00	6.84	-25.96	38.19	35.75	
Acciones (A)	22.53	-2.11	-15.45	11.22	-27.81	10.70	14.61	
Subtotal Pmos. a CP LP (Dcp)	-20.74	45.79	-44.30	72.58	-26.59	50.76	83.68	
-Pmos. a CP (Dcp)	-42.74	4.40	-80.82	836.91	-7.83	31.94	33.01	
-Pmos. a LP (Dlp)	2.52	70.23	-31.08	-4.46	-45.14	82.00	144.67	
Pmos. Ccrales. ... (CC)	-59.04	-10.33	211.18	-31.40	-23.35	46.56	-14.25	
Total aplicaciones (UT)	-9.91	5.57	18.25	14.45	-25.31	23.95	28.27	
Inversión real (I)	8.25	-15.34	-10.06	54.12	-20.96	13.66	-3.00	
Act. productivos (FK).(V)	5.17	-14.06	-9.59	51.32	-20.96	14.07	-3.15	
Otros activos (OAP)	-195.74	-108.85	322.68	-368.70	-20.69	-20.89	15.83	
Inversión financiera (AFN)	-37.51	60.59	57.53	-16.98	-31.71	41.46	71.02	
Líquidos (AL)	-16.10	25.60	58.56	27.42	-81.85	414.41	-9.34	
Act. Financieros (AC)	-78.62	220.17	667.28	-57.69	-97.00	1.479.77	683.40	
Acciones (PR)	-83.30	339.66	11.72	-9.98	-42.23	31.32	221.53	
Pmos. a CP y LP (CR)	-59.12	183.80	39.10	-14.69	-9.60	43.10	154.63	
Pmos. Ccrales. ... (CR)	-25.60	37.98	29.20	-9.34	-16.28	18.03	-0.37	
Discrepancia (DS)	-68.52	213.60	-89.64	-403.03	-35.23	-102.47	-3.88	

Fuentes: Cuentas nacionales, cuentas financieras y cálculos propios

CUADRO 4

**Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades no financieras
a precios constantes de 1970
(Variaciones porcentuales)**

		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Fuentes totales ...	(FT)	3.32	-4.42	37.63	-9.44	-7.66	-4.14	3.75	47.68
Internas	(N)	2.30	38.03	4.36	-1.88	-8.57	4.13	15.34	19.19
Ahorro bruto	(B)	2.49	27.77	3.28	2.97	-7.78	6.56	12.42	24.59
Transferencias ...	(R)	-18.76	47.98	28.76	159.18	-41.73	10.35	28.76	97.13
Reservas	(R)	10.68	157.14	5.52	-72.80	57.80	-33.00	54.49	-160.96
Externas	(X)	3.68	-19.17	57.37	-12.41	-7.27	-7.73	-1.93	64.12
Acciones	(A)	-23.32	43.68	6.22	12.22	4.79	-6.39	41.24	4.32
Subtotal Pmos.									
a CP LP		-5.94	2.43	27.19	-18.12	-18.40	2.54	-35.70	107.81
-Pmos. a CP	(Dcp)	-1.05	51.96	20.11	3.93	-50.74	17.93	-64.10	152.47
-Pmos. a LP	(Dlp)	-9.13	-32.87	38.62	-48.94	73.61	-9.88	-5.71	89.85
Pmos. Cciales. ...	(CC)	55.98	-84.81	627.31	-15.98	4.99	-24.77	25.14	85.93
Total aplicaciones	(UT)	-3.95	9.09	22.06	-11.52	-9.04	-6.19	13.23	42.63
Inversión real	(I)	12.88	12.77	5.65	6.87	6.54	-12.05	12.58	21.38
Act. productivos	(FK),(V)	12.11	12.64	6.24	6.61	5.72	-11.03	12.89	20.13
Otros activos	(OAP)	90.66	20.65	-27.41	28.00	62.91	-57.08	-16.27	176.79
Inversión financiera	(AFN)	-17.01	5.20	40.61	-27.15	-28.47	4.67	14.24	75.31
Líquidos	(AL)	27.30	-22.62	81.56	-13.19	19.55	-15.19	10.48	32.86
Act. Financieros	(AC)	-58.72	67.81	17.41	-12.24	-79.77	324.56	-32.67	130.55
Acciones	(PR)	10.40	-25.49	35.30	-5.15	-54.37	63.82	164.29	-41.72
Pmos. a CP y LP	(CR)	-44.08	-31.71	28.08	0.53	-38.31	-49.64	-60.19	1.246.67
Pmos. Cciales. ...	(CR)	19.80	16.01	46.80	-40.66	-11.51	-9.27	20.66	61.51
Discrepancia	(DS)	15.869.43	-181.33	-236.26	23.23	7.93	15.45	-69.60	193.15

Fuentes: Cuentas nacionales, cuentas financieras y cálculos propios

CUADRO 5

Inversión de las sociedades y cuasisociedades no financieras

	Empresas públicas			Empresas privadas			Total empresas		
	Participación	Var. %		Participación	Var. %		Participación	Var. %	
		Nominal	Real		Nominal	Real		Nominal	Real
1970 ...	17.6			82.4			100.0		
1971 ...	22.6	53.7	39.0	77.4	12.5	-1.8	100.0	16.4	5.2
1972 ...	29.9	26.6	14.4	70.1	-13.4	-22.3	100.0	-2.9	-14.1
1973 ...	29.5	6.1	-14.4	70.7	9.0	-7.5	100.0	8.7	-9.6
1974 ...	16.7	9.7	-9.9	83.4	128.0	75.6	100.0	89.8	51.3
1975 ...	31.8	85.3	50.2	68.2	-20.5	-35.4	100.0	-2.9	-21.0
1976 ...	29.7	33.4	4.6	70.3	47.0	18.6	100.0	43.2	14.1
1977 ...	43.3	82.4	42.8	56.7	1.0	-22.4	100.0	25.0	-3.2
1978 ...	29.7	-9.4	-23.1	70.3	63.9	39.2	100.0	31.3	12.1
1979 ...	30.3	42.8	15.4	69.7	38.7	11.5	100.0	39.8	12.6
1980 ...	36.9	64.2	29.3	63.1	22.0	-3.9	100.0	35.5	6.2
1981 ...	33.6	19.3	-3.8	66.4	38.2	12.8	100.0	30.9	6.6
1982 ...	44.2	75.1	40.5	55.8	11.6	-11.8	100.0	31.9	5.7
1983 ...	42.2	1.1	-16.0	57.8	9.7	-7.0	100.0	7.1	-11.0
1984 ...	51.8	68.7	39.7	48.2	14.8	-6.6	100.0	37.9	12.9
1985 ...	57.8	67.7	34.75	42.2	31.6	4.24	100.0	48.7	20.1
Promedio 1979-1982		44.70			24.79				

Nota: El crecimiento real se obtiene deflactando por el índice de precios implícitos del PIB.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística.

B. Fondos externos: (X)

Las fuentes externas (X) crecen un 24.8% y 14.1% durante las dos últimas expansiones. En cuanto a la primera, ella muestra una disminución promedio de -6.9% explicada por la reducción de nuevos créditos a corto plazo y comerciales especialmente durante 1971. En las recesiones, se da una desaceleración de -5.4% durante la primera (1972-1975), y un leve incremento de 0.8% en la segunda (1978-1982). Sin embargo, la primera fase de descenso en la actividad refleja la vertiginosa caída del año 1975, mientras que la segunda recesión ilustra declives en 1979, 1981 y 1982.

Al interior de las fuentes externas, la suma de los créditos contratados a corto y largo

plazo (Dcp y Dlp) es creciente en las tres expansiones, cuyos niveles alcanzan un ritmo promedio de 7.5%, 37.6% y 11.1% anual respectivamente; se destaca el alto nivel durante la segunda fase, explicado esencialmente por el crecimiento de 1976 y 1977, que continúa en menor escala durante 1979 y 1980, años considerados dentro de la segunda fase recesiva. Por otro lado, como se observa en el Cuadro 3, el endeudamiento durante 1972-1975, se acelera principalmente vía incrementos en las contrataciones de corto plazo (Cdp) y comerciales (CC). Sin embargo, ellos no fueron una alternativa de mayor financiamiento entre 1978-1982.

Durante las recesiones, el crédito a corto y largo plazo baja en -11% y -3.4% en

cada una de las fases de declive aunque el primero refleja nuevamente el comportamiento de 1975, y el segundo, lo ocurrido tan sólo durante 1981 y 1982.

El Cuadro 4 muestra cómo los incrementos en el subtotal de préstamos a corto y largo plazo son generalmente mayores al de las acciones (salvo en 1971, 1979, 1981, 1982 y 1984). De incluirse los préstamos comerciales, se confirma la tendencia hacia el financiamiento con recursos de endeudamiento durante el período de análisis (21).

Las Cuentas Financieras permiten responder sobre quiénes prestaban recursos a las empresas. En efecto, el mayor peso de los recursos otorgados a éstas proviene tanto de ellas mismas, como de las instituciones

financieras con una participación que oscila entre el 30% y el 43% para estas últimas, y el 15% y 39% para las primeras (Cuadro 6).

Allí, también se puede ver cómo durante la segunda fase recesiva, el sistema financiero no incrementó su participación en los préstamos nuevos al sector productivo.

En efecto, durante 1979-1982, no pudo salir en su rescate como sí lo había hecho durante la primera recesión (los incremen-

(21) Este comportamiento en saldos es identificable prácticamente desde los cincuenta (Carrizosa y Urdinola 1987). Sin embargo, este planteamiento debe ser cualificado, puesto que conjunto al endeudamiento aumentan las inversiones financieras. Ello se comenta al final de la sección D.

CUADRO 6

Participación promedio de los diversos agentes en el crédito otorgado a las SQSNF

Incrementos promedio de la participación durante expansiones y recesiones (Porcentajes)

Período	70-72	73-75	76-78	79-82	83-85	70-72	72-75	75-78	78-82	82-85
Banco de la República	-1.40	1.06	0.18	0.12	-0.25	-11.77	-22.55	-30.23	7.53	9.95
Bancos	15.64	17.62	18.53	23.45	19.41	-16.22	32.29	-12.73	4.68	-2.57
Otras instituciones C. de seguros y C. pensión	20.77	20.89	12.67	18.15	15.42	7.35	11.81	-20.96	2.17	-14.15
Total Instituciones Financieras	1.08	0.95	0.60	0.78	0.99	92.39	-10.11	-14.23	-25.08	84.52
Admon. p. central	36.09	40.52	29.99	42.50	35.57	-2.08	16.70	-17.22	3.26	-6.23
Admon. p. local	11.71	5.38	8.18	13.04	9.48	-40.47	-11.51	8.29	22.49	-25.40
Admon. p. de seg. social	-0.02	-0.05	0.36	1.37	1.51	N.S.	N.S.	N.S.	-0.46	32.98
Total admon. públicas	0.10	0.01	0.41	1.59	1.84	-22.14	N.S.	N.S.	13.32	21.14
Sociedades y cuasisociedades	11.79	5.33	8.95	16.00	12.82	-39.24	-17.12	21.20	20.28	-17.06
Hogares	28.34	38.44	38.62	15.22	24.08	16.25	16.84	-13.27	-20.66	33.30
Exterior	11.35	13.38	15.42	13.83	4.31	11.84	N.S.	N.S.	-11.22	-64.69
Total	12.42	2.34	7.01	12.45	23.21	12.38	N.S.	N.S.	46.35	7.80
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

* Promedio simple de las participaciones.

Fuente: Cuentas financieras, matrices de créditos.

tos de los nuevos préstamos fueron de tan sólo 3.3% en comparación con un 16.7% en el primer declive). Tampoco las empresas mismas pudieron ayudarse durante dicho segundo declive, el otorgamiento de dichos recursos cae en -21%. Al contrario, el exterior continúa apoyando con nuevos recursos dirigidos, como es conocido, a las empresas públicas.

C. Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero de recursos observa incrementos promedio de 12.3%, 27.9% y 4.5% en cada una de las fases expansivas (Cuadro 3); ello permite que la tasa de autofinanciamiento disminuya durante las mismas fases. De otra parte, el indicador desciende durante ambas fases recesivas motivado en primera instancia por la caída del crédito a corto y largo plazo, pero mucho más importante, por el incremento de la inversión observado durante el segundo declive.

Debe hacerse hincapié en el comportamiento observado durante la segunda fase expansiva 1975-1978. La Gráfica 1 muestra cómo el nivel de apalancamiento durante 1977 y 1978 libera más de un 80% de los recursos propios que hubieran requerido para realizar la inversión (línea por los cuadros). Pero, además, los mismos fondos propios se aceleran durante todo este período con lo cual el flujo de recursos manejados por las sociedades se incrementa vertiginosamente.

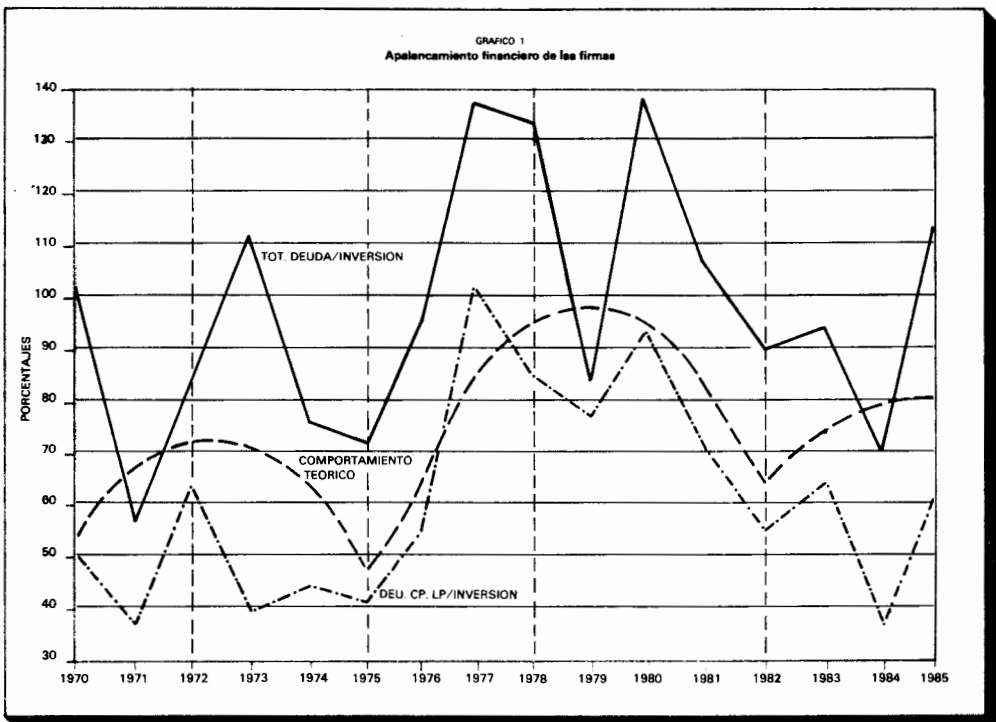
El apalancamiento debería apoyar mayores utilidades de capacidad o incrementos en dicha capacidad; al respecto de esta última complementariedad, el déficit de financiamiento puede dar un buen indicio sobre alguna necesidad de apalancamiento adicional para obtener recursos complementarios a la inversión: en la medida que

no se observen grandes incrementos en las necesidades de financiamiento (déficit), no deben esperarse grandes aceleraciones en el endeudamiento. De acuerdo a lo descrito en el numeral A, el déficit más bien tiende a caer durante las expansiones, por ello se descarta que la totalidad de los montos haya sido complementaria en dicho sentido y más bien se tiene un indicio de reducido tamaño.

Respecto al apoyo de los gastos de operación a través de apalancamiento (mayor utilización de capacidad instalada), se puede pensar que las necesidades de mayor capital de trabajo se reflejan en mayor demanda de crédito comercial, sin embargo, dicho crédito se está excluyendo en el análisis del apalancamiento financiero, con lo cual se elimina dicha posibilidad. La Gráfica 1 muestra niveles mayores al 100% cuando se incluyen los mencionados créditos comerciales, la distancia entre las curvas refleja precisamente, complementariedad con el capital de trabajo de este tipo⁽²²⁾.

Existe otra posibilidad de análisis de complementariedad al capital de trabajo, que consiste en suponer que las firmas de mayor tamaño o acceso al mercado financiero, capten recursos a corto y largo plazo de manera que puedan otorgar mayor crédito a empresas menores, compradoras de sus productos, o con vínculos de cualquier índole. Para ello, es necesario mirar primero el comportamiento de las inversiones financieras objeto de la siguiente sección.

(22) Recuérdese que el crédito comercial está compuesto por operaciones en las cuales, de común acuerdo, los dos participantes han separado la ejecución del pago efectivo, ellas pueden ser entrega de bienes, suministro de servicios, pago a plazos, crédito de proveedores, etc. Los cuales, precisamente, pueden ser definidos como capital de trabajo.



D. Inversión en activos financieros

1. Activos financieros totales: (AFN)

La inversión en activos financieros (AFN) crece 0.2%, 26.2% y 28.0% en cada fase expansiva. Se destaca dentro de sus componentes, el aumento en la tenencia de activos líquidos —medios de pago— (AL), las compras de nuevas acciones (PR) y la adquisición de otros activos financieros (AC), especialmente durante la segunda expansión cuando los niveles de los tres renglones mencionados alcanzan 81.1%, 67.1% y 271.1% en su orden. Los préstamos comerciales (CR comercial) se aceleran en forma más leve durante la segunda y tercera expansión.

Todo ello permite identificar que la mayor disponibilidad de recursos, durante las expansiones, se ve canalizada, dentro del marco de Cuentas Nacionales, predominantemente hacia la adquisición de acciones (PR), activos financieros (AC) y tenencia de liquidez (AL) antes que hacia incrementos en inversiones reales (I).

Las inversiones financieras decrecen durante las depresiones en -3.7% y -6.3% respectivamente, resaltando esta última el descenso que se inicia en 1981 y no antes. Dentro de estas inversiones, la tenencia de activos líquidos no se desacelera durante la segunda fase, debido a los movimientos que se observan durante 1980 y por supuesto la crisis de confianza que se vive durante

1982 a raíz de lo ocurrido en el sistema financiero (que aumenta la demanda por efectivo).

A su vez, para ambas fases recesivas, las compras de acciones caen al igual que los préstamos otorgados (salvo durante 1980) (23). Una vez descrito el comportamiento de la inversión en activos financieros (AFN), puede continuarse desarrollando la idea de complementariedad del endeudamiento con el capital de trabajo, especialmente aquel relacionado con el otorgamiento de crédito. Dicha idea permite describir el proceso de intermediación financiera entre empresas durante el período de estudio.

Retomando la identidad (10):

$$(10) I - N = X - AFN$$

Si aumentan los fondos externos y el déficit se mantiene constante, todo crecimiento en las fuentes se canaliza, en el agregado, hacia la compra de activos financieros, es decir, tan sólo se recompone el lado derecho.

Nótese que el apalancamiento financiero y el lento crecimiento del déficit de financiamiento, permitieron un mayor uso de tipo financiero de los recursos de las empresas. Dado que dichos usos implicaron incrementos en el otorgamiento de crédito, se puede pensar que se dio una complementariedad de apalancamiento de recursos, vía endeudamiento a corto y largo plazo, con el capital de trabajo, puesto que el primero permitió aumentar el crédito concedido a empresas y otros agentes (con lo cual se despeja lo planteado en la sección anterior). A la vez, el apalancamiento permitió mayores incrementos en las tenencias de liquidez, así como una mayor inversión en activos financieros no monetarios (títulos y acciones).

El incremento de las operaciones financieras ($\Delta FN > 0$) tiene algunas implicaciones para el caso colombiano. En primer lugar, el párrafo anterior confirma los mecanismos de crédito directo entre firmas, cuyo efecto es benéfico en la medida que enlace directamente los fondos de ahorro con sus demandantes, lo cual agiliza las transacciones y posiblemente disminuye costos. Sin embargo, ello abre un campo de estudio para determinar si el crédito directo entre firmas se presenta debido a que el sistema financiero no realiza eficientemente su función, o, por el contrario, en los mercados en los cuales se lleva a cabo este intercambio de fondos no existe, estructuralmente, lugar para la participación de las instituciones financieras (por ejemplo, porque son mayoritariamente cuentas por cobrar a proveedores).

De otra parte, las transferencias de efectivo intra-sector son definitivamente un mecanismo de expansión y contracción del crédito (de la manera enfatizada por Minsky), por fuera del control de la autoridad respectiva que debe introducir distorsiones en el cumplimiento de los objetivos monetarios fijados (24).

En segundo lugar, dicho incremento en las operaciones financieras junto con el crecimiento de la deuda, permite apreciar la llamada "profundización financiera" en ambos lados del balance, que atenúan las grandes magnitudes del endeudamien

(23) El crédito comercial incluye la cartera en mora, con lo cual, aumentos en sus montos durante las recesiones pueden obedecer a cuentas de difícil cobro de las empresas a otros agentes.

(24) Montenegro (1983), señala cómo: "el dinero es más bien un hecho histórico que en épocas de euforia económica, cuando las autoridades se esfuerzan por controlar una definición particular, los agentes terminan por crear nuevos métodos de liquidez."

to, medido en "stocks", que éstos presentan ⁽²⁵⁾.

Por último, debe relievase que la preferencia por inversiones financieras antes que productivas en la utilización de los crecientes recursos (externos e internos) que llegaban a las empresas, especialmente durante las fases expansivas, no es un fenómeno exclusivo de la segunda mitad de la década de los setenta. Si se observa el Cuadro 4, incrementos en el apalancamiento, creciente encauzamiento de recursos hacia actividades financieras y descensos en el déficit de financiamiento, son observables durante años como 1972 y 1980.

Ello permite plantear, en aras de buscar las causas de dicho comportamiento, qué factores inherentes a la estructura adquirida por el sector productivo (como aquellos de concentración mencionados en Hommes 1982), se convierten en argumentos necesarios y suficientes; al contrario, el comportamiento observado durante 1972 hace pensar que la liberación financiera tan sólo legitimizó mecanismos que de otra manera hubiesen sido encontrados en el mercado financiero informal.

Siguiendo los lineamientos teóricos, el año 1980 es claramente un rezago del comportamiento característico de las expansiones aun cuando algunos rasgos de los declives se distinguen durante 1979.

2. Activos líquidos: (AL)

Como se mencionó en la parte 1, las tenencias de activos líquidos (dinero en caja y cuentas corrientes) se acelera especialmente durante la segunda expansión, 81.1%; la primera y la tercera ilustran crecimientos más leves de 2.7% y 7.6%.

También se mencionó la caída durante la primera recesión y el aceleramiento durante la segunda.

El comportamiento de los activos líquidos sigue un comportamiento keynesiano, de acuerdo al punto 4 del planteamiento teórico, especialmente al considerar aceleraciones de la magnitud observada durante 1975-1978, las cuales no pueden obedecer exclusivamente al motivo "transacción". Sin embargo, ello no excluye el planteamiento de Minsky sobre la reducción en la tenencia de dichos activos, debida a la disminución de la demanda motivo "precaución" (el mejoramiento de las expectativas permite reducir el colchón de seguridad que brinda la liquidez). En efecto, dado el monto de incremento, puede haber ocurrido una disminución de la demanda motivo "precaución", un aumento en aquella motivo "transacción", y a la vez, un crecimiento de aquella motivo "especulación". Sin embargo, todo ello amerita un análisis más profundo por fuera del alcance del presente documento.

En términos de la fragilidad financiera del sistema, la preferencia por liquidez observada durante las expansiones puede resultar totalmente inestable para las firmas que la fundamentan en instituciones financieras, atadas a través de vínculos conglomerales, dado que durante el declive pueden convertirse fácilmente en carga onerosa ⁽²⁶⁾.

(25) Véase al respecto, Tenjo (1983), Acosta (1986). Este punto se mencionaba en la nota de pie de página 21. Sin embargo, debe resaltarse, no diluye, más bien aumenta la creciente potencialidad hacia la fragilidad financiera del sistema económico.

(26) Hommes (1982) páginas 62-63.

V Síntesis y conclusiones

Las empresas del sector productivo han seguido patrones de comportamiento financiero que si bien no pueden ser señalados como único elemento de diagnóstico de la crisis del sistema financiero durante la presente década, ni como detonante final de la misma, sí implicaron una mayor vulnerabilidad de la economía.

En efecto, las dos últimas fases expansivas ilustran incrementos reales en el crédito de corto y largo plazo (endeudamiento), hasta por niveles promedio de 38% durante un año; sus recursos internos crecen a ritmos entre el 19% y el 14% mientras que la inversión en activos reales presentaba una dinámica bastante débil, entre 6.3% y 7.6%, especialmente si se mira el hecho que las inversiones públicas las realizan principalmente las empresas públicas a partir de 1978.

Todo ello implicó una tremenda disposición de fondos, los cuales, bajo el marco de cuentas nacionales se reflejan en ritmos de crecimiento de las inversiones financieras del orden del 28% anual, principalmente reflejadas en nuevas adquisiciones de derechos de acreedor y de propietario, como también por aceleraciones en la tenencia de activos líquidos (medios de pago).

Dado que los recursos no se dirigen a la expansión del aparato productivo, se registró una pérdida de crecimiento potencial⁽²⁷⁾ y se incrementó la fragilidad del sistema, pues la estructura de inversión financiera descansaba, directa o indirectamente, en recursos de endeudamiento.

El elemento cíclico inherente al proceso de deterioro de los balances, destacado en la

HIF, aunque se observa en el seguimiento de las cifras, no puede ser erigido como explicación primordial del comportamiento empresarial. A la vez, resulta demasiado sencillo elaborar una explicación fundamentada en los "espíritus especulativos", por cuanto ellos son la respuesta (y no la causa) a los verdaderos determinantes.

Sin duda alguna, la racionalidad de algunos empresarios fue guiada por factores como la estructura tributaria prevaleciente (cuyas modificaciones más recientes aún no son evaluables dentro del marco de cuentas nacionales). A la vez, otros empresarios actuaban de acuerdo con sus anhelos conglomerales; y muchos otros pudieron dejarse arrastrar por la abundante disponibilidad de recursos crediticios provenientes tanto del interior como del exterior.

La liberación financiera interactuó en la transformación de las estructuras tanto de activos como de pasivos de los agentes, posiblemente acelerando la contratación de créditos y las inversiones financieras dentro del mercado financiero formal, puesto que los procesos observados durante 1972 debieron ser realizados a través de circuitos informales (por ejemplo, endeudamiento directo entre agentes).

Cabe preguntarse, hasta qué punto es deseable aumentar la participación del mercado financiero formal, la cual, en principio reduce el riesgo financiero de las

(27) Sin duda alguna los empresarios (y especialmente los del sector privado), sí perdieron una oportunidad de renovación tecnológica, lo cual es un elemento importante en el diagnóstico industrial para la presente década. Se debe averiguar si los sectores que mayores recursos se procuraron, a través de fuentes tanto internas como externas, fueron los mismos que requerían renovación tecnológica; ello permitiría establecer conclusiones de mayor claridad sobre los diferentes mecanismos de asignación de recursos.

operaciones, a través de la generación de mecanismos para su cubrimiento. Sin embargo, aumentar la mencionada participación, eleva las posibilidades de transmisión de los problemas financieros a un mayor número de agentes, cuando no se han generado los mecanismos de cubrimiento (diferentes al banco central).

El comportamiento financiero de los agentes (no solamente empresas), presenta aún bastante campo de estudio; quizá, se deberá profundizar sobre temas referidos a la eficiencia de los mercados en la asignación de recursos, como también intentar responder sobre quién, y a través de cuáles mecanismos, pagó los beneficios del reciclaje financiero.

Otro aspecto por desarrollar es la formalización matemática rigurosa de los aspectos reseñados anteriormente con el fin de separar claramente los determinantes de los comportamientos enunciados.

Por último, el trabajo realizado permite visualizar parcialmente la existencia de una endogenización monetaria durante las fases de mayor actividad económica, a través de contratos de crédito realizados directamente entre agentes, cuyos montos no son desprezables; en algunos años los créditos directos entre empresas presenta el mismo peso que aquel otorgado por los intermediarios financieros.

Es importante resaltar que los comportamientos observados són para el agregado de las empresas, los cuales, pese a marcar las tendencias globales en la economía, no fueron característicos a todas y cada una de ellas. Por lo demás, la metodología utilizada tiende a resaltar los comportamientos de las firmas más grandes, cuyo peso en los agregados de activos y pasivos es mayor, por ello, es deseable que posteriores profundizaciones puntualicen, si no por tamaño, al menos por ramas productivas, con énfasis en aquellas de mayor o menor competitividad.

ANEXO 1

**Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades no financieras
a precios constantes de 1970
(Millones de pesos)**

		1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Fuentes totales ...	(FT)	29233	24135	27938	29037	31628	23738	30377	38963
Internas	(N)	8295	8295	9788	9618	10881	8378	9152	10149
Ahorro bruto	(B)	7233	7794	7726	8398	9428	7156	8532	9085
Transferencias	(R)	464	515	434	85	278	418	242	361
Reservas	(R)	598	-14	1629	1135	1175	804	377	703
Externas	(X)	20938	15840	18150	19419	20747	15360	21225	28813
Acciones	(A)	5304	6499	6362	5379	5983	4319	4781	5480
Subtotal Pmos. a									
CP LP		7669	6079	8862	4936	8519	6254	9428	17317
-Pmos. a CP	(Dcp)	3941	2257	2356	452	4235	3903	5150	6850
-Pmos. a LP	(Dlp)	3728	3822	6506	4484	4284	2351	4278	10467
Pmos. Cciales.	(CC)	7965	3263	2926	9104	6245	4787	7016	6016
Total aplicaciones	(UT)	25478	22953	24230	28653	32792	24492	30358	38939
Inversión real	(I)	15365	16633	14081	12664	19519	15428	17536	17010
Activ. productivos	(FK),(V)	15601	16407	14101	12749	19291	15248	17394	16845
Otros activos	(OAP)	-236	226	-20	-85	227	180	143	165
Inversión financiera	(AFN)	10113	6320	10150	15989	13274	9064	12822	21929
Líquidos	(AL)	684	574	721	1143	1456	264	1360	1233
Act. Financieros ...	(AC)	596	127	408	3131	1325	40	628	4919
Acciones	(PR)	817	136	600	670	603	349	458	1472
Pmos. a CP y LP ..	(CR)	1437	587	1667	2319	1978	1788	2559	6517
Pmos. Cciales.	(CR)	6579	4895	6754	8726	7911	6623	7817	7789
Discrepancia	(DS)	-3755	-1182	-3707	-384	1164	754	-19	-18
Apalancamiento ...		49.91	36.55	62.94	38.98	43.65	40.53	53.76	101.80
Tasa de auto- financiamiento ...		53.99	49.87	69.51	75.94	55.75	54.31	52.19	59.67
Déficit	(DF)								
(Inversión-internos)		7070	8338	4283	7047	8637	7050	8385	6861

Fuentes: Cuentas nacionales, cuentas financieras y cálculos propios.

ANEXO 1

**Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades no financieras
a precios constantes de 1970
(Millones de pesos)**

		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Fuentes totales ...	(FT)	40258	38478	52956	47958	44282	42449	44043	65041
Internas	(N)	10383	14331	14956	14676	13419	13972	16116	19209
Ahorro bruto	(B)	9312	11897	12287	12652	11668	12433	13978	17415
Transferencias	(R)	294	434	559	1450	845	932	1200	2366
Reservas	(R)	778	2000	2110	574	906	607	938	-572
Externas	(X)	29875	24147	38000	33282	30864	28477	27927	45832
Acciones	(A)	4202	6037	6413	7197	7541	7060	9971	10402
Subtotal Pmos. a									
CP LP		16289	16684	21221	17376	14178	14538	9347	19425
-Pmos. a CP	(Dcp)	6778	10300	12371	12857	6333	7468	2681	6769
-Pmos. a LP	(Dlp)	9511	6385	8850	4519	7846	7070	6667	12656
Pmos. Cciales.	(CC)	9384	1425	10366	8709	9144	6879	8608	16005
Total aplicaciones	(UT)	37401	40799	49798	44062	40077	37594	42567	60714
Inversión real	(I)	19201	21653	22877	24448	26048	22910	25791	31305
Activ. productivos	(FK),(V)	18886	21274	22601	24096	25473	22663	25584	30734
Otros activos	(OAP)	315	380	276	353	575	247	207	572
Inversión financiera	(AFN)	18200	19146	26921	19613	14029	14684	16776	29409
Líquidos	(AL)	1570	1215	2205	1915	2289	1941	2145	2850
Act. Financieros ...	(AC)	2031	3408	4001	3511	710	3016	2031	4682
Acciones	(PR)	1625	1211	1638	1554	709	1162	3070	1789
Pmos. a CP y LP ..	(CR)	3644	2489	3187	3204	1977	995	396	5336
Pmos. Cciales.	(CR)	9330	10824	15890	9429	8344	7570	9134	14752
Discrepancia	(DS)	-2853	2321	-3162	-3896	-4205	-4855	-1476	-4327
Apalancamiento ...		84.84	77.05	92.76	71.07	54.43	63.46	36.24	62.05
Tasa de auto- financiamiento ...		54.08	66.19	65.38	60.03	51.52	60.99	62.49	61.36
Déficit	(DF)								
(Inversión-internos)		8819	7322	7921	9773	12629	9978	9675	12086

Fuentes: Cuentas nacionales, cuentas financieras y cálculos propios.

ANEXO 2

Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades financieras
Precios corrientes
(Millones de pesos)

		1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Fuentes totales ...	(FT)	29233	26705	34922	43623	59596	54950	88248	146110
Internas	(N)	8295	9178	12235	14449	20503	19394	26586	38060
Ahorro bruto	(B)	7233	8624	9657	12616	17765	16564	24787	34070
Transferencias	(R)	464	570	542	128	524	968	703	1355
Reservas	(R)	598	-16	2036	1705	2214	1862	1096	2635
Externas	(X)	20938	17527	22687	29174	39093	35556	61662	108050
Acciones	(A)	5304	7191	7952	8081	11273	9998	13890	20550
Subtotal Pmos. a									
CP LP		7669	6726	11078	7416	16052	14476	27389	64939
-Pmos. a CP	(Dcp)	3941	2497	2945	679	7979	9035	14961	25688
-Pmos. a LP	(Dlp)	3728	4229	8133	6737	8073	5441	12428	39251
Pmos. Cciales.	(CC)	7965	3610	3657	13677	11768	11082	20383	22561
Total aplicaciones	(UT)	25478	25397	30288	43046	61789	56695	88194	146023
Inversión real	(I)	15365	18404	17601	19026	36778	35713	50944	63789
Activ. productivos	(FK),(V)	15601	18154	17626	19153	36350	35296	50530	63170
Otros activos	(OAP)	-236	250	-25	-127	428	417	414	619
Inversión financiera	(AFN)	10113	6993	12687	24020	25011	20982	37250	82234
Líquidos	(AL)	684	635	901	1717	2744	612	3951	4624
Act. Financieros ...	(AC)	596	141	510	4703	2496	92	1824	18445
Acciones	(PR)	817	151	750	1007	1137	807	1330	5520
Pmos. a CP y LP ..	(CR)	1437	650	2084	3484	3728	4140	7435	24438
Pmos. Cciales.	(CR)	6579	5416	8442	13109	14906	15331	22710	29207
Discrepancia	(DS)	-3755	-1308	-4634	-577	2193	1745	-54	-67

Fuentes: Cuentas nacionales, cuentas financieras y cálculos propios.

ANEXO 2

Fuentes y usos de las sociedades y cuasisociedades financieras
Precios corrientes
(Millones de pesos)

		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Fuentes totales	(FT)	176781	209672	368118	409309	471525	544273	690002	1261532
Internas	(N)	45594	78093	103968	125254	142884	179150	252480	372575
Ahorro bruto	(B)	40890	64829	85412	107983	124244	159417	218988	337769
Transferencias	(R)	1289	2367	3888	12372	8995	11952	18804	45891
Reservas	(R)	3415	10897	14668	4899	9645	7781	14688	-11085
Externas	(X)	131187	131579	264150	284055	328641	365123	437522	888957
Acciones	(A)	18451	32898	44580	61422	80301	90519	156218	201759
Subtotal Pmos. a CP LP		71528	90915	147515	148303	150974	186408	146444	376767
-Pmos. a CP	(Dcp)	29764	56124	85993	109733	67433	95753	42002	131284
-Pmos. a LP	(Dlp)	41764	34791	61522	38570	83541	90655	104442	245483
Pmos. Cciales.	(CC)	41208	7766	72055	74330	97366	88196	134860	310431
Total aplicaciones ...	(UT)	164234	222317	346168	376054	426747	482026	666878	1177602
Inversión real	(I)	84314	117990	159027	208660	277362	293745	404059	607191
Activos productivos (FK).(V)		82932	115921	157111	205649	271242	290582	400823	596102
Otros activos	(OAP)	1382	2069	1916	3011	6120	3163	3236	11089
Inversión financiera (AFN)		79920	104327	187141	167394	149385	188281	262819	570411
Líquidos	(AL)	6893	6619	15331	16341	24374	24890	33600	55269
Act. Financieros ...	(AC)	8917	18568	27810	29965	7564	38669	31815	90808
Acciones	(PR)	7136	6598	11388	13262	7550	14893	48094	34699
Pmos. a CP y LP ...	(CR)	16002	13561	22157	27349	21048	12763	6208	103501
Pmos. Cciales.	(CR)	40972	58981	110455	80477	88849	97066	143102	286134
Discrepancia	(DS)	-12529	12645	-21980	-33255	-44780	-62252	-23126	-83930

Fuentes: Cuentas nacionales, cuentas financieras y cálculos propios.

Anexo 3

Sociedades privadas

La información disponible a partir de 1975 permite cualificar mejor el origen de las características financieras enunciadas para el agregado de las sociedades totales.

El Cuadro A ilustra un crecimiento de las fuentes internas de las sociedades privadas mayores al observado para el agregado de sociedades, durante las fases expansivas.

Las fuentes externas presentan crecimientos similares al agregado en la segunda expansión y menores en la tercera. Dentro de estas fuentes, el crédito a corto y largo plazo crece en promedio 54.8% durante la segunda expansión en donde todos los años registran aceleraciones en dicho período (Cuadro B). Durante la tercera expansión, el crecimiento de 12.2% es presionado básicamente por el año 1985, cuando el incremento alcanza 432%.

La inversión real crece en 8.7% y -3.1% durante los mismos períodos, resaltando este último la larga recesión de la actividad inversora que recupera los ritmos positivos tan sólo durante 1985. Por su lado, la inversión financiera llega a un 22.2% y 31.5% con marcados comportamientos durante ambas fases en la tenencia de activos financieros, compra de acciones y préstamos otorgados. Las magnitudes de crecimiento en la tenencia de liquidez no se captan en la tenencia geométrica. En efecto, durante 1976, 1978 y 1980 se observan incrementos de 100.5%, 47.2% y 214.8%.

Este último año, 1980, ilustra en sus diversos componentes que el rezago observado para la totalidad de sociedades es marcado en las privadas. Así, el incremento de las fuentes totales de 47% durante dicho año,

refleja en esencia un crecimiento del endeudamiento de corto y largo plazo de 78.8%. El destino de dichos recursos más los obtenidos a través de la disminución en -4.4% de la inversión real, se refleja en un crecimiento de 53.8% en las inversiones financieras, y dentro de ellas, una aceleración de 214.8% en la tenencia de activos líquidos (caja y bancos).

A diferencia del comportamiento agregado, las sociedades privadas reflejan claramente una situación financiera en dificultades para el período 1979-1982 (posiciones especulativas y Ponzi en términos de Minsky). Los nuevos flujos de capital crediticio presentan variaciones negativas durante 1979, 1981 y 1982; por su parte, la generación de recursos internos cae a partir de 1980 con lo cual se incrementa la posibilidad de que sus flujos de caja no puedan amortizar sus cargas (Cuadro B).

Para reemplazar estos recursos, las sociedades privadas aumentan su ritmo de colocación de acciones desde 1979 e inician un proceso de desinversión en activos financieros durante 1979, 1981 y 1982. Por otro lado, se nota un desaceleramiento en el ritmo de inversión en activos físicos a partir de 1980 aunque se da un leve repunte durante 1981.

Los anteriores rasgos permiten pensar que muchos de los comportamientos agregados obedecen al peso de las sociedades privadas, sin embargo, estas afirmaciones ameritan mayor rigurosidad dado que, si bien se destaca un comportamiento financieramente inestable para éstas, en algunos casos se observan posiciones claramente especulativas en las empresas públicas, debido muchas veces al largo período de maduración de las inversiones o simplemente a su incapacidad de generar excedentes.

CUADRO A
Empresas privadas
Incrementos promedios de las fuentes y usos*
Precios constantes

Fuentes y usos	Primera expansión 1970-1972	Primera recesión 1972-1975	Segunda expansión 1975-1978	Segunda recesión 1978-1982	Tercera expansión 1982-1985
Fuentes totales			20.38	-2.98	13.19
Internas			10.00	4.70	15.79
Ahorro bruto			10.59	4.80	18.47
Transferencias			0.31	0.42	0.16
Reservas			7.12	4.94	-23.26
Externas			24.42	-5.71	11.94
Acciones			-4.29	17.79	8.92
Subtotal Pmos a					
CP - LP			54.79	-16.16	12.19
-Pmos a CP			19.12	-10.88	10.69
-Pmos a LP			15.61	-21.76	14.33
Pmos. Ccoales			16.22	-5.49	14.90
Total aplicaciones			15.27	-4.17	14.10
Inversión real			8.66	1.85	-3.10
Act. productivos			8.61	1.59	-3.26
Otros activos			40.64	13.75	1.94
Inversión financiera			22.22	-10.20	31.54
Líquidos			12.19	8.94	0.76
Act. financieros			91.90	-36.84	132.15
Acciones			71.84	-38.34	75.73
Pmos. a CP y LP			27.91	-16.91	37.35
Pmos. Ccoales			9.02	-5.70	26.26
Apalancamiento: (Deuda CP LP/ inversión)			7.04	-2.13	1.20
Tasa de auto- financiamiento (Promedio simple) ..			59.85	67.98	80.39

* Calculado a través de un promedio geométrico entre los dos años extremos.

Nota: Para deflactar se utiliza el índice de precios implícitos del PIB.

Fuente: Cuadro 1

CUADRO B
Fuentes y usos de las empresas privadas
Precios constantes de 1970
Incrementos porcentuales

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Fuentes totales							30.15	20.13
Internas							15.81	3.67
Ahorro bruto							19.86	-1.42
Transferencias							11.48	10.50
Reservas							-29.29	98.93
Externas							36.45	26.26
Acciones							12.47	9.75
Subtotal Pmos.								
a CP LP							135.14	40.85
Pmos. a CP							38.28	25.39
Pmos. a LP							N.S.	64.21
Pmos. Cciales. ...							-15.65	14.28
Total aplicaciones							21.15	24.34
Inversión real							17.10	-21.73
Activos productivos							18.57	-22.38
Otros activos							-66.50	108.77
Inversión financiera							25.94	74.93
Líquidos							100.52	-8.93
Act. Financieros							9.51	1543.89
Acciones							-34.24	590.11
Pmos. a CP y LP							47.93	162.09
Pmos. Cciales. ...							16.91	-8.81

Fuentes: DANE y Banco de la República.

CUADRO B
Fuentes y usos de las empresas privadas
Precios constantes de 1970
Incrementos porcentuales

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Fuentes totales	11.59	-11.89	47.01	-14.45	-20.03	-4.35	-10.84	70.05
Internas	10.88	48.96	-1.89	-13.34	-5.10	-7.17	5.30	58.83
Ahorro bruto	14.47	38.17	-5.04	1.28	-9.21	-6.46	4.44	70.19
Transferencias ...	-18.07	3.94	35.13	-23.38	-5.49	10.74	-7.24	-2.17
Reservas	-12.62	203.65	11.67	-84.06	124.30	-21.79	23.97	-66.49
Externas	11.80	-30.36	78.76	-14.85	-25.44	-3.05	-17.98	76.43
Acciones	-28.97	51.55	5.76	2.58	17.06	-17.17	51.16	3.21
Subtotal Pmos.								
a CP LP	11.97	-7.40	36.14	-18.91	-51.67	17.34	-77.42	432.93
Pmos. a CP	-2.51	30.18	33.33	21.88	-70.18	63.90	-73.40	211.14
Pmos. a LP	28.66	-40.24	41.49	-92.09	460.01	-51.16	-97.24	N.S.
Pmos. Cciales. ...	52.20	-110.28	N.S.	-18.43	-6.74	-10.07	-2.60	73.18
Total aplicaciones	1.68	2.76	25.11	-15.00	-22.82	-0.93	-6.20	59.82
Inversión real	39.96	11.79	-4.38	12.53	-10.53	-8.89	-6.05	6.30
Activos productivos	39.19	11.46	-3.89	12.77	-11.84	-7.02	-6.58	4.24
Otros activos	97.11	29.26	-26.45	-1.79	79.28	-71.68	51.76	146.49
Inversión financiera	-17.12	-4.73	53.83	-31.67	-35.07	10.01	-6.36	120.93
Líquidos	47.16	-62.46	214.80	11.66	6.74	-21.70	-24.84	73.82
Act. Financieros	-56.62	67.85	13.29	-12.05	-90.49	911.87	-57.37	190.08
Acciones	11.81	-34.46	37.74	-23.44	-79.09	294.81	181.23	-51.13
Pmos. a CP y LP	-46.02	-39.72	49.53	-1.81	-46.14	-69.43	-77.93	N.S.
Pmos. Cciales. ...	21.56	8.63	61.28	-49.39	-10.83	-11.79	6.39	114.45

Fuentes: DANE y Banco de la República.

Bibliografía

- ACOSTA, Olga Lucía (1986). Estructura financiera de las sociedades. Ejercicio de aplicación de las Cuentas Financieras, en *Ensayos sobre Política Económica*, No. 10.
- CABALLERO, Carlos (1986). Hacia el fortalecimiento financiero del sector industrial, en crisis y capitalización de la industria colombiana, editado por Mauricio Avella.
- CABRERA, Mauricio (1982). La economía colombiana: ¿una economía estructuralmente especulativa? En: Martínez, Astrid. El sistema financiero y el desarrollo en Colombia, UN.
- CARRIZOSA, Mauricio. URDINOLA, Antonio (1987). El endeudamiento privado interno en Colombia 1970-1985, *Revista de la Cepal*, No. 32.
- CHICA, Ricardo (1985). La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana 1970-1980, en revista *Desarrollo y Sociedad*, No. 15-16, CEDE.
- HERNANDEZ, Mary Luz (1988). Ajustes por valorización en cuentas financieras, documento de trabajo DIE. Septiembre.
- HERRERA, Santiago (1983). Relaciones de clientela y concentración en el sistema bancario: algunas implicaciones sobre la capitalización, rentabilidad y especialización, en: *Ensayos sobre Política Económica*, No. 4, diciembre.
- HOMMES, Rudolf (1982). La sociedad anónima en Colombia: Herramientas para el análisis, en *El Sistema Financiero y el Desarrollo en Colombia*, editado por Astrid Martínez, Universidad Nacional de Colombia.
- (1985). Elementos para estudiar la organización industrial en Colombia, en Avella, Mauricio, *Crisis y capitalización de la industria*. UN.
- JUNGUITO, Roberto y JARAMILLO, Juan Carlos (1971). Determinantes del comportamiento bursátil colombiano, en el mercado de capitales en Colombia, Banco de la República.
- JUNGUITO, Roberto y CASTRO, Yesid (1980). La financiación de la industria manufacturera en Colombia. Fedesarrollo.
- KALECKI, Michal (1971). *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista*, Fondo de Cultura Económica.
- KALMANOVITZ, Salomón y TENJO, Fernando (1986). La crisis del sector financiero en Colombia: anatomía de una interpretación, *Controversia*, No. 131, CINEP.
- KEYNES, John Maynard (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica.
- KINDLEBERGER, Charles (1978). *Manias, Panics and Crashes: a history of financial crisis*, New York, Basic Books Inc. Publishers.
- KRUGMAN, Paul (1983). *International debt strategies in an uncertainly world*. MIT.
- METAIS, Joel (1982). Less developed countries rising indebtedness and the lender of last resort in international context, en: *Financial crisis*, editado por C. Kindleberger y J. Laffargue, Cambridge University press.
- MINSKY, Hyman (1975). *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- (1978). The financial instability hypothesis: a restatement, *Thames papers in political economy*.
- (1980). Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism, *Journal of Economic Issues*, June.
- (1986). Global consequences of financial deregulation, the marcus Wallenberg papers on international finance, volumen 2, numer 1, general editor Gary Clyde Hufbauer.
- (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.
- MONTENEGRO, Armando (1983). La crisis del sistema financiero colombiano. ESPE No. 4, diciembre.
- MISAS, Gabriel (1985). El estado y el desarrollo del sector financiero en Informe de la Contraloría, octubre.

- NIGGLE, Christopher (1986). The cyclical behavior of U.S. nonfinancial corporations financial ratios and Minsky's financial instability hypothesis, University of Redland (mimeo).
- OCAMPO, J. A. et. al. (1985). Ahorro e inversión en Colombia, en: Coyuntura Económica, octubre.
- PIESCHACON, Camilo (1973). La política económica y el mercado bursátil, estudio presentado al simposio sobre el ahorro y crédito, Bolsa de Bogotá.
- RESTREPO, Juan Camilo et. al. (1984). Inflación, financiamiento y capitalización empresarial, en Sociedad Anónima y reforma tributaria. Comisión Nacional de Valores.
- ROSAS, Manuel G. (1986). Rentabilidad, eficiencia y estructura financiera de la Sociedad Anónima, en: Crisis y capitalización de la industria de Colombia, editado por Mauricio Avella.
- SARMIENTO, Eduardo (1980). Funcionamiento y control de una economía en desequilibrio, capítulos V, VI, VII, CEREC.
- (1985). Las fallas del mercado de capitales, Revista de la Cepal, No. 29.
- SUAREZ, Andrés-Santiago (1987). Sobre la teoría de la empresa y algunas cosas más, en Boletín de Estudios Económicos, Vol. XLII, No. 130, abril, Universidad Complutense.
- SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES (1979). Financiamiento de las sociedades, Documento No. 8.
- (...). La Sociedad Anónima. Evolución financiera en la década del setenta, Temas Económicos, No. 19.
- (1983). Descripción financiera de sociedades por actividad económica. Temas Económicos, No. 1.
- TENJO, Fernando (1983). Acumulación y sector financiero en Colombia 1970-1979: Una interpretación en evolución, crisis y reforma al sistema financiero, Bogotá, Universidad Nacional.