



# ENSAYOS

sobre política económica

---

## *Estructura financiera de las sociedades. Ejercicio de aplicación de las Cuentas Financieras*

Olga Lucía Acosta N.

Revista ESPE, No. 10, Art. 04, Diciembre de 1986

Páginas 133-181



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.

# Estructura financiera de las sociedades

## Ejercicio de aplicación de las Cuentas Financieras

Olga Lucía Acosta N.\*

### I INTRODUCCION

La etapa recesiva con que se inicia la presente década, encontró un sistema financiero cuya fragilidad provenía en parte de las dificultades por las que atravesaban las empresas productivas, así como de su propia debilidad patrimonial y deficiencias de gestión. El sector empresarial colombiano siguió en la década anterior patrones riesgosos de endeudamiento que mostraron la vulnerabilidad en que colocaban a las empresas, sobre todo cuando la actividad económica se contrajo.

Desde comienzos de los años setenta se vislumbraron importantes cambios en la estructura financiera de las sociedades, las cuales se manifestaron en un estancamiento

de su ahorro interno, y en la sustitución de los aportes de capital por los recursos de crédito para financiar los planes de inversión, así como en la preferencia de los activos financieros en detrimento de la adquisición de activos fijos<sup>(1)</sup>.

El objetivo de este trabajo es precisamente describir este proceso, analizando los factores determinantes del comportamiento financiero de las unidades de pro-

---

(\*) La autora agradece los valiosos comentarios de los doctores Juan Carlos Jaramillo, Fernando Montes y Hernando José Gómez, así como a los asistentes al seminario de Investigaciones Económicas donde se discutió este trabajo. Reconoce así mismo, la valiosa colaboración de las personas que integran la sección de Cuentas Financieras del Departamento de Investigaciones Económicas en el tratamiento de la información estadística y en la lectura de versiones preliminares del mismo.

(1) Véase Rudolf Hommes, "Evolución histórica del mercado de acciones", Seminario sobre "Underwriting" de Valores, Comisión Nacional de Valores, Bogotá, Abril 2-4, 1984.

ducción. Para ello, se utilizan las Cuentas Financieras (CF) del sector Sociedades para el período 1970-1984, integrándolas con los resultados de las Cuentas Nacionales (CN) durante los mismos años. La metodología de estas estadísticas es el tema de la primera sección.

En seguida, se presentará la evolución de los distintos sectores económicos bajo la óptica de las CF, es decir analizando su posición acreedora o deudora en la financiación de sus actividades. Ello permitirá enmarcar el estudio de las pautas de comportamiento financiero, que exhibieron las empresas productivas en el período, así como sus factores determinantes, lo cual será objeto de la tercera sección de este estudio.

## II ELEMENTOS METODOLÓGICOS DE LAS CUENTAS FINANCIERAS

El presente estudio es una aplicación de las posibilidades de análisis que permiten el conjunto de estadísticas que conforman la Contabilidad Nacional, integrado por las CN elaboradas por el DANE y las CF producidas por el Banco de la República. Se mencionarán a continuación los principales elementos metodológicos de las CF, también llamadas de Flujo de Fondos, cuya elaboración y aplicación al análisis económico es menos conocida en los medios académicos.

El sistema integrado de contabilidad nacional propuesto por las Naciones Unidas, que sirve de guía para la elaboración de las cuentas macroeconómicas de los distintos países, pretende no solamente cuan-

tificar los niveles de producción, o de ingresos y gastos en volumen y en valor, sino también identificar los instrumentos financieros implícitos en las transacciones entre los diferentes agentes y sectores. Estas últimas funciones las cumple el sistema de CF. Mientras las cuentas conocidas como reales<sup>(2)</sup> muestran los fenómenos de producción o ingresos y gastos, las Cuentas Financieras identifican los instrumentos financieros utilizados para efectuar dichas transacciones.

El diagrama No. 1 permite visualizar esta relación: con idéntica estructura sectorial el sistema de CN y CF reagrupa los principales agregados de la actividad económica en cuatro cuentas:

1. Cuenta de producción (PIB)
2. Cuenta de Ingresos y Gastos (consumo intermedio y final)
3. Cuenta de Capital (ahorro-inversión)
4. Cuenta Financiera (Financiamiento).

Todas ellas conforman una secuencia integrada por el saldo final de cada una, el cual, se constituye en punto de partida de la siguiente. Solamente la cuenta financiera no sigue esta regla, por cuanto sus operaciones constituyen la contrapartida de las anteriores<sup>(3)</sup>.

El préstamo neto real (excedente o déficit del ahorro sobre la inversión) es el resultado final de las CN, e indica la capacidad

(2) Que popularmente son llamadas Cuentas Nacionales, aun cuando solo sean una parte de este sistema de cuentas.

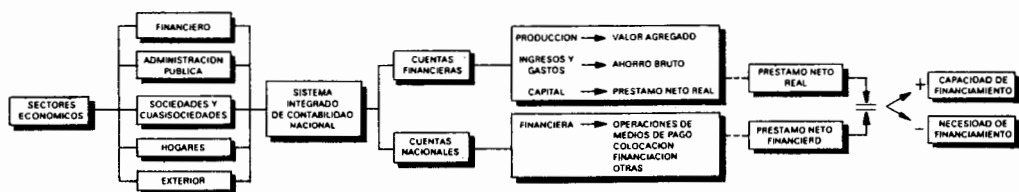
(3) Rojas, Esperanza, Mary Luz Hernández y Alberto José Uribe. "Monografía de las Cuentas Financieras". Documento de Trabajo. Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, 1985.

o necesidad de financiamiento de cada sector. Este saldo, teóricamente debe ser igual al préstamo neto financiero, el cual es la diferencia entre las variaciones de activos y

pasivos financieros, resultantes de las operaciones realizadas por los distintos agentes para financiar (colocar) su déficit (superávit)<sup>(4)</sup>.

DIAGRAMA No. 1

Cuentas nacionales y financieras



**A. Estructura sectorial, nomenclatura de operaciones y principios de contabilización**

La estructura sectorial de las CF, detallada en el Cuadro 1, comprende todas las unidades institucionales del país<sup>(5)</sup> agrupadas en sectores y subsectores y clasificadas de acuerdo con su principal función económica y sus fuentes de recursos. Esta distribución es homogénea con las CN, permitiendo así, evaluar la forma en que el ahorro neto de la economía —originado en los sectores superavitarios— se transfiere en gran parte a través de los intermediarios financieros, a los sectores inversionistas (deficitarios).

Por otra parte, la especificidad de las operaciones financieras implica una nomenclatura particular, aplicable al conjunto de sectores, suficientemente general para abarcar las variadas operaciones (de índole activa o pasiva) que realizan agentes con funciones económicas distintas. El Cuadro 2 presenta las doce operaciones financieras contempladas en el sistema de CF del país, agrupadas en categorías homogéneas según el grado de liquidez y la función que desempeñan: pago, colocación, o financiamiento.

(4) No obstante, en razón de las numerosas fuentes de información, en muchos casos heterogéneas, normalmente se presentan discrepancias entre el préstamo neto (real y financiero), lo cual es objeto de diferentes ajustes contables.

(5) Centros elementales de decisión económica que gozan de autonomía en el ejercicio de su función y disponen de estados financieros completos.

CUADRO I

Estructura sectorial

Sector	Subsector	Función Principal	Fuentes de recursos
Financiero	A. Banco de la República (Incluye fondos financieros y Caja de Previsión Social)	Institución de emisión, banquero del Gobierno y de los bancos, administrador de las reservas internacionales del país y organismo de crédito y redescuento. Ejecutor de la política monetaria, crediticia y cambiaria	Intereses generados por las operaciones de redescuento e ingresos derivados de su función de fideicomiso de títulos y de la admón. de las reservas internacionales principalmente.
	B. Bancos Comerciales (Privados y Oficiales)	Efectuar transacciones financieras en el mercado, que consisten esencialmente en emitir pasivos financieros, para adquirir activos financieros.	Fondos provenientes de las rentas de la propiedad que generan sus activos financieros (intereses y dividendos). Cupos de redescuento del Banco de la República.
	C. Otras Instituciones Financieras (1)		
	D. Compañías de Seguros	Transformar riesgos individuales en riesgos colectivos	Primas contractuales.
	E. Cajas de Pensiones	Administrar los fondos de pensión.	Aportes e inversiones procedentes de los demás sectores institucionales.
Administración Pública	A. Central —Gobierno Nacional —Entidades Descentralizadas Nacionales	Producir servicios colectivos para ser consumidos por la comunidad en su conjunto y/o efectuar operaciones de redistribución del ingreso o de la riqueza.	—Contribuciones obligatorias (impuestos, cotizaciones sociales, etc.) que gravan a las demás unidades institucionales.
	B. Local —Administración Pública Departamental y sus entidades descentralizadas.  —Administración Pública Municipal y sus entidades descentralizadas.		—Transferencias del gobierno hacia las administraciones públicas.
	C. Seguridad Social —Entidades Nacionales, Departamentales y Municipales.  —Cajas de compensación		
Sociedades y cuasiosociedades (Empresas no financieras)	A. Sociedades Anónimas, Limitadas, en Comandita Simple o por Acciones, así como las sucursales extranjeras.	Producir bienes y servicios para su venta a un precio que cubre normalmente sus costos de producción	—Ingresos provenientes de las utilidades de sus ventas.
	B. Empresas Públicas no Financieras (Ejemplo: Ferrocarriles Nacionales, TELECOM, Empresas de Energía, de Teléfonos, etc.)		—Préstamos y aportes del gobierno (en el caso de las empresas públicas no financieras).
Hogares	A. Hogares — Unidades familiares	Proveedor de fuerza de trabajo y unidad consumidora	Remuneración de factores de la producción y transferencias recibidas de otros sectores.
	— Unidades de producción individuales (Explotaciones agrícolas, pequeño comercio etc.).	Producir bienes y servicios no financieros	Ingresos provenientes de las utilidades de sus ventas.
	B. Instituciones privadas sin fines de lucro	Producir bienes y servicios no financieros	Contribuciones voluntarias de los hogares e ingresos de la propiedad.
Exterior o resto del mundo	Este sector no posee funciones ni recursos principales. Sólo constituye una cuenta en que se reflejan las operaciones que efectúan las unidades institucionales no residentes con las residentes. Esta cuenta proporciona una visión general de las relaciones económicas del país con el resto del mundo.		

(1) Corporaciones de Ahorro y Vivienda, PROEXPO, Instituto de Crédito Territorial (ICT), Instituto de Crédito Educativo (ICETEX), Cajas de Vivienda (militar y departamentales), Institutos de Desarrollo departamentales y municipales, Administradoras de inversión, Fondos de inversión, Compañías de financiamiento comercial, Cooperativas de ahorro y crédito, Fondos mutuos de inversión, Caja Social de Ahorros, FINANCIACOOPI, Banco Central Hipotecario (BCH), Caja Agraria, Fonade y Focine.

En las CN, la contabilización de las operaciones con bienes y servicios, o de distribución del ingreso se utiliza el criterio empleo-recursos (en términos de ingresos y gastos). En las CF se utiliza la noción de variación de activos o de pasivos a fin de permitir la separación para cada agente de aquellas operaciones de diferente naturaleza. Así, del lado de las variaciones activas figuran todos los flujos (positivos o negativos) que inciden en la posición acreedora de cada agente [por ejemplo: la concesión de un crédito (Egreso) y las amortizaciones recibidas (Ingreso)]. Consecuentemente en el pasivo se contabilizan las operaciones

financieras que han aumentado o disminuido su posición deudora [por ejemplo: la obtención de un préstamo (Ingreso) y las amortizaciones efectuadas al prestamista (Egreso)]. En esta forma, las variaciones utilizadas para elaborar las CF con base en los saldos de fin de año de los estados financieros sólo dan información sobre los flujos netos anuales y no sobre la totalidad de los flujos de entrada y salida para cada agente. Por su parte, la coherencia del sistema está asegurada por el hecho de que en toda operación financiera intervienen dos agentes, uno de ellos afectando sus activos y el otro sus pasivos.

CUADRO 2

## Operaciones financieras por grandes categorías

I. Operaciones sobre medios de pago	}	<ul style="list-style-type: none"> <li>—Operaciones sobre medios de pago reservadas a la autoridad monetaria               <ul style="list-style-type: none"> <li>Ia. Oro Financiero</li> <li>Ib. Operaciones con el FMI</li> </ul> </li> <li>—Operaciones sobre medios de pago a disposición de todos los agentes.               <ul style="list-style-type: none"> <li>IIa. Moneda fiduciaria y depósitos monetarios en moneda legal.</li> <li>IIb. Moneda fiduciaria y depósitos monetarios en moneda extranjera</li> </ul> </li> </ul>
II. Operaciones de Colocación	}	<ul style="list-style-type: none"> <li>—Derechos de acreedores               <ul style="list-style-type: none"> <li>IIIa1. Depósitos de ahorro (tradicionales)</li> <li>IIIa2. Cuentas y certificados del sistema de ahorro y vivienda</li> <li>IIIa3. Certificados de depósito a término</li> <li>IIIa4. Otros depósitos no monetarios en moneda legal</li> <li>IIIb. Depósitos no monetarios en moneda extranjera</li> <li>IV. Títulos a corto plazo</li> <li>V. Obligaciones y bonos a largo plazo</li> </ul> </li> <li>—Derechos de propietarios               <ul style="list-style-type: none"> <li>VIa. Acciones</li> <li>VIb. Otras participaciones de capital</li> <li>X. Derechos de los propietarios en las cuasisociedades</li> </ul> </li> </ul>
III. Operaciones de Financiación	}	<ul style="list-style-type: none"> <li>VII. Préstamos a corto plazo</li> <li>VIII. Préstamos a largo plazo</li> <li>XI. Créditos comerciales</li> </ul>
IV. Otras Operaciones	}	<ul style="list-style-type: none"> <li>IX. Reservas matemáticas de seguros de vida y cesantía</li> <li>XII. Cuentas por pagar o por recibir, pagadas o recibidas anticipadamente</li> </ul>

CUADRO 3  
Equilibrio económico general  
1984

(Millones de pesos)

Conceptos	Producción de la Nación	Instituciones financieras	Administraciones públicas	Socied. y cuasiosoc. no financ.	Hogares e IPSFL	Exterior	TOTAL
Producto Interno Bruto .....	3.858.584						3.858.584
Exportaciones (1) .....						485.649	485.649
Importaciones (2) .....	520.103						520.103
<b>Cuenta ingresos y gastos</b>				<b>Salidas</b>			
Excedente bruto de explotación .....	1.823.022						1.823.022
Remuneración a los asalariados .....	1.672.852					2.370	1.675.222
Impuestos indirectos .....	394.501						394.501
Subsidios .....			33.791				33.791
Consumo final .....			425.631		2.734.007		3.159.638
Renta de la propiedad y empresa .....		282.527	54.281	423.075	101.683	13.903	845.469
Primas netas seguros de riesgos .....		553		9.040	7.009	1.327	17.929
Indemnizaciones seguros riesgos .....		12.165				5.764	17.929
Impuestos indirectos .....		5.532		60.607	40.330		106.469
Tasas, multas y sanciones .....		864		2.627	4.890		8.381
Contribuciones seguridad social .....					114.331		114.331
Prestaciones seguridad social .....			103.798				103.798
Otras transf. corrientes netas .....							0
Ahorro bruto .....		34.278	24.941	218.988	319.645		597.852
<b>Cuenta de capital</b>				<b>Salidas</b>			
Ahorro bruto .....							
Transferencias netas de capital .....							
Formación bruta de capital fijo .....		15.897	132.789	353.803	151.970		654.459
Variación de existencias .....		1.643	-1.953	47.020	30.231		76.941
Compras netas tierras y terrenos .....		1.115	1.813	3.221	-6.149		0
Compras netas activos no físicos .....				15	-15		0
Préstamo neto (real) .....		14.472	-120.098	-166.267	138.345		-133.548
<b>Cuenta financiera</b>				<b>Variación de activos</b>			
Préstamo neto (financiero) .....		17.407	-113.204	-189.391	86.824		-198.364
Operaciones sobre medios de pago .....		-103.403	2.842	33.600	60.040		-6.921
Operaciones de colocación .....		6.895	67.687	88.345	96.233	82.686	341.846
Operaciones de financiación .....		496.139	104.018	149.310	48.193	46.725	844.385
Reservas matemáticas de seguros de vida y cesantía .....			81	53	30.150		30.284
Diferidos .....		-6.893					-6.893
Diferencia estadística .....						-64.816	64.816

CUADRO 3  
Equilibrio económico general  
1984 (Continuación)

(Millones de pesos)

Conceptos	Producción de la Nación	Instituciones financieras	Administraciones públicas	Socied. y cuasiloc. no financ.	Hogares e IPSFL	Exterior	TOTAL
Producto Interno Bruto .....	3.856.584						3.856.584
Exportaciones (1) .....	485.649						485.649
Importaciones (2) .....						520.103	520.103
<b>Cuenta ingresos y gastos</b>		<b>Entradas</b>					
Excedente bruto de explotación .....		-58.428	-18.412	637.380	1.262.482		1.823.022
Remuneración a los asalariados .....					1.668.850	6.372	1.675.222
Impuestos indirectos .....			394.501				394.501
Subsidios .....	33.791						33.791
Consumo final .....	3.159.638						3.159.638
Renta de la propiedad y empresa .....		355.072	39.633	71.280	241.200	138.284	845.469
Primas netas seguros de riesgos .....		12.165				5.764	17.929
Indemnizaciones seguros riesgos .....		594		9.450	6.558	1.327	17.929
Impuestos indirectos .....			106.469				106.469
Tasas, multas y sanciones .....			8.381				8.381
Contribuciones seguridad social .....			114.331				114.331
Prestaciones seguridad social .....					103.798		103.798
Otras transf. corrientes netas .....		-3.484	-2.461	-3.773	39.007	-29.289	0
Ahorro bruto .....							0
<b>Cuenta de capital</b>		<b>Entradas</b>					
Ahorro bruto .....		34.278	24.941	218.988	319.645		597.852
Transferencias netas de capital .....		-1.151	-12.390	18.804	-5.263		0
Formación bruta de capital fijo .....							0
Variación de existencias .....							0
Compras netas tierras y terrenos .....							0
Compras netas activos no físicos .....							0
Préstamo neto (real) .....						-133.548	-133.548
<b>Cuenta financiera</b>		<b>Variación de pasivos</b>					
Préstamo neto (financiero) .....						-198.364	-198.364
Operaciones sobre medios de pago .....		105.905	1.049			-113.875	-6.921
Operaciones de colocación .....		191.687	6.162	184.654		-20.657	341.846
Operaciones de financiación .....		68.767	278.311	281.304	151.452	64.551	844.385
Reservas matemáticas de seguros de vida y cesantía .....		8.972	4.133	17.179			30.284
Diferidos .....			-1.823	-2.438	-3.660	1.028	-6.893
Diferencia estadística .....		-2.935	-6.894	23.124	51.521		64.816

(1) Incluye las compras directas de no residentes en el mercado interior.

(2) Incluye las compras directas de residentes en el exterior.

Fuentes: Cuentas reales DANE. Cuentas Financieras — Banco de la República. Investigaciones Económicas.

Los diferentes cuadros que conforman las CF reúnen el conjunto de estadísticas disponibles sobre derechos y deudas de todos los agentes económicos. En ellos, se ordenan estos elementos en un marco lógico orientado a identificar a través de qué canales interviene la creación monetaria; los mecanismos que aseguran el equilibrio entre la oferta y la demanda de capitales; las vías que siguen los excedentes de ahorro de ciertos agentes, y que ponen a disposición de aquellos que presentan una posición deficitaria neta<sup>(6)</sup>.

En este sentido, las CF permiten un análisis de las transacciones de cada sector o subsector en una lectura vertical. Ello facilita, si se adopta una visión horizontal, el examen de los circuitos de financiamiento entre grupos homogéneos de agentes, según el origen y destino de los fondos.

### **B. Posibilidades de utilización**

La lectura del Cuadro 3, el cual contiene los resultados del ejercicio de CN y CF de 1984, posibilita una mejor comprensión de lo antes expuesto. Allí se presentan los principales agregados macroeconómicos siguiendo la forma de matriz, en la cual la economía se ha dividido en sectores (columnas) y las operaciones reales y financieras (filas). En este año, las unidades económicas participaron con un consumo final de \$ 3.159.638 millones y una inversión de \$ 731.400 millones. Estos agregados, sumados al producto neto de las transacciones con el exterior (exportaciones menos importaciones) —\$ 34.454 millones totalizan el PIB a precios de mercado, cuyo valor asciende a \$ 3.856.584 millones. El ahorro bruto de la Nación \$ 597.852 millones, resultó insuficiente para financiar la

inversión, originando una necesidad de recursos externos (préstamo neto) de —\$ 133.548 millones.

La información suministrada por las CF de 1984, señala a las administraciones públicas y a las sociedades como sectores deficitarios en —\$ 113.204 y —\$ 189.391 millones respectivamente, aunque en montos inferiores a aquellos registrados en 1983. La adecuada evolución de los ingresos corrientes del Gobierno Nacional en 1984 y el mayor control sobre los gastos significaron un avance en la política de ajuste fiscal del período. Por su parte, el dinamismo de la actividad económica, especialmente del sector manufacturero que comenzó a registrarse desde finales de 1983, así como el conjunto de medidas adoptadas para fomentar la capitalización del sector empresarial y aliviar su creciente endeudamiento, moderarán en alguna medida los difíciles problemas financieros de las sociedades.

De otra parte, los hogares y las instituciones financieras son los sectores que registran en su CF capacidad de financiamiento por \$ 86.824 y \$ 17.407 millones respectivamente. En estos resultados merece destacarse la evolución del sector financiero, el cual desde 1979, se había convertido en prestatario neto y sólo hasta 1984 vuelve a su posición tradicional, como efecto de la reactivación económica, así como a las medidas particulares orientadas a favorecer la capitalización y la rentabilidad de este sector.

Consolidando los saldos de las CF tenemos que el país resultó deficitario en

---

(6) Le Port Henri, "L'élaboration du tableau des opérations financières dans le système élargi de comptabilité Nationale" en Statistiques et Etudes Financières, No. 31, 1977.

\$ 198.364 millones, monto que revela una discrepancia estadística de \$ 64.816 millones con relación al saldo de las CN.

El Cuadro 4 "Cuenta Financiera no Consolidada" ofrece un mayor detalle sobre las operaciones financieras realizadas por cada sector. Tomando como ejemplo el sector sociedades y cuasisociedades tenemos del lado activo, que entre las operaciones de colocación efectuadas durante 1984 por estos agentes, las más importantes son los derechos de propiedad en cuasisociedades (\$ 26.358 millones), las colocaciones en CDT (\$ 21.593 millones), las acciones (\$ 19.806 millones), los otros depósitos no monetarios<sup>(7)</sup> (\$ 4.293 millones) y los títulos a largo plazo (\$ 3.431 millones). Con relación a otros años, durante 1984, el mercado de títulos de propiedad de empresas revela una positiva evolución, sin duda animada por los mecanismos de apoyo a la capitalización de los sectores empresarial y financiero. Con respecto a las operaciones de financiación, el mismo cuadro revela que este sector concedió créditos comerciales por \$ 143.102 millones, y redujo en \$ 5.067 millones sus colocaciones de préstamos a largo plazo.

Por otra parte, en las variaciones pasivas, se aprecia que de la financiación recibida por las sociedades el 15% fue de corto plazo (\$ 42.002 millones) y el 37% de largo plazo (\$ 90.655 millones) y el restante 48% corresponde al crédito recibido de los proveedores, o crédito comercial.

Con relación al pasivo con los propietarios (operaciones VIa Vib y X) los flujos netos señalan que el incremento más importante corresponde a los derechos de los no residentes en las sucursales extranjeras y de los residentes en las sucursales del exterior (Operación X) por \$ 65.031 millones, seguido por las participaciones de capital en

las sociedades limitadas, cooperativas y otras (Operación VIb) por \$ 48.615 millones y finalmente, la emisión de acciones en sociedades anónimas y en comandita por \$ 42.572 millones.

Similar descripción podría hacerse para los otros sectores contemplados en las CF, así como para los subsectores que conforman las instituciones financieras y las administraciones públicas.

Por otra parte, como se comentaba líneas atrás, las CF permiten también un análisis detallado de las modalidades de financiamiento de la economía. A manera de ejemplo, el total de la operación VIa Acciones (Cuadro 4) señala un flujo neto de \$ 58.691 millones que corresponden a las emisiones netas de acciones durante 1984, realizadas por las instituciones financieras (\$ 10.264 millones); las sociedades (\$ 42.572 millones) y el exterior (\$ 5.855 millones). Desde el punto de vista de los sectores que adquirieron este activo financiero, tenemos que las instituciones financieras compraron acciones por \$ 16.835 millones, las administraciones públicas por \$ 15.942 millones, las sociedades por \$ 19.806 millones y el exterior por \$ 13.562 millones. Por el contrario, los hogares desinvertieron en este activo por un valor de -\$ 7.454 millones.

Así mismo, los préstamos a largo plazo (Operación VIII) registran durante 1984 una variación neta de \$ 495.739 millones. Las Cuentas Financieras, permiten conocer el concurso de los diferentes sectores en este flujo de financiamiento. Naturalmente, son

---

(7) Se incluyen en esta categoría los depósitos previos a las importaciones, los judiciales, los fiduciarios, los depósitos en garantía y otros de menor importancia.

CUADRO 4

Cuenta financiera no consolidada.  
1984

(Millones de pesos)

Operaciones	ACTIVAS					
	Instituc. financ.	Admón. pública	Socied. y cuasisoc.	Hogares	Exterior	Total
Ia. Oro financiero .....	-67.057	0	0	0	0	-67.057
Ib. Otras operaciones con FMI .....	-47.320	0	0	0	0	-47.320
IIb. Depósitos monetarios M/E .....	-4.271	-1.579	6.352	0	0	502
Subtotal medios pago M/E .....	-118.648	-1.579	6.352	0	0	-113.875
IIa. Medios de pago M/L .....	15.245	4.421	27.248	60.040	0	106.954
Subtotal operac. de medios de pago	-103.403	2.842	33.600	60.040	0	-6.921
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	-1	522	0	22.266	0	22.787
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	-240	11.523	1.182	2.037	0	14.502
IIIa.3. CDT .....	6.042	1.005	21.593	31.526	0	60.166
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L .....	5.526	7.556	6.580	5.101	0	24.783
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	-63.295	-372	4.293	0	2.569	-56.805
IV. Títulos a corto plazo .....	29.748	4.586	3.172	-2.598	0	34.908
V. Títulos a largo plazo .....	7.256	1.407	3.431	422	0	12.516
VIa. Acciones .....	16.835	15.942	19.806	-7.454	13.562	58.691
VIb. Otras particip. de capital .....	4.498	25.518	1.930	44.933	0	76.879
X. Derecho prop. en cuasisoc. ....	526	0	26.358	0	66.555	93.439
Subtotal operaciones de colocación	6.895	67.687	88.345	96.233	82.686	341.846
VII. Préstamos a corto plazo .....	82.659	7.494	11.275	19.873	-65.672	55.629
VIII. Préstamos a largo plazo .....	331.140	51.336	-5.067	0	118.330	495.739
XI. Créditos comerciales .....	82.340	45.188	143.102	28.320	-5.933	293.017
Subtotal operaciones financiación	496.139	104.018	149.310	48.193	46.725	844.385
IX. Reservas matemáticas de seg. de vida y cesantía .....	0	81	53	30.150	0	30.284
XII. Diferidos .....	-6.893	0	0	0	0	-6.893
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>392.738</b>	<b>174.628</b>	<b>271.308</b>	<b>234.616</b>	<b>129.411</b>	<b>1.202.701</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	17.407	-113.204	-189.391	86.824	0	-198.364
Préstamo neto (Fuente real) .....	14.472	-120.098	-166.267	138.345	0	-133.548
Discrepancia estadística .....	2.935	6.894	-23.124	-51.521	0	64.816

## CUADRO 4

Cuenta financiera no consolidada  
1984 (Continuación)

(Millones de pesos)

Operaciones	PASIVAS					
	Instituc. financ.	Admón. pública	Socied. y cuasiosoc.	Hogares	Exterior	Total
Ia. Oro financiero .....	0	0	0	0	-67.057	-67.057
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0	0	0	0	-47.320	-47.320
IIb. Depósitos monetarios M/E .....	0	0	0	0	502	502
Subtotal medios pago M/E .....	0	0	0	0	-113.875	-113.875
IIa. Medios de pago M/L .....	105.905	1.049	0	0	0	106.954
Subtotal operac. de medios de pago	105.905	1.049	0	0	-113.875	-6.921
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	22.787	0	0	0	0	22.787
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	14.502	0	0	0	0	14.502
IIIa.3. CDT .....	60.166	0	0	0	0	60.166
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L .....	18.282	-1.215	7.696	0	0	24.763
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	-1.970	0	0	0	-54.835	-56.805
IV. Títulos a corto plazo .....	26.018	8.440	0	0	449	34.908
V. Títulos a largo plazo .....	15.588	-1.063	740	0	-2.749	12.516
Via. Acciones .....	10.264	0	42.572	0	5.855	58.691
Vib. Otras particip. de capital .....	24.525	0	48.615	0	3.739	76.879
X. Oerecho prop. en cuasiosoc. ....	1.524	0	65.031	0	26.884	93.439
Subtotal operaciones de colocación	191.687	6.162	164.654	0	-20.657	341.846
VII. Préstamos a corto plazo .....	-301	-29.750	42.002	-5.259	48.937	55.629
VIII. Préstamos a largo plazo .....	43.238	240.597	104.442	107.482	0	495.739
XI. Créditos comerciales .....	25.830	67.464	134.860	49.249	15.614	293.017
Subtotal operaciones financiación	68.767	278.311	281.304	151.452	64.551	844.385
IX. Reservas matemáticas de seg. de vida y cesantía .....	8.972	4.133	17.179	0	0	30.284
XII. Diferidos .....	0	-1.823	-2.438	-3.660	1.028	-6.893
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>375.331</b>	<b>287.832</b>	<b>480.699</b>	<b>147.792</b>	<b>-68.963</b>	<b>1.202.701</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....					-198.364	-198.364
Préstamo neto (Fuente real) .....					-133.548	-133.548
Discrepancia estadística .....					-64.816	64.816

Fuente: Banco de la República. Investigaciones Económicas.

las instituciones financieras las que conceden en mayor proporción estos recursos, al aportar el 67%, (\$ 331.140 millones) seguidas por el exterior, el cual explica el 24% (\$ 118.330 millones) y en menor proporción las administraciones públicas (\$ 51.336 millones). Las sociedades y los hogares, por el contrario, disminuyeron durante el año este tipo de préstamos. Los sectores receptores de los fondos de financiamiento a largo plazo son, en primer lugar, las administraciones públicas captando el 48% (\$ 240.597 millones), los hogares un 22% (\$ 107.462 millones), las sociedades (\$ 104.442 millones) y en último lugar, las instituciones financieras (\$ 44.277 millones).

Luego de esta breve ilustración sobre los usos descriptivos de las CN y CF, en la siguiente sección, se realiza un análisis del resultado de las CF para todos los sectores durante el período 1970-1984.

### III EVOLUCION DE LA CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIAMIENTO DE LOS SECTORES ECONOMICOS

Antes de iniciar el análisis de la estructura financiera de las sociedades, que será tratado en la siguiente sección, conviene presentar los resultados sectoriales de las CF, a través de la evolución de los préstamos netos de los diferentes agentes. Como se comentaba en líneas atrás, estos saldos que integran las CN y las CF indican la posición acreedora o deudora de los diferentes agentes en el equilibrio macroeconómico entre el ahorro y la inversión.

Con el fin de interpretar correctamente la evolución de este indicador es preciso aclarar su significado: si el país no tuviera ninguna relación económica o financiera con el exterior, o bien, si los intercambios económicos entre las unidades residentes y el resto del mundo fueran estrictamente equilibrados durante un período y si no hubiera transacciones financieras, los préstamos netos de los sectores económicos nacionales se compensarían entre sí y su suma algebraica sería nula. Como generalmente este no es el caso, la consolidación de las operaciones financieras entre residentes produce un resultado positivo o negativo que representa la capacidad o necesidad de financiamiento de la nación con respecto al resto del mundo<sup>(8)</sup>, que equivale al préstamo neto financiero del Exterior.

De acuerdo con lo anterior, el Cuadro 5, y la gráfica 1, señalan para el período 1970-1984 la contribución de los sectores aportantes de fondos en la financiación de aquellos agentes con insuficiencia de recursos, medida en términos del PIB. Los hogares<sup>(9)</sup> constituyen el sector económico que registró capacidad de financiamiento, durante todo el período, aportando en promedio entre 1970 y 1975 recursos equivalentes al 3% del PIB. El auge de la economía en la segunda mitad de la década anterior se manifestó en una mayor capacidad de ahorro de los hogares alcanzando en promedio el 4.5% del PIB, en claro contraste con el deterioro de su posición en la fase recesiva del ciclo a partir de 1981.

(8) Véase Marczewski Jean, Roland Granier. Comptabilité Nationale. 3a. Edición Dalloz, p. 330.

(9) En razón de que las fuentes de información para elaborar las cuentas del sector hogares son en lo esencial de carácter indirecto, resultan incluidas allí las empresas (agrícolas y de servicios) que no producen información contable.

CUADRO 5

## Evolución del préstamo neto financiero

(En porcentaje del PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Instituciones financieras .....	0.77	0.41	0.49	0.22	-0.25	0.58	0.49	0.27
Administraciones públicas .....	-1.07	-1.12	0.01	-1.17	0.64	0.61	3.12	1.00
Sociedades y cuasisociedades .....	-8.60	-6.75	-6.35	-2.82	-5.99	-4.06	-4.79	-3.97
Hogares .....	4.53	1.14	3.51	3.91	1.96	2.72	3.50	5.39
Exterior .....	4.38	6.32	2.33	-0.13	3.65	0.15	-2.32	-2.69

CUADRO 5

## Evolución del préstamo neto financiero (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Instituciones financieras .....	0.13	-0.40	-0.58	-1.24	-1.64	-1.20	0.45
Administraciones públicas .....	2.49	1.66	1.79	-0.54	-1.85	-3.36	-2.94
Sociedades y cuasisociedades .....	-6.01	-3.21	-5.81	-6.13	-7.56	-6.05	-4.91
Hogares .....	4.51	4.49	4.53	4.62	3.44	2.76	2.25
Exterior .....	-1.12	-2.54	0.06	3.29	7.61	7.84	5.14

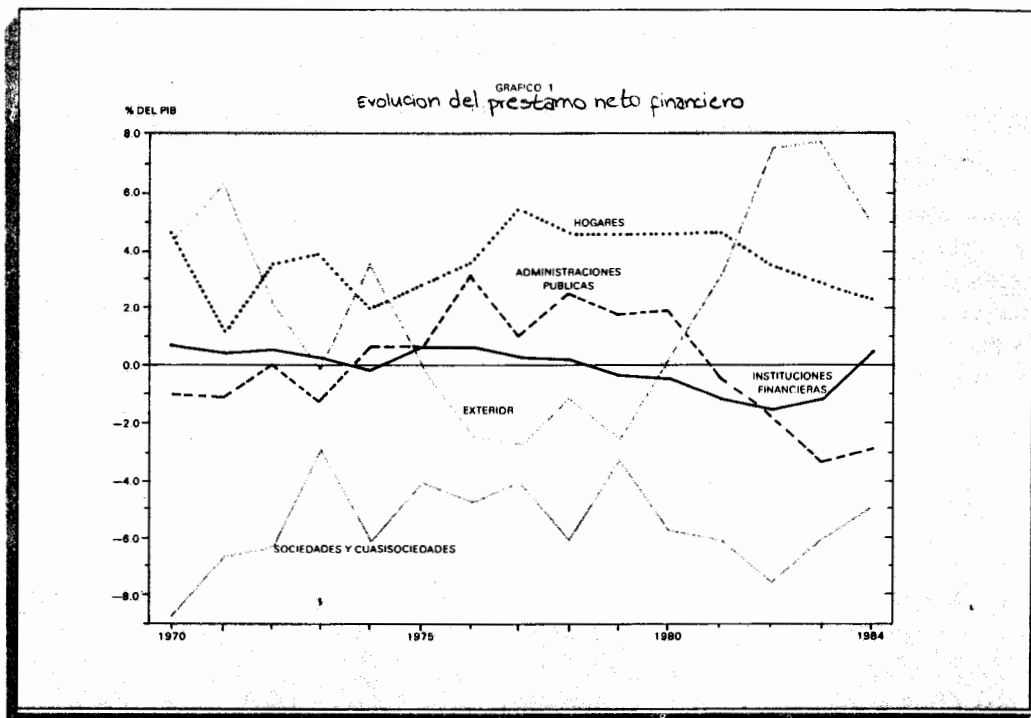
Fuente: Anexo 1.

Las administraciones públicas y el exterior son los sectores que han registrado mayores oscilaciones en sus préstamos netos. Entre 1970 y 1975 la capacidad de financiamiento de los hogares y las instituciones financieras es insuficiente para cubrir las necesidades de los sectores deficitarios: las administraciones públicas y las sociedades.

Entre 1976 y 1979, el país se convierte en exportador neto de capitales, situación generada por el importante superávit en cuenta corriente registrado en este período.

La evolución de los préstamos netos refleja, además del incremento antes comentado en la capacidad de financiamiento de los hogares, un superávit de las administraciones que financian ampliamente las necesidades de recursos de las sociedades.

A partir de 1980, la difícil coyuntura para el sector externo de la economía colombiana, aunada a la recesión internacional tuvo efectos adversos sobre la actividad económica interna. El resultado de las CF señala el marcado descenso de la



capacidad financiadora de los hogares, simultáneo con la acentuada posición deficitaria de las administraciones públicas, y de las instituciones financieras, situación que genera un concurso creciente de fondos externos. En 1984, estas tendencias se moderan, sugiriendo una mejoría en los distintos sectores, excepción hecha de los hogares, cuya tradicional posición acreedora neta continúa deprimida<sup>(10)</sup>.

La función esencialmente intermediadora de las instituciones financieras no da lugar a que se presenten marcadas oscilaciones en el saldo financiero. Sin embargo, los problemas afrontados por este sector, que

hicieron crisis a comienzos de 1982, se reflejaban en su préstamo neto desde 1979. Las CF registraron una inusual posición deficitaria que alcanzó a representar 1.64% del PIB en 1982.

(10) Este resultado podría estar asociado a la explicación que ofrecen algunos trabajos en donde se comprueba en los hogares la mayor propensión a ahorrar ingresos transitorios generados, por ejemplo, en las bonanzas agroexportadoras. Al respecto, véase: Sarmiento Eduardo, "Inflación, producción y comercio internacional", Bogotá, PROCULTURA, FEDESARROLLO, 1982, citado en Ocampo José Antonio, Juan Luis Londoño y Leonardo Villar, "Ahorro e Inversión en Colombia", Coyuntura Económica, No. 2, Vol. XV, Junio de 1985.

Las anteriores consideraciones sobre la posición acreedora o deudora de los agentes ofrecen solamente una visión parcial de su contribución al equilibrio entre ahorro e inversión. Como complemento necesario se requiere el examen de la utilización de los recursos al interior de cada sector. En consecuencia, en la siguiente sección se presentan los principales elementos que definen las modalidades de financiamiento de las sociedades y su relación con la inversión productiva.

## IV ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES

Diversos estudios coinciden en señalar importantes cambios en la estructura financiera del sector empresarial desde 1970<sup>(11)</sup>, manifestados en una sensible variación tanto del origen de sus recursos, como del destino de los mismos. En efecto, en los años setenta, se registra un incremento notable en el endeudamiento de las sociedades y un decaimiento de la emisión de acciones como fuente principal de recursos externos. Ello obedeció entre otras razones, a las de tipo tributario (doble tributación y deducibilidad de los intereses) así como a la renuencia por emitir nuevas acciones a fin de mantener el control de las empresas.

Otro rasgo predominante que vale la pena destacar es la recomposición del activo de las empresas a favor de las inversiones financieras, comportamiento que ha sido asociado al proceso de liberación del mercado de capitales del país, así como a la menor rentabilidad de la inversión empresarial.

Eventos de particular importancia, estuvieron asociados a los cambios en la estructura financiera de las empresas. Ellos aportan elementos para periodizar los años de estudio en el presente trabajo.

En primer lugar, entre 1970 y 1975 el país mostró un déficit en cuenta corriente simultáneo con un desequilibrio de las finanzas públicas. Desde finales de los años sesenta se registró en el país un importante esfuerzo en la inversión, aunque con tendencias decrecientes entre 1971 y 1973. No obstante, el papel preponderante que se asignó a la construcción, elevó notablemente este agregado en 1974.

La preocupación central desde comienzos de los setenta, era el aumento del ahorro interno y la generación suficiente de divisas para impulsar el desarrollo económico. Por una parte, la liberación financiera se orientaba entonces a estimular el ahorro y a dirigirlo hacia los sectores más productivos, y por otra, las condiciones deficitarias del sector externo cambiaron radicalmente a partir de 1976. Las medidas adoptadas para manejar el superávit en cuenta corriente incrementaron rápidamente la tasa de ahorro, al tiempo que los agentes económicos mostraron particular preferencia por la inversión en papeles

(11) —Tenjo Fernando, "Acumulación y Sector Financiero en Colombia (1970-1979)". Una interpretación. En cuadernos de economía No. 5, Universidad Nacional, 1983.

—Chica Ricardo. "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980", Revista Desarrollo y Sociedad, No. 15-16, CEDE, septiembre 1984-marzo 1985.

—José Antonio Ocampo, Juan Luis Londoño, Leonardo Villar. "Ahorro e Inversión en Colombia" en Coyuntura Económica, Vol. XV, No. 2, junio de 1985.

—Contraloría General de la República, "El Estado y el Desarrollo del Sector Financiero" en Informe Financiero, octubre de 1985.

—Misas Gabriel. "Crisis en el proceso de acumulación de capital: 1970-1986" en Revista Economía Colombiana No. 187-188, noviembre, diciembre 1986.

financieros. El mayor esfuerzo de ahorro no representó sin embargo un incremento similar en la inversión fija. No obstante, el cambio en las condiciones económicas desde 1980, este período incluye los años 1980 y 1981, en razón de que la conducta financiera del sector que nos ocupa se mantiene hasta este último año.

En el último período analizado (1982-1984) se consolidan las tendencias recesivas del ciclo económico que se insinuaban desde comienzos de los ochenta. Estos años se caracterizaron por un importante déficit en cuenta corriente y un marcado desajuste de las finanzas estatales, condiciones similares a las de comienzos de los años setenta. El ahorro sufre en 1982 y 1983 un claro retroceso y la inversión a su vez exhibe una tendencia decreciente.

Adicionalmente, es necesario comentar que desde la década del setenta, pero en especial en el último período (1982-1984) se produce una redistribución del ahorro y la inversión en los componentes público y privado del sector sociedades. En efecto, la clara tendencia decreciente observada desde 1981 en la inversión de las empresas privadas, es compensada con el ascenso de la inversión realizada por las empresas públicas, llegando esta última a superar la acumulación fija de las sociedades privadas en 1983 y 1984.

En esta sección, con base en la periodización presentada en líneas anteriores y utilizando los principales agregados de las cuentas nacionales y financieras, se analizará la estructura financiera de las sociedades desde 1970 hasta 1984, así como los principales factores que incidieron en su debilitamiento.

### *A. Tendencias generales*

Las CF son un instrumento apropiado para el estudio de comportamientos financieros de los distintos agentes económicos. Para el sector que nos ocupa, el Cuadro 6 presenta el resumen de sus operaciones financieras agrupadas en tres períodos que señalan estructuras financieras diferentes de las sociedades.

Entre 1970 y 1975, las variaciones pasivas indican que los recursos de crédito (Operaciones de Financiación) significaron en promedio 8.30% del PIB, en tanto que los fondos captados a través de emisión de títulos de propiedad (acciones y otros) representan 3.68%. Las operaciones activas en el mismo período se concentraron en la financiación otorgada por este sector (5.48%) —esencialmente de crédito comercial— al tiempo que la inversión en activos financieros se repartió en proporciones iguales entre depósitos y títulos (0.48%), y papeles representativos de derechos de propiedad sobre las empresas (0.46%).

En el segundo período estudiado (1976-1981) se consolida la tendencia al endeudamiento de las empresas como fuente prioritaria de financiación en perjuicio de la capitalización empresarial. En efecto, las variaciones pasivas registradas en el mismo cuadro, para estos años señalan que los fondos obtenidos a través de operaciones de crédito se elevaron en promedio a 11.17% del PIB, concentrándose en recursos de corto plazo (Anexo 3), en tanto que la emisión de acciones se situó en 2.70%. Paralelamente, en contraste con el primer quinquenio de los setenta, la inversión en activos financieros registra un avance importante, alcanzando 2.19% del PIB, promedio que se explica fundamentalmente por la marcada preferencia que se registró

CUADRO 6

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasisociedades

(En porcentaje promedio del PIB)

ACTIVAS			OPERACIONES	PASIVAS		
1970-75	1976-81	1982-84		1970-75	1976-81	1982-84
0.52	0.75	0.89	I. Medios de pago .....	0.00	0.00	0.00
0.94	2.19	1.65	II. Operaciones de colocación .....	3.68	2.81	3.58
0.48	1.56	0.97	—Derechos de acreedores (1) .....	0.00	0.11	0.17
0.46	0.63	0.68	—Derechos de propietarios (2) .....	3.68	2.70	3.41
5.48	6.56	3.96	III. Operaciones de financiación .....	8.30	11.17	8.74
0.00	0.00	0.00	IV. Otros .....	0.56	0.51	0.34
6.94	9.50	6.49	Total operaciones financieras .....	12.54	14.49	12.66
-5.61	-4.99	-6.17	Préstamo neto (Fuente financiera)			

(1) Depósitos y títulos.

(2) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Anexos 2 y 3.

por activos líquidos de renta fija —agrupados en la categoría, Derechos de Acreedores.

Los últimos tres años cubiertos por el estudio (1982-1984) registran una moderación de la tendencia creciente del endeudamiento, así como una relativa recuperación de la capitalización de las empresas cuyos niveles promedio en porcentajes del PIB se aproximan a los obtenidos en el primer quinquenio de los setenta. Simultáneamente tanto la inversión en depósitos y títulos como las operaciones de financiación de las sociedades se redujeron en este período.

En concordancia con las características de la estructura financiera de las sociedades anteriormente anotadas, los hogares disminuyen sus tenencias de acciones pre-

firiendo activos financieros de corto plazo (CDT y depósitos en las CAV) <sup>(12)</sup>. Según se aprecia en el Cuadro 7, este rubro significó en promedio, entre 1976 y 1981, 2.46% del PIB, en contraste con la disminución que experimentaron los derechos de propietarios, operación financiera que alcanzó 1.17% del PIB en el mismo período. Entre 1982 y 1984, persiste —aunque menos acentuada que en el período anterior— la preferencia por activos líquidos de corto plazo, así como un deterioro más acentuado de la inversión en acciones. Estos resultados han llevado a concluir la pérdida de importancia del mercado accionario como instrumento de transferencia de fondos de los hogares a las empresas <sup>(13)</sup>.

(12) Derechos de acreedores.

(13) Ocampo, José Antonio. et. Al. op. cit. Pág. 117.

CUADRO 7

Cuentas financieras del sector hogares  
(Resumen)

(En porcentaje promedio del PIB)

ACTIVAS			OPERACIONES	PASIVAS		
1970-75	1976-81	1982-84		1970-75	1976-81	1982-84
1.27	1.63	1.25	I. Medios de pago .....	0.00	0.00	0.00
3.41	3.63	2.95	II. Operaciones de colocación .....	0.00	0.02	0.00
1.46	2.46	1.97	—Derechos de acreedores (1) .....	0.00	0.02	0.00
1.95	1.17	0.97	—Derechos de propietarios (2) .....	0.00	0.00	0.00
2.85	2.50	1.60	III. Operaciones de financiación .....	5.49	4.48	4.04
1.04	1.24	1.00	IV. Otros .....	0.15	-0.01	-0.06
8.57	9.00	6.80	Total operaciones financieras .....	5.64	4.49	3.98
2.94	4.51	2.82	Préstamo neto (Fuente financiera)			

(1) Depósitos y títulos.

(2) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Anexos 4 y 5.

De acuerdo con lo anterior, la preferencia del crédito frente a la emisión de acciones como forma de financiación de la actividad empresarial es un elemento característico de la estructura financiera del sector en la década pasada<sup>(14)</sup>. Este comportamiento ha sido asociado de una parte, al estímulo tributario que representa la deducibilidad de los intereses—considerados como costos en las declaraciones con fines fiscales— y de otra, a las tasas de interés reales negativas, de los primeros años de la década del setenta. El mayor costo de los recursos de crédito como resultado de los aumentos de la tasa de interés, a partir de 1974 no desalentó el aumento en los niveles de endeudamiento. Este último fenómeno ha sido explicado por otros estudios como resultantes de los intereses conglomerales que asociaron a entidades industriales y financieras durante el período<sup>(15)</sup>.

Adicionalmente, sobre la capitalización empresarial incidieron negativamente, la doble tributación y la marcada preferencia por activos líquidos de renta fija ante el deterioro del valor de las acciones y de los dividendos por el fenómeno inflacionario. Así mismo, los temores de los dueños de sociedades ante la eventual pérdida de control sobre la empresa, restringieron la oferta de acciones.

(14) Otros estudios han señalado que desde los años sesenta se registra esta tendencia. Véase al respecto, Restrepo, Juan Camilo, Juan G. Serna y Manuel Gilberto Rosas D.: "Inflación, Financiamiento y Capitalización Empresarial" en Ensayos sobre Política Económica No. 4. Banco de la República. Diciembre 1983. Perfetti del C. Mauricio, La capitalización de las empresas manufactureras: mitos y realidades. Trabajo presentado en el Seminario de Investigaciones Económicas, Banco de la República. Enero 1987, página 45.

(15) Véase Restrepo Juan Camilo, et. Al. op. cit. Pág. 172.

**B. Recursos y aplicaciones  
de fondos del  
sector sociedades**

El sesgo de la estructura financiera hacia el endeudamiento y la caída en los aportes de capital, sugieren a su vez modificaciones en la asignación de los recursos. Con el fin de analizar simultáneamente el origen y el destino de los fondos, el Cuadro 8 presenta un esquema de fuentes y usos de este sector para el período de estudio. Allí se integran la cuenta de capital de las CN<sup>(16)</sup>, donde se registran las variaciones del patrimonio y los recursos propios comprometidos, y la CF donde se consolidan los flujos de financiación externa y de inversión financiera. En esta forma, inicialmente los recursos son catalogados como internos (provenientes del excedente de operación de las firmas) o externos (flujos de endeudamiento: pasivo con propietarios, pasivo financiero y comercial). El uso o aplicación de los recursos se ha clasificado entre operaciones de inversión (Formación Bruta de Capital Fijo + Variación de existencias y otros activos) y operaciones de colocación financiera (Medios de pago, derechos de acreedores, derechos de propietarios y financiaciones otorgadas).

La lectura del cuadro señala que los recursos internos han mantenido similar participación dentro del PIB en los tres períodos que se analizan<sup>(17)</sup>, mientras que los de origen externo a las sociedades (variación de valores accionarios y financiación neta) presentan sensibles variaciones, las cuales fueron comentadas en el punto anterior. Es importante entonces, basados en el esquema de fuentes y usos que resume el cuadro 8 y la gráfica 2, orientar el análisis hacia la aplicación de los fondos.

CUADRO 8  
Recursos y aplicaciones del sector sociedades  
y cuasiesociedades

(En porcentaje promedio del PIB)

Detalle período	1970 1975	1976 1981	1982 1984
<b>Recursos</b>			
<b>Internos</b> .....	5.95	5.80	6.04
Ahorro bruto .....	5.14	5.04	5.29
Transferencias netas+Reservas (1) .....	0.80	0.76	0.75
<b>Externos</b> .....	11.98	13.98	12.32
Variación valores accionarios ... ..	3.68	2.81	3.58
Financiación neta .....	8.30	11.17	8.74
<b>Totales</b> .....	<b>17.93</b>	<b>19.78</b>	<b>18.37</b>
<b>Aplicaciones</b>			
<b>Operaciones de inversión</b> .....	10.12	9.71	10.40
FBKF + Variación existencias ....	10.09	9.58	10.26
Otros activos (2) .....	0.03	0.13	0.14
<b>Operaciones financieras</b> .....	6.78	9.50	6.49
Medios de pago .....	0.52	0.75	0.89
Colocación .....	0.94	2.19	1.65
—Derechos de acreedores (3) ...	0.59	1.56	0.97
—Derechos de propietarios (4) ..	0.35	0.63	0.68
Financiación .....	5.33	6.56	3.96
<b>Diferencia estadística</b> .....	1.03	0.57	1.48

(1) Transferencias + reservas varias + cuentas diferidas.

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

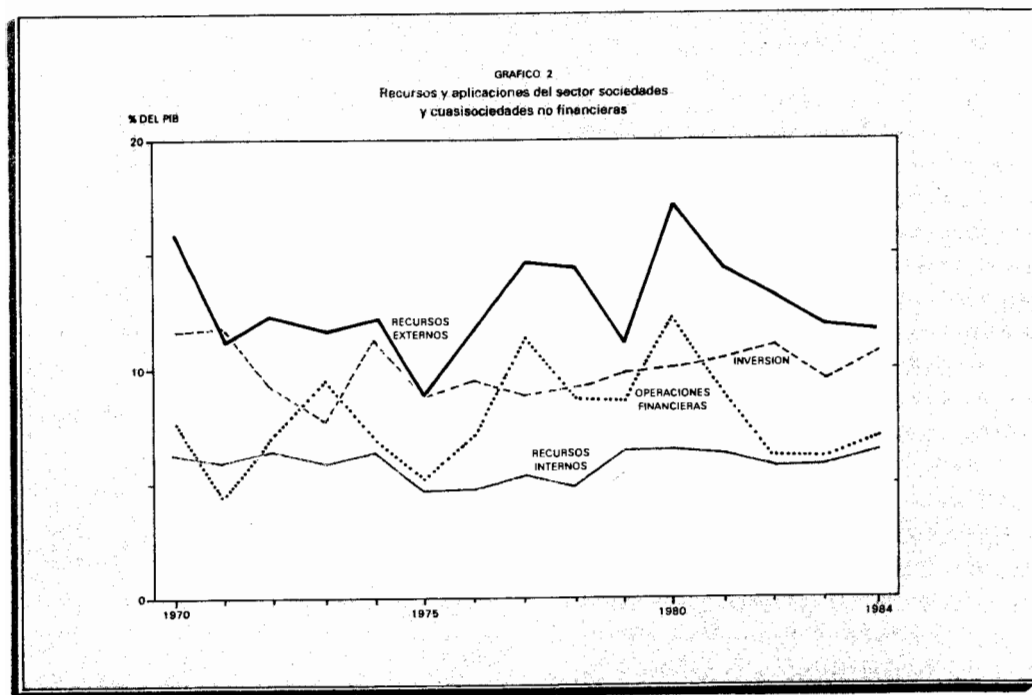
(4) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Anexo 6.

Como se aprecia, en el período 1970-1975 los recursos internos y externos representan en promedio 17.93% del PIB y se distribuyeron: 10.12% en inversión fija y 6.78% en operaciones financieras.

(16) La cuenta de capital en las CN contabiliza como ingresos el ahorro bruto y las transferencias de capital, y como empleos, la variación de activos fijos y de inventarios.

(17) No obstante, es importante señalar que estos recursos también han presentado variaciones importantes al interior de las firmas. Así lo señala Rosas Díaz al afirmar que "La autofinanciación propiamente dicha, es decir aquella originada en reinversión de utilidades y reservas para depreciación ha sido cada vez menor, en virtud del gran dinamismo observado por las provisiones para garantizar derechos adquiridos por los trabajadores", Op. cit. Página 53.



En contraste, el segundo período (1976-1981) en promedio totalizó recursos equivalentes a 19.78% del PIB que se asignaron en proporciones similares a las operaciones de inversión (9.71%) y las operaciones financieras (9.50%). El mayor endeudamiento observado en este período no se explicaría entonces por un incremento en la formación bruta de capital o en otros activos fijos, puesto que, contrariamente, su participación promedio en el PIB es levemente inferior a la del primer quinquenio de los setenta. Esta situación estaría más estrechamente relacionada con las operaciones financieras realizadas cuyas variaciones siguen la tendencia del endeu-

damiento. Entre ellas merece destacarse la financiación concedida por las sociedades señalando un proceso de desintermediación como respuesta a las restricciones impuestas a la actividad financiera para controlar el fenómeno inflacionario.

Entre 1982 y 1984 tanto la inversión financiera como la inversión fija recobran los niveles anteriores a 1975. Como se analizará más adelante, estos resultados aparentemente paradójicos en las condiciones recesivas que caracterizan los primeros años de la presente década, se explican esencialmente por la inversión realizada por las Empresas Públicas, las cuales hacen parte del sector sociedades.

Como se anotó en la sección anterior, la participación de la emisión de acciones en el financiamiento de las sociedades descendió considerablemente durante el período 1970-1984. Simultáneamente, las operaciones de crédito del sector financiero y de las mismas sociedades —crédito comercial— proporcionaron los recursos para la inversión de la actividad empresarial. No obstante, el análisis de la aplicación de fondos permitió comprobar que, en especial en la segunda mitad de la década de los setenta, estos se orientaron hacia la inversión financiera.

Las nuevas pautas de comportamiento de las sociedades estuvieron enmarcadas dentro del proceso de liberación financiera impulsado en el país en los años setenta, el cual debía traducirse en la elevación del ahorro interno y su adecuado encauzamiento a la inversión productiva. Las cifras analizadas (sociedades y hogares) comprueban que se experimentó a partir de 1976 un avance notable en el grado de profundización financiera, el cual no se tradujo en mayores niveles de inversión del sector productivo.

Diversas explicaciones se han avanzado sobre el particular. De una parte, se ha argüido que el incremento de los pasivos financieros —convertido en un proceso cíclico por su alto costo y reducido plazo— fomentó la búsqueda de alternativas rentables de inversión que permitieran sufragar los crecientes costos financieros generados por este mecanismo de financiación<sup>(18)</sup>.

En el mismo sentido obró la menor rentabilidad de las acciones frente a papeles de alta liquidez y atractivo rendimiento. Adicionalmente, el fenómeno inflacionario creó conciencia entre los agentes, sobre el costo de oportunidad del dinero tornándolos más racionales en el manejo de su tesorería.

### ***C. Efectos de la estructura financiera sobre la inversión productiva***

La descripción del comportamiento financiero de las empresas y su relación con la inversión productiva, se encuentra modelada por Wood, A. (1975) y ha sido aplicada al caso colombiano por Tenjo<sup>(19)</sup>, con los resultados que aparecen en el Cuadro 9. Se trata allí de determinar la participación de los recursos externos e internos en la financiación de la inversión, así como la proporción de recursos que se mantienen como inversión financiera. Con base en estos criterios y de acuerdo con los elementos que fueron mencionados en líneas atrás, los resultados promedios para los tres subperíodos estudiados se presentan en el Cuadro 10.

Se confirma con estos coeficientes promedios el sensible incremento de activos financieros, como proporción de la inversión en activos fijos (*f*), los cuales pasan de representar el 9.9% de la inversión en el período 1970-1975 al 22.8% en los años 1976-1981, e insinúan un quiebre de esta tendencia en los tres años que conforman el último período.

Es notoria la estabilidad de los otros coeficientes: la financiación externa (*q*) cubre el 46% de la inversión en los tres períodos. Por su parte, el coeficiente de retención (*r*) señala una tasa en extremo reducida de los beneficios utilizados con

(18) Comisión Nacional de Valores, "Los acreedores de la sociedad anónima manufacturera". Boletín mensual No. 3, vol. 2, 1984, pág. 9.

(19) Wood, A. (1975): A Theory of Profits. Cambridge University Press, aplicado por Tenjo Fernando, op. cit., y ampliado posteriormente en: Contraloría General de la República, op. cit.

CUADRO 9

Comportamiento financiero de las sociedades y cuasiesociedades

(Millones de pesos)

Años	Adquisición de activos financieros F	Financiación externa (1) X	Financiación interna o ahorro bruto R	Beneficios brutos (2) P	Inversión fija (3) I
1970 .....	1.494	7.668	7.233	24.405	15.601
1971 .....	146	9.210	8.624	29.288	18.154
1972 .....	1.941	7.402	9.657	37.027	47.626
1973 .....	4.850	6.282	12.616	49.609	19.153
1974 .....	3.785	18.489	17.765	67.419	36.350
1975 .....	895	18.181	16.564	78.679	35.296
1976 .....	4.030	25.454	24.787	107.972	50.530
1977 .....	22.918	28.364	34.070	134.985	63.170
1978 .....	16.296	42.135	40.890	170.207	82.932
1979 .....	24.005	50.794	64.829	215.639	115.921
1980 .....	46.931	69.727	85.412	302.444	157.111
1981 .....	47.561	88.305	107.983	396.596	205.649
1982 .....	20.409	144.123	124.244	504.618	271.242
1983 .....	55.947	122.376	159.417	602.345	290.582
1984 .....	88.345	166.267	218.988	752.721	400.823

Coeficientes de:					
	Activos financieros (4) f	Financiación Externa (5) x	Retención (6) r	Autofinanciación (7) q	Inversión (8) p
1970 .....	0.096	0.492	0.296	0.464	0.639
1971 .....	0.008	0.507	0.294	0.475	0.620
1972 .....	0.110	0.420	0.261	0.548	0.476
1973 .....	0.253	0.328	0.254	0.659	0.386
1974 .....	0.104	0.509	0.264	0.489	0.539
1975 .....	0.025	0.515	0.211	0.469	0.449
1976 .....	0.080	0.504	0.230	0.491	0.468
1977 .....	0.363	0.449	0.252	0.539	0.468
1978 .....	0.196	0.508	0.240	0.493	0.487
1979 .....	0.207	0.438	0.301	0.559	0.538
1980 .....	0.299	0.444	0.282	0.544	0.519
1981 .....	0.231	0.429	0.272	0.525	0.519
1982 .....	0.075	0.531	0.246	0.458	0.538
1983 .....	0.193	0.421	0.265	0.549	0.482
1984 .....	0.220	0.415	0.291	0.546	0.532

- (1) Préstamo neto real.
- (2) Excedente bruto de explotación más los ingresos no relacionados con la producción.
- (3) Formación bruta de capital más variación de existencias.
- (4) Coeficiente de activos financieros (f) = Adquisición de activos financieros (F)/Inversión fija (I)
- (5) Coeficiente de financiación externa (x) = Financiación externa (X)/Inversión fija (I)
- (6) Coeficiente de retención (r) = Financiación interna (R)/Beneficios brutos (P)
- (7) Coeficiente de autofinanciación (q) = Financiación interna (R)/Inversión fija (I)
- (8) Coeficiente de inversión (p) = Inversión fija (I)/Beneficios brutos (P)

Fuente. Construido a partir de: Cuentas Nacionales de Colombia DANE. 1970-1984. Cuentas Financieras de Colombia, 1970-1984 Banco de la República.

NOTA. En el estudio de Fernando Tenjo G (Op. cit. págs. 34 y 35) se presentan estas variables, para el período 1970-1978. Posteriormente la Contraloría General de la República (Op. cit. pág. 59) lo actualiza hasta 1982.

CUADRO 10

## Comportamiento financiero de las sociedades

(Coeficientes promedio)

	1970-1975	1976-1981	1982-1984
f: Coeficiente de activos financieros .....	0.099	0.229	0.163
x: Coeficiente de financiación externa .....	0.462	0.462	0.456
r: Coeficiente de retención .....	0.263	0.263	0.267
q: Coeficiente de autofinanciación .....	0.517	0.525	0.518
p: Coeficiente de inversión .....	0.518	0.500	0.517

- (f) = Adquisición de activos financieros (F)/Inversión fija (I).  
 (x) = Financiación externa (X)/Inversión fija (I).  
 (r) = Financiación interna (R)/Beneficios brutos (P).  
 (q) = Financiación interna (R)/Inversión fija (I).  
 (p) = Inversión fija (I)/Beneficios brutos (P).

Fuente: Cuadro 9.

finés de inversión productiva. A comienzos de los años cincuenta la retención interna de utilidades era del 50% en claro contraste con el 26% que se retiene desde 1970<sup>(20)</sup>.

Así mismo, a diferencia de países de alto desarrollo, donde la inversión productiva se financia en más de un 90% con fondos generados en las propias unidades de producción, la tasa de autofinanciación (q) de las empresas colombianas es apenas ligeramente superior al 50%.

Finalmente, el coeficiente de inversión (p) señala que el 50% de los beneficios brutos es utilizado con fines de incrementar la capacidad productiva.

Teniendo en cuenta que el anterior análisis se desarrolló para el conjunto de sociedades -públicas y privadas— se consideró importante aislar estos dos tipos de unidades de producción<sup>(21)</sup> bajo el supuesto de que tienen comportamientos financieros diferentes. A tal fin, utilizando la información primaria con que se elaboran

las cuentas de flujos de fondos, se presentan a continuación las características de su estructura de financiamiento e inversión.

#### *D. Estructura financiera de las empresas públicas y privadas*

Desde mediados de los años setenta, las empresas públicas han ganado un puesto de singular importancia por los proyectos de inversión que están adelantando. De acuerdo con un estudio de CONFECAMARAS, cinco de estas empresas se encuen-

(20) "El decaimiento en la capacidad de retención interna de fondos es un fenómeno que está, a su vez, estrechamente asociado con la baja rentabilidad empresarial; las pocas utilidades que están obteniendo las empresas deben distribuirse como dividendos, en porcentajes crecientes, para atenuar un poco la desproporcionada diferencia de rentabilidad de las acciones con relación a otros activos financieros, y mantenerles a sus accionistas un mínimo de dividendos". Véase Restrepo, Juan Camilo "Reflexiones sobre la Rentabilidad Empresarial en Colombia. Ensayos sobre Política Económica No. 7, junio de 1985.

(21) Sólo fue posible desagregar la serie desde 1975.

tran entre las diez mayores del país según volumen de ventas<sup>(22)</sup>.

Teniendo en cuenta que el objetivo de las empresas privadas es la maximización de beneficios, en tanto que las empresas públicas perseguirían un empleo socialmente eficiente de los recursos, además de que estas últimas poseen una más amplia gama de fuentes de financiación<sup>(23)</sup>, conviene detenerse a analizar separadamente su estructura financiera.

Los cuadros 11 y 12 presentan el origen de los recursos y las aplicaciones de los mismos para ambos tipos de empresa. En las firmas privadas, se acentúan las tendencias que se habían señalado en el análisis global del sector. En efecto, el crecimiento de los fondos de origen externo se

CUADRO 11

Recursos y aplicaciones de las sociedades privadas  
(En porcentaje promedio del PIB)

Detalle período	1976 1981	1982 1984
<b>Recursos</b>		
<b>Internos</b> .....	4.15	3.67
Ahorro bruto .....	3.64	3.33
Transferencias netas+Reservas (1) .....	0.51	0.34
<b>Externos</b> .....	11.05	7.58
Variación valores accionarios ...	2.41	2.92
Financiación neta .....	8.65	4.66
<b>Totales</b> .....	15.21	11.24
<b>Aplicaciones</b>		
<b>Operaciones de inversión</b> .....	6.43	5.60
FBKF + Variación existencias ....	6.33	5.50
Otros activos (2) .....	0.10	0.10
<b>Operaciones financieras</b> .....	8.18	4.62
Medios de pago .....	0.62	0.69
Colocación .....	1.82	1.11
—Derechos de acreedores (3) ...	1.34	0.66
—Derechos de propietarios (4) ...	0.48	0.45
Financiación .....	5.74	2.81
<b>Diferencia estadística</b> .....	0.60	1.02

(1) Transferencias + reservas varias + cuentas diferidas.

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

(4) Otras acciones y formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Anexo 8.

orienta hacia operaciones financieras, cuyo monto medido en términos del PIB, es mayor que la inversión productiva entre 1976 y 1981. Por otra parte, se confirma que las empresas privadas concedieron montos crecientes de financiación a otros sectores —fundamentalmente a las mismas sociedades—, flujos de recursos que alcanzan valores cercanos al 6% del PIB de estos años, constituyéndose en la principal fuente de variación de los activos financieros. Seguidamente, las preferencias de las sociedades privadas se manifiestan hacia los

CUADRO 12

Recursos y aplicaciones de las sociedades públicas  
(En porcentaje promedio del PIB)

Detalle período	1976 1981	1982 1984
<b>Recursos</b>		
<b>Internos</b> .....	1.65	2.38
Ahorro bruto .....	1.40	1.96
Transferencias netas+Reservas (1) .....	0.25	0.42
<b>Externos</b> .....	2.92	4.75
Variación valores accionarios ...	0.40	0.66
Financiación neta .....	2.53	4.09
<b>Totales</b> .....	4.57	7.12
<b>Aplicaciones</b>		
<b>Operaciones de inversión</b> .....	3.28	4.80
FBKF + Variación existencias ....	3.25	4.75
Otros activos (2) .....	0.03	0.04
<b>Operaciones financieras</b> .....	1.32	1.87
Medios de pago .....	0.13	0.20
Colocación .....	0.37	0.53
—Derechos de acreedores (3) ...	0.22	0.30
—Derechos de propietarios (4) ...	0.15	0.23
Financiación .....	0.82	1.14
<b>Diferencia estadística</b> .....	-0.03	0.45

(1) Transferencias + reservas varias + cuentas diferidas.

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

(4) Otras acciones y formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Anexo 10.

(22) Véase Contraloría General de la República, Informe Financiero Anual 1985, pág. 106.

(23) Ingresos ordinarios, aportes presupuestales y cesión de impuestos. Véase Junguito B. Roberto "Evolución, comportamiento y control de las empresas del Estado" en El Estado y la Actividad Económica, Asociación Bancaria.

títulos y depósitos de corto plazo (derechos de acreedores) colocación financiera que absorbe fondos equivalentes aproximadamente a 1.34 puntos del PIB.

Por el contrario, las tendencias del análisis sectorial no son aplicables al conjunto de empresas públicas, pues, como se aprecia en el Cuadro 12, los flujos de recursos externos (endeudamiento) son sensiblemente inferiores a los registrados para el total de sociedades, además es claro que estos están orientados hacia la inversión productiva. Las operaciones financieras representan menos del 50% de la inversión.

Los cuadros 13 y 14 agrupan las mismas variables y coeficientes estudiados para el total del sector, y el Cuadro 15 resume los resultados promedios para los dos últimos períodos.

Estos coeficientes permiten apreciar claramente las diferencias de comportamiento financiero entre las unidades de producción públicas y privadas.

1. Son las empresas privadas, responsables de una elevada tasa de inversión en activos financieros (f), dedicando a ello el 30% de la inversión productiva en el período 1976-1981, mientras que las empresas públicas solo alcanzan el 11.2%. Este resultado confirma el criterio de maximización de beneficios privados ausente en las decisiones de la mayoría de las empresas públicas. No obstante, el cambio de las condiciones institucionales y de mercado originan una menor inversión en activos financieros en ambos tipos de empresa desde 1982.

2. Más del 50% de la financiación de las empresas públicas es de origen externo a la firma, mientras que para las empresas privadas es cercana al 42% en el primer período, disminuyendo apreciablemente des-

de 1982. Ello se explica por la forma de financiamiento (crédito externo) de los proyectos hidroeléctricos y energéticos donde se ha concentrado la inversión de las empresas públicas.

3. La retención de utilidades (r) con fines de inversión productiva es inferior en las empresas privadas en tanto que en las empresas públicas este coeficiente se mantiene en un porcentaje superior al 50% de las utilidades, reduciéndose en los últimos tres años al 47.7%. Este resultado es obvio en la medida en que estas últimas no reparten dividendos a sus propietarios.

4. La financiación con recursos propios (q) es más relevante en las unidades de producción privadas, señalando un avance en el período 1982-1984<sup>(25)</sup>.

5. Por último, la inversión como proporción de los beneficios (p) señala más claramente la diferencia entre los dos tipos de empresa. Mientras las públicas invierten montos superiores a sus ganancias, las unidades privadas invierten menos del 40% de sus utilidades. Las empresas públicas, se convirtieron en el período en las principales ejecutoras de la inversión estatal, alcanzando en 1984 una inversión superior al 5% en términos del PIB, frente a sólo 2% en 1970. En contraste, la inversión de las firmas privadas sufre un notable retroceso en los años ochenta, cuando sólo alcanzan un 5% del PIB frente a porcentajes cercanos al 9% en la década anterior (Anexo 11). Se espera que esta situación se revierta en los últimos años de esta década al haberse concluido los grandes proyectos de inversión del sector público (CARBOCOL, ECO-

(25) Los fines sociales y económicos de algunas empresas públicas, no les permiten presentar una estructura financiera en la que la autofinanciación ocupe un lugar destacado. Al respecto véase Junguito Roberto, op. cit., pág. 190.

CUADRO 13

## Comportamiento financiero de las sociedades privadas

(Millones de pesos)

Años	Adquisición de activos financieros F	Financiación externa (1) X	Financiación interna o ahorro bruto R	Beneficios brutos (2) P	Inversión fija (3) I
1975 .....	910	12.259	11.654	69.956	23.948
1976 .....	2.133	17.643	17.531	95.223	35.635
1977 .....	19.893	12.965	22.308	116.552	35.706
1978 .....	14.254	28.525	29.902	149.051	58.199
1979 .....	20.788	29.867	51.267	188.869	80.494
1980 .....	39.939	36.295	62.108	256.937	98.687
1981 .....	37.753	59.588	77.227	329.939	136.643
1982 .....	7.306	65.131	87.474	417.873	150.289
1983 .....	49.506	68.396	98.524	479.756	168.267
1984 .....	55.112	65.919	125.732	569.329	192.079
Coeficientes de:					
	Activos financieros (4) f	Financiación Externa (5) x	Retención (6) r	Autofinanciación (7) q	Inversión (8) p
1975 .....	0.038	0.512	0.167	0.487	0.342
1976 .....	0.060	0.495	0.184	0.492	0.374
1977 .....	0.557	0.363	0.191	0.625	0.306
1978 .....	0.245	0.490	0.201	0.514	0.390
1979 .....	0.258	0.371	0.271	0.637	0.426
1980 .....	0.405	0.368	0.242	0.629	0.384
1981 .....	0.276	0.436	0.234	0.565	0.414
1982 .....	0.049	0.433	0.209	0.582	0.360
1983 .....	0.294	0.406	0.205	0.586	0.351
1984 .....	0.287	0.343	0.221	0.655	0.337

(1) Préstamo neto real.

(2) Excedente bruto de explotación más los ingresos no relacionados con la producción.

(3) Formación bruta de capital más variación de existencias.

(4) Coeficiente de activos financieros (f) = Adquisición de activos financieros (F)/Inversión fija (I)

(5) Coeficiente de financiación externa (x) = Financiación externa (X)/Inversión fija (I)

(6) Coeficiente de retención (r) = Financiación interna (R)/Beneficios brutos (P)

(7) Coeficiente de autofinanciación (q) = Financiación interna (R)/Inversión fija (I)

(8) Coeficiente de inversión (p) = Inversión fija (I)/Beneficios brutos (P)

Fuente: Construido a partir de: Cuentas Nacionales de Colombia, 1970-1984 DANE. Cuentas Financieras de Colombia, 1970-1984 Banco de la República.

CUADRO 14

## Comportamiento financiero de las sociedades públicas

(Millones de pesos)

Años	Adquisición de activos financieros F	Financiación externa (1) X	Financiación interna o ahorro bruto R	Beneficios brutos (2) P	Inversión fija (3) I
1975 .....	-15	5.922	4.910	8.723	11.348
1976 .....	1.897	7.811	7.256	12.749	14.895
1977 .....	3.025	15.399	11.762	18.433	27.464
1978 .....	2.042	13.610	10.988	21.156	24.733
1979 .....	3.217	20.927	13.562	26.770	35.427
1980 .....	6.992	33.432	23.304	45.507	58.424
1981 .....	9.808	28.717	30.756	66.657	69.006
1982 .....	13.103	78.992	36.770	86.745	120.953
1983 .....	6.441	53.980	60.893	122.589	122.315
1984 .....	33.233	100.348	93.256	183.392	208.744

**Coefficientes de:**

	Activos financieros (4) f	Financiación Externa (5) x	Retención (6) r	Autofinanciación (7) q	Inversión (8) p
1975 .....	-0.001	0.522	0.563	0.433	1.301
1976 .....	0.127	0.524	0.569	0.487	1.168
1977 .....	0.110	0.561	0.638	0.428	1.490
1978 .....	0.083	0.550	0.519	0.444	1.169
1979 .....	0.091	0.591	0.507	0.383	1.323
1980 .....	0.120	0.572	0.512	0.399	1.284
1981 .....	0.142	0.416	0.461	0.448	1.035
1982 .....	0.108	0.653	0.424	0.304	1.394
1983 .....	0.053	0.441	0.497	0.498	0.998
1984 .....	0.159	0.481	0.509	0.447	1.138

(1) Préstamo neto real.

(2) Excedente bruto de explotación más los ingresos no relacionados con la producción.

(3) Formación bruta de capital más variación de existencias.

(4) Coeficiente de activos financieros (f) = Adquisición de activos financieros (F)/Inversión fija (I)

(5) Coeficiente de financiación externa (x) = Financiación externa (X)/Inversión fija (I)

(6) Coeficiente de retención (r) = Financiación interna (R)/Beneficios brutos (P)

(7) Coeficiente de autofinanciación (q) = Financiación interna (R)/Inversión fija (I)

(8) Coeficiente de inversión (p) = Inversión fija (I)/Beneficios brutos (P)

Fuente: Construido a partir de: Cuentas Nacionales de Colombia. 1970-1984 DANE. Cuentas Financieras de Colombia. 1970-1984 Banco de la República.

CUADRO 15

Comportamiento financiero de las sociedades privadas y públicas

(Coeficiente promedio)

	1976-1981		1982-1984	
	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas
f: Coeficiente de activos financieros .....	0.300	0.112	0.210	0.107
x: Coeficiente de financiación externa .....	0.421	0.536	0.394	0.525
r: Coeficiente de retención .....	0.221	0.534	0.212	0.476
q: Coeficiente de autofinanciación .....	0.577	0.431	0.607	0.416
p: Coeficiente de inversión .....	0.349	1.245	0.349	1.177

- (f) = Adquisición de activos financieros (F)/Inversión fija (I).
- (x) = Financiación externa (X)/Inversión fija (I)
- (r) = Financiación interna (R)/Beneficios brutos (P)
- (q) = Financiación interna (R)/Inversión fija (I)
- (p) = Inversión fija (I)/Beneficios brutos (P)

Fuente: Cuadros 13 y 14.

PETROL, Sector Eléctrico). De allí la importancia de estimular la inversión privada, adecuando los mecanismos financieros para reorientar el ahorro de las familias a este sector.

tipo tributario (doble tributación y deducibilidad de los intereses) así como los temores de los accionistas a la eventual pérdida de control de las empresas inherente a la emisión de acciones.

## V SINTESIS Y CONCLUSIONES

Con base en los resultados de las CF y en el análisis integrado de éstas con las CN, se estudiaron los principales elementos de la estructura financiera de las sociedades en el período 1970-1984.

En primer lugar, se confirmó el estancamiento de las fuentes internas de financiación, así como el deterioro del mercado accionario y el creciente endeudamiento que acompañó este proceso. Como factores determinantes se señalaron aquellos de

Mediante un esquema de fuentes y usos, se comprobó la profundización financiera en el sector sociedades, caracterizada por un incremento en sus activos y pasivos financieros desde 1976, —de singular intensidad entre 1976 y 1981—. La conducta financiera de los agentes privados (hogares y sociedades) reveló criterios de eficiencia en el manejo de su tesorería, colocando sus disponibilidades en papeles de corto plazo y renta fija.

Dentro de las operaciones financieras activas de las sociedades se destacó igualmente, la importancia de la financiación intrasectorial, especialmente en la segunda mitad de la década de los setenta, la cual señalaría un proceso de desintermediación como respuesta a los controles impuestos a

la actividad financiera a raíz de la bonanza del sector externo.

A nivel global, es necesario señalar que los mayores montos de ahorro financiero captados desde mediados de la década pasada no se reflejaron en incrementos de la inversión productiva.

Finalmente, como complemento, se analizaron algunos coeficientes representativos del comportamiento financiero de las firmas las cuales son concluyentes al indicar el sensible incremento de los activos financieros frente a los activos fijos; la estabilidad en las proporciones de los fondos externos e internos en la financiación y los bajos porcentajes de utilidades reinvertidos en las empresas.

En razón de que el sector sociedades agrupa entidades de diferente naturaleza —públicas y privadas— se desagregaron los resultados para los dos tipos de empresa, identificándose diferencias en su comportamiento financiero.

No obstante, conscientes de las diferencias de objetivos entre las empresas públi-

cas y privadas, pero limitados por la falta de criterios para medir la eficiencia de la estructura financiera en las sociedades públicas, se optó por analizar las mismas variables en cada tipo de empresa.

Se concluyó que las empresas privadas, a finales de la década pasada, dedicaron sus recursos en mayor proporción a las inversiones financieras, en contraste con las empresas públicas en las cuales la inversión productiva ha sido preponderante en todo el período.

De otra parte, se encontró que las sociedades públicas entre 1976 y 1984, recurrieron prioritariamente a las fuentes externas de financiación; retienen con fines de inversión aproximadamente el 50% de sus utilidades y realizan una inversión superior al 100% de sus beneficios.

Por el contrario, en el mismo período, las empresas privadas presentan un porcentaje de autofinanciación cercano al 60%; retienen un porcentaje ligeramente superior al 20% de sus utilidades y su acumulación fija es equivalente al 35% de sus beneficios.

## ANEXO 1

## Evolución del préstamo neto financiero

(Millones de pesos)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Instituciones financieras .....	1.026	640	934	529	-820	2.335	2.628	1.899
Administraciones públicas .....	-1.425	-1.742	26	-2.855	2.061	2.461	16.599	7.169
Sociedades y cuasisociedades .....	-11.423	-10.518	-12.036	-6.859	-19.296	-16.436	-25.508	-28.451
Hogares .....	6.012	1.773	6.658	9.501	6.296	11.019	18.609	38.612
Exterior .....	5.810	9.847	4.418	-316	11.759	621	-12.328	-19.229
Producto interno bruto .....	132.768	155.886	189.614	243.160	322.384	405.108	532.270	716.029

## ANEXO 1

## Evolución del préstamo neto financiero (Continuación)

(Millones de pesos)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Instituciones financieras .....	1.211	-4.803	-9.172	-24.681	-40.998	-36.670	17.407
Administraciones públicas .....	22.637	19.769	28.326	-10.658	-46.146	-102.667	-113.204
Sociedades y cuasisociedades .....	-54.682	-38.149	-91.677	-121.560	-188.901	-184.623	-189.391
Hogares .....	40.975	53.373	71.500	91.598	85.985	84.391	86.824
Exterior .....	-10.141	-30.190	1.023	65.301	190.060	239.569	198.364
Producto interno bruto .....	909.487	1.188.817	1.579.130	1.982.773	2.497.298	3.054.137	3.856.584

Fuente: DANE. Cuentas Nacionales de Colombia, 1970-1984 PIB a precios corrientes. Banco de la República: Cuentas Financieras de Colombia, 1970-1984.

## ANEXO 2

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasisociedades

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E .....	0.15	0.08	-0.08	0.01	0.48	-0.35	-0.08	-0.26
Subtotal medios pago M/E .....	0.15	0.08	-0.08	0.01	0.48	-0.35	-0.08	-0.26
Ila. Medios de pago M/L .....	0.37	0.32	0.55	0.70	0.37	0.50	0.83	0.91
Subtotal operac. de medios de pago ...	0.52	0.41	0.48	0.71	0.85	0.15	0.74	0.65
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.13
IIIa.3. CDT .....	0.00	0.00	0.01	0.33	0.08	0.17	0.35	0.40
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L .....	0.01	0.00	-0.01	0.04	0.19	0.24	-0.07	0.44
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.37	0.03	0.50	0.87	0.13	0.07	0.01	0.06
IV. Títulos a corto plazo .....	-0.04	0.09	0.14	-0.08	-0.20	-0.18	0.16	1.32
V. Títulos a largo plazo .....	0.03	0.18	0.00	0.09	0.09	-0.28	-0.05	0.08
VIa. Acciones .....	0.13	-0.31	0.00	0.33	0.53	0.14	0.16	0.59
VIb. Otras particip. de capital .....	0.43	0.21	0.32	0.27	0.23	0.03	-0.01	0.05
X. Derecho prop. en cuasisociedades ....	0.19	-0.12	0.08	0.15	0.12	0.02	0.10	0.13
Subtotal operaciones de colocación ...	1.13	0.09	1.02	1.99	1.17	0.22	0.76	3.20
VII. Préstamos a corto plazo .....	0.18	0.12	0.00	1.01	0.24	0.42	0.61	1.27
VIII. Préstamos a largo plazo .....	0.90	0.30	1.09	0.43	0.92	0.60	0.78	2.15
XI. Créditos comerciales .....	4.96	3.47	4.45	5.39	4.62	3.78	4.27	4.08
Subtotal operaciones de financiación ...	6.04	3.89	5.55	6.82	5.78	4.81	5.66	7.49
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
XII. Diferidos .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>7.68</b>	<b>4.39</b>	<b>7.05</b>	<b>9.52</b>	<b>7.81</b>	<b>5.18</b>	<b>7.17</b>	<b>11.34</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	-8.60	-6.75	-6.35	-2.82	-5.05	-4.06	-4.79	-3.97
Préstamo neto (Fuente real) .....	-5.78	-5.91	-3.90	-2.58	-5.74	-4.49	-4.78	-3.96
Discrepancia estadística .....	-2.83	-0.84	-2.44	-0.24	0.68	0.43	-0.01	-0.01

## ANEXO 2

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasiesociedades (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E. ....	0.20	0.03	0.04	0.00	0.01	0.02	0.16
Subtotal medios pago M/E. ....	0.20	0.03	0.04	0.00	0.01	0.02	0.16
IIa. Medios de pago M/L. ....	0.56	0.52	0.93	0.82	0.97	0.80	0.71
Subtotal operac. de medios de pago ...	0.76	0.56	0.97	0.82	0.98	0.81	0.87
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.28	0.07	0.15	0.18	0.29	0.13	0.03
IIIa.3. CDT .....	0.48	0.06	1.03	1.14	0.10	0.53	0.56
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L. ....	-0.06	0.70	0.89	0.28	-0.05	0.60	0.17
IIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.02	0.04	0.12	-0.12	-0.14	0.03	0.11
IV. Títulos a corto plazo .....	0.15	0.46	-0.05	0.06	0.31	0.00	0.08
V. Títulos a largo plazo .....	0.15	0.13	0.10	0.18	0.01	0.05	0.09
VIa. Acciones .....	0.62	0.54	0.69	0.56	0.11	0.19	0.51
VIb. Otras particip. de capital .....	0.10	0.02	0.00	0.04	0.12	0.14	0.05
X. Derecho prop. en cuasiesociedades ....	0.06	0.00	0.03	0.06	0.08	0.16	0.68
Subtotal operaciones de colocación ...	1.79	2.02	2.97	2.40	0.82	1.83	2.29
VII. Préstamos a corto plazo .....	1.23	0.46	1.23	0.93	0.24	0.16	0.29
VIII. Préstamos a largo plazo .....	0.53	0.68	0.18	0.45	0.61	0.26	-0.13
XI. Créditos comerciales .....	4.50	4.96	6.99	4.06	3.56	3.18	3.71
Subtotal operaciones de financiación ...	6.26	6.10	8.40	5.44	4.40	3.60	3.87
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
XII. Diferidos .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>8.81</b>	<b>8.68</b>	<b>12.35</b>	<b>8.66</b>	<b>6.19</b>	<b>6.24</b>	<b>7.03</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	-6.01	-3.21	-5.81	-6.13	-7.56	-6.05	1.66
Préstamo neto (Fuente real) .....	-4.63	-4.27	-4.42	-4.45	-5.77	-4.01	-5.09
Discrepancia estadística .....	-1.38	1.06	-1.39	-1.68	-1.79	-2.04	6.75

## ANEXO 2

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasisociedades (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal medios pago M/E .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ila. Medios de pago M/L .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operac. de medios de pago ...	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.3. CDT .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L .....	0.12	-0.04	0.24	-0.44	0.04	-0.04	0.14	-0.13
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.04	0.00	-0.01
IV. Títulos a corto plazo .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
V. Títulos a largo plazo .....	-0.06	-0.06	0.11	0.09	0.01	0.00	0.02	0.00
VIa. Acciones .....	1.30	1.33	1.51	1.03	1.05	0.65	0.85	0.66
VIb. Otras particip. de capital .....	1.58	1.93	1.76	1.63	2.06	1.27	1.23	1.76
X. Derecho prop. en cuasisociedades ....	1.11	1.35	0.92	0.66	0.39	0.55	0.53	0.45
Subtotal operaciones de colocación ...	4.06	4.52	4.55	2.97	3.54	2.47	2.77	2.72
VII. Préstamos a corto plazo .....	2.97	1.60	1.55	0.28	2.47	2.23	2.81	3.59
VIII. Préstamos a largo plazo .....	2.81	2.71	4.29	2.77	2.50	1.34	2.33	5.48
XI. Créditos comerciales .....	6.00	2.32	1.93	5.62	3.65	2.74	3.83	3.15
Subtotal operaciones de financiación ...	11.78	6.63	7.77	8.67	8.63	6.31	8.98	12.22
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	0.37	0.27	0.30	0.47	0.76	0.62	0.58	0.56
XII. Diferidos .....	0.09	-0.28	0.77	0.23	-0.08	-0.16	-0.37	-0.19
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>16.28</b>	<b>11.14</b>	<b>13.40</b>	<b>12.35</b>	<b>12.86</b>	<b>9.24</b>	<b>11.96</b>	<b>15.31</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....								
Préstamo neto (Fuente real) .....								
Discrepancia estadística .....								

## ANEXO 2

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasisociedades (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal medios pago M/E .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIa. Medios de pago M/L .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operac. de medios de pago ...	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.3. CDT .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L .....	0.00	-0.10	0.47	0.23	0.21	0.08	0.25
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IV. Títulos a corto plazo .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
V. Títulos a largo plazo .....	0.02	-0.01	0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00
VIa. Acciones .....	0.44	0.72	0.83	1.24	0.68	0.47	0.56
VIb. Otras particip. de capital .....	1.42	1.58	1.51	1.40	1.18	1.41	0.03
X. Derecho prop. en cuasisociedades ...	0.17	0.46	0.48	0.47	1.36	1.09	0.00
Subtotal operaciones de colocación ...	2.06	2.67	3.31	3.32	3.43	3.04	0.84
VII. Préstamos a corto plazo .....	3.27	4.72	5.45	5.53	2.70	3.14	0.37
VIII. Préstamos a largo plazo .....	4.59	2.93	3.90	1.95	3.35	2.97	2.69
XI. Créditos comerciales .....	4.53	0.65	4.56	3.75	3.90	2.89	1.35
Subtotal operaciones de financiación ...	12.40	8.30	13.90	11.23	9.94	8.99	4.41
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	0.54	0.78	0.83	0.72	0.58	0.40	0.10
XII. Diferidos .....	-0.16	0.14	0.11	-0.47	-0.19	-0.15	0.03
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>14.83</b>	<b>11.89</b>	<b>18.15</b>	<b>14.79</b>	<b>13.76</b>	<b>12.29</b>	<b>5.38</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....							
Préstamo neto (Fuente real) .....							
Discrepancia estadística .....							

Fuente: Banco de la República. Cuentas Financieras. 1970-1984.

## ANEXO 3

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasiosociedades

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
I. Medios de pago .....	0.52	0.41	0.48	0.71	0.85	0.15	0.74	0.65
II. Operaciones de colocación .....	1.13	0.09	1.02	1.99	1.17	0.22	0.76	3.20
—Derechos de acreedores .....	0.38	0.30	0.63	1.26	0.29	0.02	0.51	2.43
—Derechos de propietarios .....	0.75	-0.21	0.39	0.74	0.88	0.20	0.25	0.77
III. Operaciones de financiación .....	6.04	3.89	5.55	6.82	5.78	4.81	5.66	7.49
IV. Otros .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>7.68</b>	<b>4.39</b>	<b>7.05</b>	<b>9.52</b>	<b>7.81</b>	<b>5.18</b>	<b>7.17</b>	<b>11.34</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	-8.60	-6.75	-6.35	-2.82	-5.05	-4.06	-4.79	-3.97

## ANEXO 3

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasiosociedades (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
I. Medios de pago .....	0.76	0.56	0.97	0.82	0.98	0.81	0.87
II. Operaciones de colocación .....	1.79	2.02	2.97	2.40	0.82	1.83	2.29
—Derechos de acreedores .....	1.01	1.46	2.25	1.73	0.51	1.34	1.04
—Derechos de propietarios .....	0.78	0.56	0.72	0.67	0.30	0.49	1.25
III. Operaciones de financiación .....	6.26	6.10	8.40	5.44	4.40	3.60	3.87
IV. Otros .....	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>8.81</b>	<b>8.68</b>	<b>12.35</b>	<b>8.66</b>	<b>6.19</b>	<b>6.24</b>	<b>7.04</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	-6.01	-3.21	-5.81	-6.13	-7.56	-6.05	-4.91

## ANEXO 3

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasisociedades (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
I. Medios de pago .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Operaciones de colocación .....	4.06	4.52	4.55	2.97	3.54	2.47	2.77	2.72
—Derechos de acreedores (1) .....	0.06	-0.09	0.36	-0.35	0.05	0.00	0.16	-0.15
—Derechos de propietarios (2) .....	3.99	4.61	4.19	3.32	3.50	2.47	2.61	2.87
III. Operaciones de financiación .....	11.78	6.63	7.77	8.67	8.63	6.31	8.98	12.22
IV. Otros .....	0.45	-0.01	1.07	0.70	0.69	0.46	0.21	0.37
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>16.28</b>	<b>11.14</b>	<b>13.40</b>	<b>12.35</b>	<b>12.86</b>	<b>9.24</b>	<b>11.96</b>	<b>15.31</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....								

## ANEXO 3

## Cuentas financieras del sector sociedades y cuasisociedades (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
I. Medios de pago .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Operaciones de colocación .....	2.06	2.67	3.31	3.32	3.43	3.04	4.27
—Derechos de acreedores (1) .....	0.03	-0.10	0.49	0.22	0.21	0.08	0.22
—Derechos de propietarios (2) .....	2.03	2.77	2.82	3.10	3.22	2.96	4.05
III. Operaciones de financiación .....	12.40	8.30	13.90	11.23	9.94	8.99	7.29
IV. Otros .....	0.38	0.92	0.93	0.25	0.39	0.25	0.38
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>14.83</b>	<b>11.89</b>	<b>18.15</b>	<b>14.79</b>	<b>13.76</b>	<b>12.29</b>	<b>11.95</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....							

(1) Depósitos y títulos.

(2) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Véase anexo 2.

## Cuentas financieras del sector hogares

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal medios pago M/E .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ila. Medios de pago M/L .....	1.56	0.87	1.79	1.71	0.70	1.00	2.75	2.32
Subtotal operac. de medios de pago ...	1.56	0.87	1.79	1.71	0.70	1.00	2.75	2.32
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	0.53	0.46	0.89	0.88	0.51	0.66	0.87	1.01
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.00	0.00	0.08	1.11	0.36	0.38	0.14	0.19
IIIa.3. CDT .....	0.01	-0.04	0.00	-0.01	0.62	0.48	0.88	0.54
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L .....	0.02	0.02	0.02	0.03	0.17	0.10	0.07	0.05
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IV. Títulos a corto plazo .....	-0.01	0.02	0.00	0.01	-0.02	-0.01	0.02	0.15
V. Títulos a largo plazo .....	0.54	0.45	0.48	-0.04	0.26	-0.06	-0.21	0.00
VIa. Acciones .....	0.13	0.68	0.78	0.60	0.50	0.16	0.55	-0.31
VIb. Otras particip. de capital .....	1.62	1.82	1.58	1.32	1.38	1.11	1.02	1.55
X. Derecho prop. en cuasiosociedades ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operaciones de colocación ...	2.85	3.40	3.83	3.90	3.78	2.82	3.34	3.20
VII. Préstamos a corto plazo .....	0.52	0.71	1.21	-1.54	-0.30	0.32	-0.17	1.20
VIII. Préstamos a largo plazo .....	0.22	1.24	0.74	0.84	0.34	-0.38	0.75	1.03
XI. Créditos comerciales .....	2.54	0.23	0.62	4.31	3.55	1.93	1.25	0.30
Subtotal operaciones de financiación ...	3.28	2.18	2.57	3.61	3.60	1.87	1.84	2.52
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	1.17	0.75	0.77	1.13	1.35	1.08	1.13	1.31
XII. Diferidos .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>8.86</b>	<b>7.19</b>	<b>8.96</b>	<b>10.36</b>	<b>9.43</b>	<b>6.77</b>	<b>9.06</b>	<b>9.35</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	4.53	1.14	3.51	3.91	1.95	2.72	3.50	5.39
Préstamo neto (Fuente real) .....	2.39	1.27	3.32	4.80	2.94	2.54	2.89	5.50
Discrepancia estadística .....	2.14	-0.14	0.19	-0.89	-0.99	0.18	0.61	-0.10

## ANEXO 4

## Cuentas financieras del sector hogares (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00
Subtotal medios pago M/E. ....	0.00	0.00					
IIa. Medios de pago M/L. ....	1.53	1.27	1.13	0.77	1.04	1.15	1.56
Subtotal operac. de medios de pago ...	1.53	1.27	1.13	0.77	1.04	1.15	1.56
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	1.04	1.04	0.78	0.74	0.47	0.72	0.58
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.29	0.82	0.88	0.72	0.59	0.84	0.05
IIIa.3. CDT .....	0.58	-0.35	1.70	2.27	0.73	1.01	0.82
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L. ....	0.09	0.08	0.07	0.09	0.11	0.03	0.13
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IV. Títulos a corto plazo .....	0.01	0.04	0.49	-0.23	0.63	-0.70	-0.07
V. Títulos a largo plazo .....	-0.02	-0.08	-0.05	0.02	-0.03	-0.01	0.01
VIa. Acciones .....	-0.67	-0.27	-0.10	-0.01	-0.06	-0.27	-0.19
VIb. Otras particip. de capital .....	1.31	1.33	1.33	1.30	1.05	1.23	1.17
X. Derecho prop. en cuasisociedades ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operaciones de colocación ...	2.64	2.60	5.09	4.89	3.48	2.86	2.50
VII. Préstamos a corto plazo .....	-0.01	1.78	0.60	1.17	0.44	0.83	0.52
VIII. Préstamos a largo plazo .....	2.81	1.05	0.89	0.49	0.51	0.09	0.00
XI. Créditos comerciales .....	0.88	-0.12	0.56	0.51	0.73	0.93	0.73
Subtotal operaciones de financiación ...	3.69	2.71	2.05	2.17	1.69	1.86	1.25
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	1.14	1.35	1.32	1.20	1.11	1.11	0.78
XII. Diferidos .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>9.00</b>	<b>7.94</b>	<b>9.59</b>	<b>9.03</b>	<b>7.32</b>	<b>6.98</b>	<b>6.08</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	4.51	4.49	4.53	4.62	3.44	2.75	2.25
Préstamo neto (Fuente real) .....	4.25	4.18	4.13	3.31	3.42	3.41	3.59
Discrepancia estadística .....	0.25	0.31	0.40	1.31	0.02	-0.66	-1.34

## ANEXO 4

## Cuentas financieras del sector hogares (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal medios pago M/E. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ila. Medios de pago M/L. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operac. de medios de pago ...	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.3. CDT .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IV. Títulos a corto plazo .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
V. Títulos a largo plazo .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VIa. Acciones .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VIb. Otras particip. de capital .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
X. Derecho prop. en cuasiedades .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operaciones de colocación ...	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VII. Préstamos a corto plazo .....	0.54	0.47	0.41	1.00	1.57	1.09	0.87	0.95
VIII. Préstamos a largo plazo .....	1.80	1.87	1.79	1.77	1.69	1.04	1.27	1.50
XI. Créditos comerciales .....	1.79	3.57	3.07	3.56	4.15	1.74	3.23	1.70
Subtotal operaciones de financiación ...	4.13	5.91	5.28	6.32	7.42	3.87	5.37	4.15
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
XII. Diferidos .....	0.20	0.15	0.18	0.13	0.06	0.18	0.19	-0.20
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>4.33</b>	<b>6.06</b>	<b>5.45</b>	<b>6.45</b>	<b>7.48</b>	<b>4.06</b>	<b>5.66</b>	<b>3.96</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....								
Préstamo neto (Fuente real) .....								
Discrepancia estadística .....								

## ANEXO 4

## Cuentas financieras del sector hogares (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Ia. Oro financiero .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ib. Otras operaciones con FMI .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIb. Depósitos monetarios M/E .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00
Subtotal medios pago M/E .....	0.00	0.00					
IIa. Medios de pago M/L .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operac. de medios de pago ...	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.1. Depósitos de ahorro .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.2. Depósitos y cuentas CAV .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.3. CDT .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIa.4. Otros dep. no monet. M/L .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IIIb. Depósitos no monet. M/Ext. ....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IV. Títulos a corto plazo .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
V. Títulos a largo plazo .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VIa. Acciones .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VIb. Otras particip. de capital .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
X. Derecho prop. en cuasiosociedades ...	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Subtotal operaciones de colocación ...	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
VII. Préstamos a corto plazo .....	0.38	0.47	1.17	0.67	0.60	0.64	-0.14
VIII. Préstamos a largo plazo .....	1.61	1.14	1.30	1.60	1.72	2.14	2.79
XI. Créditos comerciales .....	2.48	1.84	2.47	2.25	1.72	1.36	1.28
Subtotal operaciones de financiación ...	4.47	3.46	4.94	4.52	4.04	4.14	3.93
IX. Reservas matemáticas de seguro de vida y cesantía .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
XII. Diferidos .....	0.03	-0.01	0.02	-0.10	-0.17	0.09	-0.09
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>4.49</b>	<b>3.45</b>	<b>5.07</b>	<b>4.41</b>	<b>3.87</b>	<b>4.23</b>	<b>3.83</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....							
Préstamo neto (Fuente real) .....							
Discrepancia estadística .....							

Fuente: Banco de la República. Cuentas Financieras, 1970-1984.

## ANEXO 5

Cuentas financieras del sector hogares  
(Resumen)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
I. Medios de pago .....	1.56	0.87	1.79	1.71	0.70	1.00	2.75	2.32
II. Operaciones de colocación .....	2.85	3.40	3.83	3.90	3.65	2.82	3.34	3.20
—Derechos de acreedores (1) .....	1.10	0.91	1.47	1.98	1.77	1.55	1.77	1.95
—Derechos de propietarios (2) .....	1.75	2.49	2.36	1.92	1.88	1.27	1.57	1.25
III. Operaciones de financiación .....	3.28	2.18	2.57	3.61	3.60	1.87	1.84	2.52
IV. Otros .....	1.17	0.75	0.77	1.13	1.35	1.08	1.13	1.31
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>8.86</b>	<b>7.19</b>	<b>8.96</b>	<b>10.36</b>	<b>9.29</b>	<b>6.77</b>	<b>9.06</b>	<b>9.35</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	4.53	1.14	3.51	3.91	1.81	2.72	3.50	5.39

## ANEXO 5

Cuentas financieras del sector hogares (Continuación)  
(Resumen)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	ACTIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
I. Medios de pago .....	1.53	1.27	1.13	0.77	1.04	1.16	1.56
II. Operaciones de colocación .....	2.64	2.60	5.09	4.89	3.48	2.86	2.50
—Derechos de acreedores .....	2.00	1.55	3.86	3.60	2.49	1.90	1.52
—Derechos de propietarios .....	0.64	1.06	1.23	1.29	0.99	0.96	0.97
III. Operaciones de financiación .....	3.69	2.71	2.05	2.17	1.69	1.86	1.25
IV. Otros .....	1.14	1.35	1.32	1.20	1.11	1.11	0.78
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>9.00</b>	<b>7.94</b>	<b>9.59</b>	<b>9.03</b>	<b>7.32</b>	<b>6.99</b>	<b>6.08</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....	4.51	4.49	4.53	4.62	3.44	2.76	2.25

ANEXO 5

Cuentas financieras del sector hogares (Continuación)  
(Resumen)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS							
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
I. Medios de pago .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Operaciones de colocación .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
—Derechos de acreedores (1) .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
—Derechos de propietarios (2) .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
III. Operaciones de financiación .....	4.13	5.91	5.28	6.32	7.42	3.87	5.37	4.15
IV. Otros .....	0.20	0.15	0.18	0.13	0.06	0.18	0.19	-0.20
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>4.33</b>	<b>6.06</b>	<b>5.45</b>	<b>6.45</b>	<b>7.48</b>	<b>4.05</b>	<b>5.56</b>	<b>3.96</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....								

ANEXO 5

Cuentas financieras del sector hogares (Continuación)  
(Resumen)

(En porcentaje del PIB)

OPERACIONES	PASIVAS						
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
I. Medios de pago .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Operaciones de colocación .....	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
—Derechos de acreedores .....	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
—Derechos de propietarios .....	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
III. Operaciones de financiación .....	4.47	3.46	4.94	4.52	4.04	4.14	3.93
IV. Otros .....	0.03	-0.01	0.02	-0.10	-0.17	0.09	-0.09
<b>Total operaciones financieras .....</b>	<b>4.49</b>	<b>3.45</b>	<b>5.07</b>	<b>4.41</b>	<b>3.87</b>	<b>4.23</b>	<b>3.83</b>
Préstamo neto (Fuente financiera) .....							

(1) Depósitos y títulos.

(2) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Véase anexo 4.

## ANEXO 6

## Recursos y aplicaciones del sector sociedades y cuasiesociedades

(En porcentaje del PIB)

Detalle	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
<b>Recursos</b>								
<b>Internos</b> .....	6.25	5.89	6.45	5.94	6.36	4.79	5.00	5.32
Ahorro bruto .....	5.45	5.53	5.09	5.19	5.51	4.09	4.66	4.76
Transferencias netas + reservas (1) .....	0.80	0.36	1.36	0.75	0.85	0.70	0.34	0.56
<b>Externos</b> .....	15.83	11.15	12.32	11.64	12.17	8.78	11.75	14.94
Variación valores accionarios .....	4.06	4.52	4.55	2.97	3.54	2.47	2.77	2.72
Financiación neta .....	11.78	6.63	7.77	8.67	8.63	6.31	8.98	12.22
<b>Totales</b> .....	<b>22.08</b>	<b>17.04</b>	<b>18.78</b>	<b>17.59</b>	<b>18.53</b>	<b>13.56</b>	<b>16.75</b>	<b>20.26</b>
<b>Aplicaciones</b>								
<b>Operaciones de inversión</b> .....	11.57	11.81	9.28	7.82	11.41	8.82	9.57	8.91
FBKF + Variación existencias .....	11.75	11.65	9.30	7.88	11.28	8.71	9.49	8.82
Otros activos (2) .....	-0.18	0.16	-0.01	-0.05	0.13	0.10	0.08	0.09
<b>Operaciones financieras</b> .....	7.68	4.39	7.05	9.52	6.87	5.18	7.17	11.34
Medios de pago .....	0.52	0.41	0.48	0.71	0.85	0.15	0.74	0.65
Colocación .....	1.13	0.09	1.02	1.99	1.17	0.22	0.76	3.20
—Derechos de acreedores .....	0.51	0.00	0.63	1.58	0.82	0.02	0.51	2.43
—Derechos de propietarios .....	0.62	0.10	0.40	0.41	0.35	0.20	0.25	0.77
Financiación .....	6.04	3.89	5.55	6.82	4.85	4.81	5.67	7.49
<b>Diferencia estadística</b> .....	2.83	0.84	2.44	0.24	0.25	-0.43	0.01	0.01

## ANEXO 6

## Recursos y aplicaciones del sector sociedades y cuasiedades (Continuación)

(En porcentaje del PIB)

Detalle	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
<b>Recursos</b>							
<b>Internos</b> .....	5.01	6.57	6.59	6.32	5.72	5.86	6.55
Ahorro bruto .....	4.50	5.45	5.41	5.45	4.98	5.22	5.68
Transferencias netas + reservas (1) .....	0.52	1.12	1.18	0.87	0.75	0.65	0.87
<b>Externos</b> .....	14.45	10.97	17.22	14.54	13.37	12.03	11.56
Variación valores accionarios .....	2.06	2.67	3.31	3.32	3.43	3.04	4.27
Financiación neta .....	12.40	8.30	13.90	11.23	9.94	8.99	7.29
<b>Totales</b> .....	<b>19.46</b>	<b>17.54</b>	<b>23.81</b>	<b>20.86</b>	<b>19.09</b>	<b>17.90</b>	<b>18.11</b>
<b>Aplicaciones</b>							
<b>Operaciones de inversión</b> .....	9.27	9.92	10.07	10.52	11.11	9.62	10.48
FBKF + Variación existencias .....	9.12	9.75	9.95	10.37	10.86	9.51	10.39
Otros activos (2) .....	0.15	0.17	0.12	0.15	0.25	0.10	0.08
<b>Operaciones financieras</b> .....	8.81	8.68	12.35	8.66	6.19	6.24	7.04
Medios de pago .....	0.76	0.56	0.97	0.82	0.98	0.81	0.87
Colocación .....	1.79	2.02	2.97	2.40	0.82	1.83	2.29
—Derechos de acreedores .....	1.01	1.46	2.25	1.73	0.51	1.34	1.04
—Derechos de propietarios .....	0.78	0.56	0.72	0.67	0.30	0.49	1.25
Financiación .....	6.27	6.10	8.40	5.44	4.40	3.80	3.87
<b>Diferencia estadística</b> .....	1.38	-1.06	1.39	1.68	1.79	2.04	0.60

(1) Transferencia de capital + reservas varias + cuentas diferidas.

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

(4) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: DANE: Cuentas Nacionales, 1970-1984. Banco de la República: Cuentas Financieras, 1970-1984.

## ANEXO 7

## Recursos y aplicaciones de las sociedades privadas.

(Millones de pesos)

Detalle	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
<b>Recursos</b>										
<b>Internos</b> .....	13.114	19.061	25.516	33.122	61.233	76.694	81.513	96.511	107.878	138.859
Ahorro bruto .....	11.654	17.531	22.308	29.902	51.267	62.108	77.227	87.474	98.524	125.732
Transferencias netas+reservas (1) .....	1.460	1.530	3.208	3.220	9.966	14.586	4.286	9.037	9.354	13.127
<b>Externos</b> .....	29.551	51.944	81.871	108.689	92.433	220.643	226.747	210.943	243.565	243.403
Variación valores accionarios .....	9.031	13.996	17.212	15.124	27.365	45.061	51.608	74.343	71.788	132.321
Financiación .....	20.520	37.948	64.659	93.565	65.068	175.582	175.139	136.600	171.777	111.082
<b>Totales</b> .....	<b>42.665</b>	<b>71.005</b>	<b>107.387</b>	<b>141.811</b>	<b>153.666</b>	<b>297.337</b>	<b>308.260</b>	<b>307.454</b>	<b>351.443</b>	<b>382.262</b>
<b>Aplicaciones</b>										
<b>Operaciones de inversión</b> .....	24.369	35.772	36.183	59.300	82.260	100.344	138.641	154.758	169.791	194.905
FBKF + Variación existencias .....	23.948	35.595	35.706	58.199	80.494	98.687	136.643	150.289	168.267	192.079
Otros activos (2) .....	421	177	477	1.101	1.766	1.657	1.998	4.469	1.524	2.826
<b>Operaciones financieras</b> .....	20.325	33.425	72.179	71.054	82.651	171.507	141.044	114.521	148.726	169.599
Medios de pago .....	1.274	3.206	3.769	6.495	3.026	12.152	16.659	22.186	20.917	19.209
Colocación .....	910	2.133	19.893	14.254	20.788	39.939	37.753	7.306	49.506	55.112
—Derechos de acreedores (3) .....	263	1.599	15.136	8.026	15.723	31.039	29.387	5.123	39.128	19.450
—Derechos de propietarios (4) .....	647	534	4.757	6.228	5.065	8.900	8.366	2.183	10.378	35.662
Financiación .....	18.141	28.086	48.517	50.305	58.837	119.416	86.632	85.029	78.303	95.278
<b>Diferencia estadística</b> .....	-2.029	1.808	-975	11.457	-11.245	25.486	28.575	38.175	32.926	17.758

(1) Transferencias + reservas varias + cuentas diferidas

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

(4) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, 1975-1984. Banco de la República, Cuentas Financieras, 1975-1984.

## ANEXO 8

## Recursos y aplicaciones de las sociedades privadas

(En porcentaje del PIB)

Detalle	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
<b>Recursos</b>										
Internos .....	3.24	3.58	3.56	3.64	5.15	4.86	4.11	3.86	3.53	3.60
Ahorro bruto .....	2.88	3.29	3.12	3.29	4.31	3.93	3.89	3.50	3.23	3.26
Transferencias netas+reservas (1)	0.36	0.29	0.45	0.35	0.84	0.92	0.22	0.36	0.31	0.34
Externos .....	7.29	9.76	11.43	11.95	7.78	13.97	11.44	8.45	7.97	6.31
Variación valores accionarios .....	2.23	2.63	2.40	1.66	2.30	2.85	2.60	2.98	2.35	3.43
Financiación neta .....	5.07	7.13	9.03	10.29	5.47	11.12	8.83	5.47	5.62	2.88
<b>Totales .....</b>	<b>10.53</b>	<b>13.34</b>	<b>15.00</b>	<b>15.59</b>	<b>12.93</b>	<b>18.83</b>	<b>15.55</b>	<b>12.31</b>	<b>11.51</b>	<b>9.91</b>
<b>Aplicaciones</b>										
Operaciones de inversión .....	6.02	6.72	5.05	6.52	6.92	6.35	6.99	6.20	5.56	5.05
F8KF + Variación existencias .....	5.91	6.69	4.99	6.40	6.77	6.25	6.89	6.02	5.51	4.98
Otros activos (2) .....	0.10	0.03	0.07	0.12	0.15	0.10	0.10	0.18	0.05	0.07
Operaciones financieras .....	5.02	6.28	10.08	7.81	6.95	10.86	7.11	4.59	4.87	4.40
Medios de pago .....	0.31	0.60	0.53	0.71	0.25	0.77	0.84	0.89	0.68	0.50
Colocación .....	0.22	0.40	2.78	1.57	1.75	2.53	1.90	0.29	1.62	1.43
—Derechos de acreedores (3) .....	0.06	0.30	2.11	0.88	1.32	1.97	1.48	0.21	1.28	0.50
—Derechos de propietarios (4) .....	0.16	0.10	0.66	0.68	0.43	0.56	0.42	0.09	0.34	0.92
Financiación .....	4.48	5.28	6.78	5.53	4.95	7.56	4.37	3.40	2.56	2.47
<b>Diferencia estadística .....</b>	<b>-0.50</b>	<b>0.34</b>	<b>-0.14</b>	<b>1.26</b>	<b>-0.95</b>	<b>1.61</b>	<b>1.44</b>	<b>1.53</b>	<b>1.08</b>	<b>0.46</b>

(1) Transferencias + reservas varias + cuentas diferidas.

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

(4) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Véase anexo 7.

## Recursos y aplicaciones de las sociedades públicas

(Millones de pesos)

Detalle	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
<b>Recursos</b>										
<b>Internos</b> .....	6.280	7.539	12.554	12.478	16.880	27.353	43.741	46.373	71.240	113.674
Ahorro bruto .....	4.910	7.256	11.762	10.988	13.562	23.304	30.756	36.770	60.893	93.256
Transferencias netas+reservas (1) .....	1.370	283	792	1.490	3.318	4.049	12.985	9.603	10.347	20.418
<b>Externos</b> .....	6.001	10.594	25.132	22.741	37.985	51.240	61.642	122.993	123.943	202.555
Variación valores accionarios .....	963	770	2.291	3.570	4.372	7.252	14.148	11.253	21.116	32.333
Financiación .....	5.038	9.824	22.841	19.171	33.613	43.988	47.494	111.740	102.827	170.222
<b>Totales</b> .....	<b>12.281</b>	<b>18.133</b>	<b>37.686</b>	<b>35.219</b>	<b>54.865</b>	<b>78.593</b>	<b>105.383</b>	<b>169.366</b>	<b>195.183</b>	<b>316.229</b>
<b>Aplicaciones</b>										
<b>Operaciones de inversión</b> .....	11.344	15.132	27.606	25.014	35.730	58.683	70.019	122.604	123.954	209.154
FBKF + Variación existencias .....	11.348	14.895	27.464	24.733	35.427	58.424	69.006	120.953	122.315	208.744
Otros activos (2) .....	-4	237	142	281	303	259	1.013	1.651	1.639	410
<b>Operaciones financieras</b> .....	653	4.715	9.018	9.115	20.535	23.446	30.684	40.159	41.908	101.709
Medios de pago .....	-662	745	855	398	3.593	3.179	-318	2.188	3.973	14.391
Colocación .....	-15	1.897	3.025	2.042	3.217	6.992	9.808	13.103	6.441	33.233
-Derechos de acreedores (3) .....	-175	1.101	2.262	1.134	1.684	4.504	4.912	7.736	1.926	20.801
-Derechos de propietarios (4) .....	160	796	763	908	1.533	2.488	4.896	5.367	4.515	12.432
Financiación .....	1.330	2.073	5.138	6.675	13.725	13.275	21.194	24.868	31.494	54.085
<b>Diferencia estadística</b> .....	284	-1.714	1.062	1.090	-1.400	-3.536	4.680	6.603	29.321	5.366

(1) Transferencias + reservas varias + cuentas diferidas.

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

(4) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, 1975-1984. Banco de la República, Cuentas Financieras, 1975-1984.

## Recursos y aplicaciones de las sociedades públicas

(En porcentaje del PIB)

Detalle	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
<b>Recursos</b>										
Internos .....	1.55	1.42	1.75	1.37	1.42	1.73	2.21	1.86	2.33	2.95
Ahorro bruto .....	1.21	1.36	1.64	1.21	1.14	1.48	1.55	1.47	1.99	2.42
Transferencias netas+reservas (1) .....	0.34	0.05	0.11	0.16	0.28	0.26	0.65	0.38	0.34	0.53
Externos .....	1.48	1.99	3.51	2.50	3.20	3.24	3.11	4.93	4.06	5.25
Variación valores accionarios .....	0.24	0.14	0.32	0.39	0.37	0.46	0.71	0.45	0.69	0.84
Financiación neta .....	1.24	1.85	3.19	2.11	2.83	2.79	2.40	4.47	3.37	4.41
<b>Totales .....</b>	<b>3.03</b>	<b>3.41</b>	<b>5.26</b>	<b>3.87</b>	<b>4.62</b>	<b>4.98</b>	<b>5.31</b>	<b>6.78</b>	<b>6.39</b>	<b>8.20</b>
<b>Aplicaciones</b>										
Operaciones de inversión .....	2.80	2.84	3.86	2.75	3.01	3.72	3.53	4.91	4.06	5.42
FBKF + Variación existencias .....	2.80	2.80	3.84	2.72	2.98	3.70	3.48	4.84	4.00	5.41
Otros activos (2) .....	0.00	0.04	0.02	0.03	0.03	0.02	0.05	0.07	0.05	0.01
Operaciones financieras .....	0.16	0.89	1.26	1.00	1.73	1.48	1.55	1.61	1.37	2.64
Medios de pago .....	-0.16	0.14	0.12	0.04	0.30	0.20	-0.02	0.09	0.13	0.37
Colocación .....	0.00	0.36	0.42	0.22	0.27	0.44	0.49	0.52	0.21	0.86
—Derechos de acreedores (3) .....	-0.04	0.21	0.32	0.12	0.14	0.29	0.25	0.31	0.06	0.54
—Derechos de propietarios (4) .....	0.04	0.15	0.11	0.10	0.13	0.16	0.25	0.21	0.15	0.32
Financiación .....	0.33	0.39	0.72	0.73	1.15	0.84	1.07	1.00	1.03	1.40
<b>Diferencia estadística .....</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.32</b>	<b>0.15</b>	<b>0.12</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.22</b>	<b>0.24</b>	<b>0.26</b>	<b>0.96</b>	<b>0.14</b>

(1) Transferencias + reservas varias + cuentas diferidas.

(2) Compras de terrenos y activos no físicos.

(3) Depósitos y títulos.

(4) Acciones y otras formas de propiedad sobre las empresas.

Fuente: Véase anexo 9

## ANEXO 11

**Ahorro — Inversión de las sociedades**

(En porcentaje del PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
<b>Ahorro</b> .....	5.4	5.5	5.1	5.2	5.5	4.1	4.7	4.7	4.5	5.4	5.4	5.5	5.0	5.3	5.2
Sociedades privadas .....	3.8	4.1	3.5	3.8	4.2	2.9	3.3	3.1	3.3	4.3	3.9	3.9	3.5	3.3	2.8
Sociedades públicas .....	1.6	1.4	1.6	1.4	1.3	1.2	1.4	1.6	1.2	1.1	1.5	1.6	1.5	2.0	2.4
<b>Inversión</b> .....	11.7	11.6	9.3	7.8	11.3	8.7	9.5	8.8	9.1	9.8	9.9	10.4	10.8	9.5	9.8
Sociedades privadas .....	9.7	9.0	6.5	5.6	9.4	5.9	6.7	5.0	6.4	6.8	6.2	6.9	6.0	4.5	4.5
Sociedades públicas .....	2.0	2.6	2.8	2.2	1.9	2.8	2.8	3.8	2.7	3.0	3.7	3.5	4.8	5.0	5.3

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, 1970-1984.