



ENSAYOS

sobre política económica

Reflexiones sobre la rentabilidad empresarial en Colombia

Juan Camilo Restrepo S.

Revista ESPE, No. 7, Art. 01, Junio de 1985
Páginas 11-25



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.

Reflexiones sobre la rentabilidad empresarial en Colombia *

Juan Camilo Restrepo S.

Quizás, para justificar el tema de este artículo valga la pena recordar lo que hace algunos años afirmaba el doctor Arthur Burns entonces Presidente del Federal Reserve Bank de los Estados Unidos y actualmente embajador de su país ante la República Federal Alemana. Decía el doctor Burns: "Es a la vez sorprendente y preocupante que el tema de las utilidades ocupe tan poca atención estos días entre los economistas. Tengo la impresión que la profesión económica ha casi olvidado que la nuestra es aún una economía predominante motivada por las utilidades, en la cual, en gran medida, todo lo que sucede —o no sucede— depende de las percepciones que se tengan sobre las posibilidades de obtener utilidades. Las preocupaciones de las autoridades se suelen concentrar en otras materias. El menor síntoma de problemas en la economía desencadena un torrente de medidas fiscales y monetarias, apoyadas en la noción de que lo que es

crucial es la manipulación gubernamental de la demanda agregada. Muy pocos se detienen a reflexionar sobre una cuestión obvia pero decisiva, a saber: ¿No es la falta de confianza en la obtención de utilidades de parte de nuestros empresarios inversionistas la causa esencial de las dificultades económicas?" (1).

En este orden de ideas sugerido por el profesor Burns, el decaimiento de la rentabilidad empresarial que se viene registrando en Colombia durante la última década debería ser uno de los temas centrales en el análisis económico, porque las cifras son bastante preocupantes. Cuando se analiza, por ejemplo, la composición del valor

* Conferencia del doctor Juan Camilo Restrepo Salazar, Presidente de la Comisión Nacional de Valores, en INCOLDA, Medellín, mayo 31 de 1985.

(1) Arthur F. Burns, "Reflections of an Economic Policy Maker", 1978, págs. 41-42.

agregado industrial de acuerdo con lo que indican las cuentas nacionales, ¿que encontramos? Encontramos que los salarios en la última década han tenido una participación más o menos estable representando cerca del 35% del valor agregado industrial. Encontramos que las utilidades, que a comienzos de los años setenta representaban alrededor del 40% del valor agregado industrial, han caído a un 25% del valor agregado que genera la industria. Dicho en otras palabras: durante la última década la importancia relativa de las utilidades en el sector industrial del país ha decaído quince puntos porcentuales, los cuales, habiendo permanecido las remune-

raciones salariales estables, han sido tomados casi íntegramente por lo que las cuentas nacionales llaman los "gastos generales" que en la última década pasaron a representar el 23% del valor agregado industrial a cerca del 39%. Entre los gastos generales que muestran un aumento mayor están, en primerísimo lugar, el pago de intereses que se ha duplicado pasando del 4.5% del valor agregado industrial en 1970 a 10.2% en 1980 y los gastos de representación y administrativos que han pasado, para el mismo período, del 6.4% del valor agregado industrial al 16.3%. Los gastos de depreciación han permanecido estables durante el período.

CUADRO 1

COMPOSICION DEL VALOR AGREGADO INDUSTRIAL

(Sin impuestos indirectos)

%

Año	Salarios	Utilidades	Total	Interés	Gastos Generales	
					Gastos de Representación y otros	Depreciación
1970	35.9	40.8	23.2	4.5	6.4	12.3
1971	34.0	42.1	23.8	6.6	6.6	12.1
1972	34.6	39.7	25.5	5.9	7.1	12.5
1973	34.4	37.2	28.3	7.0	8.1	13.2
1974	31.2	40.6	27.8	7.5	7.6	12.7
1975	33.2	36.9	29.4	8.9	7.3	13.2
1976	33.8	35.3	29.7	8.7	8.2	12.8
1977	34.3	29.3	33.9	9.2	10.8	13.9
1978	38.2	20.3	38.0	8.8	15.5	13.7
1979	35.2	29.8	32.5	8.6	11.7	12.0
1980	35.1	25.1	38.7	10.2	16.3	12.2

Cálculos de S. Kalmanovitz sobre datos obtenidos en "El sector industrial en Plan de Desarrollo". D.N.P.

Las cuentas nacionales nos muestran, pues, un panorama según el cual las utilidades han venido decayendo severamente, al paso que los gastos generales han subido aceleradísimamente para el conjunto manufacturero del país. A comienzos de la

década pasada de cada \$ 100 del valor agregado que generaba la industria \$ 40 quedaban como remanente en el fondo de utilidades del sector. Diez años después apenas \$ 25 permanecen como utilidades, mientras que el resto es devorado con ape-

tito pasmoso por los costos financieros y los gastos generales. Esta es en síntesis, y con la frialdad propia de las estadísticas que nos ofrecen las cuentas nacionales, lo que podríamos llamar la crisis de la rentabilidad empresarial en Colombia. Crisis que se gestó y agravó a lo largo de los años setenta y de la cual no hemos podido salir aún a pesar de estar ya bien avanzados en los ochenta.

Si miramos otros indicadores de rentabilidad empresarial encontramos también síntomas de decaimiento no menos preocupantes que los que ofrecen las Cuentas Nacionales. En efecto, en estudios adelantados recientemente por la Comisión Nacional de Valores para una muestra significativa de sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores se pudo establecer la siguiente evolución para el período 1971-1983:

1. A través de todo el período los gastos financieros mostraron los mayores índices de crecimiento: 38.2% entre 1971-1979; 57.1% entre 1980-1982 y 41.6% en 1983 frente a porcentajes inferiores al 30% para las ventas y la utilidad bruta. Con esto se corrobora el excesivo nivel de endeudamiento y la descapitalización empresarial.

2. Los dos componentes básicos de la rentabilidad, la eficiencia medida por la rotación de los activos en términos de ventas y el margen de utilidad, han tenido comportamientos adversos que se reflejan en los bajos rendimientos para el período 1976-1983. En el primero de los mencionados la rotación de activos operacionales en términos de ventas fue de 1.10, el margen de utilidad antes de impuestos y gastos financieros fue del 18.8% y el rendimiento sobre activos operacionales del 20.7%. En 1983 los coeficientes respectivos fueron de 0.84%, 14.0% y 11.8%, bastante inferiores a los arriba mencionados.

3. Para la muestra de empresas estudiadas, las utilidades antes de impuestos, como proporción del patrimonio, lograron su máxima participación en 1979 con un 25.7% en promedio. A partir de ese año la participación decayó permanentemente hasta situarse en 5.7% en 1983. Este es el resultado de las pesadas cargas financieras que han ocasionado el que varias compañías arrojen utilidades antes de impuestos ínfimas o negativas.

Para estas mismas sociedades la utilidad neta con respecto al patrimonio cayó del 18.4% en 1979 al 0.3% en 1983 no solo por los menores volúmenes de utilidad sino también por los aumentos patrimoniales en donde tienen especial peso las valorizaciones.

I LAS CAUSAS DEL DECAIMIENTO DE LA RENTABILIDAD

Las causas de esta crisis de la rentabilidad empresarial son naturalmente variadísimas, y sería necio intentar señalar una de ellas como causa predominante y excluyente de las demás. La baja rentabilidad de las empresas en Colombia está asociada en primer lugar al proceso inflacionario colombiano que de registrar índices de un solo dígito en la década de los setenta pasó a niveles en la década posterior del 25% al 30%; el decaimiento de la rentabilidad está asociado igualmente a la obsolescencia de ciertos equipos de producción; a factores vinculados al comercio exterior y al contrabando; al crecimiento financiero desbalanceado que se dió en la década pasada; al aceleradísimo endeudamiento de las empresas; al aumento de los pasivos laborales; y

como lo indican las cuentas nacionales, a un descuidado y no muy austero crecimiento de los gastos generales. Últimamente la evolución cambiaria ha afectado como es obvio el panorama de rentabilidad en todas aquellas empresas públicas y privadas que contrajeron volúmenes importantes de crédito externo en los años anteriores. Todas estas razones, y otras muchas que seguramente se omiten, han contribuido cada una con mayor intensidad que otras según el subsector de que se trate, a reflejar un decaimiento de la rentabilidad empresarial en Colombia. Veamos por qué es grave en términos macroeconómicos que ese decaimiento de la rentabilidad empresarial se esté dando, cuáles son los síntomas en que ella se expresa y cuáles los limitantes al desarrollo que dicha crisis acarrea.

II ¿POR QUE ES GRAVE EL DECAIMIENTO DE LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL?

1. Una primera consecuencia del decaimiento de la rentabilidad empresarial es la incapacidad en que coloca a las empresas para competir en el mercado de capitales, en donde los papeles de renta fija han ido ganando preeminencia, perdiendo así las empresas capacidad para capitalizarse en el mercado público de valores mediante la colocación de emisiones de acciones o de bonos. A veces se da la explicación un poco simplista de que las negociaciones de acciones han decaído en el mercado secundario de las Bolsas por la competencia que encuentran allí con los papeles oficiales. Esta explicación no es muy válida cuando se piensa que el decaimiento de las nego-

ciaciones de acciones en las Bolsas comienza varios años antes de que aparecieran las operaciones llamadas "de mercado abierto" con papeles emitidos por el Banco de la República. La verdadera razón de la incapacidad de las acciones para competir con los papeles de renta fija públicos y privados radica simple y llanamente en que las utilidades empresariales de aquellas sociedades inscritas en Bolsa no son suficientes para asegurar, a través de una política de dividendos, condiciones de competitividad con las otras opciones de inversión que existen en el mercado. El volumen reducido de negocios de acciones en las Bolsas de Valores no es pues otra cosa que un reflejo que percibimos del problema de fondo que es el decaimiento de la rentabilidad empresarial. Hay que recordar que cuando una economía se desenvuelve en una situación inflacionaria relativamente alta, los activos financieros tienen una flexibilidad mayor que las acciones para adecuar sus rentabilidades a las expectativas inflacionarias. Las acciones, por el contrario, tienen una capacidad de adaptación mucho más reducida, puesto que tanto los dividendos que son una función de las utilidades, como las valorizaciones que en un mercado eficiente deben ser el resultado de la evaluación que hagan el potencial inversionista de la solidez de la empresa y de su capacidad futura para generar utilidades, son factores que determinan su competitividad. De manera que si la rentabilidad decae, tanto los dividendos como la evolución de las valorizaciones van a verse restringidos, e inexorablemente el puesto de las acciones será suplantado por papeles de renta fija, provengan estos del sector público o provengan del sector privado. De allí que señalar a los papeles oficiales como los causantes de la crisis de las acciones en las Bolsas de Valores y no al decaimiento de la rentabilidad empresarial puede ser un espejismo que nos conduzca a buscar el ahogado aguas arriba.

2. Otra consecuencia del decaimiento de la rentabilidad empresarial en Colombia y de la incapacidad de las empresas para obtener recursos de capital y para efectuar una mayor retención interna de fondos, es el alto endeudamiento en que ellas han caído. En la década de los cuarenta uno de cada \$ 3.00 que obtenían las sociedades anónimas provenía de préstamos: actualmente dos de cada \$ 3.00 provienen de créditos. Además, buena parte de ese endeudamiento está concentrado en créditos a corto plazo o en crédito externo, sobre todo en la gran sociedad anónima. Un estudio reciente de la Comisión Nacional de Valores mostró que más del 50% de las obligaciones a largo plazo de una muestra representativa de sociedades provenían de endeudamiento con la banca extranjera, factor este que naturalmente ha acentuado tremendamente el costo del crédito por razón de la evolución cambiaria. El endeudamiento del sector empresarial colombiano realmente está llegando, o ha llegado ya, a niveles tan elevados que unidos a las tasas de interés real que prevalecen y al acelerado costo del endeudamiento externo, están llevando a una situación bien preocupante dentro del sector empresarial, lo que además constituye, por un fenómeno de retroalimentación, una de las limitantes mayores para generar utilidades.

El nivel de endeudamiento promedio del sector empresarial está actualmente alrededor del 70% del valor de los activos de las compañías, al tiempo que el período de vencimiento de los créditos se ha reducido, lo mismo que la retención de utilidades. Estos cambios han colocado a las empresas en una situación de alto riesgo, en la medida en que al incrementarse las obligaciones con período de maduración corta se creó la necesidad de recurrir frecuentemente a la refinanciación de deudas debilitándose aún más la solvencia y la disponi-

bilidad de fondos para sobrellevar en forma exitosa situaciones recesivas de la actividad económica. Si este proceso de deterioro de la estructura financiera de las empresas no se hubiera acentuado tanto, probablemente el sector empresarial hubiera estado en condiciones de afrontar con menor dificultad el ciclo descendente de la actividad económica que se inicia hacia 1980.

Infortunadamente esto no sucedió así, y los efectos de la recesión se vieron multiplicados por una estructura financiera tremendamente frágil de las empresas (altamente dependientes del endeudamiento y poco capitalizadas) lo que las hizo muy vulnerables a rezagos en las ventas o aumentos en los niveles de inventario. Buena parte de la presión que hoy se siente sobre el crédito de emisión del Banco de la República para financiar operaciones de salvamento, más que la recesión misma se debe a la deficiente estructura financiera con que vienen trabajando nuestras empresas.

Los altos niveles de endeudamiento unidos a las elevadas tasas de interés han conducido a una situación, según la cual, la mayoría de las utilidades operacionales que generan las empresas en Colombia están siendo devoradas por los gastos financieros. Un estudio reciente de la Comisión Nacional de Valores mostró que los gastos financieros como proporción de las utilidades antes de impuestos era del 13% al comenzar la década de los setenta y llegó a ser superior al 70% al comienzo de los años ochenta. O dicho en otros términos, al comenzar los años setenta los gastos financieros erodaban un 13% de las utilidades, al comenzar la década de los ochenta los gastos financieros devoraron más del 70% de las utilidades de las empresas estudiadas. Esta es una situación que difícilmente puede soportarse por mucho tiempo.

3. Otro aspecto pernicioso que sobre la estructura financiera empresarial tiene el decaimiento de la rentabilidad es el debilitamiento de la capacidad de las empresas para retener un volumen importante de recursos generados internamente. No hay que olvidar que la retención interna de utilidades fue tradicionalmente la manera como se financió buena parte de la infraestructura industrial con que hoy cuenta el país. Nuestro despegue manufacturero en los años treinta y cuarenta lo hicimos principalísimamente a base de retención interna de utilidades: A comienzos de los años cincuenta la retención interna de utilidades aportaba cerca del 50% de los recursos que obtenía la sociedad anónima en Colombia. A comienzos de los años ochenta la retención interna de fondos no representa más del 30% de los recursos que obtiene la sociedad anónima, o sea, en las últimas tres décadas la importancia relativa de la retención interna de utilidades ha decaído en cerca de veinte puntos porcentuales. Este es un hecho altamente preocupante, acaso tan inquietante como el mismo endeudamiento de las empresas. El desbalance en el financiamiento empresarial colombiano proviene no solo de sus altos niveles de endeudamiento sino también, y de manera importante, del debilitamiento de su capacidad interna de retención de fondos.

El decaimiento en la capacidad de retención interna de fondos es un fenómeno que está, a su turno, estrechamente asociado con la baja de la rentabilidad empresarial: las pocas utilidades que están obteniendo las empresas deben distribuirlas como dividendos, en porcentajes crecientes, para atenuar un poco la desproporcionada diferencia de rentabilidad de las acciones con relación a los otros activos financieros, y para mantenerle a sus accionistas un mínimo de dividendos. Es así como en los últimos años, en promedio, la sociedad anónima

viene distribuyendo un porcentaje creciente de sus utilidades como dividendos. De acuerdo con estudios que hemos elaborado en la Comisión Nacional de Valores para una muestra representativa de sociedades anónimas, a comienzos de los años setenta se distribuían en promedio un 64% de las utilidades como dividendos, al comienzo de los años ochenta esta muestra de sociedades distribuyó cerca del 78% de sus utilidades como dividendos. Sin embargo, en términos reales, los dividendos de la mayoría de las empresas estudiadas no crecieron al ritmo que lo hizo la inflación. De manera que el decaimiento de la rentabilidad empresarial se está traduciendo en una tendencia general hacia la mayor distribución de utilidades como dividendos, y por lo tanto, en una menor retención interna de fondos. A pesar de ello, y dados los niveles de inflación, las altas tasas de rendimiento de los otros activos financieros y los deficientes mecanismos de valorización de las acciones en Colombia, la rentabilidad de las acciones sigue estando por debajo, y sensiblemente por debajo, de la de otros activos financieros.

Nuevamente, acá, el problema de fondo es el decaimiento de la rentabilidad: las pocas utilidades que están obteniendo las empresas las están teniendo que distribuir en un alto porcentaje, y a pesar de ello no alcanzan en términos generales a ser competitivas con otros activos financieros. Ello no es culpa del rendimiento de los activos financieros como de que el volumen de utilidades de las empresas no permite ofrecer rentabilidades comparables, a pesar de que las empresas están distribuyendo —se repite— porcentajes crecientes de sus utilidades como dividendos.

4. Otra manera de visualizar lo que viene sucediendo con la retención interna de fondos y sus vínculos con el decaimiento de la rentabilidad empresarial consiste en

analizar cómo se han distribuido las fuentes internas de financiación de las empresas. Un estudio que hemos efectuado recientemente sobre este tema en la Comisión Nacional de Valores mostró los siguientes resultados: En 1978 la retención interna de fondos se distribuyó de la siguiente manera: el 33.6% fue a superávit ganado, el 31.5% a depreciación acumulada, el 22.8% a provisión para pensiones de jubilación, el 7.8% a provisión para prestaciones sociales, el 2.8% a provisiones para impuestos diferidos, y el 1.5% a provisión para protección de activos. En 1983 estas mismas empresas tuvieron el siguiente esquema de retención interna de fondos: el mayor crecimiento lo experimentaron las provisiones para protección de activos, 37.4% y para pensiones de jubilación, 32.1%. Mientras tanto, el superávit ganado disminuyó con respecto al existente en 1978, arrojando una tasa negativa de variación de 7.5%. Si se tiene en cuenta que esta partida es afectada por la reinversión de utilidades, así como también por las pérdidas que se amortizan con cargo a las reservas, se tiene acá un indicador que corrobora el deterioro de la rentabilidad empresarial que afecta la autofinanciación de las empresas. Hubo un cambio fuerte en la composición de las fuentes internas con respecto al panorama que se observó en 1978: la provisión para pensiones de jubilación pasó a ser el concepto destacado seguida de la depreciación. Entre las dos generaron el 76.6% de los fondos. Mientras que el superávit ganado se situó en un cuarto lugar cuando en la década del setenta ocupaba el primer lugar.

5. Otra consecuencia del decaimiento en la rentabilidad empresarial puede observarse en la cobertura deficiente que están haciendo las empresas para atender las cargas laborales, que están creciendo muy rápidamente dentro de los pasivos empresariales.

Como el nivel de utilidades es bajo, las empresas no alcanzan a hacer las provisiones que técnicamente deberían estar efectuando para cubrir prudentemente el valor de los cálculos actuariales que por pensiones de jubilación tienen. De otra parte, la legislación tributaria tampoco se acompaña satisfactoriamente con estas necesidades. Un estudio reciente hecho por la Comisión Nacional de Valores mostró, por ejemplo, que existe un retraso importante en las apropiaciones para pensiones de jubilación que están haciendo las empresas, puesto que sociedades con una trayectoria de veinte o más años deberían poseer como provisión al menos el 78% del valor del cálculo actuarial, sin embargo, el promedio que efectivamente se pudo establecer como provisionado fue apenas del 47% de dicho cálculo actuarial. De haberse provisionado efectivamente el porcentaje del 78%, el pasivo laboral en estas empresas habría aumentado su importancia dentro de las obligaciones totales. Si la apropiación fuera del ciento por ciento del cálculo actuarial dicho pasivo sería superior, o por lo menos igual en ciertas empresas, al valor de los pasivos financieros.

En otras palabras: si se están repartiendo utilidades a costa de dejar de hacer las debidas provisiones para atender las contingencias de las pensiones de jubilación, tenemos que llegar a la triste conclusión de que algunas sociedades en Colombia están distribuyendo utilidades que no son tales utilidades, puesto que en rigor debieron destinar esos fondos a provisionar las obligaciones por pensiones de jubilación. Con este procedimiento quienes resultan a la postre más desprotegidos son los propios trabajadores quienes, en el evento de un concordato o de una quiebra, encuentran que sus acreencias no contaban con las debidas provisiones dentro de las empresas. Este procedimiento lo están

teniendo que poner en marcha las empresas porque no existe un nivel adecuado de utilidades que les permita, como sería lo deseable, atender a la vez una prudente política de provisiones para pensiones de jubilación y una distribución razonable de utilidades a sus accionistas. Ante el bajo nivel de utilidades optan por distribuir las pocas que obtienen, desprotegiendo el provisionamiento adecuado de las pensiones de jubilación. A esta misma conclusión llegó un estudio reciente de la Superintendencia de Sociedades sobre una muestra más amplia de compañías. Dicho estudio concluyó lo siguiente: "El monto del cálculo actuarial sobrepasa en un alto porcentaje el valor de la provisión para pensiones; es así como el primero alcanza a la suma de 73 mil millones aproximadamente, en tanto que el segundo llega a los 38.100 millones al cierre del período 1983; valga decir, el porcentaje aprovisionado por las 163 sociedades estudiadas corresponde al 52% del monto realmente adeudado a los actuales y futuros pensionados, el cual, en los casos de liquidación o celebración de concordato preventivo obligatorio tienen un tratamiento preferencial en relación con los demás acreedores", y agrega el estudio de la Superintendencia de Sociedades: "El pasivo laboral es en verdad para las empresas cuya constitución se efectuó durante los años treinta a sesenta inclusive, una de las acreencias con mayor importancia relativa, respecto a los activos sociales, la cual, conforme a la tendencia de crecimiento que presenta puede llegar a convertirse en la más cuantiosa obligación del sector empresarial manufacturero de cierta antigüedad". Al no estar haciendo por decaimiento en el nivel de rentabilidad las debidas provisiones para atender estas contingencias se está dejando de provisionar el pasivo más dinámico que están registrando en este momento las empresas con antigüedad. Es esta ciertamente una situación

preocupante sobre todo para el sector de futuros pensionados. Si bien es cierto la legislación tributaria no se ha acompasado satisfactoriamente para estimular la constitución de estas provisiones puesto que apenas reconoce como deducibles un porcentaje muy reducido del valor del cálculo actuarial, no es menos cierto que el decaimiento del nivel de rentabilidad empresarial ha dificultado en grado sumo la constitución de adecuadas provisiones para pensiones de jubilación.

6. Otro efecto que parece estar teniendo la baja de la rentabilidad empresarial es la tendencia a invertir una cantidad declinante de recursos en equipamiento y activos fijos por parte de las empresas. A principios de los años sesenta las empresas aplicaban a la adquisición de capital fijo cerca del 50% de sus recursos. Actualmente la sociedad anónima, en promedio, no está aplicando a la adquisición de capital fijo más de un 20% de sus fondos. Si bien es cierto en la coyuntura inmediata este fenómeno está asociado a la capacidad instalada ociosa que tiene el sector empresarial, retrospectivamente se observa con claridad una tendencia de las empresas a comprometer una menor proporción de los recursos disponibles a la adquisición de activos fijos. Este fenómeno está vinculado claramente al declinamiento de la rentabilidad empresarial.

De otra parte, el proceso de conglomeración que tuvo lugar en los años setenta indujo a que sociedades allegadas a grupos financieros dedicaran una mayor proporción de sus recursos a la adquisición de activos financieros más que a la adquisición de activos necesarios para el desarrollo de su objeto social. Esta tendencia que se observa claramente en las estructuras de conglomerados que existen en Colombia está, a su turno, claramente vinculada al

decaimiento de la rentabilidad empresarial que induce a aquellas sociedades que en una coyuntura determinada disponen de liquidez a invertirla preferentemente en inversiones financieras más que a vincularla al ensanche y desarrollo de su objeto social. Esta tendencia a vincular cada vez menores recursos a la adquisición de activos fijos por baja en las expectativas de rentabilidad es también asunto que puede tener relación causal con el fenómeno que se viene observando en el sector manufacturero en los últimos años, que apenas está generando el 85% del empleo que registraba en 1980. La declinación de los niveles de rentabilidad empresarial están afectando entonces no solo las tasas de equipamiento de la misma industria sino que indirectamente son una de las causas que explican el prácticamente nulo aporte que está haciendo el sector manufacturero a la solución del problema del empleo en el país.

7. El decaimiento de la rentabilidad empresarial parece haber estado asociado, finalmente, al fenómeno de las tomas de empresas que se dio en el país a finales de la década de los setenta. Un mercado de capitales bastante imperfecto como el nuestro, en donde la valorización opera de manera muy deficiente, lleva a que a las acciones se les mire como un mero flujo de dividendos. Al decaer la rentabilidad empresarial en la década de los setenta el índice de rentabilidad de quien invertía en acciones bajó sensiblemente, no tanto porque el valor intrínseco de las empresas se hubiere disminuido en la realidad, cuanto por el hecho de que los dividendos no pudieron competir satisfactoriamente con otras opciones financieras. Esto indujo, de acuerdo con el conocido teorema del profesor Tobin, a que se destinaran sumas ingentes de ahorro financiero a adquirir acciones sub-valoradas en el mercado, congelando así una porción importante de los activos de las entidades

financieras. Cuando vino la época de la destorcida se vió que las acciones así adquiridas eran activos de muy difícil realización, lo cual está en la raíz de la crisis financiera que presenció el país en 1982. Si las empresas hubieran gozado de niveles de rentabilidad más aceptable la subvaloración de sus acciones no hubiera llegado al nivel a partir del cual se volvió tremendamente atractivo adquirirlas masivamente, destinando ilegalmente ahorro del sistema financiero para financiar esas adquisiciones, con todo el desarreglo y el desorden que aquella escalada de toma de empresas revistió, y con todos los inconvenientes que para un país pobre y con un nivel de ahorro escaso como el nuestro representa un fenómeno de este tipo.

8. Por último, otra consecuencia a la que conduce el decaimiento de la rentabilidad empresarial es la excesiva dependencia de las ayudas estatales (fiscales y crediticias). Cuando las utilidades están deprimidas por un tiempo largo es cuando todas las ayudas gubernamentales que se concedan parecen escasas; cuando todo crédito subsidiado por cuantioso que él sea parece insuficiente; y cuando se cae fácilmente en el espejismo de pensar que la situación está mal porque el estado no está dando tal o cual estímulo con la largueza con que se quisiera, cuando en el fondo los estímulos no son más que un paleativo ineficiente, a veces inequitativo y casi siempre ineficaz, para solucionar los problemas de fondo que se derivan de los malos niveles de utilidades. De otra parte es bueno recordar que cada vez más el margen de maniobra monetario y fiscal del gobierno para operar por estas vías para el salvamento y apoyo del sector productivo es más restringido. Por eso la cita con que se inicio esta charla del profesor Burns es pertinente. El recordaba como una de las reacciones mecánicas que a menudo se tienen

cuando las cosas comienzan a ir mal en el sector productivo es operar las palancas monetarias y fiscales en la vana esperanza de que esto solucionará el problema. Así, muchas veces se olvida que la razón de fondo de las dificultades radica en una causa más cercana y más inmediata: la reducción del nivel de rentabilidad del sector productivo.

De lo dicho hasta este momento podemos sintetizar lo siguiente: en la última década se observa una persistente caída de la rentabilidad empresarial que puede visualizarse claramente al observar las cuentas nacionales que indican que a comienzos de la década pasada la utilidad del sector manufacturero representaban el 40% del valor agregado del sector, mientras al comenzar los años ochenta apenas representaba un 25%. Esta tendencia, que no es nueva sino que se remonta por lo menos quince años atrás, ha tenido entre otras muchas consecuencias las siguientes:

— Ha colocado a las empresas en dificultades para competir exitosamente en el mercado de capitales lo cual las ha inducido a contraer altísimos niveles de endeudamiento.

— Explica la baja retención interna de fondos que viene mostrando del sector productivo colombiano.

— Explica igualmente la tendencia a repartir una proporción mayor de las pocas utilidades que se obtienen bajo la forma de dividendos.

— Explica también que cada vez la cobertura de las cargas laborales, en especial de las contingencias por pensiones de jubilación, sea cada vez más insatisfactoria en las empresas antiguas.

— Está igualmente asociada a una tendencia que se observa desde comienzos de los años setenta consistente en una menor destinación de recursos a la inversión de activos fijos lo cual, obviamente, ha afectado la capacidad de generación de empleo del sector manufacturero.

— La baja de la rentabilidad está también íntimamente asociada a la ola de tomas de empresa con ahorro del público que se dio a finales de la década pasada, y que tanto desarregló la asignación del ahorro y la solidez de nuestro sistema financiero.

— Y por último, la deficiencia en los niveles de rentabilidad aparece como razón predominante de la dependencia cada vez mayor que muestran las empresas de las ayudas estatales ya sean ellas crediticias o fiscales, y que no son más que un paleativo ineficiente para suplir lo que debe ser el tónico que mantenga vigorosa nuestra estructura empresarial: un nivel adecuado de utilidades.

III LOS REQUISITOS PARA QUE MEJORE LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL

Ahora bien, hecho este diagnóstico ¿Qué queda hacia adelante? ¿Cuáles son las políticas que requerimos reforzar o poner en marcha para recuperar el atraso en materia de rentabilidad empresarial? La mejora de los niveles de rentabilidad tal como sucede con el empleo no obedece a una sola política ni a un solo tipo de medidas: Un buen nivel de utilidades es siempre el resultado de un conjunto de políticas y medidas acer-

tadas, así como de un buen clima de los negocios y de la actividad económica. Las utilidades como el empleo son siempre la resultante de un conjunto de condiciones que marchan satisfactoriamente.

Para que ese conjunto de circunstancias se den se requiere al menos el cumplimiento de algunos presupuestos básicos que es necesario mencionar específicamente. En primer lugar, se requiere no solo que baje la inflación sino que cedan las expectativas inflacionarias. La inflación es el gran enemigo de la rentabilidad empresarial. En un estudio reciente de la Comisión Nacional de Valores pudimos establecer que para el período 70-82 el crecimiento de las utilidades de un grupo amplio de empresas fue negativo en seis de esos doce años una vez descontada la inflación. Las utilidades fueron apenas del 9.9% para el período en promedio, mientras que la inflación promedio fue del 21.5%.

Es requisito fundamental también para que las perspectivas de la rentabilidad empresarial mejoren que la política de ajuste del sector externo tenga éxito, puesto que mientras ello no sea así la tasa de devaluación continuará siendo un factor limitante y exógeno a una política de moderación en las tasas internas de interés que tan duramente están golpeando al sector productivo del país.

Resulta igualmente indispensable tener éxito en el control fiscal para que no se congestione el mercado de capitales ni se presionen al alza las tasas de interés. El financiamiento del déficit fiscal, como es bien conocido, depende en buena parte del crédito externo que en este momento está altamente restringido; de mayores niveles de tributación los cuales parecen bastante saturados en este momento; del crédito interno; de la reducción del gasto público;

y finalmente de la emisión monetaria del Banco de la República. Si el gasto público no tiene un control eficaz, como afortunadamente parece estarlo teniendo en el último año, cada vez más el financiamiento del déficit fiscal presionará el mercado de capitales a través de documentos como el TAN o la Emisión Monetaria y, ambas, más allá de cierto límite, resultan claramente inconvenientes. Porque bien conocidas son las experiencias del Cono Sur Latinoamericano en donde en pocos años se ha llegado a verdaderos procesos de hiperinflación que partieron de políticas monetarias irresponsables al servicio del financiamiento del déficit fiscal. Y el financiamiento del déficit en el mercado de capitales, que es sano en principio, tiene también un límite que es el tamaño y las posibilidades del mercado mismo: si este mercado se presiona más allá de cierto punto comenzarán a darse indefectiblemente efectos de desplazamiento en el sector privado o se presionarán al alza las tasas de interés. No hay que olvidar que países como el nuestro presentan en este aspecto una diferencia radical con lo que acontece en Estados Unidos, por ejemplo. Si bien el tamaño porcentual de nuestro déficit fiscal, como una proporción del PIB, no difiere sustancialmente del de los Estados Unidos, la diferencia entre uno y otro déficit estriba en que el Federal Reserve Bank no emite un solo dólar para financiar el déficit, el cual, básicamente, se financia en el mercado de capitales interno o en el mercado internacional de capitales. Por ello han logrado los Estados Unidos en estos últimos años compaginar una bajísima tasa de inflación con un déficit supremamente grande, que aunque está teniendo efectos colaterales indeseables, no se ha transformado en un factor de distorsión en las expectativas ni en los resultados inflacionarios. En cambio en un país como Colombia, con un mercado de capitales y

un stock de ahorro restringido, y con las posibilidades de obtención de crédito externo tan limitadas como hoy tenemos, el alto déficit fiscal, directa o indirectamente, se puede convertir en un factor de atizamiento de la inflación o de presión sobre las tasas de interés. Por eso son plausibles y merecen todo el apoyo del país las políticas que vienen poniéndose en marcha de común acuerdo entre el gobierno y el legislativo para ir controlando paulatinamente el tamaño de nuestro déficit fiscal, e irlo reduciendo gradualmente en el tiempo hasta ubicarlo en niveles manejables más bajos de los que hoy se registran.

El control a la especulación y al uso indebido del ahorro financiero para financiar la adquisición de empresas debe mantenerse. Las medidas que se han tomado por la actual administración ha dado resultados satisfactorios. Es así como en los últimos tres años no hemos vuelto a tener el espectáculo bochornoso de sumas ingentes del ahorro financiero destinado irresponsablemente a la adquisición especulativa de empresas con acciones subvaluadas. Estas medidas tendientes a asegurar un buen uso del ahorro financiero se han venido complementando con medidas tendientes a mejorar la calidad de la información en el mercado y una mayor transparencia en el funcionamiento de nuestro mercado de capitales. La Comisión Nacional de Valores ha venido tomando medidas orientadas a que las empresas registradas en el mercado público de valores suministren a sus accionistas, a los potenciales inversionistas y al mercado en general una información mucho más clara, mucho más amplia y mucho más minuciosa que aquella que venía suministrando con un carácter mínimo al mercado, cumpliendo apenas los requisitos sumarios del Código de Comercio. Un mercado de capitales es ante todo un mecanismo en el que a base de

buna información las unidades excedentarias de ahorro transfiere sus recursos hacia las oportunidades de inversión más rentables social y económicamente. Pero esto puede hacerse única y exclusivamente a base de buena información. De lo contrario el mercado de valores puede convertirse en un peligroso mecanismo especulativo o de uso indebido de información privilegiada para provecho de unos pocos. Sin un mercado de capitales transparente y bien informado será muy difícil que aquellas empresas con buenas perspectivas, con buen potencial de desarrollo, logren obtener recursos para financiar sus ensanches a través de la emisión de capital accionario, y poder crecer sin niveles de endeudamiento tan altos con el sistema financiero como hoy están registrando. De manera que las medidas orientadas a controlar las prácticas de tomas de control de empresas utilizando indebidamente el ahorro financiero, y aquellas otras medidas que se han venido tomando para asegurar una mejor información y una mayor transparencia del mercado de valores, están todas orientadas a que las empresas que así lo deseen puedan concurrir al mercado de capitales, y obtener allí recursos más estables y menos volátiles que les permitan un mejor balanceamiento de su estructura financiera, y que les den una estructura menos frágil que aquella con la que vienen trabajando.

Adicionalmente a las medidas anteriores el gobierno ha puesto en marcha tres estrategias que vienen dando resultados altamente satisfactorios. La primera es la organización del llamado Fondo de Capitalización Empresarial en el Banco de la República que tiene por objeto fundamental financiar, no a las empresas, sino a aquellas personas que estén interesadas en adquirir emisiones de acciones o de bonos convertibles en acciones que realicen las sociedades anónimas. Este Fondo consti-

tuye ante todo una innovación en el concepto del crédito de fomento del Banco de la República, pues en vez de propiciar un endeudamiento adicional de las empresas se está, por primera vez en la historia del crédito de fomento, poniendo éste al servicio de la capitalización empresarial. Hasta el momento se han comprometido cerca de 8 mil millones de pesos que benefician a cerca de ochenta empresas para el financiamiento tanto de nuevas emisiones de acciones como de bonos.

En segundo lugar el gobierno apoyó y defendió en el Congreso la expedición de la Ley 9a. de 1983 que constituye un paso de primera importancia en el apoyo de la capitalización empresarial. Esta disposición, como se recuerda, eliminó la doble tributación para los dividendos distribuidos por sociedades anónimas abiertas, la redujo sensiblemente para los dividendos distribuidos por sociedades anónimas no abiertas, y otorgó un descuento tributario para aquellas sociedades que se capitalizaran dentro del respectivo año fiscal.

Por último, se ha desarrollado el mecanismo de los bonos obligatoriamente convertibles en acciones que es un mecanismo novedoso dentro de la estructura del derecho mercantil colombiano que le permite a las empresas hacer el puente entre la época de vacas flacas en materia de utilidades que las imposibilitaría para ofrecer emisiones atractivas de acciones, puesto que los dividendos son una función de las utilidades mientras que los bonos no lo son, y una época mejor, sin que en el entretanto se esté descuidando el esfuerzo de capitalización.

Los datos de que disponen la Comisión Nacional de Valores y la Superintendencia de Sociedades muestran que en los últimos dos años se han registrado niveles muy importantes de emisiones de acciones y de

bonos, suscritos principalmente por los actuales accionistas. Baste recordar que mientras que en 1984 el mercado secundario de acciones en las tres Bolsas ascendió a 5.361 millones de pesos, el mercado primario, que es el que realmente mide el esfuerzo de capitalización que están haciendo las sociedades, ascendió —de acuerdo con las cifras de las Supersociedades— a 40.348 millones, lo que denota un importante esfuerzo de capitalización de una parte, y de otra, que los estímulos tanto crediticios como tributarios que se vienen brindando para la capitalización empresarial están dando resultados satisfactorios.

Naturalmente estos resultados son satisfactorios y alentadores. Pero son apoyos transitorios en los cuales no puede ni debe apoyarse indefinidamente un proceso de capitalización empresarial sostenido. Para que el proceso de capitalización se de espontánea y permanentemente se requiere recuperar los niveles de rentabilidad empresarial. De lo contrario el proceso de capitalización tendrá siempre algo de artificial, de inducido, de exógeno, y ese no es el proceso de capitalización ideal. El proceso de capitalización ideal es aquel en virtud del cual las empresas logran salir al mercado de capitales, logran colocar sus emisiones de bonos y de acciones, no tanto porque el adquirente goce de un estímulo tributario o crediticio cuanto porque en virtud de los buenos niveles de utilidades de las empresas ellas pueden ofrecer un rendimiento a los inversionistas de acciones o de bonos comparable al que obtendrían al invertir en otros activos financieros diferentes. En síntesis: las medidas de apoyo a la capitalización (Fondo de Capitalización Empresarial, Ley 9a. de 1983, Decreto 1914 de 1983 sobre bonos convertibles en acciones) son medidas importantes que están dando buenos resultados, pero en los cuales no debe apoyarse indefi-

nidamente un proceso de capitalización empresarial. Este proceso para que sea estable en el tiempo, para que sea duradero, necesariamente tendrá que apoyarse en niveles reconstituidos de utilidades empresariales.

IV LA AGENDA HACIA EL FUTURO

¿Qué queda hacia adelante? la agenda de medidas a tomar y de políticas a desarrollar en estas medidas es bien amplia. Tenemos que fortalecer, por ejemplo, los inversionistas institucionales tan decaídos en Colombia para que sean ellos los pivotes de un mercado de capitales más amplio. Tenemos que revisar algunas normas de carácter tributario que en este momento están desestimulando la retención de utilidades de las empresas, y naturalmente, tenemos que trabajar y confiar porque el conjunto de las políticas macroeconómicas concluyan y permitan una recuperación en el empleo y en las utilidades empresariales.

La Sociedad Anónima no está muerta como a veces se afirma con inexplicable espíritu sepulcrista. Ella sigue siendo, a pesar de todas sus dificultades, una fuerza de vital importancia en el desarrollo económico del país. Aún hoy, a pesar de los niveles de rentabilidad decaídos, a pesar de su alto endeudamiento, a pesar de su baja capitalización, a pesar de la dificul-

tad para retención interna de fondos, a pesar del desgano para invertir en activos fijos, a pesar de todo ello, la sociedad anónima sigue aportándole al país cerca del 45% del empleo manufacturero y aproximadamente un 63% del valor agregado industrial. Es una forma asociativa que no ha perdido su vigencia y que por el contrario tiene un papel amplio y grande que cumplir. Pero sin una rentabilidad recompuesta no solo la sociedad anónima sino en general la estructura productiva del país va a estar seriamente comprometida en los años venideros. En 1984 se dio ciertamente una leve mejoría de la rentabilidad empresarial —generada principalmente por el efecto sustitución del control de importaciones— pero aún estamos lejos de recuperar los niveles de utilidades empresariales que tuvimos en los años sesenta.

Por lo tanto, éste, el de recuperar niveles aceptables de rentabilidad en el sector empresarial, debe ser uno de los grandes objetivos de la política económica. Pero ello requiere ante todo que el tema de las utilidades no se olvide ni se ignore. Necesitamos que, como lo solicitaba el Profesor Burns a los economistas americanos, se estudie permanentemente cómo van las utilidades de las empresas. Porque cuando las utilidades de las empresas empiezan a ir mal, muchas cosas dentro del conjunto de la economía comienzan a ir también mal; y a la inversa, cuando gracias a un buen clima económico las utilidades empresariales empiezan a recuperarse, muchas cosas comienzan también a mejorar, aún sin tener que recurrir a abultadas ayudas o a subsidios gubernamentales inmensos.

CUADRO 2

DISTRIBUCION DE UTILIDADES (1) 1971-1983

Sector	1971-1979	1979	1980-1982	1982	1983
Alimentos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gastos financieros	16.4	21.2	22.9	25.2	24.1
Provisión para impuestos	28.8	24.1	32.8	28.2	27.6
Utilidad neta	54.8	54.7	44.3	46.6	48.3
Bebidas y tabaco	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gastos financieros	16.1	16.2	22.0	28.4	29.0
Provisión para impuestos	30.4	32.7	35.9	27.4	28.2
Utilidad neta	53.5	51.1	42.1	44.2	42.8
Textiles y prendas de vestir	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gastos financieros	34.0	40.6	157.4	325.8	188.3
Provisión para impuestos	17.0	8.8	5.8	4.5	8.4
Utilidad neta	49.0	50.6	(63.2)	(230.3)	(96.7)
Productos minerales no metálicos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gastos financieros	10.7	12.4	21.9	22.9	28.0
Provisión para impuestos	16.1	9.2	11.0	12.0	8.8
Utilidad neta	73.2	78.4	67.1	65.1	63.2
Productos siderúrgicos y metalmecánicos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gastos financieros	18.0	18.6	86.9	176.0	320.5
Provisión para impuestos	26.3	31.0	18.1	10.8	18.7
Utilidad neta	55.7	50.4	(5.0)	(86.8)	(239.1)
Subtotal manufactura	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gastos financieros	21.7	24.4	51.7	73.7	77.7
Provisión para impuestos	24.8	21.5	19.6	21.4	21.3
Utilidad neta	53.5	54.1	28.7	4.9	1.0

(1) Utilidad antes de impuestos más gastos financieros.

Nota: La información se refiere a una muestra de sociedades conformada por las siguientes empresas: Compañía Nacional de Chocolates, Industrias Alimenticias Noel, La Industria Harinera, BAVARIA, CERVUNION, COLTABACO, COLTEJER, FABRICATO, La Corona, COLCURTIDOS, TEJICONDOR, Cementos Argos, Cementos Caribe, Manufacturas de Cemento, IMUSA, SIMESA, SIDELPA, Paz del Río.

Fuente: Estados Financieros de las sociedades — Cálculos de la Comisión Nacional de Valores — División Técnica

CUADRO 3

SOCIEDADES ANONIMAS MANUFACTURERAS — INDICADORES DE RENTABILIDAD

Concepto	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Rotación activos operacionales	0.70	0.71	0.78	0.80	0.88	1.10	1.00	0.97	0.88	0.86	0.80	0.73	0.84
Margen de utilidad antes de impuestos y gastos financieros (%)	21.1	21.7	20.2	21.8	19.7	18.8	16.6	18.2	18.4	18.2	17.5	13.3	14.0
Rendimiento activos operacionales (%)	14.8	15.3	15.8	17.4	17.3	20.7	16.6	17.7	16.3	15.7	14.1	9.7	11.8
Gastos financieros/utilidad antes de impuestos y gastos financieros (%)	13.2	14.7	19.4	28.7	29.9	23.7	22.6	19.2	24.4	37.8	43.6	73.7	77.7

Fuente: Estados Financieros de las Sociedades. Cálculos de la Comisión Nacional de Valores — División de Desarrollo del Mercado