

ABSORCIÓN DE AHORRO INTERNO POR EL GOBIERNO NACIONAL*

ÁLVARO JOSÉ PEDROZA CAMPO

Abogado Socio-Economista, Universidad Javeriana. Maestría en Política Económica, Universidad de Boston. Estudiante de Maestría en Administración, Universidades Icesi-Tulane. Vicepresidente Regional de la Bolsa de Valores de Colombia S.A.
e.mail:apedroza@bvc.com.co

RESUMEN

El gobierno colombiano ha financiado durante los últimos cinco años el déficit fiscal en gran medida con recursos provenientes del ahorro nacional, a través de emisiones de títulos en condiciones de rentabilidad innecesariamente altas, frenando la tendencia de disminución de tasas de interés internas. Adicionalmente, la estructura institucional gubernamental a través de la cual se realiza la colocación primaria y la negociación secundaria de dichos títulos, genera una competencia desigual que desplaza a los demás agentes económicos, especialmente el sector productivo, como captadores de recursos del mercado de capitales para financiar sus negocios. Lo anterior ha ocu-

rrido en un período caracterizado por crisis del sector financiero y recesión económica.

PALABRAS CLAVES

Acciones, activos financieros, ahorro interno, Banco de la República, CDT - Certificado de Depósito a Término, creadores de mercado, colocación de valores, DCV - Depósito Centralizado de Valores, emisión de valores, Tes - Títulos del Tesoro, mercado de capitales, mercado secundario, mercado público de valores, negociación de valores, PIB - Producto Interno Bruto, Registro Nacional de Valores e Intermediarios, rentabilidad, riesgo soberano, tasa de colocación, tasa de interés, tasa interbancaria.

* El contenido del artículo no compromete a la entidad para la cual labora el autor.

CLASIFICACIÓN: B

INTRODUCCIÓN

En economías no desarrolladas como la colombiana, los recursos de capital para financiar la actividad productiva son escasos, dificultándose para las empresas conseguir la financiación requerida bien sea para capital de trabajo o proyectos de inversión. Esta situación se agrava cuando el gobierno central entra al mercado de capitales a competir por los escasos recursos existentes, considerando su capacidad de convocatoria.

EVOLUCIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

Durante los últimos cinco años, coincidente con una recesión general de la economía nacional, el gobierno central ha absorbido gran parte del ahorro interno, dificultando que los recursos irriguen actividades productivas, acrecentando la crisis o retardando su solución, teniendo en cuenta que ellos han sido destinados a cubrir el déficit fiscal originado en

gastos de funcionamiento del aparato estatal.

Lo anterior es observable cuando se analiza la evolución de los principales activos financieros en el período diciembre de 1996 a junio de 2001, los cuales para efectos de este escrito se consideran como constituyentes del ahorro interno. Las familias poseen estos activos, bien sea directamente o a través de inversionistas institucionales (administradores de ahorro colectivo o intermediarios de crédito cuando poseen portafolios de inversión) (Ver Cuadro 1.)

De acuerdo con las cifras presentadas, en pesos corrientes, todos los activos diferentes a los Tes redujeron su participación en el total entre 1996 y 2001. Los poseídos en el sector financiero se redujeron en 12%, pasando de ser el 58% a representar el 46%. Esto significa que del total de ahorro proporcionalmente un 12% menos dejó de ser canalizado por el sector financiero al sector productivo.

Cuadro 1. Principales activos financieros. Dbre. 1996-Junio 2001

Activos (\$MMM)	1996		Junio 2001		Variación 2001/1996
		% ^{2/}		% ^{2/}	% ^{2/}
Depósitos de Ahorro	11.262	21	17.692	18	157
CDT	14.560	28	25.062	26	172
Bonos Financieros	4.547	9	1.851	2	41
Acciones en Bolsa ^{1/}	16.524	31	23.837	25	144
Tes	5.898	11	28.175	29	478
Total ^{2/}	52.791	100	96.617	100	183

1/ Información de Superintendencia de Valores. Actualización: El mercado público de valores en cifras, a septiembre 2001, página web www.supervalores.gov.co

2/ Cálculos del autor.

Fuente: Revista del Banco de la República, Vol. LXXIV No. 884, Junio de 2001.

Notoria es la caída en las acciones, como indicativo de la no utilización del mercado de capitales como mecanismo de financiación por el sector productivo. Este activo pasó de ser el 31% a representar el 25%.

Los Tes, por su parte, incrementaron su participación del 11% al 29%, absorbiendo durante el período analizado gran parte del ahorro nacional. Su crecimiento en precios corrientes fue de casi 5 veces, mientras que en promedio los demás instrumentos de ahorro crecieron 1.5 veces.

COMPETENCIA DESIGUAL

Tasas de colocación

Teóricamente en los mercados de capitales para que se presente una adecuada asignación de recursos, la rentabilidad ofrecida por cualquier emisor a los ahorradores debe reflejar el riesgo de repago del capital y sus rendimientos al vencimiento de los plazos correspondientes. Esta es una relación que indica que a mayor riesgo debe ofrecerse una rentabilidad superior, mientras que a menor riesgo debe existir una rentabilidad inferior.

Los países soberanos por su propia naturaleza, desde el punto de vista emisores de títulos de deuda, conllevan un menor riesgo de repago de sus obligaciones que los emisores privados, bien sea que estos pertenezcan al sector financiero o al sector real, debiéndose reflejar esta circunstancia en una menor rentabilidad ofrecida a los ahorradores en la colocación de los valores.

Para analizar la razonabilidad financiera mencionada, se presentan a continuación para el período analizado, 1996 a junio de 2001, las tasas promedio de captación de recursos del gobierno nacional a través de la emisión de Tes, así como las de captación del sector financiero. Se muestra igualmente la tasa de interés interbancaria, la cual sirve para establecer la existencia de liquidez en el mercado financiero (Ver Cuadro 2).

Se presentan las tasas CDT a un año, las cuales son comparables a las tasas de colocación de Tes hasta tres años. A pesar de tener estos últimos un plazo un poco más largo, las características de los títulos, dada la homogeneidad de todas las series

Cuadro 2. Tasas promedio captación de recursos: Gobierno - Sector financiero

Tasas de interés						Junio
(% ea)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CDT - 360 días	32.36	25.44	31.77	22.68	13.67	14.57
Tes-1 año	29.77	23.98	31.23	19.69	13.65	12.94
Tes-2 años	30.30	24.64	31.52	23.96	15.85	12.55
Tes-3 años	-	24.92	31.36	22.65	16.72	13.10
Interbancaria	-	-	36.74	17.74	10.83	13.70

Fuente: Revista del Banco de la República, Vol. LXXXIV No. 884, Junio de 2001.

emitidas, permiten su fácil rotación en el evento en que sea deseable su venta antes de que finalice el plazo total. Aunque esta circunstancia sería aplicable igualmente para las emisores de plazos superiores (5 y 7 años), estos no se incluyen en el análisis. La comparación se hará para cada año entre las tasas CDT y la Tes más alta que se ha resaltado.

En los años 1997 y 1998, el diferencial de tasas entre los CDT y los Tes es de 2% y 0.8% respectivamente, los cuales se consideran bajos internacionalmente.

Lo ocurrido durante los años 1999 y 2000 no tiene explicación ni razonabilidad financiera alguna. En estos periodos, los Tes ofrecieron 5.6% y 22.31% más de rentabilidad que los CDT, en una coyuntura en que había liquidez en el mercado, como se colige de una tasa interbancaria más baja que la tasa de captación del sector financiero.

Las consecuencias negativas de esta política de fijación de tasas son muy variadas, entre las cuales se encuentran la de detener la caída de tasas de interés general de la economía manteniéndolas en un nivel injustificado, incrementar innecesariamente el servicio de la deuda pública, el impulso a que el sector financiero hubiera captado del público para invertir en títulos del gobierno sin riesgo y en un activo que no pondera para la medición de la relación de solvencia, la desmotivación para que el sector empresarial realice emisiones de títulos para financiarse a través del mercado de capitales, considerando el alto costo en que tendría que incurrir para atraer ahorro, la concentración que generarían los Tes en operacio-

nes de mercado secundario en el mercado público de valores. Todo esto ocurrió en unos años en que el Producto Interno Bruto se situaba en tasas de crecimiento muy bajas o decrecía, y en que el sector financiero se sumía en una gravísima crisis fundamentada en los problemas de cartera generados en la incapacidad de pago de sus clientes, en buena parte debido a los altos costos de los créditos.

Durante el primer semestre de 2001 la tasa CDT se sitúa 10.1% por encima de la tasa Tes, modificándose lo ocurrido en los años 1999 y 2000, aunque no lo suficiente para reconocer el diferencial que se deriva del riesgo emisor.

Crecimiento PIB	Junio					
	1996	1997	1998	1999p	2000p	2001p
%	2.1	3.4	0.6	-4.3	2.8	1.6

p=provisional

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), Departamento Nacional de Planeación (DNP) y Banco de la República.

Fuente: Banco de la República, Indicadores Económicos, primer trimestre de 2001.

Estructura institucional

No únicamente las altas tasas de rentabilidad ofrecidas por los títulos Tes en consideración al riesgo emisor, ocasionan una competencia desigual con los emisores privados del sector financiero y del sector real. Esta se acrecienta por la estructura institucional que enmarca el proceso de diseño, colocación, negociación y administración de las emisiones.

Los Tes son emitidos por el gobierno nacional - Ministerio de Hacienda, utilizando como agente administrador al Banco de la República. Las emisiones son estandarizadas, es decir, tienen la misma estructura de rentabilidad y plazos para pago de capital y rendimientos. Esto facilita la creación de un mercado secundario profundo y líquido. Es sabido que uno de los grandes problemas para la existencia de un mercado líquido de los títulos emitidos por el sector privado financiero y real en Colombia, es su estructura financiera caótica que no permite fácilmente su negociación.

La colocación se realiza a través de colocadores profesionales (creadores de mercado), los cuales tienen ventajas especiales de información sobre los demás participantes en el mercado. A su disposición se encuentra un sistema especial de negociación - SEN, administrado por el Banco de la República, exclusivo para ellos, en el cual únicamente se negocian títulos oficiales.

La custodia y administración de los Tes se realiza a través del DVC - Depósito Centralizado de Valores, el cual permite interconexión con el sistema de pagos Sebra del Banco de la República, dejando que la compensación financiera producto de la negociación de estos valores se perfeccione entrega contra pago sobre cuentas de compensación en la misma entidad.

Adicionalmente a lo anterior, los Tes son los títulos utilizados por el Banco de la República para realizar sus operaciones de mercado abierto con el mercado, así como ser los instrumentos requeridos como respaldo de las operaciones de otorgamiento de

liquidez a entidades particulares del sector financiero.

MERCADO PÚBLICO DE VALORES

El mercado público de valores es el escenario de negociación transparente y de formación de precios de activos financieros por excelencia en una economía. En él se concretan las operaciones secundarias de compra y venta de los agentes económicos y se reflejan los cambios sustanciales económicos derivados de políticas gubernamentales y evolución del sector privado en general.

El impacto de la política de endeudamiento interno oficial de los últimos cinco años se ha reflejado en el mercado público de valores, tal como puede observarse en las cifras en pesos corrientes del Cuadro 3.

En 1996 la negociación de los títulos oficiales. Tes especialmente, representó el 20% del total, mientras que en septiembre de 2001 dicha participación fue del 66%, convirtiéndose en el título más apetecido del mercado, desplazando de paso los emitidos por el sector privado. La razón de este cambio de preferencias se origina en las características de los Tes anotadas previamente, cuales son, tasas de rentabilidad similares y en algunos años superiores a las de valores privados, a pesar de ser riesgo soberano, así como al adecuado diseño financiero de las emisiones y a la estructura institucional oficial que impulsan su negociación. Su volumen de negociación se incrementó seis veces.

Por parte de los títulos emitidos por el sector privado, su participación en el volumen total de negociación se redujo de 79% a 34%. Asimismo, en

Cuadro 3. Cifras en pesos corrientes

Negociación Bursátil (\$MMM)	1996		Sept. 2001		Estimado Diciembre 2001 ^{1/}	Variación 2001/1996 % ^{2/}
		% ^{2/}		% ^{2/}		
Acciones	2.329	6	1.398	3	1.864	80
Títulos Gobierno	7.427	20	33.280	66	44.373	597
Otros Renta Fija	26.605	73	15.506	31	20.675	77
Total ^{2/}	36.361	100	62.088	100	66.912	184

1/ Estimación anual proporcional a volúmenes hasta septiembre 2001. Cálculos del autor.

2/ Cálculos del autor.

Fuente: Superintendencia de Valores. Actualización: El mercado público de valores en cifras, a septiembre 2001, página web www.supervalores.gov.co

términos absolutos, a precios corrientes, el volumen de acciones negociadas se redujo 20%, mientras que otros títulos de renta fija decrecieron 23%. Esta caída refleja que el mercado de capitales paulatinamente es menos utilizado por el sector privado como fuente de recursos para financiar sus actividades.

Esta última afirmación se corrobora

al observarse el número de empresas con títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para el período analizado (Ver Cuadro 4).

Es de anotarse que el sector de entidades públicas no incluye los Tes por cuanto estos no requieren inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Cuadro 4. Empresas con títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores

Sector	1996		Sept. 2001		Variación 2001/1996 % ¹
		% ¹		% ¹	
Agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	33	7.0	23	7.0	-30.30
Manufactura	97	20.6	60	17.0	-38.14
Establecimientos financieros	172	36.5	78	22.0	-54.56
Otros servicios no financieros	25	5.3	11	3.0	-56.00
Entidades públicas	20	4.2	36	10.0	80.0
Titularizaciones	46	9.8	71	20.0	54.35
Otros ^{1/}	78	16.5	74	20.9	-5.13
Total ^{1/}	471	100.0	353	100.0	-25.05

1/ Cálculos del autor.

Fuente: Superintendencia de Valores. Actualización: El mercado público de valores en cifras, a septiembre 2001, página web, www.supervalores.gov.co

COMENTARIO FINAL

Los mercados de capitales han sido, son y serán el escenario natural a través del cual los gobiernos centrales se financian. Sin embargo, la satisfacción de sus necesidades financieras no debe ser a costa del desplazamiento de los agentes privados como usuarios del mismo. Es más, debe procurar su desarrollo e incentivar su utilización como un mecanismo idóneo en el que estos apalanquen su crecimiento.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de la República. *Indicadores Económicos*. Primer Trimestre de 2001.
- Banco de la República. *Revista del Banco de la República*. Vol. LXXIV No. 884, Junio de 2001.
- Superintendencia de Valores. *Actualización: El mercado público de valores en cifras, a septiembre 2001*, página web, www.supervalores.gov.co 