

Comentarios sobre la corrección monetaria en Colombia

ISIDRO PARRA-PEÑA

La técnica de la corrección monetaria o de valor constante se ha desarrollado y aplicado en varios países desde la década de los cincuenta. En realidad ella significa el abandono de la ortodoxia monetaria y su imposición en nuestros medios siempre ha encontrado la resistencia de intereses creados que pelean al manto de la inflación.

Ante la persistente situación inflacionaria que afecta al mundo capitalista, desde hace algunos años se proponen medidas correctoras que aminoren sus desventajas y estragos. En el fondo se parte del reconocimiento de una especie de invencibilidad de la inflación, por lo menos en lo inmediato, o en un aceptable plazo mediano. Se dice entonces que, si se adoptan vías que lleven a la corrección monetaria (indización) generalizada, se lograrán reproducir casi totalmente las condiciones de la estabilidad en las alteraciones de los precios. Se argumenta que, al evitar que haya grupos que ganen o pierdan sólo por la inflación (el ajuste es para todos), desaparecerá la incertidumbre respecto al precio real del dinero ahora y en el futuro y no se tendrá necesidad de introducir en el sistema económico ningún otro método de compensación (subsidios, etc.), puesto que el mercado funcionará sin la presencia de elementos de perturbación incontables.

Algunos economistas proclaman que si se acepta la corrección no hay lógica en restringirla sólo a determinados arreglos contractuales y que, puesto que la inflación no va a desaparecer pronto, lo conducente es corregirle sus peores

consecuencias sociales y económicas en un frente lo más amplio posible.

Brasil ha vivido la experiencia mundial más destacada en el uso relativamente generalizado de la corrección monetaria. Desde 1964, la aplicación de la técnica es en dicho país parte integral de la política económica, abarcando el sistema de reajustes una gran proporción de las transacciones. El caso es asimismo singular, puesto que es ésta una economía de expansión rápida y que simultáneamente mostró una tasa descendente de inflación hasta que sobrevino la crisis del petróleo.

Pese a que la reajustabilidad que se aplica en Brasil es la más completa entre las conocidas, ella no alcanza a ser circular y se dan casos de sectores que ganan y se benefician porque están mejor condicionados y de otros que pierden, aunque el crecimiento veloz de la actividad en general resta importancia a estas transferencias.

De todas maneras, aplicando la corrección monetaria con cobertura más o menos amplia, en Brasil ha podido contenerse gradualmente la inflación, en cuanto se origina en causas internas, manteniendo un aumento rápido de la actividad nacional.

Brasil es el ejemplo sudamericano del empleo generalizado de la corrección monetaria, y en donde el instrumento ha servido con eficacia para ampliar el mercado de bienes

duraderos de consumo. Para neutralizar la inflación, evitando que la adquisición de deudas con cargas fijas de atendimiento fuera un medio de apropiación de riqueza, allí se impuso la corrección monetaria en casi todos los títulos financieros y en los valores contabilizados de los activos fijos y las deudas. El Gobierno (central, provincial, municipal) emitió títulos reajustables y también el sector privado. Además se estableció una gama de incentivos fiscales como la depreciación con base en la corrección monetaria, o en el costo de reposición y las exenciones de impuestos sobre el valor de las acciones nominativas de sociedades anónimas, de letras inmobiliarias y de obligaciones del tesoro nacional, las provincias y las municipalidades. También se abolieron impuestos sobre la corrección y se tomaron medidas para que las empresas abrieran su capital, permitiendo que las personas modificaran la estructura de su patrimonio adquiriendo acciones. Las clases con capacidad de ahorro —las medias y altas— no sólo pudieron preservar el valor de sus activos sino que tuvieron acceso a una fuente adicional de ingreso. El ambiente creado aseguró altas ganancias de capital a las empresas, elevada distribución de dividendos (los cuales gozaron de tratamiento fiscal privilegiado, así como los intereses) y aumentos sostenidos en las cotizaciones de los papeles financieros.

Se quitó importancia a los canales tradicionales de subsidio (cambio exterior, costo del crédito) y se la dio a las oportunidades de inversión en títulos financieros. Las actividades bursátiles tuvieron un auge inusitado en un ambiente especulativo y de altas cotizaciones. Las actividades captaron voluminosos recursos que invirtieron en las ramas industriales dinamizadas. Las clases ahorradoras entraron en una cartera que les garantizó participar en la corriente de ingresos altos y en expansión por las ganancias industriales. Creció así un importante sector de semirrentistas, favorecido además por una política de ingresos que aumentó relativamente los salarios superiores. Con ello se dio un gran impulso al mercado de bienes de consumo durables, neutralizando la inflación en lo que respecta al ahorro de las clases media, superior y alta, poniendo a su disposición crédito abundante (ventas a plazos, tarjetas de crédito, etc.) y modificando las escalas de salarios en beneficio de los estratos con mejores remuneraciones.

El sistema industrial brasileño consiguió en un corto plazo una situación tal que le permitió expandirse apoyándose en un proceso de casi autofinanciación, como el de cualquier economía industrial avanzada. Al mercado de acciones llegó una masa ponderable de recursos que incluso lo dislocó. Se alcanzó entonces uno de los puntos críticos de la economía brasileña, pues para las necesidades de su expansión dentro del modelo en que se desenvuelve, concentracionista y excluyente, la capacidad de ahorro puede exceder a las necesidades reales de acumulación, de donde surgen desajustes entre los requisitos de la producción y las corrientes y disponibilidades financieras.

Es bueno insistir en que la corrección monetaria en Brasil no abarca todo y que hay allí sólo pocas transacciones que se reajustan en el 100% de la modificación de un índice determinado. Por ejemplo, para los salarios se considera el cambio en el nivel de precios como uno de los elementos en la fórmula salarial, la cual a su vez ha sido objeto de

revisiones.¹ En el caso de las obligaciones financieras tuvo corrección monetaria sólo un quinto de las deudas pendientes a fines de 1973 del tesoro brasileño y del sistema financiero, y también se ha alterado el procedimiento para vincular estas obligaciones al cambio de los precios. Para el tipo de cambio y las tarifas de servicios públicos no existe un sistema formal de corrección y sus ajustes son relativamente discrecionales de las autoridades. Y en cuanto a las obligaciones financieras del sector privado, distintas de las relacionadas con los fondos de vivienda, la corrección monetaria ha sido relativamente limitada. Así que en la adaptación de la economía brasileña a la inflación no sólo pesa la corrección monetaria sino que también el manejo apropiado y oportuno de la política económica.

Tampoco la corrección monetaria en Brasil es simultánea, ocurriendo retardos entre los aumentos de los precios y los ajustes subsiguientes en los valores objeto de éstos; así, en el caso de inflación decreciente, los retardos pueden interferir en los esfuerzos por morigerarla.

En varias ocasiones el Gobierno brasileño ha tratado de estimular que se generalice la corrección monetaria en las transacciones del sector privado, pero las empresas han sido un tanto renuentes a meterse en obligaciones “abiertas”, prefiriendo, al parecer, la certidumbre de las tasas nominales fijas, aun cuando sean elevadas.

Resumiendo, vale la pena insertar la opinión de Jack D. Guenther, funcionario del Fondo Monetario Internacional: “la experiencia de Brasil respalda sólidamente la opinión de que es esencial la eliminación de las distorsiones causadas por la inflación cuando se quiere alcanzar una alta tasa de crecimiento económico. En particular, donde el desarrollo económico tenga elevada prioridad, no se puede permitir que las variables económicas, que son importantes para estimular el ahorro, la inversión y las exportaciones, se retrasen con respecto a los aumentos generales de precios. El caso brasileño, sin embargo, no es comprobación apreciable de que la corrección monetaria a gran escala sea la manera más apropiada para alcanzar este objetivo. Más bien parece mostrar que la situación discrecional de los directores económicos fue el principal elemento del éxito de Brasil, y que la corrección monetaria fue altamente selectiva, flexible y subordinada a consideraciones de política general”.²

El principal mentor teórico de la adopción colombiana del sistema de corrección monetaria ha sido el profesor Lauchlin Currie, quien asesora a las autoridades nacionales de planeación. Confrontado con una situación de alteración permanente y acelerada del nivel de los precios, y partiendo de la noción de que el mercado capitalista necesita de la estabilidad relativa de las cotizaciones para asignar los recursos eficientemente y evitar la immoderada concentración de los ingresos, así como ante la imposibilidad de derrotar al elemento causante de las “distorsiones” —la inflación—, el

1. Después de 1964 en Brasil se eliminaron las huelgas, y la negociación colectiva y los ajustes en los salarios industriales se hacen de acuerdo con la fórmula oficial. Otros los establece el Gobierno directamente, como los salarios mínimos y de funcionarios.

2. J. D. Guenther, “La corrección monetaria y la actuación discrecional en la lucha del Brasil contra la inflación”, en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, 1975.

profesor Currie tenía abiertos dos caminos, a saber: uno, el diseño y la adopción de mecanismos que consideraran ajustes o correcciones por la inflación, en todas las transacciones, y otro, una política combinada de mayor estabilidad y de ajustes suaves y automáticos en algunos arreglos contractuales, según fuera la tasa de la depreciación monetaria.

El gobierno colombiano se enrumbo por la segunda senda, pero no la pudo transitar sin desvíos.

Se predica que no es preciso tener corrección monetaria absolutamente para todo, pero sí para lo más importante. El profesor Currie, por ejemplo, liga la extensión de la corrección con el ritmo de la inflación.³ Dice que en los países desarrollados, donde los factores de la producción tienen movilidad aceptable, el mercado los llevará a una utilización eficiente. Por el contrario, en los países en desarrollo, la movilidad es pequeña y grandes las barreras institucionales, necesitándose medidas especiales para promover los sectores con demanda latente y un crecimiento potencial alto (los sectores impulsores para un crecimiento acelerado), aunque haya estabilidad de los precios. A un sector *que arrastre* se justifica concederle estímulos especiales, por ejemplo, remunerando mejor a los ahorros que permitan desarrollarlo: la corrección monetaria exclusiva. Si la inflación es pequeña, Currie afirma que es menor la necesidad de la corrección ya que las distorsiones serán leves. Pero indica que a una mayor inflación debe corresponderle una corrección más alta, pues se confrontarán peores desajustes, y si el manejo de la inflación comienza a salirse de las manos de la política económica, entonces aprueba que se amplíe la cobertura de los sectores cobijados por la corrección.

El profesor Currie⁴ parte de la base de que con la inflación se cambia la posición relativa de todas las partes que intervienen en los contratos (asalariados, diversas clases de propietarios), y esto porque los precios de los bienes y servicios cambian relativamente unos respecto a otros, afectando la posición de las ofertas y las demandas, y la relación entre las distintas tasas de producción. A continuación transcribimos algunas opiniones del profesor Currie:

"A veces se afirma que la indización debe ser o bien total o general, o que no debe hacerse en absoluto. Es de suponer que la base de tal afirmación es la creencia implícita de que la inflación afecta a todos los sectores de una manera uniforme o en el mismo grado y con las mismas consecuencias, lo cual, como hemos visto, no es correcto. En un extremo podríamos colocar una póliza de seguro de vida de una suma fija. En el otro, una cuenta de cheques abierta en un banco que no paga intereses y que se mantiene tan baja como sea conveniente. Entre estos dos extremos hay un sinnúmero de relaciones contractuales que quedan afectadas en forma diversa. Este hecho capital, que debe aparecer bien claro a poco que se reflexiona, constituye la base de la razón de una indización parcial o selectiva. En algunos casos puede ser suficiente un alza de los tipos de interés. Esto es correcto en los casos en que los préstamos son a corto plazo, los tipos de interés flexibles y la inflación moderada. Los poseedores

de cuentas de cheques y billetes de bancos sufren una pérdida de poder adquisitivo, pero esto no podría compensarse ajustando el valor nominal sin aumentar en forma correspondiente la oferta de moneda. Supongo que esto podría ser conveniente si las autoridades monetarias no permitieran ningún nuevo aumento de la oferta de moneda, pero, como acabamos de advertir, los particulares y las empresas economizan al máximo sus haberes monetarios en relación con sus ingresos o con el volumen de sus operaciones. Probablemente la asignación de recursos no queda afectada, como ocurre evidentemente en el caso de los fondos para hipotecas.

"Por consiguiente, hay argumentos, aunque no exclusivos, en favor de aplicar la indización a los depósitos de ahorros y, si se aplica a ellos, también necesariamente a los activos en los que se invierten, es decir, los préstamos para financiar la construcción y la compra de edificios. Otros casos de indización selectiva que podríamos mencionar de paso son los pagos de seguridad social y jubilación (como se hace en Estados Unidos), algunas categorías y exenciones del impuesto sobre la renta (como ocurre en Canadá y los Países Bajos), las tarifas de las empresas de servicio público, que tradicionalmente son persistentes y difíciles de cambiar, las pólizas y primas de seguros de vida y de rentas anuales (que requieren una indización correspondiente a las obligaciones en las que están invertidas las reservas).

"Un caso tan obvio que ni siquiera es considerado como indización es el de los tipos de cambio monetarios. Si éstos no se ajustan a fin de reflejar un alza (o baja) de los costos nacionales en relación con los del extranjero, un país puede tener que hacer frente a serias dificultades. Las consecuencias de una constante evaluación excesiva de la moneda de un país en los mercados de divisas son universalmente conocidas. Lo que no se reconoce tan universalmente es que los ajustes correctivos constituyen una forma de indización parcial o selectiva."

En Colombia se estableció el sistema de valor constante para las colocaciones de fondos del sistema de seguridad social. El Plan de Desarrollo de las Cuatro Estrategias escogió la construcción como el sector clave que debe impulsarse, y en particular la vivienda; para captar fondos canalizables a tal objeto, funcionan desde 1972 las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, que los recibieron de toda fuente y reconocieron por ellos un interés anual de 5%, más un reajuste equivalente al aumento de los índices de precios del consumo. En pocos meses de operación las Corporaciones de Ahorro y Vivienda recibieron ahorros por encima de 300 millones de dólares. Un volumen apreciable de recursos que se ocultaban al fisco y que se colocaban en el mercado extrabancario, se acogió al sistema de valor constante. También hubo traslado de inversiones financieras hacia estos títulos y se consiguió darle piso ventajoso a los ahorros que, por la corrección, ya no estuvieron amenazados por la desvalorización.

Las personas ahorradoras con valor constante se habituaron a una corriente satisfactoria de ingresos y conformaron un importante sector de semirrentistas que seguramente y en su gran mayoría ya estaban en una posición ventajosa dentro de la pirámide social. En cuanto aplicaron sus ingresos a demandas de consumo, éste no fue por bienes esenciales a nivel de

3. Véase Lauchlin Currie, *Ahorro, corrección monetaria y construcción*, Universidad de los Andes, 1974.

4. Véase Lauchlin Currie, *La indización del ahorro*, Seminario Interregional sobre Movilización del Ahorro, Santa Marta, 1976.

subsistencia, sino por otros duraderos y hasta conspicuos. Desde este lado se reforzaron las tendencias a la concentración de los ingresos, con sus correspondientes patrones de orientación y organización de la producción.

La corrección monetaria se estableció en Colombia para aquellos ahorros colocados en el sistema que financia la construcción de vivienda es obligatoria para los créditos recibidos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Por otra parte, la política económica no le ha ganado batallas a la inflación, sino que, por el contrario, ésta se consolidó y avanzó, por lo menos hasta 1975.

Pese a que la corrección monetaria puede no ser la causa de la inflación, en Colombia, donde es aplicada parcialmente y en un ambiente de deterioro continuado y ascendente de la capacidad adquisitiva, condujo, entre otros efectos indeseables, a distorsionar la canalización de los recursos financieros; a reforzar la condición boyante de los rentistas de alta capacidad económica; a impulsar artificialmente la construcción de vivienda urbana, sobre todo la destinada a los grupos medios y altos de la pirámide social; a servir de punto de referencia para hacer arreglos contractuales extralegales; a mover los precios de todas las transacciones sobre los bienes y los servicios y el dinero (el interés), alrededor del ritmo de la inflación, etc. Sin ser, pues, causa, la corrección monetaria pudo coadyuvar en alguna medida a la espiral creciente de los precios.

De toda suerte, no hay acuerdo entre los economistas cuando se analizan las relaciones entre la corrección monetaria y la inflación. Al respecto cabe hacer aquí la transcripción de algunos conceptos de Morris Harf:⁵

"En realidad, los cambios reales en la distribución del ingreso se dan por la disparidad en los períodos de ajuste entre los precios y los salarios, y de igual manera ocurre con el costo del capital, ya que el ajuste implícito por índice del costo de la vida siempre se da sobre períodos anteriores y no sobre las expectativas futuras en aumentos de precios. En nuestro modelo, los tres factores de producción que determinan el ingreso nacional, salarios, costos de capital, rendimientos de los empresarios, tienen implícito un ajuste por índice de costos que, como lo hemos explicado anteriormente, introduce un factor de inestabilidad en la economía y, como consecuencia, se acelera el proceso inflacionario.

"Sin embargo, si agregamos a nuestro modelo un cuarto factor productivo, que no lleva implícito un ajuste por aumentos en los precios, entonces los aumentos de los otros tres factores se hacen a expensas de este cuarto factor y es de esta manera la única forma como se puede mantener o establecer el equilibrio o la estabilidad del proceso económico."

"En Colombia, desde 1967, mediante el Decreto 637, se crearon los Bonos de Valor Constante para la Seguridad Social, emitidos por el Instituto de Fomento Industrial (IFI) y el Banco Central Hipotecario (BCH) para captar los activos financieros del Instituto Colombiano de Seguros Sociales

(ICSS) correspondientes a la reserva por riesgos de vejez, invalidez y muerte. Estos bonos se reajustan en el 70% del índice de precios al por mayor del comercio, medido por el Banco de la República. Pagan un interés del 8% anual, calculado sobre el valor reajustado.

"Con estos recursos, que son ahorros de sus afiliados, el Seguro Social, con la cláusula de reajuste, está defendiendo al ahorrante, además de canalizar fondos hacia actividades específicas dentro de la economía."

"En el año de 1972 se crearon las Unidades de Poder Adquisitivo Constante (UPAC) para captar recursos destinados a la vivienda. Estos títulos se reajustan en un 100% del índice de costo de vida, de acuerdo con un promedio de los últimos dos años.

"La diferencia entre los Bonos para Seguridad Social y las UPAC, consiste en que los primeros mantienen el valor de un ahorro generado y las segundas se crearon con el objetivo de generar nuevo ahorro en el país. Al logro del objetivo para el cual fueron emitidas las UPAC, nos referiremos más adelante.

"Mucho se discute sobre si las UPAC son inflacionarias o no. Al respecto, no existe una respuesta definitiva; todo depende de la tasa de inflación y del grado de liquidez de los papeles existentes en el mercado. Creemos que, aunque la corrección monetaria generalizada sea deflacionista, neutra o inflacionista, según que el proceso inflacionario sea alto, moderado o bajo, las presiones inflacionarias aumentan a medida que el sistema sea de aplicación más restringida y se otorgue mayor liquidez, como ocurre en Colombia. De no tomarse medidas sobre la liquidez del sistema de valor constante y otros papeles, tendremos lo siguiente: si la inflación baja, salen recursos de las corporaciones súbitamente; los recursos pasan a cédulas, bonos, etc.; las corporaciones presionan el crédito en el banco emisor; se genera inflación; retornan recursos a las corporaciones; las demás instituciones acuden al crédito inflacionario; se agudiza el proceso."⁶

"De los análisis sobre los mecanismos de reajuste en diferentes países donde se han aplicado, surgen dos interrogantes fundamentales. Primero, el reajuste no está generalizado para todos los sectores de la economía; por lo cual, como lo vimos en el modelo, los sectores cuyos ingresos no se reajustan, podrán absorber el impacto. Sin embargo, queda la duda de si es inflacionario el mecanismo de corrección. Segundo, los argumentos en favor del mecanismo de reajuste, aducen el aumento en la propensión al ahorro, especialmente el de personas.

"Hay que analizar el factor inflacionario del mecanismo de reajuste desde el punto de vista del momento del proceso inflacionario en el que se introduce el mecanismo. Mientras exista estabilidad monetaria y las retribuciones a los factores productivos reflejen los incrementos en la productividad, no es necesario el reajuste. Por tanto, y como parecen demostrarlo las experiencias de países en que al haberse iniciado un proceso inflacionario se ha introducido el mecanismo de

5. Véase Morris Harf, "Aspectos conceptuales de la corrección monetaria", en *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo, 1974.

6. Francisco Pieschacón, "Análisis del sistema de valor constante", en mimeógrafo, presentado al Simposio sobre Ahorro y Crédito organizado por la Asociación Bancaria y el Banco de la República, Medellín, Colombia, octubre 1973, pp. 71-72.

reajuste para los factores productivos, se acelera con ello la inflación

"La solución no está dada por la implantación de mecanismos que traten de eliminar distorsiones creadas por la inflación, sino por la búsqueda de mecanismos que reduzcan la inflación misma; y la corrección monetaria no es uno de ellos, sino que contribuye a su institucionalización."

El doctor Hernando Agudelo Villa⁷ opina que el sistema colombiano de corrección monetaria genera efectos inflacionarios:

"Las UPAC no sólo han ahondado las distorsiones en las fuentes y usos del ahorro nacional, sino que han constituido un formidable mecanismo de propagación de la presión inflacionaria, o sea que han contribuido a acentuar el proceso general de elevación de precios y de alzas específicas en renglones como los arrendamientos, y el costo del dinero en el mercado extrabancario, toda vez que se han convertido en el termómetro de la inflación. Y agrega:

"Las ventajas de las UPAC sobre los demás instrumentos de captación de ahorro transferible (tasa real de interés del 5.5% garantizada, exención tributaria, capitalización automática de intereses cada mes), han golpeado seriamente a los otros sectores de la economía que se nutren a través de los demás instrumentos captadores de ahorro, como los bonos de desarrollo, las acciones, las cédulas del Banco Central Hipotecario, etc., desequilibrando así excesivamente el mecanismo financiero.

"Las ventajas de las UPAC contrastan notablemente con el tratamiento dado a las rentas de trabajo y a los pequeños ahorradores de las cajas de ahorro, ya que a éstos no se les conceden garantías contra la inflación (aumentos salariales del 15% con la inflación del 24%, e intereses por los depósitos de ahorro del 8%), pues los aumentos salariales son gravables y se reajustan una vez al año, mientras las UPAC se reajustan diariamente. Todo esto configura una política de ingresos notablemente regresiva, que favorece en primera instancia a las clases alta y media que son las que ahorran en las UPAC.

"El gobierno del presidente López Michelsen puso punto final a este debate mediante la introducción de varias reformas en el sistema financiero nacional, al volver gravable la corrección monetaria de las UPAC y eliminar la exención tributaria a todos los demás papeles que tenían tal privilegio. Además, subsanó los posibles vacíos constitucionales de que pudieran adolecer las UPAC: despejó la inquietud de su valorización sin límite de acuerdo con la tasa de inflación, al limitar a 20% el máximo de la corrección monetaria y reducir del 8.5 al 7 por ciento la tasa de interés de los usuarios finales, y dio mayor solidez al sistema al imponer un encaje razonable de liquidez y determinar una relación entre el volumen de préstamos que pueden aprobar las corporaciones y los recursos desembolsables."

Para ejemplarizar algunos de los conceptos que son corrientes respecto de la corrección monetaria, a continuación

se transcriben partes del artículo de Alexandre Hay, "Inflación y Ahorro", en la revista *Ahorro*, núm. 76, Madrid, noviembre, 1974:

"La OCDE, en un informe reciente dedicado a la indización de los valores de renta fija, concluye diciendo que 'la necesidad e incluso la utilidad de obligaciones indizadas, para mantener un nivel elevado de ahorro global, es discutible'. Esto parece particularmente exacto por lo que concierne al principio de la indización única del interés establecido. El hecho de que se pague mejor el dinero en período de inflación aguda, no forzosamente ha de acarrear un mayor ahorro.

"Puede que sólo se consiga modificar ligeramente el empleo del ahorro. El primer objetivo que se propone alcanzar el ahorrador no es, por cierto, asegurar la mayor rentabilidad de su capital, sino intentar proteger su capital de la erosión monetaria, o sea, salvaguardar el poder adquisitivo de sus haberes. ¿Significa esto que la indización del capital podría constituir la solución del problema? Como es lógico, una indización de los créditos debería provocar un movimiento generalizado de baja de las tasas de interés.

"Este sistema quitaría a la especulación sobre los bienes reales una gran parte de su razón de ser, al ofrecer al mismo tiempo al ahorrador una protección suficiente. Por tanto, allí también el problema es delicado.

"Que se trate de la indización de las rentas o de la indización de los créditos, o al mismo tiempo de un sistema que combine las dos soluciones, la cuestión crucial es la misma. Es decir, la manera de determinar un índice apropiado. El conjunto de todos los créditos, o el conjunto de todos los intereses, no podría relacionarse con un solo índice de consumo, como, por ejemplo, el índice de la evolución de los precios. La determinación de un único índice ya da lugar a numerosas controversias. Cabe imaginar fácilmente las dificultades que se encuentran para la elaboración de distintos índices.

"Un sistema de indización 'múltiple' complicaría peligrosamente la aplicación de una auténtica política coyuntural. Por todos estos motivos, por otra parte, Finlandia, que había adoptado un sistema generalizado de indización, lo abandonó en 1968, lo que parece ilustrar elocuentemente los fallos de este sistema. La indización no puede constituir la base de una verdadera política económica, ya que no concierne a las causas de la depreciación monetaria, sino que se contenta con atenuar algunos efectos. La solución, por tanto, está en otra parte."

La forma como opera el sistema colombiano de valor constante es discutida también en cuanto afecta el manejo monetario, a partir de la aceptación de la conveniencia de separar el mercado del dinero y el de capitales para evitar que se utilicen instrumentos del último para mantener excesos temporales de dinero a corto plazo. Se trata de no facilitar demasiado la sustitución entre dinero y cuasi dinero, que complica el manejo monetario de un país.

Cuando a un instrumento del mercado de capitales se le da mucha o absoluta liquidez primaria, se le permite así ser

7. *Retorno del liberalismo*, Tercer Mundo, 1975.

parte del mercado del dinero. Analizando este tema Pieschacón y Gómez dicen que:⁸

“Es bien conocido que cuando aumenta la tasa de interés que se reconoce sobre los cuasi dineros, se presenta una sustitución de saldos inactivos en depósitos en cuenta corriente por cuasi dineros y la velocidad de los medios de pago puede aumentar. Este hecho causa algunas dificultades a la autoridad monetaria en el control de los procesos inflacionarios a través de la política monetaria. El monto de la sustitución depende más que del aumento mismo de la tasa de interés, de lo próximos que sean los cuasi dineros al dinero. Cuando en el mercado financiero existen sustitutos demasiado próximos del dinero, la tendencia a sustituir medios de pago por cuasi dineros es mayor. Se llega incluso a casos como el de los depósitos de ahorro en Unidades de Poder Adquisitivo Constante (UPAC), que en su manejo difieren tan poco de los depósitos en cuenta corriente, que uno llega a pensar en clasificarlos como medios de pago, si no en su totalidad, al menos en gran porcentaje.

”Desde la implantación de la corrección monetaria en Colombia a fines de 1972, se observa una creciente tendencia a utilizar los depósitos de ahorro en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda como medios de pago, aprovechando que son a la vista y reciben la corrección monetaria diariamente. Este hecho ha causado dificultades de toda índole. Al comienzo las dificultades fueron para las Corporaciones, que se vieron colmadas de recursos que no podían colocar con la misma celeridad con la que los recibían; para evitarles pérdidas cuantiosas, el Gobierno abrió las puertas del Banco de la República y asumió en gran parte el costo de tales recursos. En esa época las operaciones del sistema de valor constante funcionaron prácticamente como operaciones de mercado abierto. Posteriormente, cuando los recursos fueron colocados casi en su totalidad en créditos para vivienda a más de diez años, se presentaron retiros masivos y nuevamente el Banco de la República hubo de salir en ayuda de las Corporaciones dándoles acceso al crédito.

”Aunque se han tomado medidas tendientes a disminuir la liquidez de los depósitos de ahorro con corrección monetaria, la situación persiste y estos depósitos son muy utilizados hoy en día como sustitutos casi perfectos de los depósitos en cuenta corriente, con el grave problema de que los recursos son prestados a largo plazo y cuando se producen retiros importantes no hay opción diferente a la de emitir. La implantación de un tope a la corrección monetaria, 19%, para hacerlos menos llamativos, y el establecimiento de un encaje de 10 y 15 por ciento, según sean depósitos a término o de ahorro, difícil de aumentar por los costos financieros, son apenas un paliativo. La medida más aconsejable es eliminar la liquidez primaria, bien sea no reconociendo ni corrección monetaria ni intereses para períodos menores de tres meses, bien limitando el valor del depósito por persona en cuentas de ahorro y alargando el plazo mínimo de los depósitos a término.”

El profesor Currie considera sin importancia los efectos sobre el manejo monetario del sistema de valor constante:

8. Véase Francisco Pieschacón V. y Fabio Gómez Arrubla, “Algunos aspectos del ahorro en Colombia”, Banco de la República, septiembre de 1975.

“Una de las críticas que con más frecuencia se hicieron cuando se inició el sistema colombiano fue que, o bien era inflacionario en sí mismo, o bien reducía la resistencia a la inflación ‘permitiéndonos vivir con ella’. En parte esto tuvo su origen en la confusión entre el dinero y lo que puede convertirse en dinero o cambiarse por moneda o lo que nos permite economizar en nuestras reservas de dinero. Se volvió a descubrir el inútil concepto de ‘M₂’ o ‘M₃’ y, añadiendo nuevos ahorros a las cuentas corrientes, se logró una alta tasa de crecimiento del ‘dinero’ así definido.⁹ Por eso tuvimos que combatir durante cierto tiempo la idea de que el abstenerse de gastar (el ahorro) era inflacionario. Parece que esta objeción concreta está desapareciendo ya.”¹⁰

Desde agosto hasta diciembre de 1974 se introdujeron varios ajustes al sistema de ahorro con corrección monetaria, que fueron causa de desconfianza entre sus depositantes, lo cual se manifestó en retiros apreciables. Estos recursos en parte se colocaron en nuevos títulos de ahorro de alta rentabilidad (certificados de depósito a término) y algo se pasó al ahorro por libreta. Con los cambios adoptados por el gobierno del presidente López Michelsen para el sistema de valor constante, le aseguró estabilidad y un rendimiento alrededor del 24%, que se ha ido reduciendo hacia el 21%, con exención fiscal para 8 puntos, con lo cual se hizo firme la convicción de que las UPAC están entre los mejores papeles financieros adquiribles en el mercado de capitales. Así las cosas, en enero de 1975 se vio el retorno de los dineros que se habían retirado del sistema con corrección monetaria, que desde entonces evoluciona favorablemente y con firmes perspectivas.

En septiembre de 1972, cuando se inició el sistema de valor constante, era diaria la base del ajuste para la corrección monetaria y ésta fue de 18.4% y luego ascendió hasta 36.4% en mayo de 1973, cuando para reducirla se extendió a 12 meses el período para promediar los índices del costo de vida que se tomaban como base del ajuste. Dicho período para el promedio se llevó a 24 meses en marzo de 1974, al llegar la corrección al 30.6%. En agosto de 1974, al comenzar el gobierno de López Michelsen, la corrección estaba en 23.3% y en septiembre se le puso un tope en 20%, que en enero de 1976 se redujo al 18%. Cabe resaltar que en los primeros meses de 1976 el comportamiento de los precios se puso por abajo del 18 por ciento.

Como elemento de captación de recursos es innegable el éxito del sistema colombiano de valor constante. En la actualidad existen nueve Corporaciones de Ahorro y Vivienda y una sección del Banco Central Hipotecario, dedicadas a la captación de recursos con destino a otorgar préstamos para la construcción y compra de vivienda y otras edificaciones. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda son: Corporación Cafetera de Ahorro y Vivienda (Concasa); Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda (Davivienda); Corporación de Ahorro y Vivienda (Colpatria); Corporación de Ahorro y Vivienda del Valle; Corporación Gracolumbiana de Ahorro y Vivienda; Corporación de Ahorro y Vivienda Las Villas; Corporación Nacional de Ahorro y Vivienda (Conavi); Corpo-

9. M₂ incluye el dinero en circulación más los depósitos a la vista, mientras que M₃ incluye también los depósitos de ahorros.

10. Véase L. Currie, *La indización del ahorro*, Seminario Interregional sobre la Movilización del Ahorro, Santa Marta, febrero de 1976.

*Depósitos de ahorro con corrección monetaria
(Datos acumulados al cierre de operaciones de cada mes)
(Millones de pesos colombianos)*

Años y meses	Certificados		Cuentas		Total	
	Cantidad	Valor	Cantidad	Valor	Cantidad	Valor
1972						
Septiembre y						
Octubre	294	34.3	153	1.8	447	36.1
Noviembre	714	61.0	565	10.7	1 278	81.7
Diciembre	1 730	148.8	1 228	39.0	2 958	187.8
1973						
Enero	2 877	397.6	3 079	65.2	5 956	462.8
Febrero	3 763	640.6	5 631	87.2	9 394	727.8
Marzo	4 951	724.0	8 113	159.7	13 064	883.7
Abril	5 921	937.9	10 838	312.0	16 759	1 249.9
Mayo	6 343	1 268.9	14 219	558.7	20 562	1 827.6
Junio	6 665	1 375.6	16 633	715.3	28 299	2 090.9
Julio	6 229	1 484.5	20 980	961.4	27 209	2 445.9
Agosto	6 552	1 686.6	25 637	1 289.7	32 159	2 958.3
Septiembre	7 485	1 877.6	31 292	1 600.6	38 777	3 478.2
Octubre	8 601	2 142.2	36 347	1 920.9	44 948	4 063.1
Noviembre	9 433	2 224.0	42 788	2 177.9	52 221	4 401.9
Diciembre	9 838	2 217.8	47 186	2 176.8	57 024	4 394.6
1974						
Enero	11 124	2 599.0	57 944	3 036.8	69 068	5 635.8
Febrero	12 046	2 748.6	68 927	3 673.4	80 973	6 422.0
Marzo	12 353	2 838.2	77 609	4 072.3	89 962	6 910.5
Abril	12 661	2 735.1	87 996	4 088.0	100 657	6 823.1
Mayo	13 104	2 740.9	100 563	5 093.3	113 667	7 834.2
Junio	13 442	2 842.5	111 721	5 498.6	125 685	8 341.1
Julio	13 114	2 676.4	122 571	5 525.4	135 685	8 201.8
Agosto	12 619	2 845.4	130 061	5 469.5	142 680	8 314.9
Septiembre	13 719	2 982.1	138 845	6 014.5	152 564	3 996.6
Octubre	13 347	2 951.3	143 990	5 929.9	157 337	8 861.2
Noviembre	13 179	2 960.7	146 864	6 049.5	162 043	9 010.2
Diciembre	12 646	3 065.4	153 446	5 253.9	166 092	8 819.3
1975						
Enero	14 184	3 250.1	165 438	6 226.7	179 607	9 476.8
Febrero	15 140	3 400.9	178 082	7 061.3	183 222	10 462.2
Marzo	15 974	3 590.0	190 007	7 750.3	205 981	11 340.3
Abril	17 121	3 715.6	202 199	8 085.6	219 320	11 801.2
Mayo	17 905	3 800.4	212 190	8 234.1	230 085	12 034.5
Junio	18 873	3 917.5	223 541	8 146.5	242 414	12 064.0
Julio	19 967	4 118.0	241 697	8 645.0	261 664	12 763.0
Agosto	19 235	4 235.0	246 899	9 331.0	267 134	13 567.4
Septiembre	20 905	4 770.1	256 335	9 431.3	277 240	14 204.4
Octubre	21 563	4 665.5	268 797	9 501.1	290 365	14 166.6
Noviembre	21 979	4 836.4	275 222	9 653.3	297 201	14 489.5
Diciembre	21 568	4 665.5	268 797	9 501.1	290 365	14 166.5

ración Popular de Ahorro y Vivienda (Corpavi), y Corporación Social de Ahorro y Vivienda (Colmena).

Desde su creación el sistema ha ofrecido dos instrumentos de captación: *a)* La cuenta de ahorro de valor constante que constituye un depósito a la vista sobre el cual se reconoce diariamente la corrección monetaria más un interés del 4% anual sobre el saldo mínimo trimestral. Lo anterior significa una rentabilidad total del 23.76% anual efectivo, y *b)* El certificado de ahorro de valor constante que es un depósito a término mínimo de seis meses sobre el cual se reconoce la corrección monetaria diaria más una tasa de interés del 5% anual, lo cual significa una rentabilidad total del 24.95% anual efectivo.

De acuerdo con las cifras disponibles, el crecimiento del ahorro comenzó desde la misma creación del sistema, ya que

solamente un año y cuatro meses después de su iniciación, es decir, en diciembre de 1973, los depósitos de ahorro llegaban ya a 4 395 millones de pesos colombianos (177.1 millones de dólares); un año después, en diciembre de 1974, eran de 8 319.3 millones (2 909 millones de dólares), y en la fecha superan los 13 286 millones (420.5 millones de dólares), repartidos entre 8 958.2 millones (283.5 millones de dólares) en cuentas de ahorro y 4 328.5 millones (137 millones de dólares) en certificados.

El ritmo de captación de ahorro presenta una tendencia claramente creciente, tanto desde el punto de vista del monto de los recursos captados, como del número de ahorradores del sistema que en diciembre de 1975 llegó a 290 385, de los cuales 268 797 tienen su ahorro en cuentas y 21 588 en certificados. Mensualmente el número de nuevos ahorradores es superior a 15 000. □