

mica, con el progreso y el bienestar de esta variada región de cambios incesantes.

Colombia está firmemente comprometida con el concepto de integración económica en el hemisferio, y ha participado activamente en la creación del Mercado Común Subregional, conocido como el Grupo Andino. Sin embargo, desde el principio hemos considerado que dicho esfuerzo es solo un paso hacia una comunidad más amplia que abarcará eventualmente toda la América latina y el Caribe. Colombia concibe su participación en el Grupo Andino y el desarrollo de sus vínculos con la región del Caribe como dos manifestaciones de un mismo propósito. Dentro de este contexto, el gobierno colombiano ha propuesto que los países más desarrollados del Sistema Económico de América Latina —SELA— ofrezcan a los Estados del Caribe y de la América

Central preferencias arancelarias de tipo unilateral y no recíproco.

Uno de los aspectos más atractivos del movimiento de integración del Caribe es el empeño deliberado de repartir los beneficios del proceso, particularmente entre los países de menor desarrollo. Esta finalidad coincide plenamente con el objetivo primordial de la estrategia colombiana para el desarrollo económico y social, que es el de beneficiar primordialmente a los sectores más necesitados de nuestra población.

Reciban nuestras felitaciones por el gran progreso logrado por el Banco durante su breve existencia. Es nuestro deseo sincero que el presente Acuerdo contribuya a reforzar la causa de la amistad y la cooperación entre Colombia y los países de habla inglesa del Caribe.

ALGUNOS ASPECTOS DEL AHORRO EN COLOMBIA

POR FRANCISCO PIESCHACON V. Y FABIO GOMEZ A. *

I — INTRODUCCION

Este trabajo tiene como objeto analizar algunas características del ahorro en Colombia; distinguir entre el concepto de ahorro y el superávit financiero, más frecuentemente conocido como ahorro financiero, y describir los principales instrumentos de captación de ahorro.

Causa cierta perplejidad encontrar que en la simple definición de ahorro aún existe disparidad de criterio. Quizás el mejor punto de partida que permita aclarar la confusión semántica que se tiene sobre el ahorro, es citar aquí el comentario de Keynes en su "Teoría General", Capítulo 6, II parte:

"Siempre es agradable descubrir un punto fijo en medio del oleaje del empleo divergente de los términos. Que yo sepa, todo el mundo está de acuerdo en que ahorro significa el excedente del ingreso sobre los gastos de consumo. Así, pues, cualquier duda respecto al significado de ahorro tiene que surgir de dudas respecto a los conceptos de ingreso o de consumo".

En cuanto al ingreso, es aceptado que este se compone de la remuneración a los factores de la producción. En cuanto al gasto se refiere, hay que distinguir entre bienes de consumo y de capital. De otra parte, todo gasto en servicios, cualquiera que

sea su naturaleza, se suma a los gastos en bienes de consumo para determinar el excedente del ingreso que constituye el ahorro. De lo anterior se desprende que de todo el ingreso recibido por la población, si después de efectuar el gasto en bienes de consumo corriente y en servicios queda algún saldo o excedente, ese saldo constituye ahorro.

La sociedad de consumo ha venido cobrando singular auge en las últimas décadas, principalmente por el progreso alcanzado en los países industrializados. Los países en desarrollo han pretendido copiar sistemas de vida similares. Este comportamiento ha inducido un cambio en las unidades que ahorran: el ahorro personal tiende a disminuir, mientras aumenta el de las empresas.

La experiencia nos está indicando, además, la necesidad de estimular el ahorro en los estratos de menores ingresos, en la medida en que se va logrando una mejor distribución de este. El ahorro personal o de familias constituye la base esencial de la capitalización nacional. Con este ahorro se financian las empresas productivas y el gobierno, que de ma-

* Trabajo presentado por los autores, funcionarios del Banco de la República, al XI Congreso Mundial de Cajas de Ahorro, realizado en el mes de septiembre de 1975 en Bogotá.

nera tan creciente participa en la actividad económica. El gobierno colombiano ha venido promulgando en los últimos diez años una serie de medidas que han conseguido un aumento y cambios sustanciales en el ahorro y en sus formas de captación.

Las encuestas hechas entre 1972 y 1974 muestran que de los ahorradores del sistema bancario solo un 3% corresponde a un estrato socioeconómico alto, 9% pertenecen al nivel más bajo de dicho estrato y el resto, 88%, a las distintas categorías en que se clasifica el estrato socio económico medio. Estos estratos están directamente asociados con los correspondientes a niveles culturales (1).

Con referencia a la participación porcentual según los niveles de ingreso personal de estos mismos ahorradores, se observa la siguiente distribución: 60% tienen ingresos mensuales inferiores a \$ 3.000; 15% tienen ingresos mensuales entre \$ 3.000 y \$ 5.000; 23% están entre \$ 5.000 y \$ 10.000; y solo un 2% reciben ingresos superiores a \$ 10.000.

Lo anterior tiene significación para explicar en buena parte el comportamiento que acusan estos grupos de ahorradores frente a los distintos estímulos o ventajas que ofrecen los depósitos de ahorro del sistema bancario. En efecto, las encuestas adelantadas indican que las motivaciones en la gran mayoría de estas personas no obedecen a la ventaja del ahorro como un medio para formar capital y ganar un rendimiento a través de la tasa de interés, sino a las ventajas institucionales representadas en el acceso a créditos personales, servicios especiales y participación en rifas y sorteos. El prestigio y la seguridad de las entidades de ahorro han jugado un papel primordial en la captación de este ahorro.

Además, se ha sostenido que los depósitos de ahorro en el sistema bancario tienen una relación positiva frente al rendimiento ofrecido, mientras otros le asignan un efecto marginal en un amplio núcleo de ahorradores, debido a que una variación en el rendimiento de los ahorros no eleva su ingreso significativamente.

El aspecto cultural tiene gran importancia puesto que un alto porcentaje de ahorradores desconocen el impacto que tiene la inflación de acuerdo con el régimen de vida de cada cual. Para muchos ahorradores los motivos de previsión y seguridad son más importantes que la tasa de interés ofrecida sobre los depósitos.

II — AHORRO FINANCIERO

La frecuente utilización del término ahorro, para referirse al superávit o ahorro financiero, se presta

a confusión al analizar este último. Por lo mismo es conveniente dar aquí una definición de ahorro financiero y analizarlo un poco.

El ahorro, como se dijo en la sección anterior, es la diferencia entre ingreso y consumo, mientras que ahorro financiero es la diferencia entre ahorro e inversión: se tiene por lo tanto que para una persona o empresa: $A=Y-C$ $A_f=A-I=Y-C-I$

Donde A representa el ahorro, Y el ingreso, C el consumo, A_f el ahorro financiero o superávit financiero, y finalmente I la inversión. Se desprende de las anteriores igualdades que tanto el ahorro (ingreso menos consumo) como el ahorro financiero pueden ser positivos o negativos y que puede existir ahorro financiero aun teniéndose un ahorro negativo o desahorro. Por lo tanto, a niveles de agregación inferiores al global, como son el sector, la empresa, el individuo, etc., pueden presentarse algunos de los cuatro casos siguientes:

a) **Ahorro positivo con ahorro financiero positivo.** Ocurre cuando el consumo es menor que el ingreso y a su vez la inversión es inferior al ahorro.

b) **Ahorro positivo con ahorro financiero negativo.** Se presenta cuando el consumo es inferior al ingreso y la inversión superior al ahorro.

c) **Ahorro negativo, o desahorro, con ahorro financiero positivo.** Resulta cuando el consumo es mayor que el ingreso y la inversión es negativa y superior en cifras absolutas al desahorro.

d) **Ahorro negativo con ahorro financiero negativo.** Se da cuando el consumo es superior al ingreso y la inversión es positiva o hay desinversión menor que el ahorro en valor absoluto.

Como a nivel global se cumple la condición $A = I$, se deduce que en el agregado de la economía el ahorro financiero es siempre igual a cero. El objeto del sistema financiero es servir de conducto entre ahorradores financieros e inversores.

En nuestro caso interesa analizar el ahorro financiero positivo generado en la economía y ver a través de que intermediarios se canaliza. El ahorro financiero negativo o desahorro financiero interesa más a quienes se preocupan por el estudio de la inversión y de sus fuentes de financiación. Las cifras de ahorro y desahorro financiero de la economía colombiana para los últimos doce años, que aparecen a continuación en el cuadro 1 permiten un marco general de referencia para apreciar la importancia de los principales activos financieros.

(1) Alfredo Ocampo Zamorano y Lucía Villamizar Cajiao, *El ahorro y la gente en Colombia*. Estudios científico-sociales aplicados.

Ahorro financiero por sectores económicos

(Millones de pesos)

Años	Ahorro financiero			Desahorro financiero	
	Total	Familias	Exterior	Empresas	Gobierno
1962	20.568	15.886	4.600	15.776	4.792
1963	24.956	18.523	4.728	19.091	5.865
1964	28.971	21.871	6.635	21.390	7.581
1965	32.858	25.450	7.003	24.457	8.401
1966	39.629	29.779	8.975	30.326	9.303
1967	47.262	33.857	12.637	34.242	13.020
1968	58.895	38.497	17.932	41.815	17.080
1969	71.055	45.100	22.497	49.660	21.395
1970	85.853	53.185	28.216	60.563	25.290
1971	109.081	58.823	43.190	77.555	31.526
1972	124.470	69.380	50.217	82.882	41.588
1973	142.318	80.386	54.297	92.900	49.418

Fuente: Banco de la República, Investigaciones Económicas, División de Flujo de Fondos.

CUADRO 2

Ahorro financiero por sectores económicos

(Millones de pesos de 1962)

Años	Ahorro financiero			Desahorro financiero	
	Total	Familias	Exterior	Empresa	Gobierno
1962	20.568	15.886	4.600	15.776	4.792
1963	20.256	15.034	3.838	15.496	4.760
1964	20.202	15.251	4.627	14.916	5.286
1965	20.996	16.262	4.475	15.628	5.368
1966	22.041	16.563	4.992	16.867	5.174
1967	24.261	17.380	6.487	17.577	6.684
1968	27.650	18.073	8.419	19.631	8.019
1969	30.827	19.566	9.760	21.545	9.282
1970	33.773	20.922	11.100	23.825	9.948
1971	38.449	20.734	15.223	27.337	11.112
1972	38.921	21.695	15.703	25.917	13.004
1973	36.520	20.628	13.933	23.839	12.681

Fuente: Banco de la República, Investigaciones Económicas, División de Flujo de Fondos.

Conviene aclarar que cuando se habla de ahorro financiero a nivel sectorial, se considera en términos netos, es decir, la suma algebraica de los ahorros y desahorros de los entes que conforman el sector. Ahora bien, al analizar el ahorro financiero por instituciones, se consideran solamente las partidas del pasivo de los intermediarios financieros y del sistema no financiero que constituyan ahorro financiero. En otros términos, significa que solo se consideran los ahorros y no se tienen en cuenta los desahorros financieros, representados en su mayor parte por los créditos otorgados y las inversiones financieras efectuadas por los intermediarios, concluyendo que todos los sectores de la economía poseen ahorro financiero bruto. En forma resumida se puede decir que en el análisis sectorial se toma el ahorro financiero neto, mientras que en el institucional se toma bruto.

Las instituciones que captan ahorro financiero en Colombia se pueden agrupar en las del sistema financiero y las del sistema no financiero.

A—Instituciones bancarias.

Autoridad monetaria

- Banco de la República
- Fondo de Estabilización
- Cuentas de tesorería por emisión de moneda.

Bancos comerciales

Bancos de fomento

- Caja de Crédito Agrario
- Caja Social de Ahorros
- Banco Central Hipotecario
- Corporaciones financieras
- Corporaciones de ahorro y vivienda
- Fondos financieros administrados por el Banco de la República

B—Instituciones no bancarias

- Compañías de seguros
- Capitalizadoras
- Bolsas de valores
- Otras instituciones

SISTEMA NO FINANCIERO

- Gobierno Nacional
- Empresas no financieras

De acuerdo con los instrumentos, la clasificación más simple que podemos hacer consiste en dividirlos según sean de renta fija o variable, incluyendo los medios de pago.

A—Instrumentos de renta fija

- a) Medios de pago (renta cero)
- b) Depósitos de ahorro
- c) Depósitos a término
- d) Bonos de entidades públicas o privadas
- e) Cédulas hipotecarias
- f) Primas de seguros
- g) Cédulas de capitalización
- h) Otros pasivos.

B—Instrumentos de renta variable

- a) Depósitos de ahorro con corrección monetaria.
- b) Depósitos a término con corrección monetaria
- c) Certificados de abono tributario CAT
- d) Acciones de sociedades.

Analizaremos aquí la evolución de ocho de los principales instrumentos del mercado financiero colombiano en dos aspectos que interesan principalmente. El primero hace referencia a la elasticidad

del ahorro financiero a los cambios en la tasa de interés y la posible sustitución de dineros por cuasi-dineros. El segundo toca lo relacionado con la influencia que tienen los intermediarios financieros en el éxito de las políticas encaminadas a lograr incrementos del ahorro financiero mediante el estímulo de mayores tasas de interés.

1. Elasticidad del ahorro a cambios en la tasa de interés

En la teoría económica se ha discutido mucho sobre la elasticidad del ahorro a la tasa de interés sin que se haya llegado a completo acuerdo sobre el tema. Las ideas, aparentemente antagónicas sobre este tema, en el fondo no lo son si se considera que la elasticidad depende fundamentalmente de si la tasa real es positiva o negativa.

La tasa real de interés se define como la diferencia entre la tasa efectiva y la tasa de inflación. La tasa efectiva es aquella que tiene en cuenta todos los factores que implican aumento en el rendimiento, como período de pago de los intereses, valor del descuento de los activos financieros, pago anticipado o vencido de los intereses, valorización, etc. Por otra parte, se considera que a nivel de unidad económica el ahorro se define como la suma del ahorro financiero, la inversión en bienes de producción y la adquisición de bienes de consumo durables. En este último término encontramos la principal explicación de la elasticidad del ahorro a la tasa de interés, que como se comprende se fundamenta en la diferente definición de ahorro, según se considere el agregado total o la unidad económica. Porque macroeconómicamente, los bienes de consumo durable no son ahorro.

Puede parecer inadecuado decir que las personas ahorran en bienes de consumo durables, pero la evidencia muestra que no es así y que muchos realizan compras de automóviles, joyas, etc., con los mismos propósitos que adquieren activos financieros. Aun, muchas veces se adquieren bienes de capital que no se utilizan en la producción sino más bien como forma de mantener un poder de compra.

Ahora pasemos a relacionar la tasa de interés y la adquisición de bienes de consumo durables como forma de ahorro. Hemos definido el ahorro de la unidad económica como:

$$a = y - c = a_f + i + a_{bd}$$

donde:

a = ahorro de la unidad económica

a_f = ahorro financiero de la unidad económica

i = inversión de la unidad económica

a_{bd} = compras de bienes durables como ahorro por la unidad económica.

y = ingreso

c = consumo.

Cuando la unidad económica realiza un ahorro también decide cómo mantenerlo, y generalmente encuentra tres posibilidades: adquirir un activo financiero, un bien de capital o un bien de consumo durable. Para decidir, analiza el rendimiento que puede obtener de cada alternativa y selecciona la de mayor rendimiento real. Esta elección depende del grado de educación y conocimiento que tenga la persona. Si es de bajo nivel educacional, opta por formas de ahorro muy conocidas que dan mucha seguridad, como los depósitos de ahorro. Si la unidad económica tiene más conocimientos, buscará activos financieros más complejos pero de mayor rendimiento o adquirirá bienes que se 'valoricen'.

Debido a las altas tasas de inflación registradas en los últimos años en Colombia, como en muchos otros países, la mayoría de los activos financieros tienen una tasa real negativa, que induce a muchos ahorradores a preferir como alternativa de ahorro la adquisición de bienes de capital o de consumo durables, o transferir su ahorro al exterior.

CUADRO 3

Tasas anuales de inflación para el período 1962-1974

Años	Tasa de inflación (Porcentajes)
1962	6,4
1963	32,6
1964	8,9
1965	14,5
1966	13,0
1967	7,3
1968	6,5
1969	8,6
1970	6,7
1971	13,7
1972	14,0
1973	23,6
1974	26,0

La adquisición de bienes de capital por parte de ahorradores, obedece en algunos casos no a su deseo de ponerlos al servicio de la producción, sino como forma de mantener un poder de compra más o menos constante. Aunque en este caso se tiene una inversión y se contabiliza como tal en las cuentas nacionales, resulta que estrictamente hablando no es inversión, o si se quiere, se la puede llamar inversión improductiva.

Tasas nominales de interés de los principales activos financieros

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (a marzo)
1—Depósitos de ahorro	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	8,5	8,5	12	16
2—Depósitos a término (de 6 a 24 meses)..	4	4	4	4	4	4	4	7	7	7	8,5	8,5	12	16
3—Certificados de depó- sito a término (más de 180 días).....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13	13	13	24	24
4—Depósitos en corpo- raciones de ahorro y vivienda (1)														
1. Cuentas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5	5	4	4
2. Certificados	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5,5	5,5	5	5
5—Cédulas del Banco Central Hipotecario.	7	7	7	7	7	7	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	12,5	12,5	12,5
6—Bonos de desarrollo económico. Clase "B"	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	11	11	11	11	11	15	15	15
7—Bonos de empresas privadas														
1. Corporaciones fi- nancieras (bonos de garantía gene- ral)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	16-18	16-18	16-18	16-18
2. Bonos Coltejer	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	21,0	21,0	21,0	21,0
3. Bonos Coltaba- co	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	23,0	23,0
8—Acciones S. A. (sin valorización) (2)														
1. Industriales	12,0	11,6	12,4	13,4	15,2	15,2	13,8	10,9	10,0	14,7	16,4	22,2	19,2	—
2. Financieras	12,2	11,6	10,8	10,4	13,8	12,4	13,6	10,7	10,6	14,4	19,7	20,1	18,8	—
9—Certificados de abono tributario (3)														
3 Meses	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11,7	18,3	19,9	21,0	—
6 Meses	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13,8	19,1	22,0	22,6	—
12 Meses	—	—	—	—	—	37,2	19,1	17,0	16,5	17,1	—	—	—	—
10—Mercado libre (4)														
1. Organizado	—	—	—	—	—	—	—	24	24	24	24	24-30	24-30	24-30
2. No organizado...	24,30	24-30	24-30	24-30	24,30	24-30	24-30	24-30	24-30	24-30	24-30	30-36	30-36	30-36

Fuentes: (1) Únicamente se considera la tasa nominal de interés, sin tener en cuenta el reajuste monetario. (2) Banco de la República, Investigaciones Económicas, División de Flujo de Fondos. (3) Banco de la República, Informe del Gerente, 1972 y cálculos de la Bolsa de Bogotá. (4) Encuestas con personas e instituciones del sector.

Cuando se aumenta la tasa real de interés en países en que esta es negativa, se puede hablar de elasticidad del ahorro respecto al interés. En cambio, en países donde las tasas reales de interés son positivas, las personas no ahorran en bienes de capital improductivo o de consumo durable y los cambios en el rendimiento de los activos financieros no producen una sustitución apreciable. La respuesta del ahorro a incrementos en el interés, depende también de la magnitud del cambio. Cuando este es porcentualmente elevado se obtiene un aumento en el ahorro financiero, aun cuando la tasa real de interés sea negativa.

Al analizar las cifras de los activos financieros presentados en los cuadros, podemos deducir que en Colombia se han presentado mayores aumentos del ahorro financiero en los años en que la tasa de interés real ha sido positiva, o menos negativa. Cabe observar que la existencia de mercados extrabancarios que ofrecen mejores rendimientos y de los cua-

les es prácticamente imposible obtener información, distorsionan los verdaderos resultados por la transferencia de recursos entre los dos mercados.

Cuando en 1968 se aumentó la tasa de interés para las cédulas hipotecarias, se presentó un considerable aumento de la colocación de las mismas. Basándose en esta experiencia, J. A. Hanson encontró que un aumento de 1% en la tasa promedio del portafolio financiero es acompañado de un crecimiento de 7,1% a 8,8% en la tasa promedio de ahorro (2).

2. Sustitución de medios de pago por cuasi-dineros

Es bien conocido que cuando se aumenta la tasa de interés reconocida sobre los cuasi-dineros, se pre-

(2) Hanson: La estimación del ahorro familiar en Colombia, Departamento Nacional de Planeación, Mimeógrafo de circulación restringida. Bogotá, noviembre de 1972.

senta 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 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 un 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— las cuales en su manejo difieren tan poco de los depósitos en cuenta corriente, que uno llega a pensar en clasificarlas como medios de pago, si no en su totalidad, al menos en un 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 recibían, y 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

CUADRO 5

Tasas comparables de interés

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (Hasta marzo)
1—Depósitos de ahorro...	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	12,0	12,0	12,6	17,0
2—Depósitos a término (6 a 24 meses)	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	11,6	11,6	11,6	13,9	13,9	19,1	16,6
3—Certificados de depósitos	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13,6	13,6	13,6	26,1	26,1
4—Depósitos de corporaciones de ahorro y vivienda														
a) Cuentas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	26,0	34,9	35,3	30,0
b) Certificados	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	26,6	35,4	35,1	31,3
5—Cédulas del Banco Central Hipotecario	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	23,3	23,3	23,3
6—Bonos de desarrollo económico (Clase B)..	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	25,4	25,4	25,4
7—Bonos de empresas privadas														
a) Bonos de corporaciones financieras (de garantía general)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17,8-20,0	18,2-22,2	18,2-22,2	18,2-22,2
b) Bonos Coltejer	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	24,5	24,5	24,5	24,5
c) Bonos Coltabaco...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	26,0	26,0
8—Acciones sociedades anónimas														
a) Industriales	20,5	18,4	22,0	—	5,3	29,6	27,9	22,1	25,2	—	12,1	33,5	—	—
b) Financieras	21,2	15,9	19,2	—	3,9	20,5	21,0	33,3	20,4	—	9,7	30,1	5,5	—
9—Certificados de abono tributario														
a) 3 meses	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19,8	30,0	32,5	20,9	—
b) 6 meses	—	—	—	—	—	—	—	—	—	23,1	31,2	35,6	22,6	—
c) 12 meses	—	—	—	—	—	40,0	31,2	28,0	27,2	28,2	—	—	—	—
10—Mercado libre														
a) Organizado	—	—	—	—	—	—	—	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1-36,6	28,1-36,6	28,1-36,6
b) No organizado.....	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0

Nota: Tasa comparable = $\frac{TRD + T}{1 - M}$ donde: TRD = tasa efectiva de interés después de impuestos. T = Tasa de tributación al patrimonio. M = tasa de tributación a la renta. La tasa comparable indica el rendimiento requerido antes de impuestos.

depósitos son muy utilizados hoy en día como sustituto casi perfecto 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 alternativa diferente a la de emitir. La implantación de tope a la corrección monetaria, 19%, para hacerlos menos llamativos, y el establecimiento de un encaje del 10 y 15% —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 la corrección monetaria y los intereses para períodos menores de tres meses, o limitando el valor del depósito por persona en cuentas de ahorros y alargando el plazo mínimo de los depósitos a término.

3. Influencia de los intermediarios financieros

Hay un aspecto que vale la pena destacar cuando se analiza la respuesta de los ahorradores a incrementos en la tasa de interés. Se ha dicho que cuando la tasa real de interés es negativa y pasa a positiva o menos negativa, las unidades económicas ahorran más en activos financieros que en bienes de capital o de consumo durables. No obstante, en muchas ocasiones ocurre que se autoriza la emisión de activos financieros con tasas de interés muy llamativas para los ahorradores y parece que la gente no respondiera a tal incentivo.

Al estudiar la inoperancia de ciertos instrumentos de captación de ahorro financiero, se encuentra que la causa no está en el ahorrador, sino en los intermediarios financieros que no encuentran rentable trabajar con algunos papeles, porque las tasas máximas que pueden cobrar por la colocación de los recursos captados mediante dichos papeles les deja un margen de intermediación que consideran muy bajo o menor que el de otras operaciones.

El comportamiento de los intermediarios financieros se explica por la sustitución que el público realizaría de papeles menos rentables a otros más rentables para él, pero con menos margen de intermediación. La demostración empírica de este hecho se encuentra en el mercado financiero colombiano en los últimos tres años. Mientras se mantuvieron inversiones forzosas con los recursos obtenidos por el sistema bancario mediante los depósitos de ahorro, los bancos no se mostraron muy interesados en estimular tal mecanismo. Una vez suprimidas las inversiones forzosas aumentó el margen de intermediación y todo el sistema se lanzó a una intensa campaña publicitaria que llevó a que los depósitos

de ahorro se duplicaran en solo dos años, a pesar de ser uno de los activos financieros de más bajo rendimiento.

4. Evolución reciente del ahorro financiero en Colombia

Es muy conocido cómo los países en vía de desarrollo generalmente poseen mercados de capitales muy incipientes por su relativamente bajo volumen de ahorro, que contrasta con las grandes necesidades de un adecuado volumen de inversión que les permita acelerar su desarrollo económico. Tal situación se trata de resolver mediante el financiamiento externo. Colombia no escapa a esta situación.

Las cifras de ahorro financiero de la economía colombiana nos muestran cómo mientras el ahorro financiero de las familias solo aumenta en 30% entre 1962 y 1973, el ahorro externo para el mismo período crece en cerca de 200%.

Cabe destacar que a partir de 1971 se observa una nueva y creciente preocupación por desarrollar el mercado de capitales y tener un mejor conocimiento del mismo. La mejor comprensión de los problemas del mercado de capitales ha permitido la adopción de una serie de medidas de política económica cuyos resultados positivos pueden verse ya.

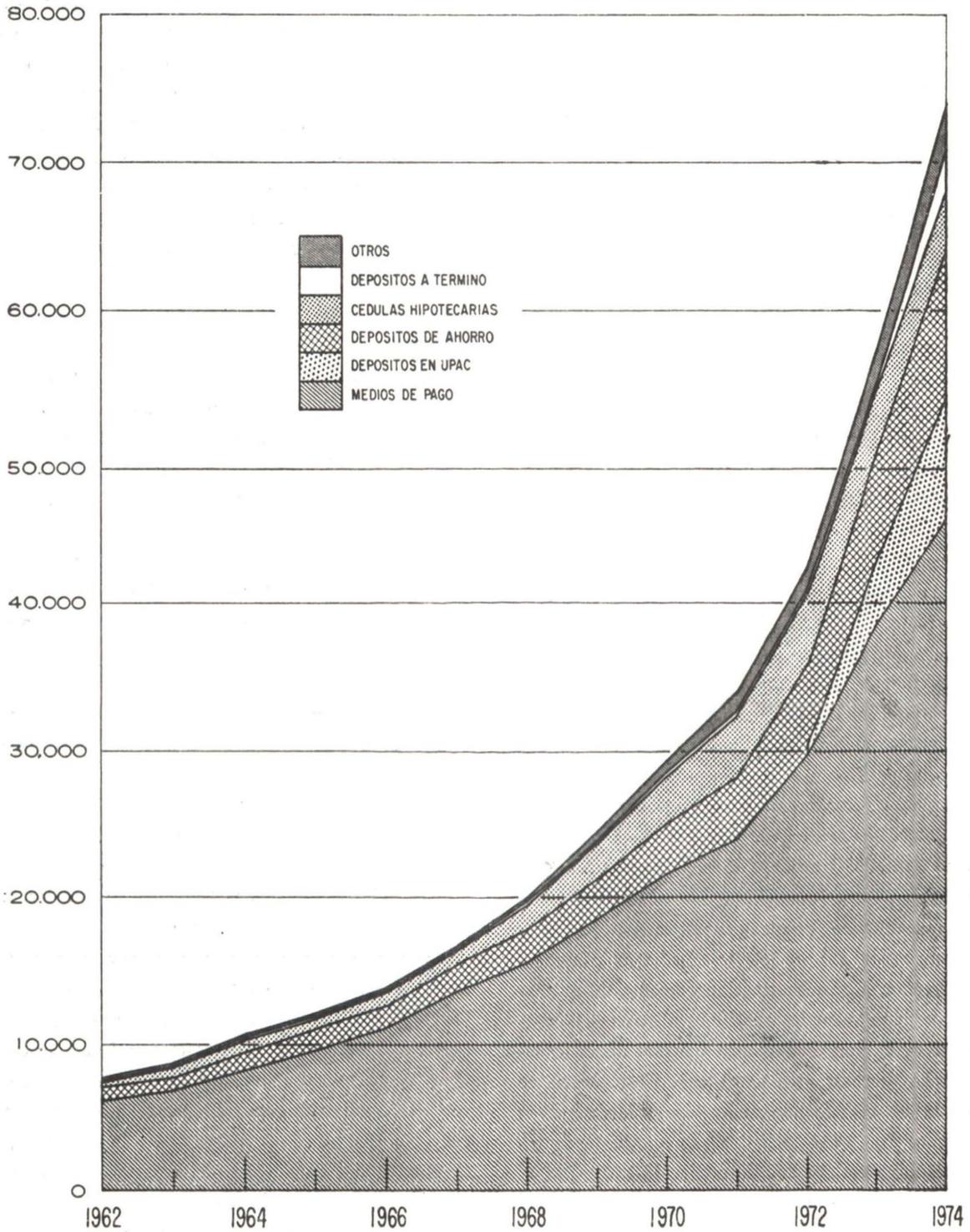
Hasta 1960, el ahorrador colombiano encontraba muy poca diversidad de activos financieros para colocar su ahorro. Prácticamente solo existían los depósitos de ahorro, las acciones, las cédulas hipotecarias, las cédulas de capitalización y los medios de pago. De estos activos financieros solo los depósitos de ahorro, las cédulas de capitalización y el efectivo estaban al alcance de la población de bajo nivel socioeconómico. Además, el único medio realmente difundido en el país era el de los depósitos de ahorro por la extensa red de oficinas de los bancos comerciales y de la Caja de Crédito Agrario.

En 1959 y 1960 se intenta ampliar el número de posibilidades para los ahorradores y dotar de más fuentes de financiamiento a las empresas y al gobierno. Se crean las corporaciones financieras como bancos de fomento que son autorizados para emitir bonos de garantía general y específica. Por su parte, el gobierno lanza al mercado las primeras emisiones de bonos de desarrollo económico, clase B.

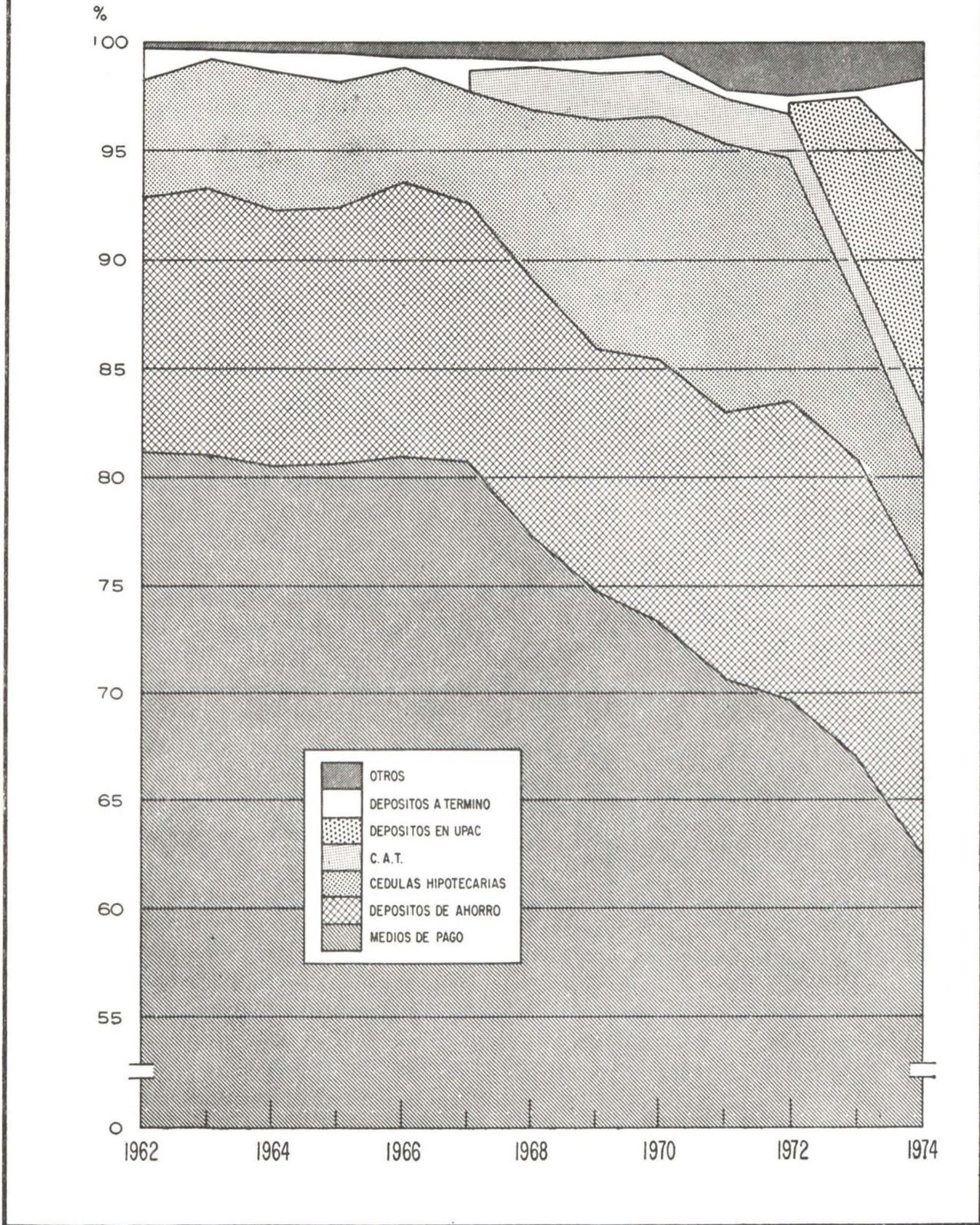
No obstante, los esfuerzos realizados se vieron casi completamente neutralizados por la aceleración del proceso inflacionario ocurrido en 1963 y la rigidez de las tasas de interés que condujeron a una tasa real negativa, con el consiguiente desestímulo del ahorro financiero.

AHORRO FINANCIERO NETO DE TRANSFERENCIAS
ENTRE INTERMEDIARIOS

MILLONES DE \$



COMPOSICION DEL AHORRO TRANSFERIBLE



El inadecuado manejo de la tasa de interés en esa época se reflejó muy claramente en el manejo de las cédulas hipotecarias, cuyo valor de mercado fue mantenido artificialmente estable por el Banco Central Hipotecario. No se duda que fluctuaciones muy bruscas en el precio de un papel pueden traer desconfianza en el público, pero una reducción controlada mejora el rendimiento y no causa traumas. A pesar de que las cajas de ahorro y las secciones de ahorro de los bancos comerciales debían realizar inversiones obligatorias en cédulas, su circulación aumentaba muy lentamente.

En 1968 se actúa en sentido realista sobre las tasas de interés de los bonos de desarrollo económico clase B y las cédulas hipotecarias, aumentando su rendimiento nominal a 11 y 9,5%, respectivamente. En términos efectivos, estas significaron rendimientos de 12,1 y 11,5% en su orden. Estos dos papeles se convirtieron en los activos financieros más rentables del mercado y las cédulas presentaron un crecimiento nunca sospechado, ya que no tuvieron competidores hasta 1972, cuando se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda.

Conviene advertir que las cédulas hipotecarias son, en la mayoría de los países desarrollados, un instrumento del mercado de capitales, mientras que en Colombia, aunque teóricamente lo son, en la práctica forman parte tanto del mercado del dinero como del de capitales, porque se les ha dado liquidez primaria absoluta. Con este instrumento se ha presentado alguna sustitución de dineros por cuasi-dineros, que en un estudio del Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico de la Universidad de los Andes, CEDE, se estimó en un 38% de la inversión voluntaria en cédulas (3).

Como resultado del primer simposio sobre Mercado de Capitales realizado en 1971, al año siguiente se comienzan a dictar normas que buscan un mayor desarrollo del ahorro financiero del país. Es así como se duplica la tasa de interés para los depósitos de ahorro, al pasarla de 4 a 8,5%. Pero quizá la medida de más trascendencia sobre el mercado de capitales consiste en el implantamiento de la corrección monetaria para los depósitos de ahorro y a término que el público realizara en las corporaciones de ahorro y vivienda, creadas en 1972. La respuesta de los ahorradores no se hizo esperar y estos depósitos pasaron a ocupar el primer lugar en la captación de ahorros en solo tres años.

Es interesante observar cómo cuando se tiene una tasa real de interés positiva, como la de los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda, puede lograrse disuadir a los ahorradores de adquirir bienes de consumo durables como forma de man-

tener sus ahorros lo más protegidos posible de la erosión causada por la inflación. En este aspecto es indiscutible el éxito logrado en Colombia.

Es obvio que no puede pensarse que toda la captación obtenida por las corporaciones de ahorro y vivienda provenga de nuevo ahorro financiero, pues sabemos que hay importantes transferencias de otros activos financieros que fueron privilegiados en el pasado. Tampoco debe perderse de vista que en Colombia existe un importante mercado extrabancario, donde las tasas de interés son mucho más elevadas que en el bancario, de donde proceden recursos hoy colocados en unidades de poder adquisitivo constante —UPAC—; también se tiene la sustitución de medios de pago por UPAC, a que se hizo referencia anteriormente. No obstante, a pesar de todas las posibles transferencias, una parte de los recursos financieros de las corporaciones provienen de la elasticidad del ahorro a la tasa de interés.

La gran dispersión existente en las tasas de interés, antes de la implantación de la corrección monetaria, se vio aumentada por esta, lo que trajo beneficios para el país al mostrar cómo no se podía continuar con un grado tal de dispersión, si se quería un sano desarrollo del mercado de capitales. Lo anterior ha conducido a la adopción de nuevas medidas tendientes a disminuir el intervalo en que se encuentran los rendimientos de los activos financieros.

Dentro de esta última política, se resolvió aumentar la tasa de interés de los depósitos de ahorro a 12% en agosto de 1974 y a 16% en febrero del presente año. Por su parte, el rendimiento de las cédulas hipotecarias se aumentó en 1973 a 15,3% y el de los bonos de desarrollo económico a 16,7%. Cabe advertir que estos dos papeles siempre han gozado del beneficio de la exención tributaria, tanto de renta como de patrimonio. Además, sobre la corrección monetaria se han tomado varias medidas. Al comienzo se calculaba con base a la tasa de inflación de los tres meses inmediatamente anteriores, luego se alargó el período a doce meses y por último a veinticuatro. Posteriormente, en agosto de 1974 se puso techo a la corrección monetaria en 20% y se determinó que los intereses se pagaran sobre saldos mínimos trimestrales en los depósitos de ahorro y para los certificados de depósito a término se pierde el interés cuando se redimen antes de su vencimiento.

(3) Rodríguez, Jaime y Francisco Pieschacón. *La cédula hipotecaria y el ahorro*, Vol. 1 CEDE y Programa de Administración, Facultad de Economía, Universidad de los Andes. Bogotá, junio de 1972.

to. Por último, hace apenas unos días se bajó el techo de la corrección monetaria a 19%.

Las tasas de interés para los depósitos de ahorro en unidades de poder adquisitivo constante son de 4% y para los certificados de depósito del 5%. La corrección monetaria se sigue pagando diariamente y el ahorrador no tiene ninguna penalización en esta parte del rendimiento cuando retira sus ahorros.

En los cuadros 6 y 7 pueden observarse las cifras de captación de cada uno de los principales activos financieros y deducir cómo los diferentes cambios en su rendimiento han incidido en el volumen de ahorro financiero mantenido en cada uno de ellos. Por tratarse de una ponencia para el Congreso Mundial de Cajas de Ahorros, se analizan a continuación con más detalle esta clase de depósitos.

CUADRO 6

Ahorro financiero neto de transferencias entre intermediarios

Resumen

(Millones de pesos)

Fin de:	Medios de pago	Depósitos en UPAC	Depósitos de ahorro	Depósitos a término	CAT	Cédulas hipotecarias	Bonos de desarrollo económico	Bonos de corporaciones financieras	Total
1961	5.112,4	—	737,4	139,4	—	—	—	—	—
1962	6.168,8	—	876,5	113,2	—	426,8	(—)	13,0	13.767,1
1963	6.922,5	—	1.047,4	39,4	—	513,3	(—)	22,3	8.544,9
1964	8.369,7	—	1.214,1	100,1	—	668,9	(—)	33,8	10.386,6
1965	9.680,1	—	1.396,9	159,7	—	714,5	(—)	52,2	12.003,4
1966	11.035,3	—	1.705,1	69,8	—	733,0	(—)	90,1	13.633,3
1967	13.450,0	—	1.989,6	97,6	160,0	856,7	(—)	103,6	16.657,5
1968	15.434,9	—	2.367,2	92,9	375,6	1.585,6	(—)	144,0	20.000,2
1969	18.448,0	—	2.716,2	177,6	532,0	2.611,1	(—)	168,6	24.653,5
1970	21.627,2	—	3.425,5	238,8	617,2	3.276,5	(—)	162,3	29.347,5
1971 Junio	22.028,3	—	3.718,5	172,1	705,0	3.785,1	(—)	180,4	30.590,0
1971 Diciembre	23.995,0	—	4.148,2	161,4	712,1	4.162,7	581,1	180,0	33.940,5
1972 Junio	25.489,0	—	4.668,5	140,1	764,9	4.479,5	891,6	328,6	36.762,2
1972 Diciembre	29.841,8	187,7	5.831,6	144,1	868,4	4.830,5	750,4	318,6	42.773,2
1973 Junio	32.661,7	2.043,3	6.607,7	230,6	1.015,6	4.153,3	820,5	388,5	47.921,2
1973 Diciembre	38.572,3	4.596,7	7.973,9	231,1	986,5	4.025,3	803,2	444,6	57.633,6
1974 Junio	40.015,3	8.317,1	8.327,4	888,1	1.503,6	3.484,7	1.015,8	429,2	63.981,2
1974 Diciembre	46.112,8	8.278,9	9.263,0	2.909,8	1.867,1	4.018,5	781,9	442,5	74.034,5
1975 Marzo	47.225,6	11.200,8	9.719,5	4.681,7	1.766,2	3.813,1	907,1	461,2	79.775,2

Fuente: "El ahorro financiero en Colombia". Teoría y práctica (en preparación) Francisco Pieschacón V.

CUADRO 7

Ahorro financiero neto de transferencias entre intermediarios

Participación porcentual

Fin de:	Medios de pago	Depósitos en UPAC	Depósitos de ahorro	Depósitos a término	CAT	Cédulas hipotecarias	Bonos de desarrollo económico	Bonos de corporaciones financieras	Total
1962	81,2	—	11,5	1,5	—	5,6	N.D.	0,2	100,0
1963	81,0	—	12,3	0,5	—	6,0	N.D.	0,2	100,0
1964	80,6	—	11,7	1,0	—	6,4	N.D.	0,3	100,0
1965	80,6	—	11,6	1,3	—	6,0	N.D.	0,4	100,0
1966	80,9	—	12,5	0,5	—	5,4	N.D.	0,7	100,0
1967	80,7	—	11,9	0,6	1,0	5,1	N.D.	0,6	100,0
1968	77,2	—	11,8	0,5	1,9	7,9	N.D.	0,7	100,0
1969	74,8	—	11,0	0,7	2,2	10,6	N.D.	0,8	100,0
1970	73,7	—	11,7	0,8	2,1	11,2	N.D.	0,6	100,0
1971 Junio	72,0	—	12,2	0,6	2,3	12,4	N.D.	0,6	100,0
1971 Diciembre	70,7	—	12,2	0,5	2,1	12,3	1,7	0,5	100,0
1972 Junio	69,3	—	12,7	0,4	2,1	12,2	2,4	0,9	100,0
1972 Diciembre	69,7	0,4	13,6	0,3	2,0	11,3	1,8	0,7	100,0
1973 Junio	68,1	4,3	13,8	0,5	2,1	8,7	1,7	0,8	100,0
1973 Diciembre	66,9	7,8	13,8	0,4	1,7	7,0	1,4	0,8	100,0
1974 Junio	62,5	13,0	13,0	1,4	2,3	5,4	1,6	0,7	100,0
1974 Diciembre	65,8	11,8	13,7	4,2	2,7	5,7	1,1	0,6	100,0
1975 Marzo	59,2	14,0	12,2	5,9	2,2	4,8	1,1	0,6	100,0

Fuente: "El ahorro financiero en Colombia". Teoría y práctica (en preparación). Francisco Pieschacón V.

5. Depósitos de ahorro sin corrección monetaria.

Antes de 1923, cuando se promulgó la Ley 45 de ese mismo año, no existía una organización institucional para el fomento del ahorro financiero a través de los depósitos de ahorro. No obstante, hasta 1965 no fue posible conseguir un rápido crecimiento en el volumen de ahorros colocados en esta clase de depósitos, en virtud de las limitaciones legales que se establecieron en la citada ley, que no fueron modificadas con oportunidad.

De una parte, la Ley 45 de 1923 fijó un tope máximo sobre cada cuenta de ahorro de \$ 3.000 para las personas naturales y de \$ 5.000 para las jurídicas. De otra parte, se estableció un régimen de inversiones forzosas que obligaba a la Caja de Crédito Agrario y a los bancos a destinar un 95% de los recursos captados a operaciones de baja rentabilidad, imposibilitando ofrecer al ahorrador un rendimiento adecuado. Aunque en algunos períodos lo fuera, el margen de intermediación era menor que el de otras operaciones y como lo mencionamos anteriormente, las instituciones financieras no se sentían atraídas para realizar campañas publicitarias tendientes a captar ahorro.

Aun cuando en algo se modificaron los topes fijados inicialmente, no fue sino hasta 1965 cuando se eliminaron totalmente. El régimen de inversiones forzosas tuvo modificaciones, pero fue solo en 1972 cuando se mejoró notablemente el margen de intermediación financiera, y los bancos se lanzaron a una intensa campaña para obtener recursos por este medio, tal como lo anotamos anteriormente. Finalmente, en agosto de 1974 se desmontó casi completamente el régimen de inversiones forzosas. Se mantiene un encaje del 20% que debe constituirse: 0,5% en efectivo y 19,5% en cédulas hipotecarias, además de que los recursos solo pueden prestarse a tasas máximas establecidas.

La respuesta de muchos ahorradores parece deberse, en parte, a la tasa real de interés vigente. Otra parte muy importante del incremento en los depósitos de ahorro es el resultado del incentivo de acceso al crédito y rifas de automóviles, casas, etc., que ofrecen muchos de los bancos comerciales a sus depositantes de ahorro. Este incentivo es más fuerte para las clases de bajo status socioeconómico. Otro aliciente que aparece como buen motivador es el seguro de vida que han establecido varias entidades y que está relacionado con el saldo promedio de la cuenta en un período dado antes de la muerte del ahorrador.

Un aspecto digno de mención para el cabal conocimiento del desarrollo de los depósitos de ahorro,

es la evolución del número de oficinas de las instituciones financieras con secciones de ahorro. La Caja Colombiana de Ahorros, fundada en 1925, para 1951 contaba ya con 233 oficinas en el país, 536 en 1963 y 815 en 1975.

Aunque desde 1926 los bancos comerciales de Colombia y Bogotá establecieron secciones de ahorro, solo en 1950 se autorizó oficialmente el funcionamiento de estas dependencias en los bancos. En 1951 existían 411 oficinas de cinco entidades bancarias con secciones de ahorro, incluidas las de la Caja Colombiana de Ahorros. En 1963 el número de estas oficinas sobrepasaba las 1.100 y hoy día es superior a las 2.450. Una red tan extensa facilita la llegada a un alto porcentaje de los ahorradores financieros del país.

En Colombia se ha sostenido que los depositantes en cuentas de ahorro son personas de bajos ingresos y se da como prueba de esto el gran porcentaje de cuentas con saldos menores de \$ 50 o \$ 100. Esta afirmación se ha convertido en algo que se da por cierto y que nadie ha pretendido cuestionar. Se dice también que los depósitos de ahorro son las cuentas corrientes de los pobres. De todas formas se da por sentado que es un mecanismo de ahorro de la clase de menores ingresos. Esta apreciación ha determinado en algunas ocasiones la mejora de la tasa de interés y el otorgamiento de exenciones tributarias.

Sin pretender negar que las afirmaciones anteriores hubieran sido completamente válidas hace algunos años, hoy la distribución del número de cuentas por montos indica que del 50% de los depósitos de ahorro del país, el 1% de los ahorradores posee el 47% del volumen en cuentas con \$ 20.000 o más.

Al estudiar la distribución de los depósitos de ahorro de la Caja Colombiana de Ahorros en junio de 1974, se encuentra que el 55,4% de las cuentas presentaba un saldo inferior a \$ 50, que en volumen de ahorros solo llegaba a 0,7% del total. La explicación a este hecho parece encontrarse en la dejación del sistema por parte de mucha gente. Un crecido número de estas cuentas pertenece a personas que las abrieron en su época de estudiantes y las fueron abandonando a medida que sus niveles educacional y de ingreso aumentaron. Además, es de tenerse en consideración que generalmente se presenta la distribución por cuentas y no por ahorradores como sería lo más adecuado, pues una misma persona puede poseer más de una cuenta. Los anteriores hechos y cifras son los que han llevado a pensar en reevaluar en algo el concepto de que los depósitos de ahorro son realizados por gentes de bajos ingresos.

CONCLUSIONES

En primer lugar se encuentra que el uso indiscriminado del término ahorro para referirse a este y al ahorro o superávit financiero, causa importantes confusiones que se reflejan frecuentemente en dificultades para formular las medidas de política financiera.

Aunque en Colombia desde muchos años atrás se han realizado importantes esfuerzos para fomentar el ahorro de la población, estos han tenido casi siempre un carácter transitorio y parcial. Pero a partir de 1971 se ha trabajado permanentemente y con visión de conjunto en la búsqueda de un mayor ahorro.

Las tasas de interés no siempre se han tratado con un sentido realista y por consiguiente esta he-

rramienta de política financiera no ha colaborado como debiera en el fomento del ahorro. Por otra parte, se encuentra que en Colombia el ahorro financiero y el ahorro a nivel global responden positivamente a incrementos de la tasa real de interés, cuando esta pasa de negativa a positiva o menos negativa, desestimulando la adquisición de bienes de consumo durables como alternativa de ahorro.

Conviene separar el mercado de dinero y el de capitales para evitar el que unidades económicas utilicen instrumentos de este último para mantener excesos temporales de dinero, aun a cortísimo plazo. Es decir, no facilitar demasiado la sustitución entre dinero y cuasi-dinero, lo cual complica el manejo de la política monetaria del país.

LEYES DEL CONGRESO NACIONAL

Emisión de bonos de desarrollo económico

LEY 38 DE 1975
(diciembre 3)

por la cual se autoriza la emisión de Títulos de Deuda Pública Interna denominados "Bonos de Desarrollo Económico"

El Congreso de Colombia,

DECRETA:

Artículo 1º Autorízase al Gobierno Nacional para emitir Títulos de Deuda Pública Interna, denominados "Bonos de Desarrollo Económico", hasta por la suma de un mil quinientos millones de pesos (\$ 1.500.000.000.00), destinados a financiar las apropiaciones de inversión contempladas en el proyecto de presupuesto adicional sometido por el Gobierno a la consideración del Congreso para la vigencia fiscal de 1976.

Artículo 2º Autorízase al Gobierno Nacional para administrar directamente las emisiones de los "Bonos de Desarrollo Económico" o para celebrar con cualquier entidad nacional, facultada para ello, los contratos de fideicomiso requeridos; con el Banco de la República los de garantía, que permitan el servicio normal y adecuado de amortización e intereses de los títulos y para celebrar los contratos de impresión a que hubiere lugar.

Artículo 3º Los contratos de fideicomiso, impresión y garantía a que se refiere el artículo segundo, solo requerirán para su validez la aprobación del Presidente de la República, previo concepto del consejo de ministros.

Artículo 4º El Gobierno Nacional fijará, previo concepto de la Junta Monetaria, el interés, plazo de amortización y demás características de los "Bonos de Desarrollo Económico", autorizados por esta ley.

Artículo 5º Autorízase al Gobierno Nacional para dictar las providencias que fueren necesarias, a fin de asegurar la colocación de los empréstitos representados en bonos de desarrollo económico y para atender adecuadamente el de amortización, intereses, liquidez y demás gastos. El Gobierno no podrá colocar estos bonos en el Banco de la República.

Artículo 6º Igualmente autorízase al Gobierno para modificar las características de los bonos de desarrollo econó-

mico emitidos y no colocados, teniendo en cuenta las condiciones del mercado y previo concepto de la Junta Monetaria. Artículo 7º Esta ley rige desde su sanción.

Dada en Bogotá, D. E., a 3 de diciembre de mil novecientos setenta y cinco (1975).

El presidente del Senado de la República,

Gustavo Balcázar Monzón

El presidente de la Cámara de Representantes,

Alberto Santofimio Botero

El secretario general del Senado de la República,

Amaury Guerrero

El secretario general de la Cámara de Representantes,

Ignacio Laguado Moncada

República de Colombia. Gobierno Nacional

Bogotá, D. E., 3 de diciembre de 1975.

Publíquese y ejecútese.

ALFONSO LOPEZ MICHELSEN

El ministro de Hacienda y Crédito Público,

Rodrigo Botero Montoya

Creación de la Unión de Países Exportadores de Banano —UPEB—

LEY 40 DE 1975
(diciembre 3)

por medio de la cual se aprueba el convenio que crea la Unión de Países Exportadores de Banano (UPEB), firmado en Panamá el 17 de septiembre de 1974.