

ALGUNOS ASPECTOS DEL MERCADO LIBRE DE DINERO EN COLOMBIA

POR JOAQUIN DE POMBO

El presente estudio fue elaborado mediante convenio celebrado entre la Organización de los Estados Americanos y el Banco de la República y su publicación se efectúa con la aprobación de la primera de las entidades nombradas.

I—INTRODUCCION

En Colombia el concepto de "mercado extrabancario" reviste muy diversos significados. Para algunos está formado por las operaciones de préstamo hechas por personas o entidades distintas a los Bancos. Para otros, identifica operaciones de alto riesgo. Para muchos coincide con la idea de usura. Para casi todos evoca algo misterioso y tentador y por lo mismo con fronteras no bien claras entre lo respetable y lo ilícito.

En el último año se ha venido hablando y escribiendo de tal mercado en forma tan insistente y ambigua, que en la imaginación de las gentes ha tomado contornos de leyenda; y en la de algunos dirigentes del sector público y privado, en síntoma o explicación de males del más diverso orden.

Se supone que el crecimiento de un mercado distinto a las opciones que tradicionalmente se han ofrecido a un inversionista ha sido particularmente acelerado durante los últimos cinco años, pero han resultado infructuosos los ensayos de cuantificar este crecimiento o identificar las tendencias del mismo. Esto es así porque el mercado libre asume multitud de formas no identificables, ninguna de las cuales está sujeta a un procedimiento de compilación estadística. Por otra parte, hubiera resultado poco ilustrativa una simple identificación de un sector especializado sin referencia alguna al resto del mercado de capitales.

En la primera parte se presentan los resultados de la encuesta que se circunscribe a un universo limitado que abarca a un cierto número de intermediarios especializados que forman la parte "institu-

cional" del mercado y que, por cierto, han venido desempeñando una función útil y seria.

Debemos agradecer a ellos la confianza y amplitud con que nos recibieron y la franqueza con que facilitaron gran parte de la información. El método y descripción de los hallazgos aparece en el capítulo correspondiente.

Hay que admitir que la muestra es pequeña y que la dimensión del mercado, especialmente en sus aspectos cuantitativos es bien superior a lo aquí registrado. Se piensa, no obstante, que en cuanto a tasas de interés y modalidades de operación, la muestra refleja la realidad.

Pareció necesario además examinar cuál ha sido la situación de la demanda de préstamos que representa el otro lado del problema. Es decir, si se podía colocar dinero al 24% anual, es porque existía una demanda que se hallaba frustrada a niveles más bajos de interés. El capítulo está dedicado a buscar las causas y dimensión de esta demanda con énfasis especial en el endeudamiento externo del sector privado.

Este estudio pretende aventurar un primer paso hacia el tema, aproximándose a él desde diversos ángulos y tratándolo dentro de la hipótesis que parece más objetiva. Es decir, como parte y complemento de las instituciones y los mecanismos financieros del país.

Más aún, su desarrollo descansa sobre la clasificación de este segmento de la vida financiera como parte integrante y complementaria del mercado de capitales, dentro del supuesto —que no es universal desde luego— de que el llamado "depósito" o "préstamo" extrabancario es, simplemente, una de las alternativas ofrecidas al inversionista o a quien demanda crédito.

Por esta razón, se decidió presentar un resumen de las alternativas que se ofrecen a un inversionista

con sus características esenciales y su comportamiento en los últimos cinco años. Se pensó que de otra manera el tratamiento del tema hubiera quedado en el vacío y el ejercicio de buscar factores de causalidad con asidero en cifras reales hubiera sido imposible. Como es natural, dentro de una coyuntura inflacionaria, las cifras se convirtieron a valores corrientes del año 1966.

El propósito de este ejercicio es el de observar las preferencias del inversionista y señalar tendencias de crecimiento para compararlas con las tendencias observadas como resultado de la encuesta.

Como sucede normalmente en el diagnóstico de enfermedades desconocidas, se decidió identificar una influencia que pareciera determinante en el comportamiento de todo el organismo y para ello se fijó la atención sobre la estructura de las tasas de interés.

La comparación entre las tasas de interés ofrecidas por los canales convencionales y las del mercado investigado nos llevó necesariamente a presentar una discusión general sobre este tema, a cuyo tratamiento se le atribuye importancia clave en el desarrollo de la historia financiera reciente.

En este capítulo se propone la tesis de la existencia de dos mercados financieros paralelos, a saber: el que está sujeto a control de tasas y el mercado libre que refleja la oferta y demanda de recursos. De la enunciación de esta teoría —o más bien clasificación— surgió la idea de buscar una denominación más universal y desvinculada de los prejuicios que se asocian a la expresión “mercado extra-bancario”. Por eso se sustituye tal denominación por la de “mercado libre de dinero”.

A lo largo del trabajo el lector seguramente detectará no pocos “juicios de valor” que, como es inevitable, reflejan criterios exclusivos del autor, que son ciertamente discutibles.

Tanto en el orden de autonomía investigativa como en la organización y orientación del estudio, gozamos de una total independencia por parte del Banco de la República quien tuvo la iniciativa de proponerlo y auspiciarlo. Sea esta la oportunidad de expresarle nuestro reconocimiento.

El doctor Ignacio Navas Pinzón participó en la investigación. El doctor Daniel Schlesinger Ricaurte, del Banco de la República, nos proporcionó valiosas observaciones.

a) Existe un grupo de intermediarios especializados en la captación de ahorro y otorgamiento de crédito por fuera de los canales de la banca convencional. Estos intermediarios están debidamente organizados, actúan con políticas muy similares y en materia de garantías actúan con los mismos criterios de la banca comercial. Buena parte de ellos están vinculados a compañías de seguro. El volumen de recursos que manejaban ascendían en diciembre de 1971 a \$ 554 millones. El mercado libre es esencialmente de corto plazo y tiene una remuneración para el depositante que oscila entre 18% y 24% anual. Los intermediarios especializados son una fuente muy importante de crédito para capital de trabajo y financiamiento de la venta de automóviles de segunda mano.

b) Durante los últimos años la orientación del crédito se ha caracterizado por: i) una disminución de la participación de la banca comercial en el total de los activos financieros del sistema bancario; ii) una importante reducción y estrechamiento en el plazo del crédito para capital de trabajo; iii) una pérdida en la participación relativa de la industria y el comercio dentro del total del crédito disponible a través de la banca comercial. En el último quinquenio el endeudamiento del sector privado en monedas duras, ha mostrado un acelerado crecimiento a tasas que superan ampliamente el crecimiento de los préstamos de la banca comercial.

c) Un análisis del crecimiento de 11 opciones de ahorro e inversión durante los últimos cinco años, a precios constantes de 1966, permite hacer un catálogo del orden de preferencia de los inversionistas hacia esas alternativas. Hay una correlación directa entre las tasas de crecimiento y las tasas de interés ofrecidas, o una combinación de estas con el régimen de exención tributaria otorgado a las obligaciones del gobierno.

d) La característica más saliente del mercado financiero ha sido la congelación de la tasa de interés, especialmente de las operaciones pasivas, a niveles inferiores a la tasa de inflación. Esta congelación se ha mantenido durante un largo período y se ha reflejado en una muy baja remuneración al ahorro familiar y empresarial. Un corolario de esta política ha sido el estímulo a través de exención de impuestos hacia la emisión de las obligaciones del Estado.

e) La existencia de un mercado de dinero por fuera de las formas convencionales de ahorrar, pa-

rece ser el resultado de la demanda de crédito insatisfecha y la baja rentabilidad de los papeles que existen en el mercado.

III — INVESTIGACION SOBRE UN GRUPO DE INTERMEDIARIOS ESPECIALIZADOS

1. Ambito y método de la encuesta

La investigación cubrió el grupo más representativo de intermediarios especializados en el mercado. Para definir este concepto se utilizó el criterio de que estuvieran establecidos en forma permanente y pública, que tuvieran políticas homogéneas tanto para captar depósitos como para otorgar préstamos y finalmente que estuvieran respaldados por grupos o personas cuya seriedad les otorgaba cierto carácter institucional. También se tomó en cuenta el volumen de transacciones realizadas. Puede afirmarse que las entidades investigadas son las más importantes en el mercado libre.

La encuesta desde luego cubre un universo bien limitado. Es bien sabido que en el funcionan muchos intermediarios eventuales muy difíciles de identificar o someter a una encuesta organizada. En este grupo se incluyen especialmente personas que operan en el campo de la constitución de hipotecas privadas y presumiblemente algunos corredores de Bolsa.

Al identificar a las principales entidades especializadas se pretende ofrecer un diagnóstico de las características o reglas del juego de este mercado, que pueden considerarse como típicas del funcionamiento del mismo aún fuera del ámbito de la encuesta. Esta presunción juzgamos que es válida especialmente en cuanto a garantías, plazos y tasas de interés. En resumen, el universo estudiado está lejos de ser completo pero refleja los indicios más ciertos sobre el mecanismo del mercado.

Para obtener los datos se diseñó un cuestionario que fue primeramente entregado a cada entidad y luego discutido personalmente con su principal ejecutivo. Excepcionalmente hubo que vencer alguna reticencia de los candidatos a la encuesta para que aceptaran brindar su concurso. La acogida que se obtuvo y la franqueza y amplitud con que fue posible discutir las operaciones, fueron la nota predominante que facilitó el trabajo. Como es natural en una investigación pionera, se enfrentaron insalvables dificultades para obtener estadísticas de las operaciones por su origen (en las pasivas) y su destino

(en las activas). Solo excepcionalmente algún intermediario estable ha determinado un método para lograrlo.

El Banco de la República estuvo de acuerdo, y así se advirtió a los participantes en la encuesta, que el estudio no proporcionaría identificación sobre nombre y propiedad. Por ello los temas son tratados siempre en abstracto.

También se observó el más alto nivel de competencia, conocimiento y prestancia personal de los ejecutivos entrevistados.

2. Clase de compañías y organización legal

La encuesta abarcó ocho compañías, siete de ellas sociedades anónimas, de las cuales cuatro están formadas por aportes de grupos financieros que institucionalmente y a través de sus afiliadas ofrecen otros servicios financieros, bancarios, de seguros, etc. Es decir, la operación en este mercado es un complemento de la actividad que ofrecen en otros campos.

Seis de las compañías son captadoras directas, lo que significa que emiten sus propias obligaciones como respaldo de los depósitos en las operaciones pasivas y asimismo constituyen obligaciones a su favor en las operaciones activas.

Dos de las compañías son intermediarias, es decir, sirven el propósito exclusivo de poner en contacto oferta y demanda. En estos casos el depositante recibe directamente el pagaré emitido por el prestatario y el intermediario recibe una comisión.

La más antigua de las entidades tiene solo siete años de operación. Hay dos que llevan menos de dos años. Esto indica que la organización del mercado libre es de muy reciente data y coincide aparentemente con la etapa de refinamiento del inversionista en su expectativa de rendimiento y también de demanda creada por los nuevos tipos de bienes accesibles al consumidor.

Con una excepción, todas son sociedades anónimas que obviamente han cumplido con todos los requisitos legales de funcionamiento y llevan estricta contabilidad. En siete de los ocho casos, los propietarios son otras personas jurídicas o excepcionalmente una combinación de personas jurídicas y naturales. Cuando se trata de compañías vinculadas a grupos financieros, la administración está bastante

integrada a otros servicios generales como son, ubicación de oficinas, contabilidad, criterios de operación, etc. y los ejecutivos pueden desempeñar simultáneamente otros cargos y responsabilidades dentro del grupo. Esta característica es muy importante por el acceso que se tiene internamente a excelentes fuentes de información.

Finalmente es importante destacar que en algunos casos las compañías sirven de vehículo para otras operaciones del grupo y también pueden tener contabilizado en su activo, edificios u otros valores muebles no relacionados con la operación en el mercado de dinero.

3. Estructura financiera

Solamente cinco de las entidades contestaron sobre las magnitudes generales de su estructura financiera, como son su capital y reservas, lo cual se incluyó en la encuesta para formar una idea del factor de multiplicación de las operaciones (leverage). El cuadro siguiente muestra estos datos, exclusivamente para compañías que generan su propio papel. Es decir, que asumen un pasivo directo cuando reciben depósitos. Hay dos compañías que actúan solamente como intermediarias y por ello el cruce de depósitos y préstamos se registra en las cuentas de orden. Desde luego en proporción a su capital, que en ambos casos es muy pequeño (menos de \$ 500.000.00), su capacidad multiplicadora es la más grande.

\$ (000)

	Capital	Reservas	Patrimonio	Pasivos	Relación deuda patrimonio
A	1.300,0	746,2	2.046,2	4.832,8	2,36 a 1
B	1.800,0	50,0	1.850,0	9.850,0	5,32 a 1
C	5.000,0	1.500,0	6.500,0	198.500,0	30,54 a 1
D	9.600,0	559,0	10.159,0	100.000,0	9,84 a 1
E	4.000,0	178,0	4.178,0	4.000,0	1,0 a 1

En los casos que aparecen en el cuadro puede observarse que el factor multiplicador va de uno a uno hasta treinta a uno. La de menor "leverage" acaba de empezar operaciones. Sin embargo puede verse que la tendencia es a movilizar un gran volumen con poco capital. El riesgo que ello implica es desde luego muy elevado, porque la falta de puntualidad en la recuperación de la cartera podría ser fatal.

Sobre este aspecto del tema resultó muy interesante verificar que el cliente depositante no exige ver el balance de la empresa previamente a su de-

pósito. La norma general es la confianza absoluta en la bondad del sistema y de la entidad. Tal confianza proviene de la imagen de los grupos que respaldan estas operaciones y la fe en la corrección de sus administradores. Esta confianza no ha sido defraudada en ninguno de los casos conocidos en el estudio.

4. Ambito de operaciones

Las compañías vinculadas a grupos financieros operan desde Bogotá, pero reciben depósitos en todas las capitales del país a través de sus oficinas regionales. Los recursos se obtienen a través de vendedores. Este tipo de organización podría producir internamente la consecuencia de que dentro de una misma compañía los vendedores promovieran alternativamente papeles que son competitivos entre sí, lo cual podría causar conflictos internos y produciría traslados de un tipo de inversión hacia otro. Por ejemplo, es concebible que quienes vendieran fondos mutuos trasladaran la presión de ventas hacia el mercado libre dentro de un mismo grupo financiero. La respuesta que se obtuvo a esta inquietud asumió dos formas: en un caso se explicó que por tratarse de vendedores exclusivos estaban suficientemente entrenados para explicar las ventajas principales que diferenciaban una opción de invertir de otra, bajo la hipótesis de que cada una de ellas llena un propósito especial del inversionista (por ejemplo el seguro es protección de un riesgo, el fondo mutuo mira hacia el crecimiento y el mercado extra-bancario hacia la rentabilidad inmediata). En otros se admitió la existencia del problema.

Es imposible verificar si en efecto se han producido movimientos internos de dinero dentro de grupos financieros, pero es presumible que sus resultados hayan registrado la tendencia que muestra el conjunto, en donde evidentemente parece que hubo un traslado importante de los fondos mutuos hacia la alternativa que aquí se estudia.

Las dos entidades más grandes informaron que Bogotá producía el 50% del movimiento. Luego siguen en su orden Medellín, Cali, Bucaramanga y Manizales. En general la actividad en la Costa Atlántica es baja (1). En cuanto a los simples intermediarios ellos indicaron que la totalidad de sus operaciones estaban en Bogotá.

Todos los indicios obtenidos durante las entrevistas indican que no menos del 70% del total de opera-

(1) La experiencia de una quiebra ocurrida hace dos años en el norte del país ha podido desalentar a los inversionistas.

ciones cubierto por la encuesta, proviene de la capital.

5. Monto promedio de los depósitos

Todas las entidades han fijado montos mínimos para los depósitos que son los siguientes:

	Miles de pesos	
	Mínimo	Promedio
Entidad A	10.000	52.000
Entidad B	1.000	100.000
Entidad C	20.000	84.000
Entidad D	20.000	55.000
Entidad E	10.000	80.000
Entidad F	50.000	500.000
Entidad G	20.000
Entidad H	1.000	30.000

Con dos excepciones que reciben depósitos de inversionistas pequeños, la política de captación está orientada hacia un inversionista medio y alto. En la práctica, sin embargo, el promedio real es más alto que el mínimo y está por encima de los \$ 50.000, lo que hace presumir un alto nivel de ingreso y capacidad de ahorro en los depositantes y por ende gran refinamiento financiero.

Una entidad facilitó la siguiente información por escalas de concentración, que reafirma la estructura del mercado:

Ejemplo de una distribución de depósitos

Nivel \$ (000)	Número	Monto Pesos
1 a 20	37	585.000
20 a 50	1.081	32.000.000
50 a 100	395	31.000.000
100 a 250	161	17.000.000
250 a 500	40	9.600.000
500 o más	9	5.700.000

Esta concentración de depósitos en el nivel 50.000 a 100.000 pesos refuerza la teoría desarrollada en otro capítulo sobre los incentivos tributarios que logran que después de determinada cantidad puede resultar más atrayente invertir en Cédulas del Banco Central Hipotecario.

En materia de estructura de la oferta se inquirió también sobre el origen de los depósitos con las siguientes categorías:

- a) Personas.
- b) Compañías.
- c) Entidades sin ánimo de lucro.
 - i) Universidades.
 - ii) Comunidades religiosas.

Ninguna entidad estaba preparada para suministrar este dato estadísticamente. La respuesta, obte-

nida como simple estimación, reveló que entre 70% y 90% eran personas naturales aunque todos admitieron tener depósitos importantes de entidades sin ánimo de lucro, incluyendo centros de enseñanza, con especial énfasis en las organizaciones religiosas. Estas dos últimas categorías están exentas de impuestos de tal forma que el rendimiento obtenido es totalmente neto.

6. Promoción y ventas

Una característica general de este mercado es que ha surgido y crecido sin ninguna ayuda a través de medios publicitarios; inclusive se nos afirmó que tampoco se había hecho presión interna de venta con los vendedores de otros productos financieros. Solo una compañía publicó avisos en los diarios locales muy recientemente y en forma esporádica.

7. Plazo de los depósitos

Los depósitos se reciben por plazos desde tres meses hasta un año, pero es muy frecuente que quienes ingresan en el sistema prorroguen su inversión original indefinidamente. Entre los entrevistados hubo consenso en la apreciación de que una persona al ingresar en este mercado tiende a permanecer en él por largos períodos.

Ningún intermediario ofrece liquidez adicional, es decir, redimir el pagaré antes del plazo pactado, puesto que su cartera está casi permanentemente atada al mismo plazo de los depósitos. Por otra parte, lo usual dentro de esta categoría es que el depositante adquiera directamente la deuda de un tercero, de manera que su relación con el intermediario es inexistente.

El caso de los captadores directos es igual en teoría pero distinto en la práctica. Todos en mayor o menor grado están dispuestos a considerar una "situación excepcional" y dos afirmaron que su política incluía la de redimir anticipadamente cualquier depósito puesto que ello reforzaba su prestigio ante el público.

Una compañía utiliza el sistema de remunerar adicionalmente la espera. Se emiten instrumentos —en este caso títulos— que tienen un valor de 3% más sobre el valor de adquisición si la inversión permanece doce meses. De lo contrario solo se reconocen intereses del 1,25% —15% anual— que se pagan mensualmente.

8. Tasas de interés para depósitos

En materia de tasas de interés también hay que formar un grupo aparte con los simples intermedia-

rios, quienes no actúan con una tasa uniforme para todas las operaciones. Dependiendo del monto, el plazo y la calidad de la garantía, la tasa para remunerar el depósito oscila entre 20% y 23%. Preguntados por la tasa máxima registrada durante los últimos dos años, estuvieron de acuerdo en que a partir del 24% se trataba de casos excepcionales.

En cuanto a las captadoras directas, las tasas son iguales para todas las operaciones, sin importar su monto y plazo pactado. Desde luego, las modalidades y pagos y aun las tasas totales reconocidas son distintas.

Las respuestas obtenidas de este grupo fueron las siguientes:

Compañía A:

21% anual pagadero por mensualidades vencidas.

22% anual pagadero por semestres vencidos.

23,2% anual pagadero por anualidades vencidas.

Compañía B:

1,25% mensual (15% anual) más un 3% adicional si se deja la inversión por doce meses.

Compañía C:

21% anual pagadero por mensualidades vencidas (1,75% mensual).

Compañía D:

18% anual pagadero por mensualidades vencidas.

Compañía E:

Los pagarés se emiten por un 3% más de la suma recibida.

Además se reconoce 18% por mensualidades vencidas.

Compañía H:

21% anual pagadero por mensualidades vencidas (1,75% mensual).

Según este resultado, la tasa mínima del mercado de oferta es el 18% y la máxima el 23%, con tendencia de predominio de una tasa del 21% anual.

Los pagos se hacen a voluntad del depositante y se efectúan en las oficinas de la empresa. En uno de los casos, el pago de intereses se efectúa por entrega personal en las oficinas o casa del depositante. El servicio también puede incluir el pago directo a la cuenta corriente señalada por el cliente. Asimismo el depositante puede pactar que en cada vencimiento el capital o los intereses se capitalicen y

reinvertan a un nuevo plazo que generalmente es de seis meses.

La regla general es que ningún pagaré se emita a más de seis meses. Excepcionalmente se aceptan hasta dos años y una compañía expresó que podría recibirlos hasta a cuarenta meses. Con esta modalidad y reinvertiendo los intereses, el capital se duplica en tal plazo, lo cual puede resultar un buen argumento de ventas para quienes tienen mentalidad y posibilidades de capitalizar.

9. Clases de instrumentos

En todos los casos los instrumentos son nominativos. Esto tiene la importantísima consecuencia de que los intereses recibidos estén sujetos a la declaración de renta por parte de los beneficiarios y que las compañías emitentes los denuncian como costos en sus declaraciones respectivas hasta el límite legal.

Por regla general los intereses pagados aparecen en los pagarés. En caso de los intermediarios es frecuente, sin embargo, que las operaciones se hagan por el sistema de descuento, es decir, que el pagaré emitido por el prestatario sea por una suma mayor a la desembolsada, siendo la diferencia el interés. Esto puede tener alguna importancia frente a la interpretación del artículo 884 del Código de Comercio, como se observa en otro capítulo.

Una compañía ofrece instrumentos que llevan el nombre de Títulos de Inversión y se emiten por valores nominales fijos. Estos instrumentos tienen liquidez automática entre el tercero y el décimo primer mes y entretanto devengan intereses al 15%. Cumplido el mes décimo segundo los instrumentos se redimen por su valor nominal, que es de un 3% mayor al depósito.

10. Política de préstamos

La política de préstamos está cimentada en la solidez de la garantía, lo cual es prudente y natural tratándose de un sistema que es exactamente igual al de la banca primitiva puesto que no hay recurso de redescuento en caso de presiones inesperadas sobre la liquidez. Asimismo, el plazo de la cartera es corto. Solamente dos compañías respondieron que han efectuado préstamos a más de 18 meses. En el resto la política es estricta en solo comprometer recursos a 6 y 12 meses.

Los montos atendidos son sustancialmente más altos que el promedio de depósitos. Una compañía intermediaria informó que había realizado operaciones individuales hasta por \$ 10 millones. El promedio en el resto es menor. Las respuestas obtenidas

no permiten formar una idea confiable sobre este tema. Una de las compañías más importantes señaló que el promedio era de \$ 500.000.

Siempre se eligen como deudores a clientes de alta solvencia. Se obtuvo una respuesta casi unánime sobre el riesgo de cartera vencida que fue considerado mínimo en todos los casos. La compañía más grande indicó que solo había enfrentado un caso difícil de cartera vencida por un valor de \$ 30.000.

Sin embargo, parece que el financiamiento de ventas de semidurables ha sido una experiencia infortunada. El problema de cobro a cientos de pequeños prestamistas puede tornarse muy difícil y costoso.

La situación general de solvencia revela el cuidado en elegir la clientela y seguramente la fortaleza de las garantías. Asimismo, el tipo de negocio financiado. Para el alto nivel de las tasas cobradas y la limitación del plazo se requiere una seguridad extrema en la oportunidad del pago.

11. Garantías

El orden de prioridad en la aceptabilidad de las garantías es el siguiente:

- i) Garantía de un banco del exterior.
- ii) Garantía de banco local a través de carta de crédito.
- iii) Garantía de casa matriz extranjera.
- iv) Cartera de terceros.
- v) Prendaria (automóviles).
- vi) Actas de obra del Ministerio de Obras Públicas y otros institutos descentralizados.
- vii) Hipotecaria.
- viii) Personal.

Hay cierta tendencia a la especialización dentro del grupo. Así, hay compañías que aceptan exclusivamente garantías de la casa matriz extranjera o se concentran en las cartas de crédito de bancos locales (especialmente las intermediarias).

Se demanda principalmente para financiar el proceso final de la producción, o sea la comercialización y para la compra de inventarios.

Hay tres renglones en que la demanda es apremiante, que son: las ventas de automóviles de segunda mano; la refinanciación del crédito a la venta de bienes semidurables (electrodomésticos, mue-

bles, etc.) y el descuento de actas de entrega de obras públicas.

Ninguna compañía lleva registros estadísticos de los préstamos según destino, pero en las tres más grandes se afirmó que el financiamiento de automóviles era sustancial (para una representaba el 50%).

12. Tasas de interés cobradas

Los intermediarios aspiran a ganar en cada operación de cruce entre 1% y 3% anual. Como la tasa reconocida a los depositantes se sitúa alrededor de 24%, el costo de los préstamos para los usuarios está entre 26% y 28%.

El sistema de los captadores directos asume varias formas en donde se combina el interés con "otros costos", para obtener más alta rentabilidad.

Veamos cuatro casos que pueden resumir la situación imperante:

Compañía A:

Interés: 18% pagaderos por mensualidades vencidas.

Otros costos: Por concepto de estudios financieros y análisis de la garantía, 9%.

Total: 27%.

Compañía B:

Interés: 18% anticipado y sobre saldos de capital.

Otros costos: Comisión por una sola vez 2%.

Gastos de administración 4%.

Total aproximado: 27,2%.

Compañía C:

Combinación de intereses más comisión, ambos pagaderos mensualmente vencidos de manera que resulte un costo promedio de 2,5% mensual o 30% anual. La tabla sería la siguiente:

Mes	%	Comisión	Total
1.....	1,5	0,94	2,44
2.....	1,5	0,91	2,41
3.....	1,5	0,88	2,38
4.....	1,5	0,85	2,35
5.....	1,5	0,82	2,32
6.....	1,5	0,795	2,295

Compañía D:

Intereses: Uniformes, tasas anticipadas con interés nominal más descuento equivalente al 2% mensual, o sea 27,2% anual.

Otros costos: Comisión de corredores de 3% por una sola vez, anticipada.

Total: 30%.

La característica de todos los sistemas consiste en que los intereses propiamente dichos no pasan del 18% que es la tasa admitida para efectos de deducción por costo en la declaración de renta y la diferencia aparece bajo otra denominación (2).

13. Volumen de operaciones

El cuestionario entregado incluía una pregunta sobre el volumen de operaciones. El cuadro 1 consolida esta información. Resulta interesante destacar que entre 1970 y 1971 ingresaron cuatro nuevas entidades al mercado.

El total de recursos que en 1966 era de \$ 61,8 millones llegaba en 1971 a \$ 554 millones, lo que significa una tendencia a duplicarse cada dos años. Conviene recordar que el volumen de préstamos es mucho mayor pues por tratarse de operaciones a seis meses la cartera puede rotarse dos veces al año.

CUADRO 1

Operaciones de las entidades especializadas (1)

(Salvos vigentes a fin del año en millones de pesos)

Años	A	B	C	D	E	F	G	H	Total
1966....	—	—	7,9	10,0	—	—	—	43,9	61,8
1967....	—	—	20,3	14,0	—	—	—	60,7	95,1
1968....	—	—	30,9	19,0	—	—	—	67,2	117,1
1969....	—	—	56,3	59,0	—	—	40,0	67,8	223,1
1970....	—	1,0	98,7	75,7	—	72,8	60,0	69,5	377,7
1971....	1,4	11,7	200,5	99,0	4,0	120,0	60,0	57,7	554,3

(1) Las cifras indican los saldos. El volumen de préstamos efectuados en un año es muy superior porque casi todos los préstamos se pactan a seis meses, lo que permite rotar dos veces el monto de los depósitos.

IV — LA DEMANDA INSATISFECHA

El impresionante proceso de incremento que ha experimentado la demanda de fondos en el mercado libre, se ha generado muy posiblemente de una estrechez de recursos de crédito a corto plazo para ventas y capital de trabajo. Esta hipótesis puede someterse a prueba acudiendo a las informaciones que ha consolidado el monumental trabajo de investigación, clasificación y análisis que ha realizado el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, "Flujo de Fondos Financieros de la Economía Colombiana" (3).

Este estudio proporciona datos que son imprescindibles para entender la estructura, las interrelaciones y las tendencias del sistema financiero colombiano. De él se han tomado tres cuadros que resumen las tendencias en la distribución de los recursos del crédito entre 1962 y 1970.

1. Distribución de los activos financieros del sistema bancario. 1962-1970

El primero de ellos es la "distribución de activos financieros del sistema bancario" que se reproduce como cuadro 2 (4).

Este cuadro consolida el total de activos financieros del sistema bancario en su conjunto, a precios de 1962 y suministra la distribución porcentual de tales activos en poder de los canales institucionales de crédito, que son: i) los bancos comerciales; ii) los bancos oficiales que incluyen los bancos Cafetero, Ganadero, Popular y del Estado; iii) La Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario.

CUADRO 2

Distribución de activos financieros del sistema bancario. 1962-1970

Años	Total activos financieros del sistema bancario. (Millones de pesos de 1962)	Porcentaje de activos de las instituciones bancarias			
		Bancos comerciales	Bancos oficiales	Caja Agraria	Banco Central Hipotecario
1962.....	9.454	48,1	18,2	18,4	15,3
1963.....	9.639	48,3	18,0	19,0	14,7
1964.....	9.153	47,6	18,2	19,2	15,0
1965.....	9.638	49,0	18,7	17,8	14,5
1966.....	9.665	48,2	19,8	17,9	14,1
1967.....	10.068	44,8	20,4	20,0	14,8
1968.....	12.066	44,8	19,4	20,5	15,3
1969.....	13.871	44,7	19,4	18,7	17,2
1970.....	15.796	45,0	20,0	19,5	15,5

Fuente: Flujo de fondos financieros de la economía colombiana, ibid, cuadro 4, página 16.

La investigación revela que en el período estudiado los bancos oficiales aumentaron su participación relativa de 18,2% en 1962 a 20% en 1970. La Caja Agraria mantuvo su participación relativa en un promedio entre el 18% y el 19% del total, con una ligera tendencia a la baja a partir de 1968.

Entretanto, los bancos comerciales bajaron súbitamente su participación en 1967 del 48,2% al 44,7% y desde entonces no han recuperado su posición, que en 1970 se mantenía en 45%. Por su parte, el Banco Central Hipotecario aumentó en un 2% su participación para situarse en 17% en 1969 y descender al 15% en 1970.

(2) Hasta enero de 1972 cuando subió a 19% anual.

(3) Análisis Preliminar de las Cuentas de Flujo de Fondos Financieros de la Economía Colombiana. 1962-1969. Banco de la República. Diciembre de 1971. Armando Gómez Riveros y Daniel Schlesinger Ricaurte.

(4) Análisis Preliminar del Flujo de Fondos, ibid, cuadro 4, página 16.

Esta evolución del acceso a los recursos totales puede implicar una disminución de la oferta de crédito total al sector comercial e industrial, que es el que tiene acceso normal a la banca comercial, pues con excepción de los bancos Cafetero y Popular, que lo atienden en cierta medida, el Banco Ganadero y la Caja Agraria están totalmente especializados en sus respectivos sectores (5).

2. Distribución del crédito al sector empresarial por plazos. 1962-1970

El cuadro 3 muestra en términos porcentuales la distribución del crédito del sector empresarial por plazos. En él resalta claramente una tendencia del crédito a corto plazo a perder posición relativa dentro del total. Así, mientras en 1962 el crédito a corto plazo representaba un 68,5% del total, en 1970 era solo de 63,5%.

CUADRO 3

Distribución del crédito al sector empresarial por plazos. 1962-1970

Porcentajes (a) con relación al total (1)

Años	Financiamiento comercial (b)	Financiamiento a corto plazo (c)	Financiamiento a mediano y largo plazo
1962.....	16,7	51,8	31,5
1963.....	14,6	51,0	34,4
1964.....	17,4	46,9	35,7
1965.....	22,7	45,2	32,1
1966.....	25,2	44,0	30,8
1967.....	19,8	46,1	34,1
1968.....	21,8	41,9	36,3
1969.....	24,8	35,7	39,5
1970.....	29,3	34,2	36,5

(1) Banco de la República. Flujo de fondos, ibid, cuadro 28, página 35. (a) Los porcentajes están tomados sobre valores absolutos convertidos a términos de valor constante de 1962. (b) Entre uno y seis meses de plazo. Incluye bancos comerciales, bancos oficiales, Banco Central Hipotecario, Caja Agraria y corporaciones financieras. (c) 90 días prorrogables a un año. Incluye bancos comerciales, bancos oficiales, Banco Central Hipotecario y Caja Agraria.

Es importante verificar, al propio tiempo, como la tendencia dentro de este menor volumen fue la de estrechar cada vez más los plazos; el crédito entre uno y seis meses de plazo, aumentó del 16,7% en 1962 al 29,3% en 1970 y el financiamiento, un tanto más holgado, que va de 90 días a un año, bajó de 51,8% en 1962 a 34,2% en 1970.

3. Distribución sectorial del crédito vigente. 1962-1970

Otra interesante observación sobre lo ocurrido en los últimos años la suministra la distribución del

crédito vigente por sectores, también traducida a porcentajes.

En el cuadro 4 se puede ver como el comercio ha sufrido una drástica disminución dentro del total del crédito. En 1962 participaba del 21% y en 1970 había descendido al 14%. Una experiencia similar había sufrido la industria, que aunque disfrutaba de una participación del 20% entre 1964 y 1967, en 1970 su endeudamiento había bajado a un 15% del total.

Resulta interesante comprobar al mismo tiempo que el sector agrícola y ganadero, que se considera generalmente descapitalizado, mantuvo, con muy pocas variaciones, su participación relativa dentro del conjunto.

CUADRO 4

Distribución porcentual del crédito vigente

Años	Agrícola	Ganadero	Comercial	Industrial	Construcción	Otros	Total
1962	14	21	21	16	18	10	100
1963	15	22	19	18	16	10	100
1964	16	21	17	20	17	9	100
1965	16	19	18	19	17	11	100
1966	18	18	17	20	17	10	100
1967	17	18	17	20	17	11	100
1968	17	19	17	17	20	10	100
1969	15	19	15	16	23	12	100
1970	15	16	14	15	28	12	100

Fuente: Banco de la República. Análisis preliminar de las cuentas de flujos de fondos financieros de la economía colombiana, 1962-1969.

Las tendencias que se observan en la dirección y orientación del crédito pueden atribuirse a la filosofía del desarrollo sectorial, dirigido a través de la destinación específica y minuciosa del crédito para que cause impacto en sectores, sub-sectores y productos determinados. Este tipo de política que tiene extraordinarios méritos desde el punto de vista conceptual, puede eventualmente verse frustrado cuando quienes reciben el crédito están en incapacidad de convertirlo en un incremento de la productividad, porque están colocados en una situación no competitiva en materia de insumos, precios o tecnología.

(5) El estudio comentado trae a propósito de la situación señalada la siguiente acotación: "Esto podría señalar un mayor grado de especialización de las instituciones financieras encargadas de otorgar financiamiento, según plazos y destino económico del mismo, o podría reflejar una diversificación financiera causada por los crecientes controles administrativos sobre la banca mientras se mantiene una relativa libertad para otras instituciones". Flujo de fondos financieros, ibid, página 16.

Sucede, por otra parte, que mientras se encogía la oferta a corto plazo, el desarrollo económico generaba cambios notables y definitivos en el volumen y composición de la demanda. Así, ocurrió una fuerte migración a los centros urbanos, se registró un desplazamiento de la demanda convencional hacia bienes más elaborados, y se multiplicó el deseo por nuevos bienes de consumo y semidurables a través de la propaganda y el "efecto de demostración". Apareció entonces la necesidad de financiar estos bienes.

La presión de una demanda insatisfecha sobre recursos limitados, en un período en que se orientó selectivamente el crédito por sectores, coincidió con una paulatina disminución del porcentaje que corresponde al crédito a corto plazo y al crédito comercial para capital de trabajo.

Esta combinación de factores desató una demanda insatisfecha que desembocó naturalmente en la búsqueda de su financiamiento por fuera de la banca comercial. No es aventurado pensar que allí está el origen y la inexhausta presión de la demanda por los recursos del mercado libre de dinero.

4. Demanda de financiamiento externo

Para formarse una idea de la dimensión de la demanda insatisfecha de recursos locales, bien se puede investigar cuál ha sido el comportamiento del sector privado en su requerimiento de financiamiento externo.

Es razonable presumir que la alternativa de endeudamiento en dólares ha sido una opción menos buena que la de obtener financiamiento local.

Básicamente el raciocinio se sostendría en la circunstancia de que al endeudarse en dólares el empresario estaría enfrentado a una variable desconocida que es el riesgo de cambio. Como, simultáneamente, las tasas de interés para préstamos locales estaban relativamente deprimidas, era obvio tratar de obtener por todos los medios financiamiento en pesos, sobre todo a mediano plazo y, una vez agotada toda posibilidad, buscar la alternativa en monedas duras. Partiendo de la presunción de que era esa la "conducta económica racional" de un empresario, veamos cuál es el monto de préstamos registrados por el sector privado durante el período.

El cuadro 5 reproduce las estadísticas del Banco de la República sobre la venta de divisas por concepto del producto de préstamos externos obtenidos por el sector privado (ver notas al cuadro). Para facilitar la apreciación de un orden de magnitudes

equivalente en moneda local, se convirtieron los saldos a la tasa oficial de cambio para cada año. Finalmente se incluyó en el mismo cuadro el total de préstamos y descuentos de los bancos comerciales al sector privado, con el objeto de presentar índices de relación y tendencias de cambio en el tiempo.

Aquí es pertinente una digresión. Además de estos pasivos, la banca comercial y oficial mantienen otros pasivos que surgen del financiamiento del comercio exterior y están representados por cartas de crédito, avances y aceptaciones. Las cifras correspondientes se encuentran en el cuadro 1.2.2 de la Revista del Banco de la República. En abril de 1972 la suma equivalente en pesos de todos estos rubros, alcanzaba a \$ 6.555 millones. La dificultad conceptual de juzgar si esta "deuda flotante" representa demanda de crédito no satisfecha, nos decidió a descartar su inclusión aquí.

CUADRO 5

Financiación externa (a) e interna al sector privado

(Valores en millones)

Años	Préstamos en US\$ (b)	Equivalente en pesos (c)	Porcentaje de variación	Préstamos y descuentos de los bancos comerciales (d)	Porcentaje de variación	Relación entre crédito local y uso del crédito externo
1966	43,6	589	—	6.407	—	10,87
1967	43,6	580	-0,1	7.606	17	13,11
1968	61,5	1.038	78	8.474	11	8,16
1969	87,1	1.555	49	9.318	9	5,99
1970	105,3	2.011	29	10.985	17	5,46
1971	178,5	3.609	79	12.764	16	3,53

(a) No existen estadísticas sobre distribución de esta deuda por plazos, por destino, por clase de usuarios y por tasa de interés. El Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República suministró informalmente los siguientes datos sobre su estructura general: 1) Más del 80% está en manos de empresas industriales; 2) aproximadamente un 80% está pactada a corto plazo; 3) alrededor de un 50% de los saldos vigentes se renuevan cada año. (b) Revista del Banco de la República, febrero de 1972, cuadro 5.2.5. Los datos de este cuadro incluyen además del producto de préstamos externos obtenidos por el sector privado, el capital traído al país bajo la forma de inversión extranjera distinta del petróleo. Para evitar la distorsión, se dedujeron para cada año las Inversiones Extranjeras, así: según datos del Departamento de Investigaciones Económicas del mismo banco, para 1969, US\$ 16,4 millones; para 1970, US\$ 17,4 millones, para 1971, US\$ 21,2 millones; como no existe discriminación para los años anteriores, se supone que en todos había un 15% de inversiones que también se dedujo. Todas las cifras están redondeadas. (c) Para la conversión se utilizaron las siguientes tasas de cambio: 1966, \$ 13,50; 1967, \$ 15,76; 1968, \$ 16,88; 1969, \$ 17,85; 1970, \$ 19,09 y 1971, \$ 20,22. (d) Revista del Banco de la República, febrero de 1972, cuadro 1.2.7.

Hay indicios —aquí no investigados— de que la prefinanciación de exportaciones puede ser utilizada como fuente para nutrir de pesos al mercado libre. El sistema puede basarse en introducir préstamos

para financiación que no son utilizados en el rubro registrado, sino representados localmente. Como los registros se cancelan posteriormente contra certificados de exportación, el riesgo de cambio no existe. Asumiendo una tasa en dólares del 8,5% es factible hacer una utilidad de 10 puntos prestando internamente al 18%.

Con estas aclaraciones podemos dedicarnos a los resultados señalados en este ejercicio, que pueden resumirse así:

i) La tendencia del sector privado a endeudarse en dólares muestra un rápido y sostenido crecimiento a partir de 1968. En términos de dólares, el endeudamiento total casi se ha triplicado en cuatro años, pasando de US\$ 61,5 millones en 1968 a US\$ 178,5 millones en 1971; en términos de pesos, el incremento es obviamente mayor. En 1968 el sector privado debía un equivalente de \$ 1.038 millones y en 1971, por aumento en el volumen, más el impacto de la devaluación, su deuda externa equivalía a \$ 3.609 millones. El crecimiento anual es también impresionante; basta con observar que entre 1967 y 1968 la deuda aumentó en 78% y entre 1970 y 1971 en 79%.

ii) El crecimiento del total del crédito local a través de los bancos comerciales ha sido muy inferior, pues apenas se ha duplicado en el mismo período y en ningún año ha crecido más del 17% sobre el año anterior.

iii) La relación entre el crédito local de los bancos comerciales y el uso del crédito externo sufrió drásticas variaciones, con permanente desventaja para el volumen disponible de crédito en pesos. En 1966 la relación de endeudamiento entre pesos y dólares que era de 10 a 1, en 1971 había descendido a una relación de 3,5 a 1. Es decir, por cada peso generado por endeudamiento externo, en 1966 había 10 pesos locales y, en 1971, solamente había 3,5 pesos disponibles localmente por cada dólar.

Como síntoma para un diagnóstico del proceso ocurrido, lo anterior es bien ilustrativo y consistente con los hallazgos relatados anteriormente. En resumen, el sector privado ha visto disminuir la oferta de crédito a corto plazo para financiar ventas y capital de trabajo y las necesidades de crecimiento lo han obligado a tomar préstamos externos.

Vale la pena anotar que lo ocurrido puede reflejar una actitud definitivamente optimista por parte de los empresarios. Al aumentar sus pasivos con un riesgo no pactado, es evidente que estaban esperando una generación por lo menos equivalente de utilidades, como consecuencia de sus mayores ventas. Es

decir, el endeudamiento en dólares implica un acto primario de confianza en el proceso de crecimiento.

Asimismo, actuó como aliciente la experiencia de una devaluación que a partir de 1967 ha sido hábilmente planificada y dosificada, de tal forma que el riesgo de cambio empieza a tomarse como un dato vaticinable del problema decisorio. Más aún, se puede comprobar que, históricamente, el endeudamiento en dólares ha resultado menos costoso que acudir al mercado libre local. Las tasas en este último, para quien toma préstamos, oscilan, según se vio en la encuesta, entre 24% y 30%. Por otra parte, y en vía de ejemplo, un préstamo en dólares convenido en el último trimestre de 1971, otorgado sin aval, a un año de plazo y a una empresa de primera categoría, habría podido tener la siguiente estructura de costo:

	%
Interés en dólares	8,5
Impuesto (6)	1,0
Expectativa de devaluación	11,0
Total	20,5

Para el ejemplo se han maximizado los costos, suponiendo que el interés en dólares era el máximo registrable (8,5%) de acuerdo con disposiciones de la Junta Monetaria y que la expectativa de devaluación era superior a la histórica (10%). En la práctica, una empresa de primera categoría habría podido obtener una tasa hasta de 7,5% en dólares y aún más baja en francos suizos aunque con riesgo de revaluación (7).

5. Costos alternativos de endeudamiento en monedas duras

La diferencia entre obtener préstamos locales o externos resulta crucial si se mira a la luz de las deducciones que permite el sistema impositivo.

Dentro de una estricta interpretación de las leyes vigentes, las pérdidas de cambio no son deducibles a

(6) En Colombia todo pago de intereses en el exterior tiene un impuesto equivalente del 12% de los intereses remitidos. El deudor está obligado a retenerlo y pagarlo.

(7) Esto no hubiera sido cierto para algunos períodos de crisis en el mercado internacional de capitales, especialmente en los segundos semestres de 1969 y 1971 cuando la tasa interbancaria de Londres subió hasta 11 y 12%, respectivamente. Como esta es la tasa base utilizada generalmente y los bancos cotizan entre uno y tres puntos por encima, el costo de tales períodos hubiera sido entre el 13 y el 15%. En febrero de 1972 la tasa interbancaria de Londres se situaba en 6% a un año de plazo, lo cual permitía hacer préstamos al 8%. Se denomina "tasa interbancaria de Londres" aquella que se reconocen entre sí los bancos de primera categoría de esa ciudad para depósitos en eurodólares no inferiores a US\$ 250.000. La cotización varía dependiendo del plazo de los depósitos que se hacen entre tres meses y un año. Usualmente las cotizaciones para préstamos se basan en la tasa a seis meses.

menos que ellas estén directamente relacionadas con el costo de mercancías y servicios adquiridos en el exterior, los cuales son imprescindibles en la generación del ingreso. Esta interpretación impediría deducir como costos contra pérdidas y ganancias la pérdida de cambio de una compañía que haya obtenido financiamiento para capital de trabajo o ventas.

En el peor de los casos únicamente podría ser deducido el valor equivalente en pesos de lo realmente pagado en intereses al exterior.

Supongamos en una hipótesis ilustrativa, que una empresa está ubicada en el nivel del 40% del impuesto a la renta y veamos cual sería la diferencia potencial en costo neto entre un financiamiento externo y uno local:

a) ALTERNATIVA EXTERNA

US\$ 100 (equivalente a 2.100 pesos en 1971):

Interés deducible al 8,5% (8)	178,50
Crédito en impuestos de 40% (9).....	-71,40

	107,10
Salida neta por intereses pagaderos en el exterior así:	
Impuesto retenido y pagado por cuenta del prestamista (12% de 178,50)	21,42
Pérdida de cambio en el principal, 11% sobre 2.100 pesos	231,00

Costo por cada US\$ 100.....	359,52
	=====

b) ALTERNATIVA LOCAL

Si los mismos 2.100 pesos se obtienen localmente a un costo total de 22% incluyendo interés sin exceder del 18% (10) y costo de administración (3%), entonces todos los costos serían deducibles.

Para efectos de impuestos y costos deducibles (22% de 2.100)	462,00
Crédito en el impuesto al 40%.....	-184,80

Costo por \$ 2.100	277,20
	=====

Esta hipótesis está basada obviamente en que la tasa de interés no sea superior al 18% porque de allí en adelante no sería deducible.

¿Cuál sería la situación de una compañía extranjera?

El artículo 19 del Decreto 2152 de 1971 limita la tasa aplicable a los préstamos externos obtenidos por compañías extranjeras a tres puntos sobre la tasa base "para obligaciones de primera clase en el país de origen".

Se supone que dicha base sea el "prime rate" (11). Se supone además que siempre se utilizará la tasa más alta de esta manera; el costo para una compañía extranjera en el mes de noviembre de 1971, hubiera sido:

New York Prime	5,50
Límite legal	3,00

	8,50
Incremento por 12% del impuesto de retención.	1,02
	9,52
Devaluación	11,00

Costo total	20,52
	=====

Históricamente el peso colombiano se devaluó en el período 1946-66 a una tasa ligeramente inferior de 11% anual. En el período 1967-70 esta tasa ha disminuído pero las tendencias presentes del comercio exterior no permiten un pronóstico optimista; no obstante, puede presumirse razonablemente para una decisión financiera que a un año de plazo el riesgo es de 11% para maximizar todos los términos.

Las observaciones anteriores tratan de ubicar el análisis de la demanda de fondos externos, no solamente desde el punto de vista de la limitación de recursos sino también como alternativa de costo financiero. El análisis indica que dentro de determinadas condiciones, la decisión de tomar préstamos en monedas duras fue más económica que la alternativa del mercado libre. Este pudo ser un estímulo al endeudamiento. Es razonable pensar además que el problema a que se enfrentaba un empresario dentro de la coyuntura de crédito escaso era la de perder su posición frente a una competencia agresiva. La decisión de obtener capital de trabajo adicional a una tasa alta, podría ser el precio de la supervivencia en el mercado.

Otra ventaja adicional de los préstamos en dólares era que ellos podrían obtenerse en cantidades

(8) Se supone que el costo fue el máximo registrable ante las autoridades de cambio de acuerdo con los límites impuestos por la Junta Monetaria.

(9) En este ejemplo, como en el que sigue, se incluyen los impuestos como integrantes del costo, simplemente para fines de análisis de los costos alternativos; el raciocinio se basa en que un 40% de 8,50% es menor en términos absolutos que un 40% de 18%.

(10) La legislación tributaria permite deducir como costos para la declaración de renta hasta un 18% de los intereses pagados. En enero de 1972 el límite subió al 19%.

(11) "Prime rate" es el nombre que se le da a la tasa más baja que un banco de Nueva York le cobra a un cliente de primera categoría.

**Depósitos a término en los bancos comerciales.
1966-1971**

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

Rendimiento gravable (1): Hasta 1969 3%. Después 7%

(A fin de cada año)

Años	Monto a pre- cios co- rrientes Millo- nes de pesos	A precios de 1966		Tasa de infla- ción	Tasa efec- tiva	
		Valor Millo- nes de pesos	Variación			
			Millo- nes de pesos			%
1966...	80,2	80,2	—	—	—	
1967...	82,4	75,7	-4,5	-5,61	8,90	
1968...	70,7	60,4	-15,3	-20,21	7,56	
1969...	65,3	52,1	-8,3	-13,74	7,03	
1970...	99,0	73,6	21,5	41,27	7,34	
1971...	97,3	65,2	-8,4	-11,41	10,89	

Tasa ponderada promedio de incremento real -0,21.

Fuente: Revista del Banco de la República. (1) Hasta 1970 las tasas eran las siguientes: 4%, para depósitos hasta de 24 meses; 2%, para depósitos a más de 6 meses; 1%, para depósitos a más de 3 meses. Se supone para este período que los depósitos estaban repartidos proporcionalmente en las tres alternativas, ya que la tasa promedio de rendimiento fue del 3%. En 1971 estos intereses fueron elevados así: hasta 5%, a menos de 90 días; hasta 7%, a más de 90 días. Se supone que todos los depósitos estaban a la tasa más alta.

b) PLANES DE CAPITALIZACION

Después de los depósitos a término, la alternativa que recibió la más baja preferencia por parte de los ahorristas, fue el sistema de capitalización. Durante una época estos planes fueron muy populares (1963-1965) pero la presencia de la inflación y de otras opciones más rentables destruyeron sus posibilidades de éxito.

En 1962 ya se habían colocado 150.200 títulos de capitalización y para 1966 se había llegado a 438.000. Cuatro años más tarde apenas circulaban 340.000 títulos.

Las reservas matemáticas formadas por las cuotas de los participantes llegaban en 1966 a \$ 761 millones y a precios constantes apenas alcanzaban \$ 841 millones en 1971. Hubo años, como el de 1969 en que se registró una fuertísima baja del total de cédulas en circulación. Este movimiento coincide, curiosamente, con el éxito que tuvieron durante el mismo año los fondos mutuos de inversión que mostraron, como se verá más adelante, un aumento de 95% sobre el año anterior.

(12) En todos los cuadros las cifras están reducidas a precios constantes, utilizando el índice nacional de precios al consumidor para empleados del Departamento Administrativo Nacional de Estadística.

fuera del alcance de cualquier intermediario local. Ninguno de ellos habría podido atender una demanda de \$ 20 millones, y esta rigidez no existe para el prestamista extranjero.

V—LA OFERTA Y DEMANDA DE DINERO Y
LA TASA DE INTERES

1. Evolución en términos reales de algunas opciones de inversión en el mercado convencional

Con el fin de buscar relaciones indicativas de una tendencia económica, se diseñó un examen comparativo del comportamiento de un buen número de opciones que se ofrecían al inversionista como alternativa a desviar sus ahorros hacia un nuevo mercado. En esta forma se pueden observar las tendencias de un mercado que podría llamarse "convencional", que funciona bajo controles y reglas pre-establecidas y otro que por no estar organizado con reglas comunes y conocidas hemos denominado "mercado libre". A este experimento se le añadió un ingrediente imprescindible que consistió en convertir todas las cifras con base a valores adquisitivos de 1966, que fue el año elegido para iniciar la serie (12); luego se calcularon los crecimientos absolutos año a año en términos de precios reales y se calcularon los porcentajes ponderados de incremento real, con el objeto de hacer un catálogo del orden de preferencia del ahorrista frente a cada opción y buscar la causalidad de tales preferencias. Sobre el resultado de este ejercicio se pueden hacer las siguientes observaciones:

a) DEPOSITOS A TERMINO

Los depósitos a término en los bancos han sufrido un total estancamiento durante el período, el cual, traducido a términos de precios de 1966 muestra una mayor depresión. Los depósitos que en tal año alcanzaban a \$ 80 millones, hoy tienen un valor equivalente de apenas \$ 65 millones.

Este es el caso típico de estancamiento por falta de estímulo a través de la tasa de interés. El comportamiento de estos depósitos también fue negativo en todos los años con excepción del año de 1970 (41,27% de aumento respecto al año anterior). Pero aún así, la remuneración ofrecida no fue suficiente para hacer que esta opción fuera competitiva y en el año de 1971 los depósitos descendieron en 11,41%. En 1972 la Junta Monetaria estableció un régimen nuevo que permite pagar hasta 13% a los depósitos a término. Todavía no es posible evaluar la reacción del mercado respecto a esta medida.

Planes de capitalización 1966-1970

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año) Rendimiento gravable: 6% (1)

Años	Nº de títulos	Reservas matemáticas en millones de pesos corrientes	A precios de 1966			Tasa de inflación	Tasa efectiva
			Valor nominal	Variación			
				Millones de pesos	Millones de pesos		
1966	438,8	761	761,0	—	—	—	—
1967	438,1	848	778,7	17,7	2,33	8,90	2,90
1968	420,4	906	773,7	-5,0	-0,64	7,56	-1,56
1969	319,2	985	785,5	11,8	1,53	7,03	-1,03
1970	340,9	1.115	828,4	42,9	5,46	7,34	-1,34
1971	—	1.256	841,8	13,4	1,62	10,89	-4,89

Tasa ponderada promedio de incremento anual: 2,10

Fuente: Flujo de fondos financieros de la economía colombiana 1962-1969, página 53.

(1) Para determinar una tasa de rendimiento normal se han descartado todos los elementos de azar envueltos en el sistema y se ha adoptado la tasa del 6% que es la más frecuentemente utilizada. Esta sería la tasa que recibe un suscriptor que tiene que esperar hasta el final del plazo para recuperar su ahorro. Existen muy diversos sistemas de capitalización que en general son planes de ahorro en los que un número fijo de participantes se comprometen a realizar desembolsos únicos o periódicos hasta completar cada uno, en un cierto plazo, una suma determinada la cual constituye el valor nominal del plan. Sobre las contribuciones periódicas se devengan intereses compuestos y dichos pagos dan derecho a jugar automáticamente en sorteos, igualmente periódicos, con premios cuya cuantía es la del valor nominal de las cédulas (o títulos). El principal incentivo es el de los sorteos antes mencionados. Sin embargo, en la mayoría de los planes, se ofrece la posibilidad de obtener, después de un cierto período, préstamos durante la vigencia del título y hasta por el valor de rescate. En algunos planes se ofrecen créditos hipotecarios hasta por un monto que puede ser superior al valor nominal de la cédula.

El crecimiento promedio ponderado de esta opción fue de 2,10%.

c) CEDULAS DE CAPITALIZACION DEL BANCO CENTRAL HIPOTECARIO

En tercer lugar figuran las cédulas de capitalización del Banco Central Hipotecario. Estos papeles contaron con mejor aceptación que las cédulas de otras compañías de capitalización, sin duda porque la expectativa de obtener un financiamiento de vivienda está prácticamente asegurada en este caso, lo cual no sucede con las cédulas de las empresas privadas.

Las reservas matemáticas que llegaban en 1966 a \$ 360 millones se situaban en 1971 en \$ 462 millones. El incremento en términos reales es positivo a partir de 1968, pero el crecimiento promedio en el período es apenas de 5,45%.

Cédulas de capitalización del Banco Central Hipotecario. 1966-1971

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año) Rendimiento: 6%

Años	Reserva matemática a precios corrientes	A precios de 1966			Tasa de inflación	Tasa efectiva
		Valor nominal	Variación			
			Millones de pesos	Millones de pesos		
1966..	360,0	360,0	—	—	—	—
1967..	388,0	356,3	-3,7	-1,03	8,90	-2,90
1968..	467,2	399,0	42,7	11,98	7,56	-1,56
1969..	505,7	403,3	4,3	1,08	7,03	-1,03
1970..	576,3	428,2	24,9	6,17	7,34	-1,34
1971..	689,8	462,3	34,1	7,96	10,89	-4,89

Tasa ponderada promedio de incremento anual 5,45

Fuentes: Revista del Banco de la República y Oficina de Estadística del Banco Central Hipotecario. Las notas del cuadro 6 son también válidas para este.

d) SEGUROS INDIVIDUALES DE VIDA

Se incluyó dentro de la muestra el caso de los seguros individuales de vida que son el vehículo más importante y dinámico de movilización de ahorro, en los países de alto desarrollo.

En Colombia esta alternativa es de muy poca importancia dentro del conjunto del ahorro nacional. El total de primas recaudadas en el año 1970 en términos reales, fue apenas de \$ 184 millones, que es inferior, por ejemplo, al aumento en los depósitos de las cajas de ahorro (\$ 379 millones para 1970).

Seguros individuales de vida. 1967-1970

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año) Rendimiento (1) gravable: 3%

Años	Número de pólizas	Valor primas recaudadas a precios corrientes	A precios de 1966			Tasa de inflación	Tasa efectiva
			Millones de pesos	Variación			
				Millones de pesos	Millones de pesos		
1967	86.978	171,6	157,6	—	—	—	—
1968	88.571	191,6	163,6	6,0	6,0	7,56	-4,56
1969	93.153	185,5	147,9	-15,7	-15,7	7,03	-4,03
1970	96.330	248,0	184,2	36,3	36,3	7,34	-4,34

Tasa ponderada promedio de incremento anual: 7,51

(1) Es imposible formarse un juicio sobre el rendimiento de las pólizas de seguro sin saber la proporción dentro del total, que tiene algún componente de ahorro y por la gran variedad de planes. Como estos planes no gozan de liquidez, se ha supuesto que el rendimiento es inferior al del ahorro, o sea en 3%.

La utilización del seguro de vida como vehículo de ahorro o protección de riesgo, es muy poco favorecida por los colombianos. El número de pólizas vigentes apenas se había elevado en un 11% entre 1967 y 1970 (87.000 pólizas en 1967 y 96.000 pólizas en 1970).

La experiencia de la pérdida en el valor adquisitivo del dinero puede señalarse como un factor principal en la renuencia del público a tomar seguros; la falta de educación sobre la conveniencia de los mismos es también una causa del bajo promedio de incremento anual, que en este caso es de 7,51%.

La resistencia a asegurarse en un período de expectativas inflacionarias es evidente; y no hay razón para pensar que pueda cambiar en el futuro, pues el mercado del seguro está formado por personas que tienen una alta racionalidad económica. Las recientes medidas del gobierno sobre creación de un sistema de ahorro de valor constante (Decretos 677 y 678 de 1972) colocan a los seguros en mayor desventaja comparativa puesto que el sistema de los ajustes periódicos no está previsto todavía para las compañías de seguros.

CUADRO 10

Colocación de acciones de sociedades anónimas.
1966-1971

(A fin de cada año)

Años	Monto total de emisión anual Millones de pesos a precios corrientes	A precios de 1966			Tasa efectiva (1)
		Monto total de emisión anual Millones de pesos	Variación		
			Millones de pesos	%	
1965 ...	227,7	—	—	—	—
1966 ...	308,0	308,0	—	—	5,10
1967 ...	363,4	333,7	29,7	12,56	5,24
1968 ...	439,8	375,6	64,2	36,13	5,19
1969 ...	641,2	511,3	129,9	39,16	4,26
1970 ...	418,7	311,0	107,7	8,34	3,11

Tasa ponderada promedio de incremento anual: 9,00

Fuente: Bolsa de Valores de Bogotá. (1) Se asumieron las mismas tasas efectivas de los fondos mutuos. Cuadro 14.

e) COLOCACION DE ACCIONES DE SOCIEDADES ANONIMAS

El cuadro 10 contiene la información referente a las emisiones de acciones por parte de sociedades anónimas, que han constituido la fuente principal de capitalización del sector privado. De su examen conviene destacar que esta forma de captación de ahorro privado ocupa un lugar muy modesto dentro del total del mercado de capitales. Los crecimientos anuales en términos reales son inferiores a los de

los depósitos de ahorro, con excepción del año 1969 que fue excepcionalmente bueno para todas las opciones. El comportamiento del año 1970 indica una grave depresión, pues en términos reales la capacidad de orientar recursos hacia la formación de capital del sector industrial, fue inferior en 1970 a los niveles de 1966. La tasa promedio de incremento anual es de 9,00%.

f) DEPOSITOS DE AHORRO

Los depósitos en cuentas de ahorro, a pesar del muy bajo interés que reciben, mostraron un incremento sostenido. En términos constantes aumentaron en \$ 1.000 millones entre 1966 y 1971 y la tasa promedio de incremento anual fue del 10,61%. Las tasas de incremento reales son positivas para todos los años.

Este interesante resultado confirma el hallazgo de que hay un vasto grupo de colombianos que tienden a ahorrar a pesar y por encima de la pérdida adquisitiva del valor de su dinero (13).

Tal comportamiento, que se ha denominado "ilusión monetaria" consiste en una ignorancia de la posición de los ahorristas frente a las expectativas de incremento en los precios y contradice, por otra parte, la teoría de que la tasa de interés sería determinante para estimular el hábito del ahorro, pues es precisamente esta opción la peor remunerada en Colombia. El fenómeno puede atribuirse en parte a tales causas pero también a otras circunstancias como son:

i) La mala distribución de los ingresos que impide que grandes masas de población puedan ingresar a formas más sofisticadas de ahorro;

ii) Este es el único sistema conocido y al alcance de gran parte de la población;

iii) Las cajas de ahorro constituyen el vehículo que satisface el deseo de liquidez que es inherente a la conducta económica de las personas.

No parece probable que este ahorro provenga de zonas de altos ingresos, pues las ventajas adicionales que ofrece, como la exención de impuestos por los primeros \$ 150.000, el patrimonio familiar inembargable (hasta \$ 30.000) y la exclusión de los primeros \$ 50.000 para juicios de sucesión, son ventajas marginales. Ciertamente la primera no constituye incentivo alguno, ya que cualquier otra obligación del gobierno está también exenta a niveles más altos de rendimiento.

(13) El Ahorro y la Inflación en Colombia, 1950-1960, Joaquín de Pombo. Editorial Tercer Mundo. 1964. Capítulos 19 y 20.

Total de depósitos en cuentas de ahorros. 1966-1971

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año) Rendimiento exento: 4% (1)

Años	Monto a precios corrientes Millones de pesos	A precios de 1966		Tasa de inflación %	Tasa efectiva %	
		Millones de pesos	Variación			
			Millones de pesos			%
1966	1.705,1	1.705,1	—	—	—	
1967	1.989,6	1.827,0	121,9	7,15	8,90	
1968	2.367,2	2.021,5	194,5	10,65	7,56	
1969	2.716,2	2.166,0	144,5	7,15	7,03	
1970	3.425,5	2.544,9	378,9	17,49	7,34	
1971	4.148,2	2.780,3	235,4	9,25	10,89	

Tasa ponderada promedio de incremento anual 10,61

Fuente: Revista del Banco de la República. (1) La tasa es inferior en la práctica porque se paga por trimestres vencidos y sobre saldos mínimos. Nota: Las cuentas de ahorro tienen ciertos atractivos adicionales al interés que devengan, así: (a) Los primeros \$ 150.000 están exentos de todos los impuestos nacionales, departamentales, municipales y de renta y complementarios, tanto para el capital como para los intereses; (b) hasta \$ 30.000 constituyen patrimonio familiar inembargable, y (c) los primeros \$ 50.000 pueden excluirse de los juicios de sucesión.

En momentos en que se terminaba este trabajo, la Junta Monetaria, con autorización del Gobierno, tomó la decisión de duplicar la tasa que se reconocía sobre estos ahorros, del 4% al 8,5%. (Resolución de la Junta Monetaria número 32 de 1972).

Esta medida entraña un gran sentido de justicia. La política anterior consistía en utilizar los ahorros de los colombianos más pobres para financiar programas de desarrollo que no siempre los beneficiaban a ellos y simultáneamente castigarlos a través de la inflación; pero fuera del aspecto de justicia surge ahora el interrogante sobre la influencia de esta nueva tasa sobre el volumen total del ahorro de esta clase.

g) BONOS DE GARANTIA GENERAL

Los bonos de garantía general de las corporaciones financieras tuvieron buena aceptación, básicamente porque se ha establecido un mercado cautivo a través de arreglos con las compañías de seguros. El monto anual de las emisiones subió consistentemente de año a año, pero en 1970 fue notoriamente inferior al del año anterior.

La colocación fue de \$ 133 millones en 1966 y alcanzó a \$ 547 millones en 1970, los cuales reducidos a términos de 1966 equivalen a \$ 406 millones. En 1971 el Banco de la República estableció un sistema de sustentación que contribuirá positivamente a for-

talecer la demanda de estas obligaciones. La tasa ponderada promedio de incremento es de 29,73%.

Bonos de garantía general (1) de las corporaciones financieras. 1966-1970

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año) Rendimiento gravable: 20%

Años	Saldo en millones de pesos a precios corrientes	A precios de 1966			Tasa de inflación %	Tasa efectiva %
		Valor Millones de pesos	Variación			
			Millones de pesos	%		
1966	133,6	133,6	—	—	—	—
1967	224,7	206,3	72,7	54,42	8,90	11,10
1968	380,4	324,9	118,6	57,49	7,56	12,44
1969	492,9	393,1	68,2	20,99	7,03	12,97
1970	547,5	406,8	13,7	3,49	7,34	12,66

Tasa ponderada promedio de incremento anual 29,73

Fuente: Superintendencia Bancaria. (1) Corresponde a bonos en circulación. Nota: Estas obligaciones se emiten a 5 años de plazo y devengan intereses del 8%. Se negocian en el mercado a un descuento entre 75% y 85%, lo que produce una rentabilidad que oscila entre el 17 y el 20%. Están garantizados por la cartera de las corporaciones y su mercado está formado básicamente por las compañías de seguros. Estos bonos no están exentos de impuestos.

h) CERTIFICADOS DE ABONO TRIBUTARIO

Los certificados de abono tributario son, tal vez, el instrumento más codiciado actualmente en el mercado de capitales. En términos absolutos ellos captan anualmente un mayor volumen de ahorro que cualquier otra opción (\$ 719 millones en 1971).

En 1967, año de su creación, se emitieron papeles por valor de \$ 161 millones. Desde entonces la colocación de estos certificados ha venido aumentando permanentemente. El mayor incremento en las emisiones se presentó en 1968 (101,35%) debido al notable aumento de las exportaciones menores en ese año. En 1970 el incremento real fue solo del 5,87%; al año siguiente, 1971, se emitieron certificados por un valor de \$ 719 millones, lo que significó un incremento del 16,14% sobre 1970 y del 225,7% sobre 1967.

Los certificados de abono tributario constituyeron un éxito que no debe decaer en el futuro. El crecimiento promedio fue de 33% en el período. El atractivo de estos papeles es extraordinario porque constituyen una inversión con liquidez, a corto plazo y rentabilidad mínima de un 15%, exenta de impuestos, la cual sube substancialmente dependiendo de la ubicación del tenedor dentro de la escala impositiva.

Certificados de abono tributario. 1967-1971

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año) Rendimiento exento: 17%

Años	Monto anual de las emisiones a precios corrientes en millones de pesos	A precios de 1966			Tasa de inflación	Tasa efectiva
		Valor de la emisión	Variación			
			Millones de pesos	Millones de pesos		
1967	161	148	—	—	—	—
1968	349	298	150	101,35	7,56	9,44
1969	492	392	94	31,54	7,03	9,97
1970	559	415	23	5,87	7,34	9,66
1971	719	482	67	16,14	10,89	6,11

Tasa ponderada promedio de incremento anual 33,26

Fuente: Revista del Banco de la República. Nota: El certificado de abono tributario (CAT) es un instrumento creado por el Decreto 444 de 1967, como un estímulo para las exportaciones menores. Consiste en un certificado que el Banco de la República entrega al exportador adicionalmente al valor del reintegro, por un valor equivalente al 15% del mencionado reintegro y que sirve, al término de su maduración, para pagar impuestos. El CAT es un instrumento de captación de ahorro a corto plazo, se emite al portador, es libremente negociable y la mayor parte de las operaciones se realizan en la Bolsa de Bogotá. Es libre de toda clase de impuestos y devenga un interés anual que oscila entre el 14,5 y el 17,5%. Tiene un periodo de maduración de 3 o 6 meses, dependiendo de si son generados por exportaciones de manufacturas o de productos agrícolas, respectivamente. Su crecimiento estará siempre limitado por el monto de las exportaciones menores y su liquidez grandemente influida por la demanda en las épocas de pago de impuesto.

i) LOS FONDOS MUTUOS

Un vigoroso crecimiento promedio correspondió a los fondos mutuos que tuvieron una etapa de euforia sostenida desde 1966 hasta 1970, período en que sus activos crecieron en términos reales, de \$ 239 millones a \$ 1.407 millones. Hubo años como el de 1969 en que el aumento en términos reales alcanzó al 95% sobre el año anterior. Durante 1971 se registró, sin embargo, una aguda depresión que disminuyó el monto de sus activos en un 35%. En la historia reciente del mercado de capitales, tal vez no ha acontecido un episodio más patente de éxito y fracaso en tan corto tiempo. Se han ensayado muchas teorías sobre este fenómeno entre las cuales la más plausible parece ser la siguiente:

Durante la etapa 1968-1970, el éxito inicial del sistema engendró una presión exagerada de la demanda sobre una oferta relativamente estacionaria en el número y volumen de las acciones suscritas en la bolsa. Ello produjo naturalmente una alza en el precio de las acciones. Simultáneamente los fondos mutuos cayeron en la tentación de hacer una propa-

ganda agresiva que consistía en presentar el crecimiento del valor de sus activos como un rendimiento efectivo por encima de la rentabilidad. Como las inversiones en fondos estaban exentas de impuestos, era posible decirle al inversionista que su inversión estaba produciendo el 30% neto de impuestos. Esta ilusión creó, posiblemente, la sicología de que una rentabilidad inferior era deleznable. Cuando la afluencia de fondos empezó a disminuir y los precios se estacionaron, la propaganda no pudo continuar y luego vino una etapa continua de depresión durante la cual los suscriptores empezaron a retirar masivamente sus inversiones, precipitando una corrida hacia la baja.

CUADRO 14

Fondos mutuos de inversión. 1966-1971

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año) Rendimiento exento. (1)

Años	Activos a precios corrientes	A precios de 1966			Tasa de inflación	Tasa efectiva
		Activos	Variación			
			Millones de pesos	Millones de pesos		
1966	239,3	239,3	—	—	—	—
1967	299,6	275,1	35,8	14,96	8,90	5,10
1968	531,6	454,0	178,9	65,03	7,56	5,24
1969	1.110,8	885,8	431,8	95,11	7,03	5,19
1970	1.407,3	1.045,5	159,7	18,03	7,34	4,26
1971*	1.009,0	676,3	-369,2	-35,31	10,89	3,11

Tasa ponderada promedio de incremento anual: 33,82

(1) En este caso se han utilizado como tasas de rendimiento anual las que aparecen en el documento SIMEC 10 preparado por Roberto Junguito y Juan Carlos Jaramillo, para el simposio sobre el mercado de capitales, cuadro NI-7, Bogotá, abril de 1971. Tales rendimientos están calculados únicamente sobre las 13 acciones de mayor importancia en las Bolsas de Bogotá y Medellín, y son los siguientes: 1967, 14%; 1968, 12,8%; 1969, 12,22%; 1970, 11,6%. Para 1971 se ha calculado convenientemente el 14% en vista de la fuerte baja en el valor de mercado de las acciones. El factor de valorización se ha descartado porque no se obtuvieron datos confiables. * En 30 de agosto de 1971. Nota: Los fondos mutuos emiten unidades de inversión cuyo precio resulta de dividir el total de activos por el número de unidades en circulación; una parte sustancial de los activos está invertida en acciones de sociedades anónimas; la totalidad de los dividendos ingresan al fondo común y la sociedad administradora del fondo puede cobrar hasta un 2% anual por los servicios de administración y asesoría. El capital invertido goza de exención de impuestos como también los dividendos, cuando son reinvertidos.

j) CEDULAS DEL BANCO CENTRAL HIPOTECARIO

Las cédulas del Banco Central Hipotecario también recibieron amplia aceptación. En 1971 existían \$ 4.960 millones en poder del público que a precios de 1966 equivalían a \$ 3.324 millones. El crecimiento de 1969 fue sorprendente pues llegó a \$ 968 millones y la tasa promedio de incremento anual a 38,12%.

Sin embargo, este resultado debe mirarse con muchas reservas porque un porcentaje muy alto de la demanda proviene del régimen de inversiones forzosas que obliga a las cajas de ahorros, compañías de seguros y capitalizadoras a suscribir parte sustancial de los aumentos obtenidos, en estos papeles. Se trata pues de un ahorro transferido.

CUADRO 15

Cédulas hipotecarias del 9.5%. 1968-1971

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

Rendimiento exento: 11,5%.

Años	Monto de las cédulas en poder del público Pre- cios corrientes en millones de pesos	A precios de 1966			Tasa de inflación	Tasa efectiva
		Valor		Variación %		
		Millones de pesos	Millones de pesos			
1968....	1.415,4	1.208,7				
1969....	2.729,6	2.176,7	968,0	80,09	7,03	4,47
1970....	3.795,2	2.819,6	642,9	29,54	7,34	4,16
1971....	4.960,2	3.324,5	504,9	17,91	10,89	0,61

Tasa ponderada promedio de incremento anual 38,12

Fuente: Oficina de Estadística del Banco Central Hipotecario.

Nota: Las Cédulas Hipotecarias del 9.5% tienen un plazo de 20 años y no participan en sorteos, pero pueden ser redimidas en todo o en parte en cualquier momento que el banco lo juzgue conveniente. De estos instrumentos no se efectúan transacciones en la bolsa de valores, pues son negociables directamente al precio del 86%. Las cédulas se pueden adquirir y redimir en cualquiera de las 44 sucursales del banco en el país, lo que les da una absoluta liquidez. Tanto el capital como los intereses devengados son totalmente exentos de los impuestos de renta y complementarios, lo mismo que de masa global hereditaria. Son emitidas en montos de \$ 100.00 a \$ 100.000.00 y al adquirirlas se paga una cantidad inferior en 14% a su valor nominal. Su interés real es del 11,5%. El Banco Central Hipotecario hizo su primera emisión de cédulas en el año de 1943 y desde entonces estos instrumentos de ahorro han venido convirtiéndose paulatinamente en la principal fuente de financiación a largo plazo de todas las actividades de fomento de la vivienda, desarrolladas por esa entidad. En el año de 1968, luego de la aparición de los Bonos de Desarrollo Económico, Clase B, que entraron a devengar intereses del 9,5%, el banco se vio inclinado a emitir papeles con ese mismo interés: simultáneamente, como medida de equidad, se autorizó la conversión de las cédulas viejas del 7,5%.

Sin duda alguna el comportamiento de este vehículo de ahorro es un reflejo de una combinación afortunada de factores entre los que se cuentan el prestigio de la institución, la liquidez automática del papel, la tasa de interés razonable y la exención total de impuestos, que la hacen más atractiva para las personas naturales y jurídicas que están colocadas en niveles muy altos de impuestos.

k) BONOS DE DESARROLLO ECONOMICO. CLASE "B"

Los bonos de desarrollo económico mostraron un comportamiento dinámico a través de todo el período, pero ello debe mirarse también con grandes reservas desde el punto de vista del resto de la muestra. La oferta de bonos es irregular e inelástica porque depende de las autorizaciones que haya tenido el gobierno para hacerlo. Por otra parte, se puede presumir que sus adquirentes son, en altísimo porcentaje, personas jurídicas a quienes convenía adquirir tales activos para evitar impuestos. Es razonable pensar que este no es un vehículo normalmente utilizado por personas naturales y que su crecimiento está, además, atado al sistema de inversiones forzosas de las compañías de seguros, de capitalización y los fondos mutuos que están obligados a suscribir parte de sus activos en estos bonos. La tasa promedio de incremento de esta opción es de 39,11%.

CUADRO 16

Bonos de desarrollo económico. Clase B. 1966-1971

Evolución a precios corrientes y reales (Base 1966)

(A fin de cada año)

Rendimiento exento: 11,5%.

Años	Monto de los bonos en circulación a precios corrientes Millones de pesos	A precios de 1966			Tasa de inflación	Tasa efectiva
		Valor		Variación %		
		Millones de pesos	Millones de pesos			
1966.....	349	349				
1967.....	348	319,6	-29,4	-8,42	8,90	2,60
1968.....	370	316,0	-3,6	-1,13	7,56	3,94
1969.....	604	481,7	165,7	52,44	7,03	4,47
1970.....	858	637,4	155,7	32,32	7,34	4,16
1971.....	1.558(1)	1.044,2	406,8	63,82	10,89	0,61

Tasa ponderada promedio de incremento anual 39,11

(1) Para este año el Gobierno presupuestó una emisión de \$ 700 millones.

Nota: Estos bonos se emiten a 10 años de plazo y se amortizan mediante sorteos trimestrales. Son de inversión voluntaria y exentos de impuestos. Devengan un interés de 9,5% a partir de 1968 y se colocan en el mercado al 95% de su valor nominal. El rendimiento real es de 11,5%.

2. Evolución en términos reales del mercado libre

Para dar un indicio del comportamiento del mercado libre se incluyen dos cuadros que contienen: i) un resumen del volumen de las operaciones registradas por las entidades que participaron en la encuesta

(cuadro 17) y ii) un resumen del crecimiento de la demanda de préstamos externos (cuadro 18). En cuanto a la inclusión de este último, se debe reconocer que esta información no es consistente con el resto de las opciones analizadas porque se trata de recursos ajenos a la oferta monetaria local. No obstante, pareció que su inclusión contribuiría a ilustrar el análisis. Como se explica en otra parte de este estudio, la existencia del mercado supone una demanda y la contratación de préstamos externos puede atribuirse fundamentalmente a la inexistencia de recursos locales en igual magnitud.

Este ejercicio revela las siguientes observaciones:

a) ENTIDADES ESPECIALIZADAS

CUADRO 17

Financiación interna al sector privado. 1966-1971

(Mercado de la muestra)

(A fin de cada año) Rendimiento gravable: 20%.

Años	Monto total de las operaciones a precios corrientes		A precios de 1966		Tasa de inflación efectiva	
	Millones de pesos	de pesos	Millones de pesos	%	Tasa	Tasa
1966.....	61,8	61,8	—	—	—	—
1967.....	95,0	87,2	25,4	41,10	8,90	11,10
1968.....	117,1	100,0	12,8	14,68	7,56	12,44
1969.....	223,1	177,9	77,9	77,90	7,03	12,97
1970.....	377,7	280,6	102,7	57,73	7,34	12,66
1971.....	554,3	371,5	90,9	32,39	10,89	9,11

Tasa ponderada promedio de incremento anual: 46,35

Los recursos que manejaban las entidades investigadas alcanzaban solamente a \$ 61 millones en 1966 y de allí en adelante empezaron a crecer en forma sostenida. En términos corrientes llegaban, en 1971, a \$ 554 millones que a precios constantes tenían un valor de \$ 371 millones en el mismo año. Hay años en que se registran fuertes alzas como en 1969 (77,9%) y 1970 (57,7%). El crecimiento promedio es de 46,35%.

Aunque en términos absolutos las cifras son muy inferiores a las acumuladas por otras formas de ahorro tradicional, la tendencia de crecimiento es más elevada que la de cualquier otra de las opciones

examinadas. Estos datos proporcionan una idea del volumen de recursos que se han venido trasladando a este mercado. Conviene recordar que los fondos canalizados a través de las entidades especializadas, constituyen apenas una parte del mercado.

Existe un volumen muy importante de operaciones no identificadas que se realizan directamente entre personas naturales y jurídicas con sociedades colombianas y extranjeras. Una investigación de este campo exigiría acudir directamente a la contabilidad de un gran número de compañías, lo cual no se consideró factible.

CUADRO 18

Financiación externa al sector privado. 1966-1971

(A fin de cada año)

Años	Monto total de los préstamos en millones de US\$ (1)	Valor total en millones de pesos (2)	Variación	
			En millones de pesos	%
1966.....	43,6	588,6	—	—
1967.....	36,8	582,2	-6,4	-1,09
1968.....	61,5	1.040,0	457,8	49,92
1969.....	87,1	1.559,1	519,1	49,91
1970.....	105,3	2.014,4	455,3	29,20
1971.....	178,5	3.737,8	1.723,4	85,55

Tasa ponderada promedio de incremento anual: 60,17

(1) Tomado del cuadro 5. (2) Utilizando las siguientes tasas de cambio por US\$ (precio de venta): 1966, \$ 13,50; 1967, \$ 15,82; 1968, \$ 16,91; 1969, \$ 17,90; 1970, \$ 19,13; 1971, \$ 20,94.

b) ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO EN MONEDAS DURAS

Para completar el panorama se incluye en el cuadro 18 la evolución del endeudamiento del sector privado en monedas duras. Allí se observa una tendencia acelerada por tal alternativa. Convertidos a las tasas de cambio de cada año, los saldos de los préstamos vigentes aumentaron de \$ 588,6 millones en 1966 a \$ 3.737,8 millones en 1971. La fortaleza de la demanda está claramente reflejada en el año de 1971, cuando los préstamos aumentaron en 85% sobre el año anterior. El crecimiento promedio anual fue de 60,17%.

El cuadro 19 contiene un catálogo de todas las opciones examinadas, ordenadas de menor a mayor de acuerdo con el crecimiento promedio anual que experimentó cada una de ellas.

Opciones de ahorro

Tasas promedias ponderadas de incremento anual

(Calculadas sobre valores constantes de 1966) *

A—Mercado convencional	
1. Depósitos a término	-0,21
2. Sistemas de capitalización	2,10
3. Cédulas de capitalización del Banco Central Hipotecario	5,45
4. Seguros individuales de vida	7,51
5. Colocación de acciones de sociedades anónimas	9,00
6. Depósitos de ahorro	10,61
7. Bonos de garantía general	29,73
8. Certificados de abono tributario	33,26
9. Fondos mutuos	33,82
10. Cédulas hipotecarias del Banco Central Hipotecario (9,5%)	38,12
11. Bonos de desarrollo económico	39,11
B—Mercado libre	
12. Operaciones de los intermediarios especializados ..	46,35
13. Endeudamiento en monedas duras (1)	60,17

(*) Tomadas de los cuadros 7 a 18. (1) Obviamente la inclusión de este rubro en el cuadro tiene, únicamente, propósitos de comparación pues en este caso no se trata de una "opción de ahorro".

3. Relación entre las tasas de crecimiento y las tasas de interés efectivas

Se han incluido en cada uno de los cuadros los siguientes datos adicionales: (cuadros 6 a 17).

i) La tasa anual de inflación, calculada como el porcentaje de variación en los índices de costo de vida (empleados) y,

ii) La tasa efectiva de interés. Esta última está calculada deduciendo de la tasa de interés normal, la tasa de inflación para cada año. En las notas a los cuadros se explica cuales son los rendimientos normales elegidos para cada opción.

El propósito de este ejercicio es el de buscar una correlación entre las tasas de crecimiento y las tasas efectivas de interés. El cuadro 20 que se incluye a continuación, contiene un resumen de los resultados de este experimento. Antes de hacer comentarios del mismo, es necesario advertir que el propósito que se persigue es el de señalar tendencias generales y que pueden existir distorsiones causadas por el sistema de cálculo, o la adopción de variables que podrían ser discutibles. La principal distorsión consiste en que cuando se trata de instrumentos nuevos en el mercado, los crecimientos relativos anuales resultan muy altos porque la base absoluta es baja; esto puede suceder con los bonos de garantía general de las corporaciones financieras, y los certificados de abono tributario; también hay variables discutibles como son las tasas de rendimiento asumidas para los

sistemas de capitalización, para las acciones y para los fondos mutuos.

En estos dos últimos casos la rentabilidad asumida es la más baja porque no se considera la ganancia de capital que pudo ser alta en los años de bonanza de la Bolsa y luego desapareció en los últimos 18 meses. De todos modos un cálculo más sofisticado podría cambiar la ubicación de estas opciones en el cuadro que sigue sin destruir las conclusiones generales.

CUADRO 20

Porcentajes de variación anual y tasas de interés

Años	anual % Variación	Tasa de interés efectiva %
1. Depósitos a término (Gravables)		
1967	-5,61	-5,90
1968	-20,21	-4,56
1969	-13,74	-4,03
1970	41,27	-0,34
1971	-11,41	-3,83
Promedio ponderado	-0,21	
2. Planes de capitalización (Gravables)		
1967	2,33	-2,90
1968	-0,64	-1,56
1969	1,53	-1,03
1970	5,46	-1,34
1971	1,62	-4,89
Promedio ponderado	2,10	
3. Cédulas de capitalización del Banco Central Hipotecario (Exentas)		
1967	-1,03	-2,90
1968	11,98	-1,56
1969	1,08	-1,03
1970	6,17	-1,34
1971	7,96	-4,83
Promedio ponderado	5,45	
4. Seguros individuales de vida (Gravables)		
1968	3,81	-4,56
1969	-9,60	-4,03
1970	25,54	-4,34
Promedio ponderado	7,51	
5. Colocación de acciones de las sociedades anónimas (Gravables)		
1967	8,24	5,10
1968	12,56	5,24
1969	36,13	5,19
1970	-39,16	4,26
Promedio ponderado	9,00	*
6. Depósitos en cuentas de ahorro (Exentas)		
1967	7,15	-4,90
1968	10,65	-3,56
1969	7,15	-3,03
1970	17,49	-3,34
1971	9,25	-6,89
Promedio ponderado	10,61	

CUADRO 20 - (Conclusión)

Año	Variación anual %	Tasa de interés efectiva %
7. Bonos de garantía general (Gravables)		
1967	54,42	11,10
1968	57,49	12,44
1969	20,99	12,97
1970	3,49	12,66
Promedio ponderado	29,73	
8. Certificados de abono tributario (Exentos)		
1968	101,35	9,44
1969	31,54	9,97
1970	5,87	9,66
1971	16,14	6,11
Promedio ponderado	33,26	
9. Fondos mutuos (Exentos)		
1967	14,96	5,10
1968	65,03	5,24
1969	95,10	5,19
1970	18,00	4,26
1971	-35,31	3,11
Promedio ponderado	33,82	
10. Cédulas Hipotecarias del 9,5%. Banco Central Hipotecario (Exentas)		
1969	80,09	4,47
1970	29,54	4,16
1971	17,91	0,61
Promedio ponderado	38,12	
11. Bonos de desarrollo económico. Clase B. (Exentos)		
1967	-8,42	2,60
1968	-1,13	3,94
1969	52,44	4,47
1970	33,32	4,16
1971	63,82	6,61
Promedio ponderado	39,11	
12. Mercado libre (tomado de la muestra). (Gravable)		
1967	41,10	10,10
1968	14,68	12,44
1969	77,90	12,97
1970	57,73	12,66
1971	32,41	9,11
Promedio ponderado	46,35	
13. Mercado libre (Financiación externa al sector privado).		
1967	-1,09	—
1968	78,63	—
1969	49,91	—
1970	29,20	—
1971	85,55	—
Promedio ponderado	60,32	—

Con estas advertencias se puede proseguir con el análisis:

i) En los planes de capitalización, depósitos a término y seguros de vida individuales, se observa que hay una relación directa entre las bajas tasas de crecimiento y la tasa negativa de interés. Esta es una evidencia de que quienes utilizaban estos sis-

temas para ahorrar reaccionaron, desviando sus depósitos porque la rentabilidad no era atractiva.

ii) El caso de los depósitos de ahorro es una excepción, pues continuaron subiendo a pesar de la tasa negativa.

iii) Los crecimientos más altos están concentrados en las opciones que gozan de exención de impuestos como son los certificados de abono tributario, las cédulas hipotecarias y los fondos mutuos. Sin embargo, estos últimos sufrieron una considerable baja en 1971 (35%). Esta conducta puede atribuirse a la circunstancia ya comentada de la parálisis en la valorización de los precios de la Bolsa. Es decir, los suscriptores de los fondos reaccionaron casi automáticamente cuando su expectativa de utilidad descendió.

iv) Se puede verificar que hay una relación también directa entre crecimiento y tasas positivas. El crecimiento más alto corresponde a las operaciones del mercado libre, tomadas de la muestra, en donde las tasas efectivas están por encima del 10%.

v) Durante todo el período, la mayor captación de ahorro, tanto en términos absolutos como en crecimiento, corresponde a las obligaciones emitidas o auspiciadas por el Estado.

vi) Durante todo el período se ha registrado un traslado masivo del ahorro de las empresas y las personas privadas hacia el sector público.

VI — LA TASA DE INTERES: TEORIA Y PRACTICA VIGENTES

1. Los factores psicológicos y la congelación de las tasas de interés pasivas

En la formación de la sicología imperante en materia de manejo de la tasa de interés en Colombia, convergen diversas influencias que han creado una respetada sabiduría convencional. Entre ellas podrían citarse:

i) La imposibilidad tradicional del Estado de financiar sus programas de inversión a través de impuestos;

ii) La incapacidad de colocar internamente su deuda a mediano y largo plazo, sin acudir al sistema de inversiones forzosas o a estímulos tributarios;

iii) Como corolario del esquema anterior, la notable comodidad que representaba para el Estado obtener recursos a mediano plazo a tasas de subsidio;

iv) La creencia generalizada de los gobiernos en que la fijación de la tasa de interés es una especie de acto de soberanía que por el solo hecho de proclamarse resultaba efectivo en la práctica;

v) La total falta de conciencia del ahorrista popular sobre su situación de desventaja permanente frente a los precios. Esta ignorancia ha llevado a un gran número de colombianos a caer en una "ilusión monetaria" a largo plazo. Por eso continúan ahorrando sin protestar, mientras su capital es lentamente expropiado;

vi) El predominio de la influencia de la clase prestataria sobre la clase ahorrista. Ello ha conducido a que sea popular y exitoso políticamente, ofrecer "crédito barato" pero no se ha presentado un debate sobre la tasa que se reconoce a los ahorristas;

vii) La arraigada tradición puritana según la cual el "creador de riqueza" es decir, el empresario, debe ser protegido; mientras que el rentista eventual, cualquiera que sea su tamaño, merece ser castigado;

viii) La política monetaria obsesionada con la distribución sectorial del crédito para que produzca un "desarrollo equilibrado". Ello conduce a que cíclicamente el crédito irrigue con mayor generosidad a los sectores que están de moda en la estrategia económica y/o política. Dependiendo de su capacidad de presión, el turno pasa de los industriales a los agricultores, a los transportadores, a los exportadores, etc. La tasa de interés que surge de la aplicación de este sistema tiene, entonces, contenido político. Es decir no necesariamente los más eficientes tienen acceso al crédito, y se ha llegado al extremo de aumentar el crédito a un determinado producto "porque está en quiebra".

La combinación de todas estas actitudes ha secularizado la tendencia a congelar la tasa de interés a un nivel incompatible con la tasa inflacionaria.

Esta práctica se ha mantenido durante un período de rápida urbanización y cambios bruscos de la demanda hacia productos y servicios más sofisticados —y posiblemente innecesarios— que no pueden ser atendidos simplemente porque "no son prioritarios". Este sector que tiene una alta rentabilidad sobre su capital constituye la demanda del mercado. La oferta está formada por el grupo cada vez más numeroso de personas que adquieren plena racionalidad económica. Es decir que, dentro de una evaluación de riesgos similares, siempre invierten a la tasa más alta que impere en el mercado. La si-

tuación descrita ha dado origen poco a poco a dos mercados paralelos que son:

i) El mercado artificialmente deprimido a través del sistema de las inversiones forzosas, y

ii) El mercado libre donde la tasa de interés refleja el punto de equilibrio entre oferta y demanda.

El mantenimiento de la tasa a un nivel bajo durante un largo período —más de veinte años— ha agigantado entretanto la complejidad, el impacto y el precio que tendría la solución alternativa que consistiría en subir la tasa a un nivel razonable. (Podría ser aquel que sea equivalente a la inflación. Esto nos llevaría a una tasa entre el 8% y el 10% para la opción, menos rentable. Como sabemos, esta opción, que es el depósito de ahorro puro, recibe hoy solamente el 4%) (14).

El dilema surge porque no se puede cambiar la tasa de un sistema de ahorro sino en forma universal y simultánea. Es decir, un aumento unilateral de uno de los bancos provocaría un desplazamiento masivo de recursos que no podría resistir el resto.

Piénsese que en la actualidad el 80% de cada peso depositado está obligatoriamente congelado en inversiones de mediano plazo no liquidables inmediatamente y con muy baja reutilización, y se verá la magnitud del problema. Por eso, no se podría variar la tasa reconocida sin modificar la rentabilidad de la cartera que ahora apenas llega al 7%. La solución a este dilema es uno de los grandes problemas que el país debe enfrentar de inmediato (15).

2. La congelación de las tasas de interés activas

Del lado de los préstamos, el control sobre el interés de las operaciones activas se ha ejercido a través de Leyes, Decretos y por Resoluciones de la Jun-

(14) El artículo 39 de la Ley 33 de 1971, dio un paso impresionante en este sentido al exonerar a la Caja Colombiana de Ahorros de la Caja Agraria, de toda clase de inversiones forzosas. De allí en adelante los incrementos de sus cuentas de ahorro podrán ser invertidos en los programas propios de la institución.

La misma Ley facultó a la Junta Monetaria para "mediante resoluciones de carácter general, señalar las tasas mínimas y máximas de interés que se reconocerán en los depósitos de ahorro".

(15) Cuando se terminaba este estudio, el Gobierno decretó el alza de la tasa de interés del ahorro al 8,5% y le dio facultades a la Junta Monetaria para efectuar el desmonte de las inversiones forzosas. El impacto de estas medidas todavía no se puede evaluar, pero parece razonable esperar que la Caja Colombiana de Ahorros y los bancos sufrirán pérdidas durante el período de ajuste.

ta Monetaria. La variedad y complejidad de estas disposiciones es tan grande, que sería imposible, dentro del ámbito de este estudio, hacer una descripción completa de tales normas (16).

En general, las tasas para el crédito a la agricultura y ganadería son más bajas que para la industria y el comercio. Aquellas quedaron congeladas durante diez años por la Ley 26 de 1959 a un nivel de 10%. La Resolución 43 de 1969 de la Junta Monetaria fijó una tasa de 10% a un año y 0.5% más por cada año adicional.

La tasa normal de los bancos para préstamos a corto plazo (descontada a 90 días) es de 14% (17).

Este es el nivel máximo autorizado por la Junta Monetaria para los establecimientos bancarios, si desean acogerse al régimen de encaje reducido.

La actitud tradicional hacia la tasa de interés en el sentido de que debe ser controlada a determinados niveles, está claramente reflejada en las disposiciones legales de orden civil y comercial. Así, el artículo 191 del Código de Procedimiento Civil, atribuye al Superintendente Bancario la facultad de fijar anualmente el interés corriente; y el artículo 884 del Código de Comercio expresa que cuando deban pagarse réditos sin que se especifique convencionalmente el interés, este será el bancario corriente, el cual debe ser certificado por el Superintendente. En desarrollo de estas facultades, la Superintendencia emitió la Resolución número 290 de 1972 (febrero 10). En ella se fijó el interés corriente al 14% anual. Es esta pues, la tasa de interés que se considera equitativa y normal. En la práctica se trata más de una declaración de principios que de una norma que sea ampliamente acatada en el giro normal de los negocios.

En este campo el costo del dinero surge de la interacción de fuerzas variables como son: i) la experiencia y las expectativas sobre el nivel general de precios; ii) la oferta monetaria a través de los bancos; iii) la clase de riesgo y garantía. En resumen, la tasa de interés, que es el precio del dinero, puede variar en el tiempo. En Colombia, según se desprende de este estudio, la diferencia que hay entre el mercado bancario controlado (14%) y el mercado libre entre particulares (24%) es de diez puntos que equivalen a un 70%. Esto puede significar que la tasa del mercado libre es demasiado alta, o por el contrario, que la tasa normal bancaria está demasiado baja y puede estar representando un subsidio (18) para quienes logran obtener crédito en los bancos.

3. La tasa de interés y el sistema tributario

La política de proteger al productor y penalizar al ahorrista a través de la tasa de interés reviste una forma muy interesante en cuanto al tratamiento impositivo. Este último está concebido en tal forma que quien toma dinero en préstamo para un negocio puede considerar como "costo deducible" de su operación, los pagos de intereses hasta cierto límite.

De acuerdo con el Decreto 154 de 1968 (Art. 25) "son normales los intereses que no excedan de la tasa más alta que con autorización de la Junta Monetaria cobran los establecimientos bancarios, reconocida para cada año por el Director de Impuestos Nacionales". Hasta 1971 la tasa aceptable era del 18%. La Resolución 1200017 de 1972 emanada de la Dirección de Impuestos Nacionales, elevó el límite al 19%. Esto quiere decir que la totalidad de los intereses pagados por un empresario hasta el 19% son deducibles como costo de operación para efectos de la declaración de renta. Con este sistema se coloca al endeudamiento como la mejor alternativa de financiamiento de una empresa.

La situación en que se encuentra el inversionista es menos ventajosa puesto que la exención de impuestos a las rentas, percibida en forma de intereses, está concentrada en las opciones de "deuda del gobierno" como son los bonos de desarrollo, las cédulas del Banco Central Hipotecario y los certificados de abono tributario (19). Los intereses que no están sujetos a impuestos serían 11%, en los dos primeros casos y 15% en el último.

En síntesis, los deudores pueden deducir hasta un 19%, cualquiera que sea el origen de los fondos que obtengan, mientras que el ahorrista solo puede as-

(16) Actualmente el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República adelanta un estudio sobre el tema.

(17) Desde luego el costo real para el usuario es mayor porque se le exigen saldos compensatorios de 30 a 50% y reciprocidad en otros negocios como cartas de crédito en el interior y el exterior, cobranzas, etc.

(18) Buena parte del crédito agrícola cabría en esta categoría. La consecuencia de la tasa de interés subsidiada es la desviación del crédito, especialmente el de mediano plazo. La tentación de utilizar los préstamos para la agricultura a una tasa del 10% en inversiones que reeditarían el 20% en la ciudad, puede ser irresistible. Asimismo, la tasa de subsidio induce a la mora, pues resulta más barato no pagar. La experiencia de la Caja Agraria puede ser en parte reflejo de esta motivación. En 1961 la cartera vencida era del 10% y parece que en los últimos años ha subido en forma sustancial.

(19) Son también exentos de impuestos los primeros \$ 12.000 recibidos como dividendos de acciones en sociedades anónimas, cuando el patrimonio líquido del beneficiario no excede de \$ 600.000.

pirar a un máximo del 15%, siempre que elija las inversiones protegidas por el Estado.

Asimismo, el régimen tributario ubica en una situación de privilegio a quienes están en los estratos más altos de renta. Para ellos hay un subsidio adicional que es la exención de impuestos si invierten en las obligaciones del gobierno. Como la tasa del impuesto es progresiva, para quienes pueden invertir grandes sumas la exención de impuestos es una alternativa de costo más favorable que invertir a una tasa más alta pero sujeta a impuestos.

Los resultados de la encuesta en general coinciden con este comportamiento, especialmente en el caso de los captadores directos. Ellos atraen ahorros de personas de niveles medios de ingreso. Por ello el promedio de depósito en ninguno de los casos pasa de \$ 80.000. El caso de quienes actúan simplemente como intermediarios es diferente, puesto que su mercado consiste parcialmente en aprovechar las variaciones estacionales de liquidez de las empresas, debido a sus ciclos de ventas. Por eso lo que sucede frecuentemente es un préstamo entre compañías, arreglado por el intermediario. En este caso, el promedio puede ser mucho más alto.

Por cierto, una llamativa inconsistencia del mercado de capitales colombiano, se encuentra en el poco uso que de él hace el sector privado para financiar sus necesidades de largo plazo a través de emisiones de deuda, en vez de capital. En diciembre de 1971 prácticamente no existía una sola emisión de bonos de una empresa privada. La última de importancia (Bavaria) fue recogida totalmente en septiembre de 1970 y solo hasta abril de 1972 apareció una nueva emisión de importancia. (Coltejer \$ 220 millones con tasa del 21%). Tal comportamiento no es comprensible puesto que la alternativa de emitir acciones es normalmente más costosa ya que el monto de los dividendos pagados no puede utilizarse como un costo de operación deducible para efectos de la declaración de renta.

4. Acción de la Junta Monetaria sobre tasas en el mercado no bancario

La acción del Estado en el manejo de la tasa de interés, a través de la Junta Monetaria, ha sobrepasado el campo de las entidades a quienes puede vigilar institucionalmente la Superintendencia Bancaria, o sea que ha llegado a cubrir el mercado libre.

En este ámbito más amplio se han establecido toques de interés en las ventas a plazo, las tarjetas de crédito y la venta de pasajes a crédito para viajes al exterior. Veámoslos en detalle:

i) La Resolución 53 de 1968 fijó una tasa máxima del 24% anual (incluidos todos los costos) "para contratos de venta al detal de bienes muebles o de prestación de servicios mediante el sistema de plazos e instalamentos así como para los contratos de préstamo al consumidor".

ii) La Resolución 15 de 1970 impuso un límite al interés cobrable sobre financiamiento con tarjetas de crédito del 1,5% mensual (19% anual efectivo).

iii) La Resolución 16 de 1972 también limitó al 2% mensual (24% anual efectivo) el interés computable en el financiamiento de pasajes internacionales.

Estas medidas han tenido aparentemente el muy plausible objetivo de proteger al consumidor contra abusos. Es evidente, sin embargo, que al hacerlo se ha reconocido oficialmente que es razonable una tasa de interés del 24% anual. O sea que aceptando que los costos de administración representan un 4%, habría un 20% implícito como costo del dinero. Así se ha reconocido, oficialmente, que la tasa normal está bien por encima de las tasas congeladas en el mercado financiero institucional de captación de ahorros.

5. La tasa de interés y la legislación comercial

Ahora veamos los aspectos legales tratando de responder las siguientes preguntas: ¿hay en Colombia un límite legal a la tasa de interés cobrable? ¿Cuál es ese límite?

El nuevo Código de Comercio que entró en vigencia en enero de 1972 incluyó las siguientes disposiciones sobre límites en la tasa de interés:

i) En el título I "sobre las obligaciones en general" y capítulo V sobre "el pago".

Artículo 884. "Cuando en los negocios mercantiles hayan de pagarse réditos de un capital, sin que se especifique por convenio el interés, este será el bancario corriente; si las partes no han estipulado el interés moratorio, será del doble y en cuanto sobrepase cualquiera de estos montos el acreedor perderá todos los intereses".

Se probará el interés bancario corriente con certificado expedido por la Superintendencia Bancaria.

ii) En el título VI sobre "el mutuo".

Artículo 1168. "Prohíbense los pactos que conlleven la simulación de los intereses legalmente adquiridos".

Aunque la redacción del artículo 884 es un tanto críptica, parece que persigue los siguientes efectos:

a) Proteger a los deudores a través de una sanción cuando el acreedor ha obtenido una tasa excesiva.

b) Desestimular las operaciones de mutuo pactadas con el sistema de "descuento" de tal manera que en el instrumento respectivo no se deja constancia de la tasa cobrada.

c) Establecer un límite a la tasa cobrable en la mora.

Según una interpretación, las consecuencias serían las siguientes:

i) Que cuando no se han especificado por convenio los intereses, es decir, cuando estos **no aparecen** en el documento que formaliza y prueba la existencia de la operación, estos no pueden ser superiores al interés bancario corriente que en la actualidad es del 14%.

ii) En el mismo caso en que **no aparecen** los intereses de mora, ellos podrían ascender al doble de los bancarios corrientes o sea, actualmente, a un 28% anual. La sanción en ambos casos sería la pérdida total de los intereses.

iii) Ahora bien, cuando por el contrario tales intereses están específicamente convenidos porque **aparecen** en el documento respectivo, la tasa puede ser superior al 14% anual.

(En todo lo anterior, la tasa real y efectiva no es definida, porque en el país no se distingue entre descuento (que varía con el plazo), pagos por meses (o trimestres) vencidos, pagos anticipados, etc.).

Esta interpretación llevaría a pensar que lo que introdujo el nuevo Código de Comercio fue una presunción legal para proteger a los deudores y facilitar en la etapa de pruebas de un juicio una forma expedita de encontrarlas.

Tal previsión persigue seguramente evitar la "simulación de intereses" que está expresamente prohibida en el artículo 1168 que dice:

"Prohíbense los pactos que conlleven la simulación de intereses legalmente admitidos". Tales pactos asumen usualmente la forma de un documento en

donde solo aparece el "principal", que fusiona en un solo monto el capital y los intereses, de manera que resulta imposible saber a cuánto ascienden estos últimos.

Hay que preguntarse todavía si la legislación impuso un límite legal a los intereses. Parece consecuente presumir que si se fijó un límite para cuando **no aparecen**; el mismo límite tiene operancia para cuando están específicamente convenidos; según este criterio, el límite legal a los intereses sería del 28% (el doble de los bancarios corrientes).

Hay desde luego interpretaciones más estrictas según las cuales el espíritu del artículo 884 es el de definir el concepto de usura y atarlo a cualquier tasa que supere a la bancaria corriente.

Ahora bien, colocando el problema dentro del contexto de la realidad económica, es decir, dentro de un contexto inflacionario, parece más justa la interpretación amplia que la estricta. Entre otras cosas, si ello no fuere así, serían ilegales las tasas autorizadas por la Junta Monetaria para las ventas a crédito, que como se ha visto pueden ser del 24%.

En todo caso la redacción del artículo 884 se presta a confusiones que a su debido tiempo despejarán la jurisprudencia y la doctrina. Entretanto, quedan abiertas algunas incógnitas. Por ejemplo, ¿si la tasa bancaria corriente llega al 20%, serían legales los intereses pactados al 40%.

La solución ideal estaría en convertir la noción de usura en una función del proceso inflacionario, de manera que se definiera una rentabilidad razonable del capital en una hipótesis de absoluta estabilidad y a tal rentabilidad se le añadiera el costo de la inflación. En el supuesto de que la rentabilidad razonable se situara en el 12% anual, la tasa legal sería del 17% con inflación del 5% anual; del 22% con inflación del 10% anual, etc.

Este concepto requeriría, sin embargo, una gran confianza en los índices de costo de vida, y la experiencia indica que las soluciones de tipo absolutamente técnico y científico son sin duda atractivas, pero tal vez demasiado "buenas" para ser factibles.