

c) permite que las operaciones de café soluble de la calidad secado por aspersion, que ya han sido registradas en el Instituto, cuyos embarques aún no han sido realizados, se ajusten a las condiciones establecidas en el inciso b);

d) mantiene en US\$ 32,98 la cuota de contribución sobre la exportación de café, por saco de 60,5 kilogramos brutos de café verde o su equivalente en tostado/molido; y

e) mantiene en US\$ 17,78 por libra de peso la cuota de contribución sobre la exportación de café crudo en grano descafeinado o su equivalente en descafeinado tostado/molido.

Las cuotas de contribución descritas prevalecerán hasta nueva orden, para las operaciones registra-

das en el Instituto y cuyos contratos de cambio sean fechados después del 19 de mayo de 1975.

b) Estados Unidos - Programa de Promoción del Café: El Consejo de Publicidad del Café de los Estados Unidos —Coffee Advertising Council— en su reunión celebrada el 19 de mayo, aprobó el financiamiento de dos campañas de promoción genérica del café cuyo costo se estima en US\$ 1,7 millones. El 50% de los fondos serán proporcionados por la industria cafetera estadounidense y el otro 50% por varios países productores de café. Participaron en la reunión representantes de la industria cafetera de este país, así como de Brasil, Colombia, Costa de Marfil y Méjico.

ALGUNOS ASPECTOS ESPECIFICOS DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO: TASAS DE INTERES Y EXENCIONES IMPOSITIVAS

POR DANIEL SCHLESINGER RICAURTE Y ALVARO RUIZ HERNANDEZ *

I — INTRODUCCION

A. Ahorro financiero y eficiencia en la asignación de recursos

La escasez de ahorro no es únicamente el factor limitativo en el logro de una mayor producción, porque puede aumentarse la tasa de crecimiento del producto, permaneciendo el ahorro constante, a través de una mayor demanda efectiva y de una mayor eficiencia en la asignación de recursos. Cuanto mayor sea dicha eficiencia, mayor será el rendimiento del capital y mayor será por tanto el

crecimiento de la producción. De lo anterior se desprende que, aunque la abstención de consumir no produce algo por sí misma, la mejor eficiencia en el empleo del ahorro sí conduce al crecimiento económico; esto es, a una mayor disponibilidad de bienes y servicios que pueda incrementar el bienestar de la comunidad.

* Del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. Trabajo presentado en la XX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales Latinoamericanos, celebrada este mes en la ciudad de Panamá.

CUADRO 1

Fuentes y usos de fondos del sistema financiero colombiano

(Participación porcentual)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Fuentes (Activos netos)												
Familias	77,2	74,3	75,5	77,5	75,2	71,7	65,4	63,4	61,9	54,0	55,8	56,5
Internacional	22,4	18,9	22,9	21,3	22,6	26,7	30,4	31,7	32,9	39,6	40,3	38,2
Financiero	0,4	6,8	1,6	1,2	2,2	1,6	4,2	4,9	5,2	5,6	3,4	2,9
Banco de la República .....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	0,8	0,5	2,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Usos (Pasivos netos)												
Empresas	66,6	70,4	69,0	70,5	75,2	70,4	69,1	68,7	70,0	71,1	66,6	65,3
Gobierno	23,3	23,5	26,2	25,6	23,5	27,5	29,0	30,1	29,6	28,9	33,4	34,7
Banco de la República	10,1	6,1	4,8	3,9	1,3	2,1	1,9	1,2	0,4	.....	.....	.....

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

Es por lo tanto esencial en la búsqueda de un mayor bienestar social, plantear como un objetivo el examinar las condiciones que permitan alcanzar la eficiencia en la asignación del ahorro, así como las fuerzas que puedan obstruir en un momento dado el logro de dicho objetivo. En este caso es importante analizar el grado en que la inflación pueda impedir o deteriorar la correcta asignación de recursos.

Mediante el análisis de las fuentes y usos de los recursos financieros de la economía, es posible observar que la oferta neta de recursos para inversión en Colombia ha correspondido en gran mayoría al sector familias y al sector externo. (Véase cuadro 1). La demanda principal de tales recursos corresponde al sector empresas y al sector gobierno. Esto no significa, sin embargo, que el sector familias únicamente provea recursos de inversión y que los sectores gobierno y empresas únicamente utilicen tales recursos. Una parte del ahorro del sector familias se realiza en activos físicos (vivienda, bienes de consumo durable, etc.) la cual representa inversión del mismo sector. De otra parte, como es bien sabido, el sector empresas también realiza su propio ahorro, el cual emplea para financiar una parte de sus inversiones. Lo que se busca destacar entonces, es que el ahorro financiero del sector familias es superior a las inversiones por él realizadas, presentándose la situación opuesta para el sector empresas. En referencia a esto, se dice que los sectores familias y externo son sectores en 'superávit' y las empresas y el gobierno son sectores en "déficit". En el cuadro 2 se pueden apreciar los superávit y déficit sectoriales durante los años 1950-59 en catorce países desarrollados y diez en desarrollo, en términos de fracciones del producto interno bruto. Puede observarse que los países en desarrollo presentan como característica general la anotada para Colombia, o sea, que los sectores familias y externo constituyen la fuente neta de ahorro, en tanto que los sectores empresas y gobierno representan los usuarios netos de recursos para inversión.

CUADRO 2

Superávit sectoriales del ahorro con relación a la inversión (—)

	Porcentajes del P I B		
	Países desarrollados	Países menos desarrollados	Todos los países
Unidades familiares	6,1	3,5	4,8
Empresas *	-7,6	-4,9	-6,3
Gobierno	1,3	-0,7	0,3
Resto del mundo	-0,1	2,1	1,0

* Incluye empresas gubernamentales. Fuente: V. V. Bhatt. Algunos aspectos de la política financiera en los países en desarrollo, Revista Finanzas y Desarrollo, Dic./74 FMI y Banco Mundial.

La eficiencia en el uso del ahorro consiste, en primer término, en la posibilidad de asignarlo a las actividades socio-económicas más productivas. Si las mismas son emprendidas por sectores y en regiones diferentes a donde el ahorro es primordialmente generado (como sucede en las economías en vía de desarrollo), se tiene que para lograr la correcta asignación del mismo debe ser posible su movilización, y para esto es necesario que esté representado en forma financiera y poder ser controlada su asignación para el cumplimiento de metas prioritarias de desarrollo. Mientras más ágil, organizado e integrado sea un mercado de capitales, existe más posibilidad de lograr los objetivos anteriores.

En resumen, se justifica buscar que sea cada vez mayor la parte del ahorro doméstico representado en activos financieros, porque de este modo es posible llegar a una mejor asignación de recursos, (que son escasos por naturaleza) a un incremento en el rendimiento del capital, y a facilitar el más adecuado logro de un financiamiento de las inversiones, especialmente de las realizadas por el sector público.

CUADRO 3

Formación bruta de capital sobre producto interno bruto en algunos países de América Latina

Países	1970	1971	1972	1973
Argentina	19,5	—	—	—
Bolivia	43,8	14,6	12,1	—
Brasil	21,0	21,7	22,0	22,6
Chile	14,9	13,4	13,7	—
Colombia	19,8	20,4	18,3	19,7
República Dominicana...	16,7	19,4	—	—
Ecuador	20,0	22,6	18,8	15,7
El Salvador	12,0	13,3	15,2	15,9
Guatemala	12,6	13,3	13,0	14,1
Haití	7,8	—	—	—
Honduras	19,2	17,0	15,6	—
Jamaica	24,8	24,8	23,1	25,3
México	19,6	18,2	19,8	20,8
Nicaragua	15,2	15,0	14,0	17,9
Panamá	24,5	26,0	29,5	28,4
Paraguay	14,5	14,1	13,7	16,3
Perú	12,4	12,6	12,8	—
Uruguay	9,9	9,7	9,1	—
Venezuela	22,4	23,2	29,2	25,1

Fuente: International Financial Statistics, febrero 1975.

Es oportuno aquí presentar algunos indicadores de la actividad económica en países latinoamericanos, que tienen íntima relación con aspectos relativos al proceso ahorro-inversión y al mercado de capitales. El coeficiente Formación Bruta de Capital a Producto Interno Bruto es un reflejo del flujo de ahorro, tanto interno como externo que se destina a la producción de bienes de capital, que permitirá obtener en el futuro un incremento en la corriente de bienes y servicios que mejoren el bienestar de la comunidad.

Como puede observarse en el cuadro 3, existe bastante dispersión en las tasas de inversión, encontrándose países con tasas cercanas al 30% y otros con tasas menores del 10%. Las tasas medias de ahorro personal que se observan en el cuadro 4, permiten también apreciar el fenómeno de dispersión anotado anteriormente. No puede apreciarse una correlación directa entre los índices mostrados en estos dos cuadros, debido a una serie de factores como son las características de la inversión, ya sea interna o externa, el referirse cada cuadro a períodos diferentes y al hecho de que la inversión se relacione con el producto interno bruto, en tanto que el ahorro lo hace con el ingreso personal disponible.

CUADRO 4

Tasas medias de ahorro en algunos países de América Latina — 1957-1962

(Ahorro/ingreso personal disponible)

Países	Tasa porcentual
Argentina	21
Bolivia	4
Brasil	16
Colombia	16
Costa Rica	11
Chile	7
Guatemala	8
Honduras	13
México	23
Panamá	12
Paraguay	13
Perú	21
Uruguay	12
Venezuela	27
Media	14

Fuente: Mikesell y Zinsler: "La naturaleza de la función de ahorro en los países en desarrollo". CEMLA, México, 1974.

B. Algunas consideraciones sobre el mercado de capitales colombiano

Desde hace varios años viene estudiándose el mercado de capitales en Colombia. Más recientemente, en 1971, el señor presidente de la República creó el Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras, el cual tuvo la misión de "examinar la estructura económica de las respectivas instituciones, revisar su reglamentación legal y sugerir medidas destinadas a procurar el fomento del ahorro, la ampliación de las bases de la capitalización social, la movilización más dinámica y el uso más eficiente de los recursos a través de la expansión y la mejor regulación del mercado de capitales" (1). Con el objeto de dar una buena base que permitiera analizar la situación del mercado de capitales y de las instituciones que participaban en él, se organizó el Primer Simposio sobre Mercado de Capitales, el cual estuvo auspiciado por el Banco de la República y la Junta Monetaria, con la colaboración financiera

de la OEA y el BID. El éxito obtenido en este primer simposio dio aliciente para que en 1973 y en 1974 se celebraran reuniones similares. Los trabajos presentados en estas reuniones han cubierto los aspectos más importantes del tema y las discusiones suscitadas han demostrado la importancia de llevar a cabo intercambios de ideas entre el sector público y el privado sobre asuntos tan relevantes como la captación de ahorro a través del sistema fiscal para la inversión pública, la captación de ahorro a través de intermediarios financieros con destino a la inversión privada, la eficiencia del sistema de inversiones forzosas, la estructura de la tasa de interés, etc.

Las recomendaciones de los simposios han llevado a realizar estudios específicos de los cuales se han desprendido acciones concretas, tales como la reestructuración del régimen de inversiones forzosas, la reducción de la dispersión que existía en las tasas de interés y la implantación de un sistema de flujo de fondos que muestra las fuentes y asignación de los recursos financieros de la economía, permitiendo de este modo servir de instrumento analítico para la orientación de algunos aspectos de la política económica.

CUADRO 5

Crecimiento anual del índice de precios al consumidor en algunos países de América Latina

Países	1971	1972	1973	Hasta agosto/74
Argentina	35,0	58,5	60,7	25,6
Bolivia	3,7	6,5	31,5	68,3
Brasil	20,0	16,6	12,9	32,3
Chile	19,0	78,9	352,0	566,7
Colombia	13,7a)	14,0a)	23,6a)	22,9
Costa Rica	3,1	4,6	—	—
República Dominicana ..	4,3	7,9	15,1	33,1
Ecuador	8,4	7,9	13,0	23,8
El Salvador	0,5	1,5	6,4	23,9
Guatemala	-0,5	0,6	13,8	15,4
Haití	10,4	3,1	22,7	—
Honduras	1,8	3,6	6,2	17,0
México	5,8	4,1	12,1	24,0
Panamá	2,0	5,3	11,6	—
Paraguay	4,9	9,2	12,7	26,2
Perú	7,1	6,9	9,5	19,5
Uruguay	3,6	76,5	97,0	79,8
Venezuela	3,2	2,8	4,1	11,7

(a) Cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. Fuente: International Financial Statistics, febrero 1975.

En Colombia, como en muchos otros países, existen dos fenómenos que inciden en el mercado de capitales y que alteran el rendimiento nominal de muchos activos financieros: la inflación y las exenciones tributarias. En consecuencia, esta presenta-

(1) "Informe al señor presidente de la República del Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras". Revista del Banco de la República, junio de 1971.

ción se concentra en aspectos relativos al impacto de la inflación y del régimen tributario sobre las tasas de interés que rigen en el mercado de capitales.

El proceso inflacionario se ha venido agudizando a partir de 1971. Con excepción del año 1963, que registró una elevación de precios del 32,6%, la tasa promedia anual de inflación en los diez años anteriores a 1971 había sido de 8,5%. Pero a partir de ese año el proceso inflacionario ha presentado índices de 13,7% para 1971, 14,0% para 1972, 23,6% para 1973 y 26,0% para 1974. Este fenómeno ha producido reducciones en la mayoría de las tasas reales de interés del mercado, especialmente cuando se hace referencia al sector institucional, en donde muchas de ellas son negativas en la actualidad. En el cuadro 5 se presentan las tasas de inflación registradas recientemente en Colombia y en otros países latinoamericanos.

Además del proceso inflacionario es preciso considerar el aspecto impositivo al estudiar el tema de las tasas de interés, pues debe considerarse que al existir papeles exentos de impuesto sus tasas comparables resultan más elevadas a las reales correspondientes.

II — INSTRUMENTOS PARA CAPTACION DE RECURSOS FINANCIEROS EN COLOMBIA

A. Instrumentos institucionales

En el país existen varios instrumentos de captación de recursos. A continuación se hace una descripción de los principales papeles existentes en el mercado de capitales, su importancia relativa y sus características más relevantes. Se hará referencia a los siguientes títulos-valores: depósitos de ahorro, depósitos a término, certificados de depósito, depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda, cédulas hipotecarias, bonos de deuda pública (Bonos de desarrollo económico - Clase B), bonos de empresas privadas, acciones de sociedades anónimas y certificados de abono tributario. Cuando se hace referencia a los totales captados, se trata de totales captados únicamente por los instrumentos citados. Este análisis hace referencia a los cuadros 6, 7 y 8.

1 — Depósitos de ahorro

Los depósitos de ahorro son principalmente captados por la Caja Colombiana de Ahorros y los bancos comerciales, canalizándose a través de la primera institución al financiamiento del sector agropecuario, y a través de los segundos al financiamiento a corto plazo. Prácticamente estos depósitos son a la vista. Entre 1962 y 1971 la tasa nominal de interés

fue de 4%, pasando en 1972 al 8,5%, en 1974 al 12% y en 1975 al 16%.

Los recursos captados a través de este instrumento representaban aproximadamente un 8% del total, para el período 1962-1971. Para los años 1972 y 1973 este promedio se eleva llegando a representar un 19% del total en el último año citado, lo cual podría aducirse al incremento de la tasa de interés ya anotado. En 1974 esta participación baja, pese a haberse elevado nuevamente la tasa de interés, debido a la aparición de papeles en el mercado con rentabilidades comparativamente más atractivas.

Antes de la reforma tributaria de 1974, los primeros \$ 150.000 tanto de intereses como de patrimonio estaban exentos de impuestos. Esta exención se elimina en la reforma citada.

2 — Depósitos a término

Los depósitos a término mantenidos en el sistema bancario, cuya destinación es similar a la de los depósitos de ahorro, tienen plazos de 6 a 24 meses. La tasa de interés para el período 1962-1968 fue del 4%, para el período 1969-1971 de 7%, entre 1972-1973 de 8,5%, para 1974 de 12% y actualmente es de 16%.

El volumen captado anualmente por este instrumento tuvo alguna relevancia (2%) en la década de los años 60, pero a partir de la aparición de los certificados de depósito ha perdido importancia considerablemente.

El régimen tributario para los depósitos a término es el mismo anotado para los depósitos de ahorro.

3 — Certificados de depósito

En 1971 la Junta Monetaria autorizó a los establecimientos bancarios la emisión de Certificados de Depósito, con tasa nominal de interés del 13%, la cual se mantuvo hasta 1973, y en agosto del año pasado se elevó al 24% anual. Tienen un vencimiento de 180 días.

Debido a la elevación de la tasa de interés anotada, este papel se ha convertido en un importante instrumento de captación, en forma tal que en el último año participó con un 16% en el flujo de recursos captados por los instrumentos que se analizan.

Desde su creación está sujeto al régimen impositivo.

4 — Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda

En 1972 se creó el sistema de valor constante, para lo cual se autorizó la constitución de corpora-

ciones de ahorro y vivienda. Estas instituciones captan recursos en "unidades de poder adquisitivo constante" (UPAC), los cuales son canalizados hacia la construcción.

Las corporaciones de ahorro y vivienda tienen dos instrumentos de captación: las cuentas y los certificados de ahorro. Las primeras tuvieron una tasa nominal de interés del 5%, desde su creación hasta mediados de 1974; de esta fecha en adelante el interés se redujo en un punto. Los certificados tuvieron una tasa nominal de interés del 5,5% anual, para reducirse en medio punto en agosto de 1974.

Además de la tasa de interés nominal los depósitos en UPAC gozan de corrección monetaria, la cual ha variado en la siguiente forma: 14,1% para 1972, 20,2% en 1973 y 21,3% para 1974. Cabe anotar que a partir de agosto de 1974 la corrección monetaria se limitó al 20% anual.

Debido a su protección contra la pérdida del poder adquisitivo de la moneda y teniendo en consideración la baja en el rendimiento real de los demás activos financieros por el proceso inflacionario, este instrumento se convirtió en el más atractivo medio de captación de ahorro desde su creación. Es así como en 1973 y 1974 su participación respecto al total captado por los instrumentos que se analizan, fue del 34% y 26%, respectivamente.

Con relación al régimen tributario, se anota que hasta 1974 constituían renta exenta los rendimientos recibidos por corrección monetaria, siendo gravables los intereses y el patrimonio invertido en estos depósitos. A partir de 1975 son gravados el patrimonio invertido, los intereses y 12 de los 20 puntos que se reconozcan como máximo de corrección monetaria.

5 — Cédulas hipotecarias

La entidad emisora, el Banco Central Hipotecario, hace más de cuarenta años que viene financiando la construcción de vivienda en el país.

Existe una amplia gama de estos documentos. Entre 1962 y 1967 los más importantes tuvieron un rendimiento nominal de 7% aproximadamente. Entre 1968 y 1972 la tasa de interés subió a un 9,5% y desde 1973 devengan un 12,5% de interés. Se negocian con un 14% de descuento.

Hasta 1967 representaron un 6% aproximadamente del total de recursos captados por los instrumentos que se estudian. Entre 1968 y 1972 creció su importancia relativa a un 19%, como respuesta a la elevación de la tasa de interés mencionada anteriormente. Desde 1973 ha declinado su participación drásticamente por la competencia de documen-

tos similares en cuanto a seguridad y liquidez, pero con más altas tasas de interés.

Estos documentos gozan desde su creación de completa exención tributaria.

6 — Bonos de desarrollo económico - Clase B

Aunque existe un gran número de títulos de deuda pública, este es quizá el instrumento más importante de captación de ahorro para el financiamiento de las inversiones públicas, siendo los demás primordialmente instrumentos de canalización de recursos ya captados por los intermediarios financieros.

La tasa de interés nominal de estos bonos fue de 8,5% para el período 1962-1967, 11% para 1968-1972 y 15% de 1973 en adelante. Se negocian con un descuento del 5%.

Como instrumento de captación su importancia fue relativamente baja (no más del 3% del total) hasta 1971 inclusive; de 1972 en adelante cobra alguna relevancia llegando a representar un 8% del total.

Los bonos de desarrollo económico están exentos de impuestos de renta y patrimonio pero no de los de sucesiones.

7 — Bonos de empresas privadas

Se han considerado tres tipos de bonos del sector privado. En primer término los bonos de garantía general de las corporaciones financieras, creados en 1971, tienen una tasa nominal de interés que fluctúa entre el 16% y el 18% anual y no disfrutan de exención tributaria. Los otros dos tipos de bonos que se analizan son los de la Compañía Colombiana de Tejidos (Coltejer), del 21%, emitidos en 1972, y los de la Compañía Colombiana de Tabaco, del 23%, emitidos en 1974. Estos bonos tampoco gozan de exenciones tributarias.

Aunque sus tasas de interés han sido competitivas, no han llegado a tener importancia en el total de los recursos financieros captados. Otros documentos con tratamiento impositivo más favorable han gozado de mayor aceptación.

8 — Acciones de sociedades anónimas

El rendimiento nominal para acciones industriales, sin considerar valorización, ha oscilado entre el 10% y el 22% desde 1962 hasta 1974. Para las financieras su rendimiento ha fluctuado entre el 10,4% y el 20,1%, durante el mismo período.

Su participación ha variado considerablemente durante los años estudiados. Es así como hasta 1972, la captación de recursos a través del mercado bursátil representó siempre más del 50% del total, con años tales como 1965 y 1966 en donde represen-

taron el 90% del total captado. A partir de 1972 su importancia relativa disminuye en forma bastante apreciable, para situarse a fines de 1974 solamente con 31% del total captado. Sin duda, la aparición de documentos de renta fija con altas tasas de rendimiento, como los depósitos en la corporaciones de ahorro y vivienda, los certificados de depósitos y aun los bonos emitidos por las mismas sociedades anónimas, contribuyeron a que se desviarán recursos financieros que anteriormente se dirigían al mercado bursátil.

9 — Certificados de abono tributario (CAT)

El certificado de abono tributario es un subsidio dado por el Estado a las exportaciones diferentes a café y petróleo, creado en 1967. El valor de este subsidio equivalía, desde que se creó hasta el año pasado, al 15% del valor reintegrado por tales exportaciones. El subsidio a las exportaciones de tipo industrial prácticamente se eliminó desde enero de este año y para las exportaciones agrícolas se redujo al 7%, de los cuales efectivamente 5% lo recibe el exportador.

Estos certificados, cuya utilización específica es el pago de impuestos, se han venido transando en el mercado bursátil y su rendimiento está dado por el descuento que se obtiene al negociarlo antes de su maduración. Estos documentos estaban totalmente exentos, pero actualmente han quedado gravados. Su plazo de vencimiento en este momento es de tres meses para los emitidos con base en productos elaborados y de seis meses para los que tienen como base exportaciones de productos no elaborados.

Únicamente parte de los CAT que se transan en la Bolsa, captan efectivamente recursos financieros en el sector privado. Para evitar duplicaciones en la suma captada por el CAT, deberían contabilizarse una sola vez, es decir, la primera vez que se transan en Bolsa; por otra parte no todos los CAT emitidos o en circulación son transados en el mercado bursátil, no representando en tal caso captación alguna de recursos, pues el tenedor los devuelve al gobierno para el pago de sus impuestos sin haber hecho uso del mecanismo para hacerlos líquidos antes de su vencimiento.

Debido a que no existen datos sobre los CAT transados una sola vez, que como se dijo son los únicos que representan captación de recursos, no se incluye este rubro en el cuadro pertinente, aunque sí se anota su rendimiento.

10 — Pagarés semestrales de emergencia (PAS)

En la última semana del mes pasado comenzaron a negociarse en el mercado bursátil los Pagarés Semestrales de Emergencia (PAS), los cuales son tí-

tulos de deuda pública, cuyo objetivo final es el pago de impuestos. La emisión autorizada asciende a la suma de \$ 3.000 millones. Se compran inicialmente con un descuento de 7,5%. Al ser redimidos para cancelar impuestos se reciben por un valor de 105%. Es decir, un PAS de \$ 1.000 se negocia inicialmente por \$ 925 y servirá para cancelar impuestos a los seis meses siguientes por \$ 1.050. Son gravables. Se negociarán en Bolsa con un descuento que variará de acuerdo con la fecha de vencimiento. Su máximo rendimiento efectivo será de 28,8% anual.

B. Instrumentos no institucionales: mercado libre de dinero

Para algunas personas el mercado libre de dinero está formado por las operaciones de préstamo realizadas fuera de los bancos. Para otras lo constituyen operaciones de alto riesgo (2). En general, este mercado está formado por operaciones de captación de recursos y otorgamiento de préstamos no controlados por la autoridad monetaria, especialmente cuando se hace referencia a la parte no organizada de este mercado.

Su florecimiento se ha debido a la estrechez de recursos de crédito a corto plazo para el financiamiento de ventas, capital de trabajo y depósitos de importación. La mayor parte de los fondos que se dirigen al mercado libre provienen de personas y de empresas que buscan para sus ahorros una tasa de rendimiento más elevada que la ofrecida por las instituciones financieras totalmente controladas.

El mercado libre organizado está conformado por "firmas que se han establecido en los últimos años, que captan fondos de ahorradores nacionales y extranjeros y que tienen como principal finalidad atender la demanda de dinero en el sector extrabancario mediante el cobro de una comisión por la consecución de los recursos" (3).

El mercado libre no organizado está formado por los préstamos entre personas, excluyendo los de favor, y por los préstamos directos de personas a empresas. Generalmente están garantizados por cartas de crédito bancarias.

El auge del mercado libre se explica por varias razones:

a) Las tasas de interés prevalecientes en el mercado de corto plazo, están por debajo de las que equilibrarían la oferta y demanda de recursos para este mercado. Como consecuencia, hay un desbordamiento

(2) Véase, De Pombo, Joaquín, "Algunos aspectos del mercado libre de dinero en Colombia". OEA, Washington, 1973.

(3) Soto, Luis Guillermo, "El mercado extrabancario en Colombia". El mercado de capitales en Colombia, 1971, Banco de la República, Bogotá, 1972.

de la demanda que tiene que ser satisfecho a tasas más elevadas en un mercado libre;

b) Algunas empresas y personas no ofrecen las garantías requeridas por los intermediarios financieros institucionales;

c) Otras "empresas de gran capacidad económica no ofrecen al sector bancario las contraprestaciones necesarias (promedios elevados en cuenta corriente, etc.) para contar con el volumen de crédito que necesitan para el normal desarrollo del negocio" (4), y

d) Quienes tienen capacidad de ahorro se ven atraídos hacia el mercado libre, al ofrecérseles mayores rendimientos que los posibles de obtener en el mercado institucional. Esto cobra fuerza al considerar que en muchos casos es posible la evasión tributaria.

Por las características mismas de este mercado, es imposible determinar la cuantía de los fondos existentes en el mismo y es difícil precisar las tasas de interés prevalecientes en él.

Sin embargo con relación a las tasas de interés se ha estimado que hasta 1972 la existente en el

mercado organizado oscilaba alrededor del 24% anual y la del no organizado tenía valores entre el 24% y el 30% anual. A partir de ese año las tasas de interés muestran tendencia al alza, colocándose las del mercado organizado entre el 24% y el 30% anual y las del no organizado entre el 30% y el 36% anual.

III — TASAS DE INTERESES

A. Tasas nominales y su dispersión

En el cuadro 6 se observan las tasas nominales de interés. En el capítulo anterior se comentó la evolución de las mismas al considerar cada activo financiero separadamente. Debe anotarse la tendencia general a la elevación de las tasas nominales de interés de los activos de renta fija; paralelamente con este fenómeno, en el último año se ha disminuido la dispersión de las mismas.

(4) Soto, Luis Guillermo. "El mercado extrabancario en Colombia". El mercado de capitales en Colombia, 1971. Banco de la República, Bogotá, 1972.

CUADRO 6

Tasas nominales de interés de los principales activos financieros

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (a marzo)
1—Depósitos de ahorro ^c	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	8,5	8,5	12	16
2—Depósitos a término (de 6 a 24 meses) ^c	4	4	4	4	4	4	4	7	7	7	8,5	8,5	12	16
3—Certificados de depósito a término (más de 180 días) ^a	---	---	---	---	---	---	---	---	---	13	13	13	24	24
4—Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda (1):														
1. Cuentas	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	5	5	4	4
2. Certificados	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	5,5	5,5	5	5
5—Cédulas del BCH ^a	7	7	7	7	7	7	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	12,5	12,5	12,5
6—Bonos de desarrollo económico. Clase 'B' ^a	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	11	11	11	11	11	15	15	15
7—Bonos de empresas privadas ^a :														
1. Corporaciones financieras (bonos de garantía general)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	16	16	16	16
a	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	18	18	18	18
a	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	21,0	21,0	21,0	21,0
2. Bonos Coltejer...	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	23,0	23,0
3. Bonos Coltabaco...	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
8—Acciones S. A. (sin valorización) (2):														
1. Industriales	12,0	11,6	12,4	13,4	15,2	15,2	13,8	10,9	10,0	14,7	16,4	22,2	19,2	---
2. Financieras	12,2	11,6	10,8	10,4	13,8	12,4	13,6	10,7	10,6	14,4	19,7	20,1	18,8	---
9—Certificados de abono tributario (3):														
3 Meses	---	---	---	---	---	---	---	---	---	11,7	18,3	19,9	21,0	---
6 Meses	---	---	---	---	---	---	---	---	---	13,8	19,1	22,0	22,6	---
12 Meses	---	---	---	---	---	37,2	19,1	17,0	16,5	17,1	---	---	---	---
10—Mercado libre (4) ^a :														
1. Organizado	---	---	---	---	---	---	---	24	24	24	24	24	24	24
a	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	30	30	30
a	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	30	30	30
2. No organizado ..	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	30	30	30
a	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	36	36	36
a	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

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

Es así como entre 1961 y 1971 se encuentran tasas en el mercado institucional entre 4% para depósitos de ahorro y 17,1% para certificados de abono tributario. A partir de ese año se ha buscado corregir esta situación. Así, en el año 1972 se elevó la tasa de interés de los depósitos de ahorro y a término y la de la cédula del Banco Central Hipotecario. Esta política se ha mantenido en los últi-

mos años, cobrando especial importancia a mediados del año pasado, cuando se autorizó una tasa del 24% para los certificados de depósito a término, que es más realista respecto a la de equilibrio del mercado. Es así como en la actualidad en el mercado institucional oscilan entre un mínimo de 16% para depósitos de ahorro y un 24% para los certificados de depósito.

CUADRO 7

Recursos captados a través de algunos activos financieros (1)

	1962	%	1963	%	1964	%	1965	%	1966	%	1967	%	1968	%
1—Depósitos de ahorro..	877	9	1.047	9	1.214	8	1.397	8	1.705	8	1.990	8	2.367	8
2—Depósitos a término..	114	1	170	1	101	1	158	1	123	—	96	—	91	—
3—Certificados de depósito (más de 180 días)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
4—Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda:														
a) Cuentas de ahorro..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
b) Certificados	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
5—Cédulas BCH	768	7	925	7	1.160	8	1.235	7	1.341	6	1.617	7	2.526	9
6—Bonos de desarrollo económico Clase B...	249	2	225	2	203	1	181	1	200	1	278	1	361	1
7—Bonos de empresas privadas:														
a) Corporaciones financieras (bonos de garantía general)..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
b) Bonos Coltejer, 1972	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
c) Bonos Coltabaco, 1974	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
8—Acciones S. A.:														
a) Industriales	7.110	68	8.806	70	10.401	70	12.322	71	15.376	73	17.579	72	19.497	70
b) Financieras	1.337	13	1.398	11	1.807	12	2.154	12	2.398	12	2.824	12	3.858	12
Total de recursos captados a través de los instrumentos financieros 1-8	10.463	—	12.571	—	14.886	—	17.447	—	21.143	—	24.384	—	28.200	—

	1969	%	1970	%	1971	%	1972	%	1973	%	1974	%
1—Depósitos de ahorro...	2.716	8	3.425	9	4.148	9	5.832	10	7.973	12	9.623	12
2—Depósitos a término...	179	1	252	1	176	—	144	0,3	226	0,3	252	0,3
3—Certificados de depósito (más de 180 días)	—	—	—	—	—	—	2	—	9	—	2.649	3
4—Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda:												
a) Cuentas de ahorro..	—	—	—	—	—	—	39	0,1	2.138	3	5.259	6
b) Certificados	—	—	—	—	—	—	149	0,3	2.069	3	3.066	4
5—Cédulas del BCH	2.997	9	5.040	12	6.319	14	7.722	14	7.339	11	8.136	10
6—Bonos de desarrollo económico, Clase B	465	1	759	2	932	2	1.688	3	2.918	5	3.909	5
7—Bonos de empresas privadas:												
a) Corporaciones financieras (bonos de garantía general)	—	—	—	—	—	—	150	0,3	276	0,4	177	0,2
b) Bonos Coltejer, 1972	—	—	—	—	—	—	220	0,4	220	0,3	220	0,3
c) Bonos Coltabaco, 1974	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	150	0,7
8—Acciones S. A.:												
a) Industriales	22.375	69	25.788	64	29.426	63	33.863	61	37.226	56	40.924	50
b) Financieras	4.005	12	4.820	12	5.466	12	5.801	10	6.918	10	8.250	10
Total de recursos captados a través de los instrumentos financieros 1-8...	32.737	—	40.184	—	46.467	—	55.607	—	67.312	—	82.615	—

(1) Datos acumulados en diciembre de cada año.

Debe ponerse nuevamente de relieve que las cifras de recursos captados por los principales activos financieros que se presentan en el cuadro 7, corresponden a los recursos captados por cada instrumento. Para muchos de estos activos financieros la cifra no coincide con lo que se denomina "ahorro financiero". Esto es, para ciertos activos el total de recursos captados está compuesto:

a) Por la captación de ahorro por parte de los sectores generadores de ahorro y

b) Por la canalización (muchas veces en forma de inversiones forzosas) de recursos ya captados a través de otros activos financieros. Por ejemplo, en el caso de las cédulas hipotecarias, hay tanto recurso

de ahorro captado por este instrumento dentro de los sectores familias y empresas, como parte de los fondos captados previamente por los depósitos de ahorro y que la ley obliga a comprar a los bancos comerciales como inversión forzosa. Por consiguiente, si se sumaran simplemente las cifras dadas en el cuadro 7 para depósitos de ahorro y para cédulas hipotecarias, se tendría un valor que contiene duplicaciones.

Además, debe recordarse que el cuadro 7 no contiene todos los instrumentos financieros que captan ahorro, aunque sí los principales existentes en el mercado.

CUADRO 8

Flujo anual de recursos captados a través de algunos activos financieros

	1962	%	1963	%	1964	%	1965	%	1966	%	1967	%
	1963		1964		1965		1966		1967		1968	
1—Depósitos de ahorro....	170	8	167	7	183	7	308	8	285	9	377	10
2—Depósitos a término...	56	3	-69	-3	57	2	-35	-1	-27	-1	-5	—
3—Certificados de depósito (más de 180 días)....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
4—Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda:												
a) Cuentas de ahorro...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
b) Certificados	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
5—Cédulas del BCH	157	7	235	10	75	3	106	3	276	9	909	24
6—Bonos de desarrollo económico, Clase "B"	-25	-1	-22	-1	-22	-1	19	—	78	2	83	2
7—Bonos de empresas:												
a) Corporaciones financieras	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
b) Bonos Coltejer, 1972	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
c) Bonos Fabricato, 1974	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
8—Acciones S. A.:												
a) Industriales	1.682	80	1.601	67	1.921	75	3.054	83	2.208	68	1.918	50
b) Financieras	61	3	409	18	347	14	244	7	426	13	534	14
Total	2.101		2.321		2.561		3.696		3.241		3.816	

	1968	%	1969	%	1970	%	1971	%	1972	%	1973	%
	1969		1970		1971		1972		1973		1974	
1—Depósitos de ahorro....	349	8	709	10	723	11	1.684	18	2.141	18	1.650	11
2—Depósitos a término...	88	2	73	1	-76	-1	-32	—	82	1	26	—
3—Certificados de depósito (más de 180 días)....	—	—	—	—	—	—	3	—	7	—	2.640	17
4—Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda:												
a) Cuentas de ahorro...	—	—	—	—	—	—	39	0,4	2.099	18	3.121	20
b) Certificados	—	—	—	—	—	—	149	1,6	1.920	16	997	6
5—Cédulas del BCH	471	10	2.043	27	1.279	20	1.403	15	-383	-3	797	5
6—Bonos de desarrollo económico, Clase "B"	104	2	294	4	173	3	756	8	1.230	11	991	6
7—Bonos de empresas:												
a) Corporaciones financieras	—	—	—	—	—	—	150	2	126	1	-99	—
b) Bonos Coltejer, 1972	—	—	—	—	—	—	220	2	0	—	0	—
c) Bonos Fabricato, 1974	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	150	1
8—Acciones S. A.:												
a) Industriales	2.878	63	3.413	47	3.638	57	4.436	49	3.364	29	3.698	24
b) Financieras	647	14	815	11	646	10	335	4	1.117	10	1.332	9
Total	4.537		7.350		6.383		9.142		11.703		15.501	

Fuente: Cuadro 7.

En el cuadro 9 se muestra el ahorro financiero, tanto a nivel global como doméstico, para el período 1962-1973.

CUADRO 9

Colombia: ahorro financiero

(Millones de pesos)

Años	Ahorro financiero doméstico	Ahorro financiero total
1962.....	15.968	20.568
1963.....	20.228	24.956
1964.....	22.336	28.971
1965.....	24.855	31.858
1966.....	30.654	39.629
1967.....	34.625	47.262
1968.....	40.963	58.895
1969.....	48.598	71.095
1970.....	57.667	85.883
1971.....	65.891	109.081
1972.....	74.253	124.470
1973.....	88.021	142.318

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

B. Tasas efectivas y su dispersión

En el cuadro 10 se han calculado las tasas efectivas de interés correspondientes a las nominales dadas en el cuadro 6. La metodología empleada para su cálculo se muestra en forma detallada en las notas correspondientes al cuadro.

En términos generales, la tasa efectiva difiere de la nominal en que la primera tiene en consideración los períodos en que se compone el interés, los descuentos específicos de cada documento, etc.

Debido a los factores anotados, la rentabilidad efectiva es algo superior a la nominal. En el caso de los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda, donde la mayor proporción del rendimiento proviene del ajuste por corrección monetaria, la rentabilidad efectiva es mucho mayor a la nominal. En las acciones las variaciones de precios en la bolsa inciden positiva o negativamente en la rentabilidad efectiva.

CUADRO 10

Tasas efectivas de interés

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Depósitos de ahorro (1).	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	8,8	8,8	12,6	17,0
Depósitos a término (2) (6 a 24 meses).....	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	7,1	7,1	7,1	8,7	8,7	12,4	16,6
Certificados de depósito (más de 180 días. (3).....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	13,6	13,6	13,6	26,2	26,2
Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda (4):														
a) Cuentas.....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19,9	26,2	26,2	24,8
b) Certificados.....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	20,5	26,8	27,4	26,0
Cédulas BCH (5).....	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	15,3	15,3	15,3
Bonos de desarrollo económico (Clase B) (6).....	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	16,8	16,8	16,8
Bonos de empresas privadas:														
a) Corporaciones financieras (Bonos de garantía general) (7).....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	17,0	17,3	17-3	17,3
b) Bonos Coltejer (8).....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19,2	19,7	19,7	19,7
c) Bonos Coltabaco (9).....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	24,5	24,5	24,5	24,5
													26,0	26,0
Acciones (con valorización) (10):														
a) Industriales.....	20,5	18,4	22,0	6,9	5,4	29,6	27,8	22,1	25,3	-9,3	12,1	33,4	1,2	---
b) Financieras.....	20,9	15,9	19,3	-0,8	3,9	20,5	22,3	33,4	20,4	-6,0	9,6	30,1	5,4	---
Certificados de abono tributario (11)														
a) 3 meses.....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	11,7	18,3	19,9	21,0	---
b) 6 meses.....	---	---	---	---	---	---	---	---	---	13,8	19,1	22,0	22,6	---
c) 12 meses.....	---	---	---	---	---	37,2	19,1	17,0	16,5	17,1	---	---	---	---
Mercado libre (12):														
a) Organizado.....	---	---	---	---	---	---	---	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1
b) No organizado....	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	36,6	36,6	36,6
	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	45,8	45,8	45,8

(1) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{4})^4 - 1$ La tasa calculada es un poco superior a la efectivamente obtenida, debido a que el rendimiento se paga sobre saldos mínimos trimestrales. (2) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{2})^2 - 1$ Los intereses se pagan semestralmente. (3) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{4})^4 - 1$ Los intereses se pagan trimestralmente. (4) Tasa efectiva = valor de la UPAC en el momento, más intereses calculados en UPAC según valor al realizar la liquidación de intereses. Ejemplo: valor de la UPAC en diciembre 31/72 = \$ 114.16, intereses reconocidos = 5% anual, tasa efectiva = $(114.16 \times 0.05) + 114.16 - 100 = (5.71 + 114.16) - 100 = 119.87 - 100 = 19.87\%$. A partir de finales de 1974, es válida para las cuentas de ahorro la observación hecha en la nota (1). A partir de agosto de 1974 la corrección monetaria se limitó al 20% anual. (5) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{4 \times 0.05})^4 - 1$ El interés se liquida trimestralmente y se negocian con un descuento del 14%. (6) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{4 \times 0.05})^4 - 1$ El interés se liquida

trimestralmente y se negocian con un descuento del 5%. (7) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{(1-d)n})^n - 1$ Donde n es el número de períodos en que se compone el interés y d es el descuento aplicable al período correspondiente. Pago mensual de intereses en su gran mayoría y se negocian con un descuento del 8.5% para un período de maduración de ocho años. (8) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{0.9812})^{12} - 1$ El interés se liquida mensualmente y se negocian con un descuento del 5%. (9) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{0.9812})^{12} - 1$ El interés se liquida mensualmente y se negocian con un descuento del 2%. (10) Tasa efectiva = Tasa nominal más valorización o desvalorización dada por las cotizaciones en bolsa. (11) Para los certificados de abono tributario la tasa efectiva coincide con la nominal. (12) Tasa efectiva = $(1 + \frac{in}{(i-1)4})^4 - 1$ Donde I son los intereses pagados por anticipado con relación al capital.

La dispersión en las tasas de interés nominales, anteriormente anotada, se mantiene a **grosso modo**

en el caso de las tasas efectivas.

CUADRO 11

Tasas efectivas de interés después de impuestos

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Depósitos de ahorro (1)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	8,8	8,8	9,3	12,8
Depósitos a término (6 a 24 meses) (2)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	7,1	7,1	7,1	8,7	8,7	7,7	10,6
Certificados de depósito (más de 180 días) (3)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8,5	8,5	8,5	17,3	17,3
Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda (4):														
a) Cuentas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17,2	23,4	23,7	20,0
b) Certificados	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17,6	23,8	24,6	20,9
Cédulas BCH (5)	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	15,3	15,3	15,3
Bonos de desarrollo económico (Clase B) (6)	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	16,8	16,8	16,8
Bonos de empresas privadas (7):														
a) Corporaciones financieras (bonos de garantía general) ...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9,2	9,4	9,4	9,4
											a	a	a	a
											16,5	11,8	11,8	11,8
b) Bonos Coltejer	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	16,2	16,2	16,2	16,2
c) Bonos Coltabaco	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17,2	17,2
Acciones (8):														
a) Industriales	14,5	12,9	15,6	—	3,1	21,3	20,0	15,7	18,0	—	8,2	24,3	—	—
b) Financieras	14,8	11,0	13,5	—	2,0	14,5	15,8	24,1	14,4	—	6,4	21,7	3,2	—
Certificados de abono tributario (9):														
a) 3 meses	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11,7	18,3	19,9	12,4	—
b) 6 meses	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13,8	19,1	22,0	13,5	—
c) 12 meses	—	—	—	—	—	37,2	19,1	17,0	16,5	17,1	—	—	—	—
Mercado libre (10):														
a) Organizado	—	—	—	—	—	—	—	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
											a	a	a	a
											24,6	24,6	24,6	24,6
b) No organizado	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	36,6	36,6	36,6	36,6
	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	45,8	45,8	45,8	45,8

Notas: Se han seleccionado las siguientes tasas impositivas como las más representativas para el cálculo de las tasas efectivas después de impuestos, dada la tasa de tributación más frecuente de ahorradores en cada uno de los distintos activos financieros que se consideran: (1) Depósitos de ahorro, 20% para renta y 0,8% para patrimonio a partir de 1974. (2) Depósitos a término, 30% para renta y 1% para patrimonio. (3) Certificados de depósito, 30% para renta y 1% para patrimonio. (4) Depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda: para los intereses 30%, y 1% para patrimonio, entre 1972 y 1974, el ajuste es exento. Desde 1975, 12 de los 20 puntos de la corrección monetaria son gravables según el régimen de ganancias ocasionales. Puede anotarse que la tributación para ganancias ocasionales es menor en diez puntos a la tributación de renta. (5) Cédulas hipotecarias, no gravables. (6) Bonos de Desarrollo Económico, no gravables. (7) Bonos de empresas: a)

Corporaciones financieras. Para renta 40% y 1,5% para patrimonio. b) Bonos Coltejer. Para renta 30% y 1% para patrimonio. c) Bonos Coltabaco. Para renta 30% y 1% para patrimonio. (8) Acciones de sociedades anónimas: a) Industriales. Para renta 25% y 0,9% para patrimonio. b) Financieras. Para renta 25% y 0,9% para patrimonio. (9) Certificados de abono tributario, no gravables hasta 1973. Para 1974 y 1975 tasas de tributación de 35% y 1,2% para renta y patrimonio, respectivamente. (10) Mercado libre: a) Organizado. Para renta 30% y 1% para patrimonio. b) No organizado. No se han considerado tasas impositivas. Las tasas de tributación de patrimonio correspondientes a las de renta, han sido tomadas de Banco de la República, Banco Central Hipotecario "Cédulas, bonos de desarrollo económico, pagarés de tesorería". Bogotá 1974.

IV — INFLUENCIA DEL REGIMEN TRIBUTARIO SOBRE LAS TASAS DE INTERES DEL MERCADO DE CAPITALES

A. Rentabilidad después de impuestos

Como se vio anteriormente, en el capítulo II se hizo una descripción de cada uno de los instrumentos que se analizan aquí, incluyendo el régimen tributario para cada uno de ellos durante el período 1962-1975. En las notas al cuadro 11 se muestran en forma específica las tasas impositivas con que se grava más frecuentemente a los tenedores de cada documento. Al aplicar estas tasas impositivas

a las tasas de interés efectivas obtenidas en el cuadro 10, se obtiene el rendimiento efectivo después de impuestos, cuadro 11. Lógicamente, el rendimiento anotado varía para los diferentes niveles impositivos; la situación que se muestra en este cuadro es solamente la que se ha considerado de más frecuente ocurrencia.

Cuando el régimen impositivo discrimina entre instrumentos captadores de ahorro, la gama de rendimientos que se obtiene después de impuestos no guarda la misma relación que la observada antes de impuestos. Este efecto es especialmente notorio antes de 1974, cuando, como ya se anotó, algunos ac-

tivos no estaban gravados y otros lo estaban parcialmente.

Esta situación era un factor potencialmente perturbador del mercado de capitales, puesto que para los papeles exentos, al ser su rendimiento en buena parte función del nivel impositivo en que estuviera

el ahorrador (véanse tasas efectivas, cuadro 10 y tasas comparables, cuadro 12), la canalización de recursos para determinado sector dependía más de alicientes tributarios que de variables que debieran determinar eficientemente la oferta de recursos para inversión.

CUADRO 12

Tasas comparables de interés

	1962	1963	1954	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
1—Depósitos de ahorro.	6,2	6,2	6,2	6,2	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	12,0	12,0	12,6	17,0
2—Depósitos a término. (6 a 24 meses)	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	11,6	11,6	11,6	13,9	13,9	19,1	16,6
3—Certificados de depósito	---	---	---	---	---	---	---	---	---	13,6	13,6	13,6	26,1	26,1
4—Depósitos de corporaciones de ahorro y vivienda:														
a) Cuentas	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	26,0	34,9	35,3	30,0
b) Certificados	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	26,6	35,4	35,1	31,3
5—Cédulas BCH	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	23,3	23,3	23,3
6—Bonos de desarrollo económico (Clase B) ..	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	25,4	25,4	25,4
7—Bonos de empresas privadas:														
a) Bonos de corporaciones financieras (de garantía general)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	17,8	15,2	18,2	18,2
a											20,0	22,2	22,2	22,2
b											24,5	24,5	24,5	24,5
b) Bonos Coltejer...	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	26,0	26,0
c) Bonos Coltabaco.	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
8—Acciones S. A.:														
a) Industriales	20,5	18,4	22,0	---	5,1	29,6	27,9	22,1	25,2	---	12,1	33,5	---	---
b) Financieras	21,5	15,9	19,7	---	3,9	20,5	21,0	33,3	20,4	---	9,7	30,1	5,5	---
9—Certificados de abono tributario:														
a) 3 meses	---	---	---	---	---	---	---	---	---	18,5	30,0	32,5	20,9	---
b) 6 meses	---	---	---	---	---	---	---	---	---	23,1	31,2	35,6	22,6	---
c) 12 meses	---	---	---	---	---	+40	31,2	28,0	27,2	28,2	---	---	---	---
10—Mercado libre:														
a) Organizado	---	---	---	---	---	---	---	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1
a														
b														
b) No organizado ..	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40

Nota: Tasa comparable = $\frac{TRD + T}{I - M}$ donde TRD = tasa efectiva de interés después de impuestos (cuadro 11). T = tasa de tributación al patrimonio. M = tasa de tributación a la renta.

La tasa comparable indica el rendimiento requerido antes de impuestos para que después de ellos se obtengan las rentabilidades dadas en el cuadro 11. + 40 indica que la tasa comparable de interés es mayor del 40%.

La dispersión de las tasas de interés efectivo que iba de 8,7% a 33,4% en 1973, viene a ser entre el 12% y el 35,6% en términos de tasas comparables, en el mismo año. Esto es, al considerar aspectos impositivos el fenómeno de dispersión se agudiza.

Con la reforma tributaria y con las modificaciones a las tasas nominales de interés realizadas el año pasado y en el presente, se atenuó visiblemente el fenómeno de dispersión, permitiendo de este modo una más adecuada captación y asignación de recursos. Es así como para 1975 las tasas comparables fluctúan entre un mínimo de 16,6% y un máximo de 31,3%, reduciéndose la dispersión de 24 puntos existentes en 1973, a 14 puntos existentes en la actualidad.

B. Tasas reales de interés

Se anotó anteriormente que el auge del mercado libre de dinero se explica, entre otras razones, por las bajas tasas de interés en el sector institucional. Su limitación obedece, en la mayoría de los casos, a la intención del Estado de fomentar ciertas actividades consideradas prioritarias. Además, se ha considerado, en ocasiones, que más altas tasas de interés podrían ejercer impacto desfavorable sobre el nivel general de precios.

Lo anterior es un factor que incide para que en muchos períodos (de 1963 a 1966 y de 1971 a 1974) se presenten tasas reales de interés negativas, tanto en el mercado de corto plazo (depósitos de ahorro

y a término) como en el de mediano y largo plazo (cédulas hipotecarias, bonos de desarrollo económico, bonos de empresas privadas y mercado bursátil). En el cuadro 13 se muestran las tasas de inflación para el período 1962-1974, lo cual permite, al compararse con los rendimientos dados en los cuadros 6, 10, 11 y 12, obtener las tasas reales de interés para el período considerado.

CUADRO 13
Tasas anuales de inflación

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

En términos generales, puede observarse que para períodos de inflación media y alta las tasas de interés de la mayor parte de los activos que se analizan son negativas. Este fenómeno es especialmente cierto en relación a los rendimientos de los depósitos de ahorro y a término, los cuales están por debajo de cero para todo el período 1962-1974. Esto se explica fundamentalmente por el régimen de inversiones forzosas de bajo rendimiento al que estuvieron sometidas las secciones de ahorro de la Caja Colombiana de Ahorros y de los bancos comerciales, que no permitían elevar la tasa nominal que se pagaba por los depósitos allí colocados; al ir eliminando tal sistema de inversiones forzosas, se ha podido elevar el rendimiento nominal para tales fondos en los últimos tiempos.

La estructura de tasas reales de interés negativas o cercanas a cero no ha desalentado en forma apreciable el ahorro financiero cuando se examina el fenómeno a largo plazo, aunque sí parece que a corto plazo lo afectara. El cuadro 14 muestra la fracción del producto interno bruto ahorrado en forma financiera para el período 1963-1973. Puede observarse que en algunos casos, años de inflación elevada inducen a que en el año siguiente se reduzca la fracción del ahorro total que está representado en forma financiera, lo cual podría aducirse a la disminución en las tasas reales de interés.

CUADRO 14

Flujo de ahorro financiero sobre producto interno bruto

Años	Flujo de ahorro financiero sobre producto interno bruto	Tasa porcentual de inflación
1963	0,0979	32,6
1964	0,0394	8,9
1965	0,0414	14,5
1966	0,0788	13,0
1967	0,0478	7,3
1968	0,0657	6,5
1969	0,0688	8,6
1970	0,0694	6,7
1971	0,0534	13,7
1972	0,0451	14,0
1973	0,0568	23,6

Fuente: Banco de la República, Investigaciones Económicas, Divisiones de Flujo de Fondos y de Cuentas Nacionales.

V — CONCLUSIONES

1. Un importante objetivo de la política financiera debe ser el procurar que los recursos captados se canalicen hacia las actividades más productivas. Cuanto mayor sea la amplitud, flexibilidad y grado de competencia existente en un mercado de capitales, mayor posibilidad existe para que la política financiera cumpla a cabalidad este objetivo. De este modo será posible conseguir que la transferencia de recursos de los sectores ahorradores a los que llevan a cabo la inversión, se realice adecuada y eficientemente.

2. El incremento que se ha venido experimentando en la tasa de interés de algunos activos financieros ha incidido en la modificación de la estructura financiera, consistente en la tendencia a mantener en forma de cuasi-dinero una proporción cada vez mayor de los aumentos en los pasivos monetarios del sistema bancario, que anteriormente constituían medios de pago. En tal forma, se está considerando como ahorro recursos financieros que por su liquidez en el mercado primario se aproximan más, tanto conceptual como prácticamente, a medios de pago que a ahorro.

3. Para lograr una mejor utilización de los recursos provenientes del ahorro interno, lo cual constituye una de las bases para obtener un mayor bienestar de la comunidad, es necesario que, dadas las características de las economías en desarrollo, cada vez sea mayor la fracción del ahorro representado en forma financiera.

4. En Colombia ha habido períodos de inflación acentuada que han hecho negativas las tasas reales de rendimiento de muchos activos financieros. Sin embargo, no se detecta para el período 1962-1974

una pérdida apreciable de la fracción del ingreso ahorrado en esta forma. No obstante, tampoco se observa la tendencia, que sería deseable, consistente en un aumento sostenido de dicha relación.

5. La ausencia de un incremento en el flujo de ahorro doméstico en términos reales requerido para financiar las crecientes inversiones que demanda una economía en desarrollo, ha llevado al país a depender cada vez más del ahorro externo para subsanar esta deficiencia. Así, en el período que se estudia, el ahorro financiero externo ha pasado de representar un 22,4% del ahorro financiero total en 1962, a un 38,2% en 1973. Correlativamente el ahorro familiar, que en 1962 representaba un 77,2% del total de ahorro financiero, pasó a ser solamente un 56,5% en 1973.

6. Se observa la existencia de una alta elasticidad de algunos segmentos del ahorro financiero a la tasa de interés. Es este el caso de los depósitos de ahorro, que al elevarse su tasa de interés en forma sensible, pasaron a representar un 18% de los recursos financieros totales en 1972, en contraposición a un 11% en el año anterior. Ese mismo fenómeno se observa para este y otros activos financieros a través del período estudiado. Al considerar lo

anterior, conjuntamente con la relativa estabilidad en la relación ahorro financiero sobre producto interno bruto, se puede establecer tentativamente la hipótesis de la existencia de una baja elasticidad del ahorro financiero doméstico total a la tasa de interés; en este caso, la relativamente alta elasticidad de algunos activos financieros a variaciones en las tasas de interés podría explicarse en parte por transferencia de fondos entre dichos activos.

7. Siendo que las exenciones tributarias elevan el rendimiento de activos financieros con este tratamiento favorable, la canalización de recursos para determinados sectores dependía más de alicientes tributarios que de variables que debieran determinar eficientemente la oferta de recursos para inversión. Esta situación ha sido en parte corregida a partir de 1974, cuando se eliminaron gran parte de las exenciones impositivas existentes anteriormente.

8. La dispersión en las tasas de interés, debida a la fijación de las mismas por parte de la autoridad monetaria y a la existencia de un tratamiento tributario discriminatorio entre los diferentes instrumentos, ha sido igualmente atenuada a partir del año pasado.

LA POLÍTICA FINANCIERA COMO UN INSTRUMENTO DE LA POLÍTICA DE DESARROLLO. EL CASO DE COREA

POR MORRIS HARF *

Consideraciones generales

La discusión sobre la política de tasas de interés en países en vías de desarrollo se ha centrado en el papel que ellas desempeñan sobre los préstamos, o sea, la función de regular el costo y la disponibilidad del crédito. Pero la tasa de interés tiene otros aspectos diferentes a los puramente monetarios. Ultimamente, también se le ha considerado como la "tasa social de descuento", para determinar la asignación óptima de ingresos entre consumo e inversión y como un mecanismo de racionalización para la asignación eficiente entre inversiones alternativas. Por lo tanto, la política de tasas de interés debe conciliar objetivos que pueden ser con-

flictivos entre tasas que sean apropiadas para una canalización adecuada de las inversiones y al mismo tiempo estimular el ahorro.

Desde el punto de vista de los ahorros, lo que se quiere es aumentar su volumen, como un requisito indispensable para el crecimiento económico. Sin embargo, el argumento de la eficiencia de las tasas de interés para estimular el ahorro admite algunas discusiones. Por ejemplo, Houthakker expresa que "el escepticismo se deriva del hecho de no poder determinar una relación causal entre las tasas de interés y el nivel agregado de ahorros, de acuerdo con el concepto de cuentas nacionales, o inclusive

* Del Banco de la República.