

ALGUNOS ASPECTOS DE LAS TASAS DE INTERES EN COLOMBIA

POR RAFAEL ISAZA B., RAFAEL PRIETO D. Y ARMANDO GOMEZ R.

El presente ensayo es una respuesta al deseo expresado, de los Miembros de la Junta Monetaria y de las Directivas del Banco de la República de configurar un programa de investigación integral sobre determinados aspectos de la economía colombiana. A tal efecto, y para este estudio, se formó un grupo de trabajo compuesto por economistas del Departamento de Investigaciones Económicas con la coordinación de los Asesores de la Junta Monetaria, a quienes se debe la orientación y valiosas sugerencias para la elaboración de la presente investigación. Los autores desean expresar su reconocimiento a los economistas Juan Carlos Jaramillo y Helena González por la contribución en diversos apartes del trabajo.

I NATURALEZA Y ALCANCE DE LA INVESTIGACION

Uno de los problemas fundamentales de los países subdesarrollados es la baja propensión a ahorrar de la comunidad y consecuentemente la insuficiente formación de capital en relación a los requerimientos para el logro de un proceso de crecimiento autosostenido y por ende un mayor bienestar. Debe reconocerse que aunque la formación de capital no es el solo factor determinante del desarrollo, su papel dentro de este ha sido ampliamente reconocido. En vista de esto, la tasa de interés debe jugar un papel fundamental en las políticas económicas, tanto en el proceso de captación de ahorro como de su movilización, para el logro de una asignación más eficiente de los mismos. Es por ello que se ha considerado indispensable abordar, aunque en forma general, este tema de la política monetaria.

Si bien es cierto que en la literatura respectiva el énfasis se ha puesto más en el nivel, estructura y determinantes de la tasa de interés, es necesario reconocer también su importancia como instrumento fundamental en el control y manejo monetario dentro de un contexto de política económica integral. Por lo tanto, uno de los propósitos que aquí se persiguen es el de analizar las posibilidades y limitaciones de la política monetaria sobre tasas de interés como instrumento en la generación de ahorro doméstico y en la adecuación de este hacia la inversión.

El presente trabajo se ha dividido en cuatro secciones. La primera, que es esta introductoria, se refiere a los objetivos y limitaciones de la presente investigación. La segunda contiene el análisis del nivel y estructura de las tasas de interés prevalecientes en el mercado financiero; estas tasas se re-

fieren, desde el punto de vista del ahorrador, a los depósitos de ahorro y a término, certificados de depósito a término, cédulas, bonos y acciones; en cuanto a los intermediarios financieros, se consideran los bancos comerciales y de fomento, fondos de redescuento, compañías de seguros y capitalización, mercado extrabancario y el sector privado en lo referente a ventas a plazo; además, en este aparte se señalan algunas de las causas que dan lugar a distorsiones en la estructura de las tasas de interés. La tercera sección comprende el análisis de la tasa de interés como instrumento de política en sus aspectos de factor ingreso y factor costo; además, se trata lo referente a las relaciones entre la tasa de interés y variables tales como: endeudamiento privado externo, nivel general de precios y tasa de cambio. La última parte es un resumen analítico de los principales resultados encontrados.

Conviene tener presente que este informe es de carácter general, esto es, no pretende profundizar en todos y cada uno de los temas aquí tratados por carecer de información oportuna sobre determinados tópicos. Con el fin de dar un orden de magnitud acerca del comportamiento de ciertas variables, se presentan cifras ilustrativas para apoyar algunas hipótesis de trabajo. Este enfoque, aunque se aparta de los moldes convencionales de la investigación económica, resulta fructífero para trazar pautas de investigación sobre determinados aspectos de la política monetaria y crediticia del país; igualmente sirve como criterio general en que apoyar algunas decisiones de política económica. Como resultado de este informe se podrían derivar medidas que conduzcan a una utilización más eficiente de los escasos recursos financieros disponibles y que resulten congruentes con las estrategias vigentes en los planes y programas del gobierno.

II NIVEL Y ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES

El sistema financiero juega un papel de primordial importancia en la captación de ahorro y en su movilización hacia la inversión real y financiera. Así, pues, el sistema financiero actúa en dos mercados: aquel en donde obtiene recursos financieros de otros sectores de la economía, y aquel en el cual

los distribuye. A continuación se procederá a describir la estructura de tasas de interés existentes en cada uno de estos mercados.

1. Captación de ahorro

La captación de ahorro financiero o contractual puede adoptar diversas modalidades, siendo las más

importantes las siguientes: depósitos de ahorro y a término, certificados de depósito a término, cédulas del Banco Central Hipotecario, bonos nacionales de deuda pública, bonos de empresas privadas, certificados de abono tributario, acciones, etc. A título ilustrativo, los cuadros 1 y 2 muestran las tasas de interés nominal y efectiva de estos activos financieros y algunas de sus características más sobresalientes.

CUADRO 1
Tasas porcentuales de interés o rendimiento de algunos activos financieros

Detalle	Tasa de interés nominal				Tasa de interés efectiva
	1969	1970	1971	1972	1972
1. Depósitos de ahorro	4,0	4,0	4,0	8,0-8,5	7,0
2. Depósitos a término					
a) 6 a 24 meses	7,0	7,0	7,0	8,0-8,5	8,9
b) 3 meses y a término indefinido	5,0	5,0	5,0	8,0-8,5	8,9
3. Certificados de depósitos a término					
a) 30 a 90 días	—	—	5,0	5,0	5,0
b) 91 a 179 días	—	—	7,0	7,0	7,0
c) 180 días o más	—	—	13,0	13,0	13,0
4. Cédulas Banco Central Hipotecario					
a) Cédulas de capitalización	4,0-14,0	4,0-14,0	4,0-14,0	4,0-14,0	(Con sorteo)
b) Cédulas hipotecarias (7,0 y 9,5%) (1)	9,0	9,3	9,4	9,4	11,1
5. Bonos nacionales de deuda pública					
a) Bonos de Desarrollo Económico clases "D", "E" y "C"	5,0-8,0	5,0-8,5	5,0-8,5	5,0-8,5	6,9
Clases "A" y "B"	11,0	11,0	11,0	11,0	12,1
b. Bonos agrarios					
Clase "B"	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Clase "A"	7,0	7,0	7,0	7,0	7,2
c) Bonos nacionales consolidados y bonos subsidio de transporte	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1
d) Bonos Ley 21 de 1963 y bonos ganaderos.....	8,0	8,0	8,0	8,0	8,1
e) Bonos Fondo Nacional del Ahorro.....	11,0	11,0	11,0	11,0	11,5
6. Bonos de empresas privadas					
a) Bonos Acueducto de Bogotá	—	—	12,0	12,0	12,6
b) Vivienda y urbanización	15,0	15,0	15,0	15,0	20,8
c) Bonos fomento corporaciones financieras.....	—	—	—	16,0	18,0
d) Bonos Coltejer	—	—	—	12,0	21,0
7. Certificados abono tributario (CAT) (2)					
a) 3 meses (productos elaborados)	—	—	—	11,7	11,7
b) 6 meses (productos agrícolas)	—	—	—	13,8	13,8
c) 12 meses	17,0	16,5	17,1	—	—
8. Acciones (Bolsa de Bogotá)					
a) Acciones industriales sin valorización.....	10,9	10,0	14,7	14,4	14,4
b) Acciones financieras sin valorización.....	10,7	10,6	14,4	16,1	16,1

(1) Tasa de interés ponderada. (2) Rendimiento sobre valor a la par. Fuente: Disposiciones económicas vigentes y estimaciones según las características de algunos activos. No incluye efecto fiscal.

Exenciones tributarias y algunas características de los principales activos financieros

Concepto	Impuesto de renta	Impuesto sobre patrimonio	Forma de pago de los intereses	Descuento
1. Depósitos de ahorro	Exentos los primeros \$ 150.000	Exentos los primeros \$ 150.000	Trimestres vencidos sobre los saldos mínimos superiores a \$ 4,99	—
2. Depósitos a término	Exentos los primeros \$ 150.000	Exentos los primeros \$ 150.000	Según vencimiento	—
3. Certificados depósitos a término	Gravable	Gravable	Según vencimiento a 90, 120, 180 días	—
4. Cédulas hipotecarias	Exentas	Exentas	Trimestres vencidos	Descuento inicial del 14% para las cédulas del 6% al 9½% nominal
5. Bonos de Desarrollo Económico	Exentos	Exentos	Trimestres vencidos	Descuento inicial del 5%
Bonos agrarios Clases "A" y "B"	Exentos	Exentos	Capitalización trimestral	A la par
6. Bonos de sociedades anónimas y de corporaciones financieras	Gravables	Gravables	Variable	Variable según la fecha de vencimiento y negociación en bolsa
7. Certificados de abono tributario	Exentos	Exentos	—	Variable según la fecha de vencimiento y negociación en bolsa
8. Acciones de sociedades anónimas	Exentos los primeros \$ 12.000 de dividendos	Exentos los primeros \$ 60.000	Variable	—

Fuente: Información derivada de las distintas disposiciones económicas vigentes.

a) **Depósitos de ahorro.** El ahorro captado por el sistema bancario venía percibiendo hasta mayo del presente año, una tasa de interés nominal del cuatro por ciento anual; en virtud de recientes medidas expedidas por la Junta Monetaria, esta tasa fue elevada entre el 8,0 y el 8,5 por ciento anual. Los primeros \$ 150.000.00 y sus intereses están exentos de impuesto patrimonial y de renta. Los intereses por estos depósitos se causan sobre los saldos mínimos trimestrales.

b) **Certificados y depósitos a término.** En la actualidad los depósitos a término perciben una tasa de interés similar a las de los depósitos de ahorro; los intereses y los primeros \$ 150.000.00 en estos depósitos gozan de las mismas exenciones anotadas para los depósitos de ahorro. Los certificados de depósitos a término, reciben un interés que oscila entre el 5 y el 13 por ciento, según el plazo. La tasa de interés de los certificados y depósitos a término se aplican al vencimiento de los respectivos plazos.

c) **Cédulas hipotecarias.** Aunque existe una amplia gama de estos documentos con diversidad de tasas de interés, los más importantes son los que perciben intereses entre el 6,5 y 9,5 por ciento anual por trimestres vencidos; además, estas tienen un descuento inicial del 14 por ciento, con lo cual la tasa

de interés efectiva se hace un tanto mayor; estos documentos también gozan de completa exención tributaria.

d) **Bonos.** Entre los papeles de renta fija, además de las cédulas hipotecarias y del certificado de abono tributario, figuran los bonos tanto del Gobierno como de las empresas privadas. De los bonos del sector público se pueden mencionar los siguientes:

i. Bonos de Desarrollo Económico, clases "A" hasta "E"; están exentos de impuestos, tienen un descuento inicial del 5 por ciento y sus intereses son pagaderos por trimestres vencidos. En estos bonos las tasas de rendimiento nominal son las siguientes: clase "D" 5 por ciento, clase "E" 6,25 por ciento y clase "C" 8,5 por ciento; los restantes "A" y "B" tienen una tasa de interés nominal del 11 por ciento. Los bonos clase "B" tienen un período de maduración de 10 años y además de la exención tributaria y el descuento, poseen el atractivo especial de participar en sorteos periódicos. Las tasas de rendimiento efectivo tanto en términos monetarios como reales ascienden para el período 1965-66 y 1969-70 a 13,6 y 6,6 por ciento, respectivamente (1).

(1) Roberto Junguito y Juan C. Jaramillo, "Determinantes económicos del comportamiento bursátil colombiano", *El Mercado de Capitales en Colombia*; Bogotá, Banco de la República. Ed. 1971, Págs. 310-340.

ii. Bonos Agrarios, clases "A" y "B", los cuales están exentos de impuestos, tienen capitalización trimestral y se venden a la par; los de la clase "A" tienen una tasa de interés nominal del 7 por ciento anual y los de la clase "B", del 2 por ciento.

iii. Los restantes bonos tienen las siguientes tasas de interés: Bonos Nacionales Consolidados y Bonos Subsidio de Transporte, 5 por ciento; Bonos Nacionales de Garantía y Bonos de Bienestar Familiar, 6 por ciento; Bonos Ley 21 de 1963 y Bonos Ganaderos, 8 por ciento; Bonos Fondo Nacional de Ahorro, 11 por ciento.

Los bonos del sector privado —sociedades anónimas y corporaciones de fomento— no disfrutan de exención tributaria; su tasa de interés oscila entre el 12 y el 21 por ciento; esta última tasa es la que corresponde a la emisión realizada por la Compañía Colombiana de Tejidos (Coltejer), recientemente; en cuanto al descuento, este es variable según la fecha de vencimiento y negociación en la Bolsa.

e) **Certificados de abono tributario (CAT).** Este certificado fue creado en 1967 para substituir las exenciones impositivas vigentes hasta esa época como incentivo a las exportaciones menores. El Banco de la República entrega al exportador certificados por un valor del 15 por ciento del reintegro por concepto de tales exportaciones; estos documentos están exentos de toda clase de impuestos y su plazo de vencimiento es actualmente de 6 meses para los productos no elaborados y de 3 meses para los productos elaborados; las tasas de interés correspondientes son del 13,8 y 11,7 por ciento, respectivamente (2). El rendimiento efectivo del CAT se determina por el descuento al cual se negocia y su oferta depende fundamentalmente del volumen de las exportaciones; para 1970, la rentabilidad monetaria y real de estos certificados se ha estimado en 16,5 y 9,8 por ciento, respectivamente; este nivel de rendimiento ha sido menor al de años anteriores. Desde su iniciación la rentabilidad muestra una tendencia descendente (3).

f) **Acciones de sociedades anónimas.** La tasa de rendimiento anual de las empresas inscritas en la Bolsa de Bogotá, asciende a 14,40 por ciento para acciones de sociedades industriales y 16,08 por ciento para acciones de sociedades financieras; en ambos casos la rentabilidad ha sido calculada sin tener en cuenta la valorización, la tasa marginal impositiva, ni los efectos por suscripciones y/o regalos de acciones; respecto a impuestos, debe tenerse en cuenta que los primeros \$ 12.000.00 de dividendos pagados o abonados por las sociedades anónimas

colombianas son exentos, siempre y cuando el patrimonio líquido no exceda de \$ 600.000.00. Con relación al patrimonio, no son gravables los primeros \$ 60.000.00 invertidos en sociedades colombianas.

g) **Otras formas de canalización de ahorros.** Además de los instrumentos anteriormente enumerados existen otros medios alternativos para canalizar el ahorro: pólizas de seguros, fondos mutuos de inversión, loterías, inventarios especulativos, finca raíz, compra de bienes durables, etc. De estos, se considera de vital importancia la adquisición de bienes durables como sustituto a las distintas formas de ahorro, dada la baja rentabilidad que ofrecen algunos de los instrumentos analizados y que debido al imperfecto conocimiento del mercado de valores se opta por este mecanismo. Este aspecto será abordado más adelante.

Dentro de este mercado, tal como se ilustra en el cuadro 1, existe una diversidad de tasas de interés nominal que oscila entre el 2 y el 21 por ciento de acuerdo con sus distintas características: plazo, grado de liquidez, clase de documento, renta fija o variable, régimen de inversión forzosa, exención fiscal, etc. Se tiene así que los de menor rendimiento son los bonos agrarios clase "B" y los de mayor los bonos recientemente emitidos por Coltejer. A fin de mostrar la gran heterogeneidad en el rendimiento de los distintos activos financieros, estos se han clasificado en los tres grupos siguientes: depósitos, papeles de renta fija y papeles de renta variable.

Entre los depósitos de ahorro y a término no existen en la actualidad diferencias en cuanto a las tasas de interés nominales (8,0 y 8,5 por ciento). En las tasas efectivas, la de los depósitos de ahorro es menor, puesto que los intereses se pagan con base en los saldos mínimos trimestrales. Las tasas de interés de estos depósitos (ahorro y a término) son mayores que las correspondientes a los certificados de depósitos a término, excepto para los de plazo de 180 días o más cuya tasa es del 13 por ciento anual.

En los papeles de renta fija se observa una notoria diferencia entre los bonos del Gobierno y los bonos del sector privado y dentro de los del gobierno entre sí. Además, puede anotarse el mayor rendimiento del CAT en comparación con las cédulas del Banco Central Hipotecario y los bonos de deuda pública interna. Los documentos de renta variable (acciones) sobrepasan en rendimiento a todos los

(2) Estas tasas difieren de las del cuadro 2 del apéndice por no tener en cuenta la comisión con que se negocian en la Bolsa.

(3) Roberto Junguito y Juan Carlos Jaramillo. Op. cit. P. 329.

demás activos financieros aquí analizados, excepto algunos bonos del sector privado. Esto naturalmente, si no se tiene en cuenta el efecto de cambios de precios de las acciones.

En cuanto a la variación histórica de la tasa de interés de los distintos elementos de captación de ahorro, se puede mencionar el incremento reciente para los depósitos de ahorro y a término; así como también el atractivo que ofrecen los bonos de Coltejer y de fomento de las corporaciones financieras. Igualmente se puede señalar la tendencia creciente en los rendimientos de las acciones financieras e industriales. Por otra parte, aunque no está explícito en el cuadro 1, se ha presentado una sustitución de papeles de bajo rendimiento hacia otros más atractivos a los ahorradores. Esto ha ocasionado el que la estructura de tasas de interés sea más dispersa.

Al comparar las tasas del sistema financiero institucional con las que perciben algunos ahorradores en el mercado extrabancario, la distorsión anotada se hace más evidente. Esto es, se tiene de un lado un mercado extrabancario propendiendo por tasas de interés hacia arriba y de otro lado un mercado institucional que ofrece menores rendimientos debido a la existencia de un régimen de inversiones obligatorias.

Entre estos dos extremos subsiste una serie de documentos y tipos de depósitos que compiten por atraer el escaso ahorro canalizado a través de los intermediarios financieros. En resumen, las diferencias en las tasas de interés podrán ser más acentuadas en la medida en que los cambios que se produzcan en dichas tasas tiendan a favorecer más a unos sectores que a otros, así como también del retardo en la realización de los ajustes requeridos para hacer frente a documentos de mayor rendimiento.

2. Distribución de recursos financieros

El otro papel de los intermediarios financieros es el de la canalización del ahorro institucional y demás recursos hacia los distintos sectores de actividad económica.

El nivel de las tasas de interés —cuadro 3— que perciben estas instituciones es fijado por la autoridad monetaria. Estas tasas al depender en buena medida del origen de los recursos presentan igualmente una gran heterogeneidad. En el mercado institucional, las tasas prevalecientes oscilan entre el 6,0 y el 24,0 por ciento anual. Esta diversidad de tasas depende tanto del destino del préstamo como de su plazo. En algunos casos las tasas son reajus-

tadas por año adicional después de cierto límite de tiempo.

CUADRO 3

Tasas de interés nominal vigentes de algunos intermediarios extranjeros

Concepto	Tasa de interés nominal anual
1. Sistema bancario	
a) Crédito comercial	14,0
b) Crédito sección de ahorro	18,0
c) Certificados de depósitos a término	
Consumo	20,0-24,0
Capital de trabajo	18,0
Agropecuario	18,0
d) Crédito agropecuario. Ley 26 de 1959..	10,0*
e) Crédito popular industrial	13,0
f) Almacenes generales de depósito	
Bonos de prenda	10,0
Otros bonos	14,0
2. Corporaciones financieras	
Corto plazo	14,0
Fomento	16,0*
3. Fondos de redescuento	
a) Fondo de Inversiones Privadas	
Agropecuario	8,0-9,0
Industrial	15,5*
Industria hotelera	15,0*
b) Fondo Financiero Agrario	13,0
c) Fondo Financiero Industrial	14,0-16,0*
d) Fondo Financiero de Desarrollo Urbano	15,0
4. Fondo de Promoción de Exportaciones	
a) Promoción	
Estudios de mercado	9,0
Otros gastos	12,0
b) Capital de trabajo	6,0-7,0
c) Venta a crédito	6,0-7,0
d) Inversiones	11,0-12,0
5. Banco Central Hipotecario	
a) Crédito popular	10,0
b) Hasta \$ 500.000 s/avalúo	14,0
6. Capitalizadoras y seguros	
a) Capitalizadoras	12,0
b) Seguros	9,0-14,0
7. Comercio	
a) Ventas a plazo	24,0
b) Tarjetas de crédito	18,0
8. Mercado extrabancario	
a) Nivel general	32,0**
b) Ventas a plazo	48,0-54,0***

Fuente: Información derivada de las distintas disposiciones económicas vigentes.

* Se aumenta en 0,5% por cada año adicional a partir de cierto momento según los plazos y destino establecidos en las disposiciones legales vigentes.

** Ver Luis Guillermo Soto "El Mercado Extrabancario en Colombia"; *El Mercado de Capitales en Colombia*. Banco de la República Bogotá 1971 pp. 368-375.

*** Según una pequeña encuesta realizada en algunos almacenes de artículos electrodomésticos de la ciudad.

Dentro de este mercado se encuentran amplias diferencias en las tasas de interés que perciben los distintos intermediarios financieros, no obstante estar dirigidos dichos fondos hacia un mismo sector económico. Tal es el caso de los préstamos al sector

agropecuario, donde el sistema bancario con base en los certificados de depósitos a término cobra el 18%; préstamos según Ley 26 de 1959, el 10%; además, se tienen los fondos de redescuento con las siguientes tasas a nivel de usuario final: Fondo de Inversiones Privadas, entre 8,0 y 9,0 por ciento; Fondo Financiero Agrario, 13 por ciento, etc.

De otro lado, el mercado extrabancario, que en buena medida desvía el paso del ahorro a través del sistema financiero, mantiene altas tasas de interés, lo cual amplía la diferencia con la estructura vigente en el mercado institucional.

3. Algunos factores explicativos de la actual estructura de tasas de interés

Del análisis anterior se desprenden dos hechos principales que conviene comentar a continuación. El primero se refiere a la heterogeneidad que presentan las tasas de interés tanto de ahorros como de préstamos y el segundo a la tendencia de dichas tasas a crecer, especialmente, aquellas de retribución al ahorro.

a) **Tasas de interés para ahorro y crédito.** Se tratará primero lo referente a tasas de interés del ahorro según los distintos activos financieros. Las causas principales de su variabilidad se deben principalmente a razones impositivas y a los requisitos de inversiones forzosas que obligan a los intermediarios a invertir parte de sus recursos en documentos de menor rendimiento relativo.

En cuanto al aspecto impositivo, es sabido que según sea la escala y el intervalo de renta y patrimonio gravable en que se encuentre el ahorrador, variará la rentabilidad efectiva del documento respectivo. De ahí que se observen diferencias tan marcadas entre las cédulas y los bonos de desarrollo que son exentos, y los bonos de fomento de las corporaciones y los bonos Coltejer que no lo son. Conviene anotar que los estudios disponibles coinciden en afirmar que los papeles no gravables se colocan en el mercado debido principalmente a la exención impositiva y a su liquidez, lo cual indica que al ajustar su rendimiento por la exención impositiva se obtendrían niveles un tanto similares y en algunos casos superiores a los de papeles no exentos.

La existencia de un régimen de inversiones forzosas da lugar a una mayor dispersión en la estructura de tasas de interés. También a ello se debe que la utilización de los ahorros captados por los intermediarios financieros presenten tasas de interés tan variables pues estas entidades tienden a compensar los menores rendimientos que tienen los documentos

representativos de las inversiones forzosas con tasas muy elevadas en los préstamos que hacen con los recursos de libre disposición.

Uno de los hechos más preocupantes en cuanto a diferencias en las tasas es la distorsión en la distribución del ahorro entre los papeles del mercado de capitales y el mercado extrabancario en favor de este último, ya que las personas y entidades ajustan su portafolio para maximizar sus rendimientos (4). En el auge del mercado extrabancario inciden muchos factores, algunos de los cuales se analizarán luego. Sin embargo, cabe mencionar la importancia que tiene la tasa de inflación, pues este fenómeno reduce los rendimientos reales de los papeles mientras que en el mercado extrabancario el ahorrador se puede proteger de ella por medio de tasas de interés nominales muy altas y con rendimientos adicionales, por la ventaja impositiva que tiene al no declarar estos intereses.

Finalmente, es necesario hacer referencia a la variabilidad de las tasas de interés de los préstamos que efectúan los intermediarios financieros, según aparecen en el cuadro 3. Todas estas tasas están controladas por la autoridad monetaria y por lo tanto su heterogeneidad no tiene causa distinta que la política de distribución de recursos entre sectores económicos. Se tiene, por ejemplo, el sector agropecuario al cual se ha querido estimular de tiempo atrás por medio de tasas de interés subsidiadas y para ello se han creado algunas instituciones especializadas para llevar a cabo tales propósitos.

En resumen, la estructura de tasas de interés tanto de ahorro como de préstamos muestra una considerable variabilidad debido a razones de tipo fiscal, al régimen de inversiones forzosas y a la política de asignación de recursos. Cuando se involucra el mercado extrabancario se hace aún más dispersa la estructura de tasas de interés.

b) **Tendencia de las tasas de interés.** El otro hecho importante que se destacó anteriormente fue la existencia de un proceso ascendente de la tasa de interés. Conviene indagar un poco sobre las causas de este proceso, sobre todo teniendo en cuenta el conjunto del sistema financiero institucional y el mercado extrabancario.

Quizás más en forma de hipótesis que de una conclusión definitiva, es posible pensar que hay dos efectos que inciden en el aumento de las tasas de interés a través del tiempo: uno de demanda debido

(4) Habría que considerar algunos supuestos sobre liquidez y riesgos para el logro de este objetivo.

a la ampliación de nuevas formas de crédito, y otro de oferta que tiene que ver con la ineficiencia de sistemas no institucionalizados de crédito.

i. Demanda. Por distintas razones, tales como el crecimiento de la población urbana, la propaganda, el efecto demostración etc., se ha presentado en el país un auge considerable en la adquisición de bienes de consumo durable. El mayor crecimiento de estas compras, que es difícil cuantificar en nuestro medio por deficiencias de información adecuada, ha tenido lugar en forma simultánea con la propagación del contrabando de estos mismos bienes, que hoy en día se comercian con relativa facilidad.

En teoría, el aumento en el consumo de bienes durables debería corresponder o bien a un aumento en el ingreso real per cápita o bien a un cambio en la distribución del ingreso en favor de los sectores más pobres de la población; con la ocurrencia de cualquiera de estos dos hechos se podría justificar el aumento en el consumo. Sin embargo, no es evidente que haya ocurrido ni uno ni otro hecho en magnitudes apreciables, pues el ingreso per cápita ha tenido una variación muy pequeña en la última década, entre 0,5 y 2% anual y la distribución del ingreso, si se ha modificado, es hacia una mayor desigualdad. No se entra en mayor detalle porque hay pruebas a estos datos en varios estudios.

Al no explicarse el mayor consumo a corto plazo por crecimiento en el ingreso, solo cabe la posibilidad de que ello haya ocurrido por incremento de la financiación destinada a la venta de bienes durables o al desahorro, ya que un mayor volumen de crédito puede producir el mismo efecto sobre la demanda que el aumento en el ingreso personal. Así pues, el crecimiento desmesurado en la adquisición de bienes durables ha ocasionado una distorsión en la asignación de recursos, al mismo tiempo que un mayor costo de financiación. Posteriormente, se presentarán algunos hechos para confirmar esta hipótesis.

ii. Oferta. Del lado de la oferta ha contribuido al crecimiento de las tasas de interés el mayor costo de la actividad financiera que se realiza a través del mercado extrabancario. Es lógico que el sistema financiero institucional, como los bancos, compañías de seguros, corporaciones, debe dar lugar a economías de escala, o sea a menores costos administrativos por operación. En cambio, las transacciones entre ahorrador e inversionista que se hacen en base personal, seguramente tienen altos costos pues el volumen de operaciones es muy bajo y los gastos fijos no se distribuyen sino entre unas pocas operaciones (5). Por lo tanto en la medida en que el ahorro

se desvíe hacia el mercado extrabancario las tasas de interés serán más altas debido a los mayores costos financieros. Aquí cabe anotar que la oferta de fondos canalizados a través del mercado extrabancario puede haber aumentado por la existencia de cartas de crédito, que como instrumento financiero garantiza estas operaciones de mutuo.

III—LA TASA DE INTERES COMO INSTRUMENTO DE POLITICA ECONOMICA

La tasa de interés como un medio de política económica puede ser considerada bajo dos aspectos: a) como estímulo al ahorro privado mediante la fijación de tasas más realistas para la captación de ahorro financiero (depósitos de ahorro, a término y demás instrumentos), y b) como elemento para determinar la distribución óptima de los ahorros entre consumo e inversión (6). En este sentido una política sobre tasas de interés debe contemplar los aspectos mencionados y que frecuentemente pueden estar en conflicto. De ahí que la política que se siga debe ser lo suficientemente flexible para compatibilizar ambos mercados. Los tópicos señalados serán discutidos a continuación.

1. Ahorro y tasa de interés

La relación entre ahorro y tasa de interés puede ser enfocada de dos maneras. En primer lugar, la incidencia de los cambios en la tasa de interés sobre el nivel de ahorro y en segundo término, el potencial de las variaciones en la tasa de interés para captar ahorros a través del sistema financiero.

a) La generación de ahorro. La relación consumo (ahorro) e ingreso, generalmente denominada "función consumo", ha sido objeto de una amplia controversia teórica y el tema de muchas investigaciones desde cuando Keynes la formuló en su teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. Esencialmente el punto de controversia es si la función consumo implica o no una relación de proporcionalidad. En el largo plazo la evidencia empírica disponible muestra que la proporción del ingreso ahorrado es constante, no obstante haberse experimentado un aumento en el ingreso real; este comportamiento fue el encontrado por Kuznets para los Estados Unidos durante el período 1869-1929; según esto, la relación consumo-ingreso sería básicamente de propor-

(5) En el caso de estudios de título como garantía hipotecaria esto es evidente.

(6) Anand G. Chandavarkar, "Some aspects of interest rate policies in less developed countries", *Staff Papers*, IMF, Vol. XVII N° 1, March 1971, ps. 48-112.

cionalidad. De otro lado, los estudios de presupuestos familiares señalan que la proporción del ingreso ahorrado aumenta con el alza en el nivel de ingreso, esto es, la relación consumo ingreso sería de tipo no proporcional. Este hecho es explicable en el corto plazo por el retardo del comportamiento del consumidor a cambios repentinos de su ingreso.

Según la teoría clásica, el papel de la tasa de interés en la generación de ahorro es de suma importancia. Sin embargo, esta influencia no es muy clara todavía, puesto que se carece de evidencia apropiada acerca del vínculo entre el ahorro real y la tasa de interés. Los trabajos econométricos muestran que variables tales como: nivel, distribución y tasa de crecimiento del ingreso disponible, riqueza, niveles de precios, industrialización y urbanización, tienen más influencia que la misma tasa de interés sobre las variaciones observadas en el ahorro (7). Es más, en algunas situaciones el alza en el tipo de interés puede estimular el gasto en consumo (8). Esta posibilidad puede ser debido, bajo determinadas condiciones, a un efecto riqueza cuando la autoridad monetaria varía la cantidad de dinero a través de operaciones de mercado abierto. Por lo tanto, el efecto de la tasa de interés sobre el ahorro todavía se halla en el campo de las disquisiciones teóricas, aunque algunas evidencias empíricas asignan más trascendencia a variables distintas a la tasa de interés.

b) **Movilización de ahorros hacia el sistema financiero.** El segundo aspecto corresponde a la capacidad que tiene la tasa de interés para atraer recursos hacia el sistema financiero, recursos que de otra manera se desvían al mercado extrabancario o a actividades especulativas como pueden ser: finca raíz, inventarios especulativos, divisas, etc. En otros casos puede dar lugar a la adquisición de bienes de consumo durable. En esta última alternativa, la tasa de interés puede lograr la reorientación de estos recursos hacia programas de beneficio general.

Aunque la adquisición de bienes durables puede considerarse como una forma de ahorro para las personas (9), desde el punto de vista de la comunidad y de la oferta de recursos para ser canalizados a través del sistema financiero, hacia el sector productivo, se les puede considerar como un gasto en consumo. De aquí resulta que cualquier cambio de comportamiento encaminado a aumentar estas compras, ya sea de contado o a plazos, tienda a mermar la capacidad de ahorro financiero de la población; en cierto sentido el proceso inflacionario que se ha venido experimentando ha desviado recursos hacia estas compras. Igualmente, dada la relación inversa

existente entre consumo de bienes durables y edad de las personas, es de suponer, la alta propensión a consumir estos bienes en nuestro medio, por el hecho ampliamente conocido de la composición etaria de la población, la cual es predominantemente joven. Estos dos hechos unidos a un sistema comercial que tiende a promover el otorgamiento de crédito en condiciones amplias y fáciles, pueden conducir a una situación general de insolvencia económica. En el corto plazo estas dificultades pueden ser subsanadas mediante la demanda de mayores recursos crediticios a través del mercado extrabancario, pues como este crédito (para ventas a plazos) resiste altas tasas de interés, como se mostrará más adelante, los vendedores podrán conseguir financiamiento del mercado no institucional, el cual a su vez por los riesgos que corre y otros factores que no es del caso enumerar, cobra unas elevadas tasas de interés.

Antes de presentar los hechos que confirman la hipótesis de aumentos de la demanda de bienes durables a través de ventas a plazos, así como los altos costos de financiación de estas operaciones, es conveniente indicar algunas estadísticas sobre el comportamiento del consumidor, en cuanto hace relación a la compra de bienes durables, utilizando algunas variables que pueden incidir en su determinación. Según los resultados de algunos estudios (10) la elasticidad ingreso de estos bienes es de 1,30, esto es, una variación —*ceteris paribus*— de un 1% en el ingreso produce un cambio de 1,30 por ciento en el gasto de estos bienes. Esto puede confirmarse, además, al relacionar la estructura del gasto con el nivel de ingresos; para las familias con un ingreso inferior a \$ 3.000, la proporción del gasto en durables asciende a 4,0 por ciento; para las familias con más de \$ 3.000 y menos de \$ 9.000, la participación oscila entre 3,1 y 5,6 por ciento; y para los grupos familiares con más de \$ 9.000, tal participación es superior al 9,0 por ciento.

Por otra parte, el grado de respuesta de estas compras, según la edad de las personas, es inverso, esto es, la participación porcentual de tales gastos tiende a disminuir en la medida que la edad aumenta: de 5,7 por ciento en familias con jefe entre 25 y

(7) *Ibid.* Pág. 50.

(8) Victor Argy, "The impact of monetary policy on expenditure, with particular reference to the United Kingdom", *Staff Papers*, IMF, Vol. XVI, N° 3, noviembre 1969.

(9) James N. Morgan, "Factors related to consumer saving when it is defined as a net worth concept", *Contributions of Survey Methods to Economics*, Survey Research Center, Columbia University Press, N. Y. pág. 59-156.

(10) Rafael Prieto, *Estructura del gasto y distribución del ingreso familiar en cuatro ciudades colombianas, 1967-68*; Bogotá, Universidad de los Andes, Serie P-8, mayo 1971.

34 años, llega a ser menor de 4,5 en familias con jefes de 45 y más años de edad.

Luego de este paréntesis, se señalan algunos hechos que llevan a confirmar la hipótesis antes enunciada. En primer lugar y tal como se observa en el cuadro 4, el sector familias constituye la fuente principal de recursos financieros del mercado institucional; en promedio su contribución neta es alrededor del 72 por ciento. Sin embargo, su participación tiende a ser cada vez menor; por ejemplo, de 76,6 por ciento en 1962 pasa a ser el 63,2 por ciento en

1969. "Este fenómeno tiene explicación en el mayor financiamiento obtenido del sector externo y en la desaceleración del crecimiento de los depósitos de ahorro, atribuida a la inestabilidad económica y a la distorsión en las tasas de interés. Estos factores contribuyen en gran medida a la desviación de activos financieros hacia activos reales, como medida de protección contra el deterioro monetario registrado en el período. Este desvío comprende también los fondos girados al exterior, comúnmente conocidos como fuga de capitales" (11).

CUADRO 4
Fuentes y usos de fondos del sector financiero. 1962 - 1969
(Porcentajes)

Sectores	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Fuentes (Activos netos)								
Familias	76,6	73,9	74,3	75,9	74,4	70,9	65,0	63,2
Internacional	22,7	19,1	23,7	23,5	24,4	28,7	32,0	33,1
Financiero	0,7	7,0	2,0	0,6	0,9	0,4	3,0	2,9
Banco de la República	—	—	—	—	0,3	—	—	0,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Usos (Pasivos netos)								
Agricultura y negocios	67,0	70,3	68,5	69,7	75,1	70,5	69,6	69,2
Gobierno	23,2	23,5	26,6	27,4	24,9	29,1	29,9	30,8
Banco de la República	9,7	6,2	4,9	2,9	—	0,4	0,5	—
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Análisis preliminar de las cuentas de flujo de fondos financieros de la economía colombiana 1962-1969. Armando Gómez y Daniel Schlesinger. Bogotá, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, diciembre 1971.

CUADRO 5
Bogotá: ventas a plazo y al contado de artículos eléctricos—1970-1971
(Porcentajes)

	1970			1971		
	Crédito	Contado	Total	Crédito	Contado	Total
Enero	68	32	100	77	23	100
Febrero	72	28	100	76	24	100
Marzo	79	21	100	77	23	100
Abril	76	24	100	82	18	100
Mayo	78	22	100	80	20	100
Junio	75	25	100	83	17	100
Julio	75	25	100	84	16	100
Agosto	79	21	100	83	17	100
Septiembre	75	25	100	81	19	100
Octubre	78	22	100	80	20	100
Noviembre	77	23	100	82	18	100
Diciembre	78	22	100	89	11	100

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas. Índice del valor de las ventas en los principales almacenes del país; archivo de datos.

Otra evidencia que reafirma nuestra hipótesis es la evolución histórica del comportamiento de las ventas a plazos de los principales almacenes del país en bienes de consumo durable. Al tomar como caso

ilustrativo la ciudad de Bogotá y la venta de artículos eléctricos durante 1970 y 1971 se puede notar, según el cuadro 5, que las ventas a plazo como porcentaje de las ventas totales son manifiestamente crecientes.

Es más, si se supone como parece serlo, que en las ventas al contado están contabilizadas aquellas que se realizan mediante tarjetas de crédito, los datos de ventas a plazos estarían subestimados en la cantidad de utilización de tales tarjetas.

Un aspecto de trascendencia en el análisis de las ventas a plazo es el relativo al costo del financiamiento. Aunque existe alguna regulación en cuanto a la tasa de interés que se debe aplicar en estas ventas (dos por ciento mensual sobre saldos), ciertos hechos parecen indicar la aplicación de tasas de interés efectivas bastante más elevadas que las establecidas por la autoridad monetaria. Para verificar tal hecho se realizó una encuesta (12) en al-

(11) Armando Gómez y Daniel Schlesinger. Op. cit. p. 23.

(12) Aunque esta encuesta no se ajusta a los requerimientos estadísticos usuales, sus resultados presentan un orden de magnitud aproximado de la situación actual.

gunos almacenes de esta ciudad, cuyos resultados aparecen en el cuadro 6. Al estimar las tasas de interés efectivas, se puede comprobar que ellas oscilan entre el 2½ y el 7 por ciento mensual. Estas tasas

no involucran gastos tales como: investigación comercial, administración de las cuentas etc., las cuales de tenerse en consideración aumentarían aún más la tasa estimada.

CUADRO 6

Ventas a plazos y tasa efectiva de interés

Artículos	Precio de contado	% descuento por compras de contado	Precio con descuento	Cuota inicial	Plazos (meses)	Cuota mensual	Total pago con crédito	Tasa efectiva (mensual)
Televisor	7.690	—	7.690	—	—	—	—	—
	8.340	11	7.423	1.750	20	429	10.330	Entre 4 y 4½%
	11.920	25	8.940	2.980	12	746	11.932	7%
Radiola	9.890	—	—	2.020	24	420	12.100	Entre 2 y 2½%
	10.933	10	9.840	2.187	20	540	12.987	Entre 4½ y 5%
	10.933	10	9.840	2.795	12	683	10.991	2½%
	10.933	10	9.840	3.848	15	475	10.973	Entre 2 y 2½%
Nevera	6.560	—	—	1.860	20	320	7.760	Entre 2 y 2½%
	7.330	11	6.524	1.470	20	379	9.050	Entre 4 y 4½%
	8.460	15	7.191	1.860	20	404	9.940	4½%
	8.460	15	7.191	1.860	24	349	10.236	Entre 4 y 4½%
	8.350	20	6.680	—	—	—	—	—
	8.350	—	—	—	6	1.558	9.350	3½%
Estufa	4.800	11	4.272	490	12	413	5.446	4½%
	4.800	11	4.272	975	20	238	5.735	4½%
	4.921	15	4.183	1.121	20	233	5.781	4½%
	4.921	15	4.183	1.121	24	201	5.945	4%
Lavadora	7.135	—	—	1.535	20	370	8.935	Entre 2½ y 3%
	7.754	11	6.901	1.500	20	370	8.900	Entre 3 y 3½%
Máquina de coser	7.950	11	7.111	1.590	20	389	9.370	3½%
	7.950	11	7.111	795	12	697	9.159	2½%
	6.408	15	5.447	808	20	343	7.668	Entre 3 y 3½%

Fuente: Encuesta realizada en algunos almacenes de Bogotá. Nota: Para encontrar la tasa efectiva de interés se transforma a valor presente las cuotas mensuales y se le agrega el pago inicial; la tasa que iguala esta suma al pago de contado con descuento (si lo hay) es la que está pagando efectivamente el comprador.

En resumen, se puede comprobar una desviación del ahorro financiero hacia activos reales. Esto se hace evidente por la disminución relativa del sector familias en el flujo neto de fondos; esta disminución obedece a la desviación de activos financieros, a la adquisición de activos reales: inventarios especulativos, finca raíz, bienes de consumo durable, etc. El fenómeno puede también atribuirse a un aumento de los pasivos financieros como contrapartida de activos reales; este último punto se confirma parcialmente con la serie sobre ventas a créditos. De continuar este comportamiento, la insolvencia económica podrá ocurrir en cualquier momento (13).

2. Inversión y tasa de interés

La relación entre la política monetaria y la tasa de interés ha sido también un tema de permanente discusión entre los economistas. Con base en la teoría Keynesiana, la tasa de interés depende de la canti-

dad de dinero en circulación a través de la preferencia del público por la liquidez. La tasa de interés será menor cuanto mayor sea la liquidez de la economía, de lo cual se deduce que la tasa de interés puede reducirse aumentando la oferta monetaria. Para los economistas clásicos la tasa de interés es determinada por las condiciones de oferta y demanda reales; según esta teoría, la tasa de interés es independiente de los cambios que pueda introducir la política monetaria en la cantidad de dinero.

La relación entre la cantidad de dinero en circulación y la tasa de interés depende no tanto de la oferta en sí misma sino de la forma como las autoridades cambian los medios de pago en circulación. El profesor Metzler ha demostrado que la política

(13) Sobre este aspecto sería interesante indagar en las estadísticas judiciales, los sumarios por concepto de morosidad en el cumplimiento de las obligaciones comerciales. Igualmente, valdría la pena indagar sobre las causas y cuantía de la cartera congelada de algunas entidades tanto privadas como descentralizadas.

monetaria tiene ingerencia sobre la tasa de interés cuando los cambios en la cantidad de moneda en circulación se realizan a través de operaciones de mercado abierto, porque en esta forma se altera la cantidad de activos financieros en el mercado. Sin embargo, se reconoce poca influencia cuando las modificaciones en la oferta monetaria se hacen a través de otros mecanismos (14).

Con base en esta teoría se considera que en el caso colombiano no se puede asignar a la política monetaria una influencia directa sobre el nivel de la tasa de interés, puesto que es nula la participación del Banco de la República en actividades de mercado abierto. Al aumentarse la oferta monetaria con miras a reducir la tasa de interés, utilizando instrumentos como el encaje, solo se lograría, bajo ciertas condiciones, incrementar la inflación.

La inversión productiva que genera ingresos, cuya tasa debe aumentarse en lo posible para lograr un mayor crecimiento de la economía, depende en forma inversa de la tasa de interés. Una baja tasa de interés puede estimular la inversión. Puesto que se carece de mecanismos adecuados para influir sobre la tasa de interés, resultaría bastante difícil crear estímulos al inversionista privado por este medio. De ahí que el gobierno, en su afán por orientar recursos a sectores prioritarios, haya implantado un régimen de inversiones forzosas con tasas de interés preferenciales que el sistema financiero debe cumplir, creando en muchos casos distorsiones en la estructura de tasas de interés. Esto puede dar lugar a la desviación del crédito hacia sectores menos productivos pero que por su carácter especulativo resiste altas tasas de interés. De esta manera el sector financiero cubre los subsidios y demás costos que implica un régimen obligatorio de inversiones.

3. Relación entre la tasa de interés y otras variables

Como se indicó en la introducción existen algunos tópicos que están muy relacionados con la tasa de interés y que conviene analizar así sea en forma muy somera. Estos aspectos son los relativos al endeudamiento privado externo, nivel general de precios y tipo de cambio.

a) **Endeudamiento externo.** Recientemente las autoridades monetarias se vieron precisadas a adoptar medidas tendientes a restringir las facilidades de endeudamiento privado externo, por las presiones desfavorables que estaban causando en la balanza de pagos y en la ejecución de la misma política monetaria. En ausencia de nuevas fuentes de recursos, estas medidas tenderán a disminuir el crecimiento del crédito interno.

La menor financiación externa a las futuras exportaciones se espera sea compensada por las líneas de crédito del Fondo de Promoción de Exportaciones. En la medida en que dicho organismo no pueda cubrir adecuadamente la mayor demanda de recursos por parte de los exportadores, se pueden prever dos repercusiones en el mercado de capitales. La primera sería una mayor presión sobre el mercado extrabancario para el financiamiento de capital de trabajo, lo cual debe implicar una tendencia al alza en las tasas de interés vigentes en dicho mercado. La segunda se refiere a la oferta de Certificados de Abono Tributario. Aunque no se conoce su proporción, es probable que algunos exportadores mantienen el CAT como ahorro, hasta su maduración. En caso de estrechez de crédito, se podría presumir una mayor colocación de estos certificados en el mercado, con la consiguiente baja de su precio y por tanto elevación de su rendimiento.

En cuanto a la financiación de importaciones, la restricción del uso de recursos externos, ya sean directos o a través de intermediarios financieros, no se ve compensada por nuevas fuentes de recursos. La posible estrechez de crédito podría implicar una mayor demanda por crédito extrabancario. Sin embargo, la escasez de recursos podría servir como incentivo para que empresas con sólido respaldo trataran de captar nuevos recursos en el mercado de capitales y así financiar sus importaciones. Es decir, sustituir los recursos del exterior por la generación de nuevo ahorro interno. Esta eventualidad es factible, por cuanto el costo con financiamiento externo resulta más elevado que si se hiciera internamente con papeles que pagan en la actualidad a los ahorradores entre el 18% y el 21% anual. Así, si la empresa importadora tiene un respaldo económico suficiente, podría provechosamente emitir nuevos documentos de deuda en el mercado.

Existe, por último, la posibilidad de que las restricciones impuestas a los bancos comerciales sobre sus operaciones en moneda extranjera, mengüen sus utilidades de manera que se vean forzados a disminuir los dividendos pagados a los accionistas. Este hecho vendría en detrimento de los precios de las acciones y sería un desestímulo a la actividad bursátil. Para algunos bancos, cuyas operaciones en moneda extranjera alcanzan a ser proporción considerable del total de operaciones este efecto podría ser importante.

b) **Nivel general de precios.** La existencia de altas tasas de interés en el mercado de bienes de con-

(14) Lloyd A. Metzler "Wealth, saving and the rate of interest" en *Monetary Theory and Policy*, Richard Thorn, ed.

sumo durable, puede estimular un proceso inflacionario a través de los altos costos de financiación y de la desviación de recursos del sector productivo hacia el financiamiento de la producción e inventarios de estos bienes.

Además, esta relación que ha sido estudiada desde Fisher, muestra diversos resultados; en primer término las tasas de interés tienden a ser "altas" cuando los precios están aumentando y "bajas" cuando los precios están descendiendo; ello proviene del hecho que si tanto los prestamistas como los prestatarios tuvieran un perfecto conocimiento del futuro movimiento del nivel de precios, los primeros cubrirían el valor real de su préstamo agregando a la tasa de interés el cambio porcentual en los precios; los segundos en la expectativa de ver su ingreso monetario cambiar en proporción a los precios, aceptarían una tasa de interés mayor (15). Pero, dado que se carece del perfecto conocimiento del movimiento futuro de los precios, habrá una tendencia a extrapolarlos con base en la experiencia pasada; ello hace que el ajuste entre nivel de precio y tasa de interés no sea automático sino que se tenga un retardo; la dimensión en tiempo de este retardo ha sido objeto de alguna controversia y aún no se tiene certeza del tiempo transcurrido entre un cambio en los precios y la variación en la tasa de interés. Por último, como lo señalan los autores citados "altas tasas de interés no necesariamente indican restricción monetaria. Por el contrario, ellas más bien señalan facilidad monetaria excesiva (medida por una rápida expansión de la oferta monetaria) que resulta en una expansión rápida del gasto total y eventualmente en inflación" (16).

c) **Tasa de cambio.** Por otra parte el nivel de las tasas de interés puede tener alguna incidencia en el tipo de cambio, particularmente en épocas con expectativas de aumentos en los precios. Ante el retardo de las tasas de interés en reaccionar a variaciones en los precios, es posible que se produzca un aumento en la demanda por monedas extranjeras de reserva, con lo cual se cubriría de las fluctuaciones en los precios. Se tiene entonces, bajo esta hipótesis, que con aumento en el nivel de precios y tasas de interés más o menos constantes se podría crear un flujo especulativo hacia la tenencia de monedas extranjeras, presionando su demanda y por lo tanto un alza resultante en el tipo de cambio.

IV — CONCLUSIONES

Uno de los objetivos de la presente investigación fue el de analizar el nivel y estructura de tasas de interés prevalecientes en el sistema financiero, tanto

para los distintos documentos de ahorro como para las diferentes líneas de crédito. Para efectos comparativos dentro del análisis se incluyó el mercado extrabancario.

Según los resultados encontrados, es de resaltar la gran heterogeneidad de tasas de interés y la tendencia de dichas tasas a crecer con el tiempo, especialmente aquellas de retribución al ahorro; esta tendencia no sigue un patrón uniforme pues los aumentos relativos han distorsionado aún más la estructura de tasas de interés de los ahorros financieros.

Entre los factores causantes de una estructura de tasas de interés tan diversa se han mencionado las consideraciones de orden fiscal, los requerimientos de inversiones forzosas que obligan a los intermediarios financieros a mantener parte de sus recursos en documentos de escaso rendimiento y la política de asignación de recursos. Dentro de los factores tendenciales se ha señalado el auge creciente que ha venido registrando la adquisición de bienes durables a través del crédito; este hecho se ha explicado en términos de una protección contra la inflación y las mayores facilidades de crédito por parte del comercio, estimuladas por una amplia campaña publicitaria. Esta tendencia ha ocasionado una distorsión en la asignación de recursos, una mayor demanda por crédito y consecuentemente un alto costo de financiación. Este costo viene determinado por las altas tasas de interés que se pagan a los ahorradores y por los elevados costos de operación en que se incurre en estas transacciones.

Otro de los objetivos básicos de este trabajo ha sido el análisis de las tasas de interés como instrumento de política económica, ya sea como estímulo al ahorro o como incentivo a la inversión. En cuanto a la capacidad que tiene la tasa de interés para la captación de ahorro, se efectuó una distinción entre la generación de ahorro y la movilización del mismo, corriente o pasado, hacia el sistema financiero. Con respecto a la incidencia de la tasa de interés sobre el ahorro se hizo notar que esta variable tiene menos importancia que algunas otras, de acuerdo con estimaciones realizadas con series históricas y con datos provenientes de encuestas a consumidores.

El otro aspecto corresponde a la capacidad que tiene la tasa de interés para atraer recursos hacia

(15) William P. Yohe and Denis S. Karnosky, "Interest rates and price level changes, 1952-69" *Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 51, N° 12 Dec. 1969.

(16) *Ibid.*

el sistema financiero, recursos que de otra manera se desviarían al mercado extrabancario o a la adquisición de activos reales. Uno de estos es la compra de bienes de consumo durable que, aunque son una forma de ahorro de tipo individual, desde el punto de vista de la oferta de recursos para ser canalizados a través del sistema financiero hacia la inversión productiva, se les puede considerar como un gasto en consumo. De aquí se desprende que cualquier política tendiente a restringir estas compras y a retribuir los fondos así liberados en una forma adecuada, podría orientar los recursos a la financiación de obras y programas de beneficio nacional. Así se lograría aumentar la oferta de fondos financieros y también atenuar la fuerte demanda de crédito que la adquisición de estos bienes está fomentando.

A fin de conocer los efectos que en nuestro medio puede tener una política monetaria de tasas de interés sobre la inversión, se hizo notar la relación existente entre la oferta monetaria y las tasas de interés, indicándose que los cambios de estas no dependen tanto de la variación en la oferta total sino de la forma como la autoridad monetaria modifica la composición de los medios de pago. Lo anterior quiere decir que la política monetaria tendrá ingerencia en la tasa de interés cuando los cambios en la cantidad de dinero se hacen mediante operaciones de mercado abierto, con lo cual se altera la cantidad de activos financieros en el mercado. En consecuencia, puesto que se carece de este tipo de operaciones, resultaría bastante difícil crear estímulos al inversionista privado por este medio. De ahí que el Gobierno en su afán de canalizar recursos hacia determinados sectores, haya implantado un régimen de inversiones forzosas, con tasas de interés preferenciales, coadyuvando así a la heterogeneidad de las tasas de interés.

APENDICE

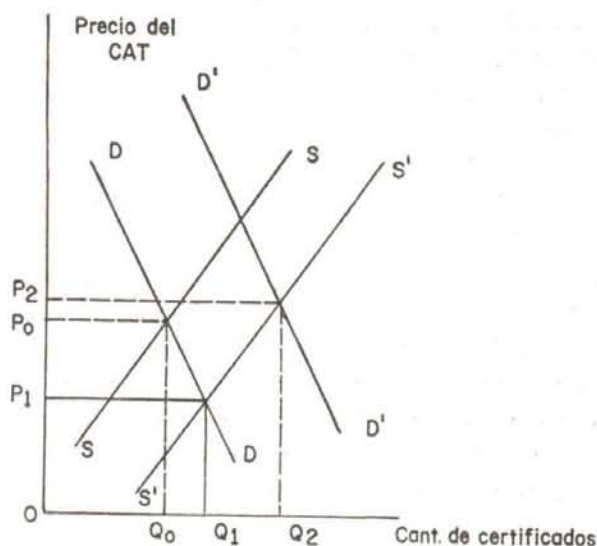
CERTIFICADOS DE ABONO TRIBUTARIO

Este apéndice tiene por objeto presentar en forma analítica el funcionamiento del mercado del CAT. Dadas sus características y creciente importancia dentro del mercado bursátil, el rendimiento de este papel puede considerarse como una aproximación de la tasa de interés de equilibrio a corto plazo. De ahí que se haya considerado conveniente presentar este análisis.

Puesto que los certificados se emiten como subsidio a las exportaciones menores efectuadas, en la

medida que estas aumentan, se incrementa su número en circulación, y por tanto, su oferta. Esto produce, si la demanda permanece constante, una caída en los precios del CAT, y por tanto un aumento en su rendimiento. La figura 1 explica este argumento. Sea DD la demanda por certificados en un momento determinado; sea SS la oferta en el mismo período. En estas circunstancias la cantidad tran-

Figura 1



sada de certificados sería Q0, y su precio P0. Si se toma el precio de redención del papel como 100% de su valor nominal (Vn) (1), el rendimiento (R) de los certificados negociados en el período estaría definido por la fórmula siguiente:

$$R_0 = \frac{V_n - P_0}{P_0} \times 100$$

donde R0 representa rendimiento porcentual por período.

Un incremento de las exportaciones menores trae como consecuencia una mayor oferta de certificados representada por la curva S'S' de la figura N° 1. El incremento en la oferta será igual, *ceteris paribus*, al 15% del valor del aumento en las exportaciones. En estas circunstancias habría transacciones en cuantía de Q1, a un precio de P1; el rendimiento ofrecido por el papel sería,

$$R_1 = \frac{V_n - P_1}{P_1} \times 100$$

por período. Es claro que en estas circunstancias $R_0 > R_1$. Es decir al incrementarse las exportaciones se aumenta el rendimiento del CAT como ins-

(1) El precio de redención del CAT es por lo general 98,5% del valor nominal, debiéndose la diferencia de 1,5 puntos a las dificultades de hacer uso del CAT para el pago de impuesto por ventanilla.

trumento captador de ahorro. Un efecto similar lo produce la progresiva devaluación del peso.

Dos hechos importantes limitan, al menos en parte, los argumentos anteriores. El primero se refiere a la oferta de certificados; el segundo, a la demanda. Estos serán analizados en seguida.

En dos oportunidades se ha reducido el plazo de vencimiento de los certificados de abono tributario. Estas reducciones traen como consecuencia una disminución en su oferta. En la medida que esta reducción anule los efectos del incremento en las exportaciones, y del aumento en la tasa de cambio, los efectos a corto plazo serán los opuestos a los anteriormente señalados.

En cuanto al supuesto de una curva de demanda invariable este puede no ser válido. Al observar las cifras del movimiento general de transacciones en la bolsa, se nota un aumento en la proporción que corresponde a papeles de rendimiento fijo y en especial al CAT. En vista de que los precios de los certificados muestran una tendencia alcista desde 1971, se puede presumir entonces que los incrementos en la oferta han sido menores que los aumentos en la demanda. Esto correspondería a los nuevos niveles P_2 , Q_2 a que darían lugar las curvas $D'D'$ y $S'S'$ de la figura 1. Ello ha traído como consecuencia que el rendimiento del CAT haya venido bajando desde mediados del año pasado.

CUADRO 1-A

Valor transacciones de la Bolsa de Bogotá

Proporción del total realizadas en diversos documentos

Período	Acciones	Bonos y Cédulas	Certificados	Otros	Total
Diciembre 1970	52,6	23,5	23,6	0,3	100,0
Junio 1971	45,8	10,4	43,8	0,0	100,0
Diciembre 1971	39,9	15,6	44,5	0,0	100,0
Enero 1972	29,6	7,7	61,9	0,8	100,0
Febrero 1972	43,5	6,6	49,7	0,2	100,0
Marzo 1972	38,0	14,4	47,2	0,4	100,0
Abril 1972	30,5	17,4	51,3	0,8	100,0

Fuente: Bolsa de Bogotá, Informe mensual.

Es interesante observar que el plazo de maduración del documento influye, en forma notoria, sobre su rendimiento, tal como se señala en el cuadro 2-A (2). Estas diferencias pueden explicarse de la

manera siguiente: a) Mientras mayor sea el plazo de vencimientos, mayor el riesgo para el ahorrador de que se le escapen oportunidades de inversión más provechosas; b) Probablemente las expectativas de inflación sean mayores vistas a largo plazo que a corto plazo; c) Mientras mayor sea el plazo, menor la liquidez del documento, que aunque puede negociarse en cualquier momento, su precio va a depender de las condiciones de mercado, lo cual implica un riesgo.

CUADRO 2-A

Rendimiento anual del CAT según plazo de vencimiento. 1971-1972

Meses faltantes para el vencimiento	Certificados transados durante:					
	1971		1972			
	Jun.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.
1	0	0	0	0	0	0
2	0	5,2	0	0	0	0
3	9,2	8,9	5,2	3,9	3,2	3,4
4	13,4	11,6	9,3	6,4	6,2	6,3
5	15,2	14,5	10,3	8,2	7,9	8,1
6	20,5	15,7	11,7	9,5	9,3	9,4
7	20,7	16,8	12,8	10,5	10,3	10,7
8	17,9	16,3	13,7	11,2	11,1	11,5
9	18,9	17,0	14,5	11,9	11,8	11,8
10	20,0	17,0	15,6	12,6	—	—
11	22,6	18,4	16,0	17,8	—	—
12	21,0	18,9	—	—	—	—

Fuente: Estimaciones con base en información de la Revista del Banco de la República.

Debe anotarse que, por ser exento de impuestos, el rendimiento del CAT es superior al de instrumentos con rendimiento nominal similar pero no exentos. Su diferencia dependerá de las tasas marginales impositivas (de renta y patrimonio) de los distintos ahorradores.

Puesto que el precio del CAT, y por tanto su rendimiento, fluctúa según la oferta y demanda del mercado, se podría considerar el rendimiento del CAT como una aproximación a la tasa de interés de corto plazo, para documentos con bajo riesgo y períodos de vencimiento relativamente pequeños.

(2) Se calculó el rendimiento para un ahorrador que no utiliza el CAT necesariamente para pagar impuestos, esto es, se tuvo en consideración el descuento de 1,5 por ciento, con que se negocian en bolsa los documentos vencidos o por vencerse. Este rendimiento se tradujo a términos anuales para todo los casos utilizando una aproximación lineal.