

**LA COYUNTURA  
DEL SECTOR FINANCIERO  
Y LAS TASAS DE INTERES**

*Edición:*  
Sociedad de Asesoría Industrial Clacec Ltda.

*Carátula, Composición y Armada:*  
Marlene B. Zamora C.

*Impresión:*  
Litográficas Gamacolor Ltda.

# ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA

## MIEMBROS

### BANCOS

Banco de la República (Honorario)  
Banco Anglo Colombiano  
Banco Colombo Americano  
Banco Colpatría  
Banco Comercial Antioqueño  
Banco de Bogotá  
Banco de Caldas  
Banco de Colombia  
Banco de Crédito  
Banco de Occidente  
Banco de los Trabajadores  
Banco del Comercio  
Banco del Estado  
Banco Extebandes de Colombia  
Banco Ganadero  
Banco Industrial Colombiano  
Banco Internacional de Colombia  
Banco Mercantil  
Banco Popular  
Banco Real de Colombia  
Banco Royal Colombiano  
Banco Santander  
Banco Sudameris de Colombia  
Banco Tequendama  
Caja de Crédito Agrario Industrial y Minero  
Caja Social de Ahorros

### CORPORACIONES FINANCIERAS

Corporación Financiera Colombiana  
Corporación Financiera de Caldas  
Corporación Financiera de Santander  
Corporación Financiera del Norte  
Corporación Financiera del Oriente  
Corporación Financiera del Tolima  
Corporación Financiera del Valle  
Corporación Financiera "Indufinanciera"  
Corporación Financiera Internacional  
Corporación Financiera Nacional  
Corporación Financiera "Progreso"  
Corporación Financiera Suramericana  
Corporación Financiera Unión

### CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda "Davivienda"  
Corporación de Ahorro y Vivienda "Ahorramás"  
Corporación de Ahorro y Vivienda "Colpatría"  
Corporación Graneolombiana de Ahorro y Vivienda "Granahorrar"

### ALMACENES GENERALES

Almacenadora del Comercio, Depósitos Generales "Alcomercio"  
Almacenes Generales de Depósito, Almacenadora Popular "Alpopular"  
Almacenes Generales de Depósito "Almaviva"  
Almacenes Generales de Depósito del Banco Santander "Alsantander"  
Almacenes Generales de Depósito Gran Colombia "Almagrán"  
Almacenes Generales de Depósito Mercantil S.A. "Almacenar"

# INDICE

Presentación .....	9
DISCURSOS	
<i>Palabras de bienvenida</i>	
Guillermo Sanclemente Duarte, Presidente del Comité de la Asociación Bancaria de Colombia .....	13
<i>Sesión de instalación</i>	
Discurso del Dr. Guillermo Núñez Vergara, Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia .....	15
Discurso del Dr. Hugo Palacios Mejía, Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia .....	25
<i>Sesión de clausura</i>	
Discurso del Dr. Jorge Mejía Salazar, Presidente de la Junta Directiva de la Asociación Bancaria de Colombia .....	31
Discurso del Dr. Germán Tabares Cardona, Superintendente Bancario .....	37
CONFERENCIA	
<i>La crisis de la deuda externa y su impacto en Colombia</i> Dr. Terence C. Canavan, Vicepresidente Ejecutivo del Chemical Bank .....	51

## MESAS REDONDAS

### 1. *Emisión de títulos a mediano y largo plazo*

Documento preparado por los Drs. Jaime Bueno Miranda,  
Presidente de Peat, Marwick, Mitchell & Co. y Pablo Trujillo,  
Coordinador de la Junta Sectorial de Corporaciones  
Financieras de la Asociación Bancaria de Colombia . . . . . 61

Comentario del Dr. Juan Camilo Restrepo Salazar,  
Presidente de la Comisión Nacional de Valores . . . . . 77

Intervención del Dr. Gustavo Castro Guerrero, Ministro de Desarrollo . . . . . 81

### 2. *Las tasas de interés y el ahorro financiero en Colombia.*

Documento elaborado por el Dr. Mauricio Carrizosa Serrano,  
con la colaboración del Departamento Económico de la  
Asociación Bancaria de Colombia . . . . . 87

Comentario del Dr. Germán Botero de los Ríos, Presidente  
del Consejo Directivo de Fedesarrollo . . . . . 159

Comentario del Dr César Gaviria Trujillo,  
Miembro de la Cámara de Representantes . . . . . 169

PARTICIPANTES . . . . . 175

# PRESENTACION

Se recogen en esta publicación las intervenciones, conferencias y estudios que se presentaron en la Vigésima Tercera Asamblea de la Convención Bancaria celebrada en la ciudad de Cartagena, durante los días 31 de octubre y 1o. de noviembre de 1985.

El Gobierno Nacional expresó sus puntos de vista a través del mensaje del Señor Ministro de Hacienda, doctor Hugo Palacios Mejía y la participación del Señor Superintendente Bancario, doctor Germán Tabares Cardona. Por parte de la Asociación Bancaria hablaron en el foro del Presidente de la Junta Directiva, doctor Jorge Mejía Salazar y el Presidente Ejecutivo de la entidad, doctor Guillermo Núñez Vergara.

Como invitado especial participó el señor Terence C. Canavan, Vicepresidente Internacional del Chemical Bank, quien disertó sobre el tema "La crisis de la deuda externa y su impacto en Colombia".

Se presentaron y discutieron dos interesantes documentos, referentes el primero a "Las Tasas de Interés y el Ahorro Financiero", preparado por el doctor Mauricio Carrizosa Serrano, con la colaboración del grupo económico de la Asociación Bancaria. Este documento fue comentado por los doctores Germán Botero de los Ríos y César Gaviria Trujillo.

El otro estudio trata sobre "Emisión de títulos a mediano y largo plazo", cuya elaboración estuvo a cargo de los doctores Jaime Bueno Miranda y Pablo Trujillo Tealdo. El análisis del mismo lo hizo el doctor Juan Camilo Restrepo, Presidente de la Comisión Nacional de Valores.

A lo largo de las páginas se aprecia la situación y el manejo económico del país en la época más reciente, el desenvolvimiento del sector financiero, las difíciles y complejas circunstancias que enfrenta y la forma como se vislumbran las posibles soluciones para el futuro del mismo.

Tenemos la certeza de que el material incluido en la publicación será tema indispensable de referencia para las acciones y medidas que requiera el sector financiero.

# DISCURSOS

# PALABRAS DE BIENVENIDA

Pronunciadas por el señor  
Guillermo Sanclemente Duarte,  
Presidente del Comité de la  
Asociación Bancaria de Colombia,  
en Cartagena.

La ocasión me impone el honor de dirigir unas palabras de bienvenida en este importante evento. Bastaría simplemente abrir los brazos a todos en fraternal saludo, augurando éxitos y parabienes a los concurrentes además formular votos por el éxito de las deliberaciones que se llevarán a efecto durante esta Vigésimatercera Convención Bancaria y de Instituciones Financieras; sin embargo, quiero aprovechar la oportunidad para hacer una breve reflexión sobre el ambiente de pesimismo que la gran crisis nacional ha generado en los espíritus.

El pesimismo es caldo de cultivo para la desesperanza, mientras un sano optimismo, fruto de la confianza del hombre en si mismo, es requisito indispensable para el éxito de cualquier empresa. Por tal razón, quiero llevar a todos un mensaje de confianza en nuestro sistema económico, como aporte inicial a la solución de los problemas sociales del país; pues si bien es verdad, que el desarrollo económico no depende del sistema financiero, no es menos cierto que si desfallece la confianza en el o decae el optimismo se erosionan la solidez y fortaleza indispensable para un desarrollo armónico de la nación.

Así pues, permítanme comenzar esta Asamblea renovando nuestra confianza en los hombres que representan el sistema económico colombiano y en su capacidad creativa en momentos como el actual, en que se hacen indispensables medidas urgentes que contribuyan a la creación de un clima favorable, que permita superar con éxito las dificultades.

Estoy seguro que esta convención aportará luces para el camino que nos espera, reafirmando así nuestra fe en el porvenir de Colombia y sus Instituciones Financieras.



# SESION DE INSTALACION

## LA POLITICA DE ESTABILIZACION Y EL SECTOR FINANCIERO

Discurso del doctor  
Guillermo Núñez Vergara,  
Presidente de la Asociación Bancaria  
de Colombia.

Cartagena, reliquia ya no sólo de los colombianos sino patrimonio cultural de la humanidad entera, nos abre una vez más sus puertas para celebrar la Vigésima Tercera Convención Bancaria y de Instituciones Financieras.

Doy a todos ustedes señores participantes una cordial bienvenida. Presento un especial saludo al doctor César Vallejo, Viceministro de Hacienda y por su conducto al doctor Hugo Palacios recientemente designado Ministro de Hacienda, quien por prescripción médica se vió obligado a permanecer en Bogotá. El doctor César Vallejo transmitirá el mensaje que el señor Ministro preparó para esta Asamblea.

Saludamos también muy complacidos al doctor Francisco Ortega, recientemente nombrado Gerente del Banco de la República, entidad a la cual estuvo vinculado anteriormente por un largo tiempo, permitiéndole conocer como a pocos la organización y funcionamiento del sistema bancario.

Nos honra también con su presencia el señor Terence Canavan, Vicepresidente para el Area Internacional del Chemical Bank, quien gentilmente aceptó participar como conferencista invitado en esta reunión. El señor Canavan tuvo a su cargo el manejo de las opera-

ciones del Chemical con América Latina y obviamente con nuestro país que conoce de tiempo atrás y al cual se siente estrechamente unido.

Quiero destacar y agradecer igualmente la presencia de los altos funcionarios del gobierno, del señor Gobernador del Departamento de Bolívar y del Alcalde de esta ciudad quienes han tenido la gentileza de acompañarnos.

## AVANCE DE LA ECONOMIA

Resulta oportuno repasar la evolución del proceso económico en el último año, con el ánimo de destacar los progresos y aspectos positivos que se han logrado en algunas áreas, así como también la incertidumbre que rodea el cumplimiento de objetivos esenciales para la adecuada marcha de la economía.

### a) La crisis cambiaria

No cabe duda que el logro más importante ha sido la superación de la inminente crisis cambiaria de la cual estuvo muy cerca el país a mediados del año pasado. El pronunciado desbalance de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue el factor esencial en la vertiginosa caída de nuestras reservas internacionales, perdiéndose cerca de cuatro mil millones de dolares entre 1982 y 1984.

Un rígido control a las importaciones, el acelerado incremento de la tasa de cambio, las políticas de ajuste fiscal y la mejora en el ingreso de divisas por concepto de nuestras exportaciones, han permitido un avance sustancial en el restablecimiento del equilibrio del sector externo en el último año, hasta el punto que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos solamente será alrededor de 170 millones de dólares en 1985, cuando el año pasado ese déficit se acercó a 1.700 millones de dólares.

Las condiciones presentes permiten pensar que ya se estabilizaron nuestras reservas internacionales a un nivel bastante aceptable, unos 1.800 millones de dólares, cantidad que sirve para atender las importaciones de cinco o más meses.

### b) El déficit fiscal

El agudo déficit fiscal del sector público que alcanzó a representar el 7.40/o del producto interno bruto en 1984 también muestra una notoria reducción, calculándose que al finalizar el presente año el desajuste equivaldrá al 4.50/o.

En la ejecución del presupuesto del sector central igualmente se registran nítidos progresos; el valor de los gastos efectuados, comparados con los recursos ordinarios, no será superior al 20/o del producto interno bruto, cuando el año pasado ese déficit de operaciones efectivas fue del 3.50/o y exigió una financiación que se hizo básicamente a través de los recursos de emisión, utilizando los cupos especiales y de reactivación económica que autorizó el Congreso de la República en su momento, complementándose con títulos de ahorro nacional, todo lo cual significó recursos de crédito interno por valor de 135.000 millones de pesos en 1984.

En lo que va corrido de este año, el gobierno solo ha hecho uso del cupo de crédito ordinario en el Banco de la República por una suma de 25.000 millones de pesos y ha

recibido el producto de las colocaciones de bonos de financiamiento presupuestal y de nuevos títulos de ahorro nacional, con lo cual se espera atender la financiación monetaria del presupuesto estimada en 75.000 millones de pesos.

En estos resultados que ciertamente son favorables, juega un papel de importancia el incremento de los ingresos tributarios, el comportamiento de los gastos de funcionamiento con modificaciones menores al nivel del índice de precios y una reducción en los gastos de inversión.

c) La política monetaria.

Todo ello le ha permitido al gobierno en el presente año acudir en una proporción mucho menor al crédito del Banco de la República, lo cual facilita el cumplimiento de las metas en cuanto a la expansión de los medios de pago.

En este campo, el gobierno mantiene una política acertada, impidiendo que se pierda el control y se desborde el medio circulante; no se ha dejado tentar por aquellos cantos de sirena y en esto lo acompañamos, que han tratado de insinuar una política inflacionaria so pretexto de contrarrestar el desempleo.

d) El costo de vida.

El manejo de la política monetaria también ha servido para lograr resultados aceptables en el control del índice de precios. Es cierto que en 1985 habrá un mayor aumento en el costo de la vida que en los dos años anteriores, pero el índice estará por debajo del 25<sup>o</sup>%, nivel que sin dejar de ser inquietante, es manejable, ajustándose al promedio de los últimos diez años hasta 1982.

e) La tasa de cambio.

Además, es necesario tener en cuenta que nos hemos podido mantener dentro de esos límites llevaderos con un acelerado proceso de devaluación, intentando restablecer el equilibrio cambiario que tuvimos a mediados de los años setenta, inmediatamente antes de comenzar la época de la bonanza del sector externo. Este objetivo está prácticamente cumplido como lo ha señalado con precisión el gobierno en comunicación que enviara al Fondo Monetario Internacional la semana pasada. En efecto, el valor externo del peso colombiano, en comparación con un conjunto de monedas de ocho países con los cuales Colombia tiene el mayor comercio, esto es, Estados Unidos, Alemania, Japón, Francia, el Reino Unido, España, Venezuela y Ecuador, mostró un índice en el pasado mes de agosto de 96.1<sup>o</sup>%, de acuerdo con la metodología y forma de cálculo que hace el Banco de la República, acercándose en este momento aún más al equilibrio con las recientes revaluaciones de las monedas europeas frente al dólar.

En estas condiciones, el país deberá en los meses inmediatos desacelerar sustancialmente el crecimiento de la tasa de cambio y mantener niveles acordes con la inflación interna y las modificaciones de precios en esos países con los cuales comerciamos principalmente. Esta nueva situación facilitará algunas medidas que pueden coadyuvar a la solución de problemas internos, como por ejemplo las tasas de interés, tema sobre el cual nos ocuparemos posteriormente.

#### f) Ritmo de crecimiento.

No es lógico imaginarse que una economía con serios desajustes como los ha tenido Colombia, originados principalmente en su sector externo, pueda lograr un acelerado ritmo de crecimiento. En el caso nuestro se han atacado problemas muy serios, aminorando la velocidad de la marcha, pero sin necesidad de detenernos y eso ya constituye un avance. La tasa de crecimiento para este año estará alrededor del 20/o, resultado que es bueno dentro de un proceso de ajuste como el que fue necesario adelantar.

### RECONOCIMIENTO DE UNA GESTION

Debe tenerse en cuenta, además, que el manejo económico en las áreas que se han mencionado ha tenido que hacerse enfrentando una adversa situación mundial, como ha sido la desaceleración del crecimiento en los países industrializados, el resurgimiento de barreras proteccionistas y la baja de los precios de los productos básicos en los mercados mundiales, lo cual hace aún más sobresaliente la gestión de las autoridades colombianas.

Quizás pueda parecer sencillo el manejo de los aspectos económicos que aquí se han comentado, cuando simplemente se hace un recuento de la situación de la cual se parte y se llega hasta el punto conocido en el actual momento, pero lo cierto es que no resultaba fácil entender la intrincada problemática que enfrentaba el país el año pasado, ni mucho menos saber escoger los mecanismos o instrumentos de los cuales se iba a hacer uso y aplicarlos en el grado y coordinación necesarios para no producir un mayor desajuste o entramamiento por una excesiva dosis, o bien al contrario por escasez o insuficiencia de la misma.

Las consideraciones anteriores me llevan a destacar la tarea que desarrolló el doctor Roberto Junguito Bonnet al frente del Ministerio de Hacienda, cargo que ha dejado hace pocas semanas para representar a nuestro país en la Embajada de Francia. En el desarrollo y ejecución de esta política participó en forma muy directa el doctor Hugo Palacios Mejía, anterior Gerente del Banco de la República y ahora Ministro de Hacienda. Este homenaje, que rindo de manera especial, se corrobora por el hecho de haber logrado el país el ofrecimiento de la comunidad bancaria internacional de facilitar un crédito por mil millones de dólares, en momentos en que para América Latina las puertas están prácticamente cerradas para este tipo de operaciones.

Pero dejo este tema para que el señor Terence Canavan, a quien reitero en nombre de todos los miembros de la Asociación Bancaria el agradecimiento por su asistencia y participación en el evento, sea la persona que como experimentado banquero internacional y amplio conocedor del país nos ilustre a este respecto en la conferencia que tendremos el honor y el gusto de escucharle.

### PERSISTENCIA DE GRAVES PROBLEMAS

Los progresos que hasta aquí se han mencionado no significan, sin embargo, que se haya pasado de los momentos dolorosos a los gozosos ni mucho menos a los gloriosos. Finalmente, sin una reactivación económica sustancial con la cual se pueda obtener un índice de crecimiento por encima del de la población y disminuir en forma considerable el altísimo nivel de desempleo no lograremos el objetivo final, que no es otro que el mejoramiento del bienestar general.

Es cierto que se han reparado partes del engranaje económico, pero también es evidente que aún se encuentran deterioradas piezas fundamentales, no siendo posible en esas condiciones pensar todavía en un crecimiento sostenido sobre bases firmes y sólidas. Se ha ganado terreno, pero no se podrá consolidar el esfuerzo sino se encuentran soluciones a problemas que en último término se traduzcan en un gran impulso a la inversión productiva.

La formación de capital en el sector privado ha sufrido un agudo deterioro y se encuentra severamente constreñida por la imposibilidad del sector financiero para suministrar un flujo adecuado de crédito.

## **EL SECTOR FINANCIERO**

No es exagerado entonces afirmar que la problemática del desarrollo del país está íntimamente ligada con la suerte de su sector financiero.

En repetidas ocasiones, el gobierno ha expresado su convencimiento de que entre las prelación del manejo económico es necesario incluir al sector financiero y puedo dar fé que efectivamente le ha prestado especial atención. Sin embargo, los resultados no son alentadores.

Sin ser una situación que cobije en su totalidad a todos los bancos y a algunas otras instituciones financieras en general, el conjunto del sistema continúa deteriorándose paulatinamente. Hoy la situación no es mejor, ni siquiera igual a la de hace un año y en ese momento ya se había recorrido un camino en declive, iniciado claramente desde comienzos de 1983, como hubo ocasión de advertirlo en esa oportunidad.

El centro del problema se encuentra en la cartera de difícil cobro, originada en la aguda recesión que se inició en los primeros años de la presente década y a la cual se suma un alto endeudamiento de las empresas, agravado por las elevadas tasas de interés y el acelerado proceso de la devaluación. A esto debe añadirse también el tortuoso régimen de los concordatos y los lentísimos trámites administrativos o judiciales en el desarrollo de los procesos, convirtiéndose todo ello en un enorme peso para los acreedores financieros.

## **CAPITALIZACION Y DEMOCRATIZACION**

Esta intrincada y difícil situación tomó al sistema financiero con un capital insuficiente de ahí que el gobierno optara por destinar recursos de la propia banca, inmovilizados en el Emisor, para constituir el Fondo de Capitalización a mediados del año pasado. Este proceso de fortalecimiento patrimonial no ha tenido la rapidez que se esperaba, en parte por lo dispendioso de los trámites que deben cumplirse, pero además en algunos casos porque ha sido necesario posponer la decisión de capitalizar frente a las normas vigentes de la democratización, haciéndola prácticamente imposible por el mínimo movimiento de acciones y en general títulos emitidos por las empresas, tal como se observa claramente en las bolsas de valores.

Esto lo reconoce el mismo gobierno a través de las notas editoriales de la revista del Banco de la República del pasado mes de julio, afirmando que no es fácil encontrar nuevos inversionistas cuando la rentabilidad que se espera es mínima o nula, como sucede en los actuales momentos con la mayoría de las entidades financieras.

No siendo posible vincular masivamente ahorradores e inversionistas que faciliten este objetivo de la capitalización, consideramos que por el momento lo más indicado sería aplazar el imperativo de la democratización, en espera de condiciones apropiadas para ello y así permitir por lo menos que los actuales accionistas puedan llevar adelante el proceso de la capitalización. De lo contrario, se corre el riesgo inminente de quedarnos sin lo uno ni lo otro.

## EL NUEVO ENFOQUE DEL GOBIERNO

En agosto del presente año, la Junta Monetaria dictó una serie de resoluciones, inspiradas bajo la idea de atender la capitalización del sector empresarial y su fortalecimiento, facilitando para ese fin algunos recursos adicionales al sector financiero.

El esquema parte de un supuesto cierto e indiscutible: Atacar la raíz del problema que no es otro que la debilidad de la empresa colombiana en general, para lo cual se intenta que el sector financiero entre a capitalizar o a refinanciar a largo plazo la suma de 50 mil millones de peso y que hacen parte de los 75 mil millones de pesos en que el Banco de la República ha estimado la suma requerida en capital y crédito para consolidar la estructura patrimonial del sector productivo. Los otros 25 mil millones provendrían, una parte, de la capitalización que hagan los mismos accionistas de las empresas y la otra parte, de crédito del Banco de la República.

El esquema además exige que estas capitalizaciones y refinanciaciones sean el fruto de acuerdos informales, a los cuales concurren la totalidad de los acreedores financieros.

En los últimos tres años, el gran problema del sistema financiero ha sido la elevada congelación de los recursos de crédito y es en ese sentido en que se han propuesto algunas iniciativas para buscar una solución apropiada. Por eso, no parece viable que el sector esté en condiciones de seguir soportando una congelación de 50 mil millones de pesos en forma de acciones o crédito a muy largo plazo, sin la posibilidad de contar al mismo tiempo con recursos frescos. Seguramente se podrán llegar a celebrar algunos acuerdos informales, pero en unas proporciones no sustanciales con respecto a la cifra calculada. La Asociación Bancaria ha promovido reuniones de las entidades financieras para colaborar en el desarrollo de esta iniciativa del gobierno y seguirá prestando toda su ayuda encaminada al cumplimiento de ese propósito.

Sin embargo, el país debe saber que el sistema no está en condiciones de cumplir esa meta, anotando además que hay otras razones de peso que no permiten hacerla operante.

El volumen de la cartera que se pretende manejar bajo ese esquema llevaría al sistema financiero a convertirse en el gran empresario nacional; aportes de 50 mil millones de pesos significan una vez y media el capital pagado y la reserva legal que tiene actualmente la banca y es más de dos veces el capital pagado y la reserva legal de las corporaciones financieras privadas. Mirándolo como una inversión voluntaria de la banca, representaría cinco veces el valor actual de esas inversiones. Además, bajo un supuesto como éste, posiblemente los banqueros tendrían que dedicar todos sus esfuerzos a la administración de las empresas. Por último, la celebración de acuerdos informales resulta bastante lenta y dispendiosa y la situación demanda soluciones muy rápidas.

## LA PROPUESTA DE LA ASOCIACION BANCARIA

La iniciativa que en su momento se le formuló al gobierno y sobre la cual nuevamente queremos insistir, parte de una serie de apreciaciones que brevemente resumimos así:

1. Debe ser un mecanismo ágil y sencillo.
2. Debe atacar la raíz del problema, es decir, que le sirva a las empresas con alto endeudamiento.
3. Que le permita al sistema disponer de una liquidez adicional de importancia, para compensar en parte la actual congelación de recursos y no simplemente transformar los actuales en otros de índole similar.
4. Que no implique ningún costo fiscal para el gobierno.

La aplicación de la fórmula tiene que ser rápida y descomplicada, porque de lo contrario continuamos en un proceso de deterioro como ha sucedido en el último año, a pesar de los esfuerzos del gobierno. Deterioro que no solo se palpa en el sistema bancario sino también en el caso de las corporaciones financieras, donde aún es más notorio.

La fórmula debe también evitar que los bancos en vez de concentrar la atención en la operación propia de su actividad tengan que hacerlo en la de sus deudores.

En su formulación más simple la propuesta consiste en que los bancos inviertan parte del encaje en bonos de garantía general, emitidos por las empresas cuya deuda tenga que ser objeto de refinanciación. Estos bonos tendrían un plazo y una tasa de interés acorde con las posibilidades de los deudores. Tiene además la ventaja de que induciría a los bancos a reestructurar las deudas en forma rápida para recibir los beneficios respectivos.

Dentro de este esquema, una segunda posibilidad sería la de entregar esos recursos del encaje al Fondo de Capitalización Empresarial y el cual atendería el redescuento de créditos refinanciados. En esta alternativa, el gobierno podría tener una ingerencia directa en el proceso, si así lo desea.

Hasta el momento los recursos de este Fondo han sido utilizados por empresas que en general muestran una situación sana, pero no para el caso de aquellas que están con alto endeudamiento; se buscaría pues atender la situación de tales empresas.

Aunque el esquema no es el mismo que se estableció para las refinanciaciones de la deuda externa privada, por lo menos guardaría un paralelo en el sentido de que los bancos nacionales también puedan encontrar una solución sin tener que convertirse en accionistas de las empresas. Es decir, sería un típico mecanismo de refinanciación para las deudas contraídas en Colombia por las empresas que operan en Colombia, lo cual guardaría una similitud con lo que han logrado los bancos del exterior con las deudas que se contrajeron por las empresas colombianas en el exterior y las cuales se han limitado a su refinanciación.

La propuesta además de dar una solución a la incapacidad de pago del sector productivo, permitiría que el sistema financiero contara con una mayor capacidad de liquidez, como la tuvo a comienzos de la década del setenta y que la perdió desde la bonanza del

sector externo, por las severas restricciones a que fue sometido y que todavía en esta época de recesión no han sido desmontadas por completo.

El mismo gobierno, en las notas ya citadas de la revista del Banco de la República, reconoce y acepta que el encaje bancario es en la actualidad muy elevado. Compartiendo este criterio, proponemos por eso que dentro de los presupuestos y el manejo del crecimiento de los medios de pago se deje un espacio monetario, para que una parte importante del incremento de la liquidez la pueda manejar directamente el sistema financiero a través de la reducción del encaje, destinando el nuevo dinero a la reestructuración de las deudas de las empresas, en la forma ya comentada.

La iniciativa presupone también que de los recursos ya congelados en cartera de difícil cobro se ocupe cada entidad financiera, bien sea recuperándolos lentamente o perdiéndolos finalmente. Ese es un problema que recae exclusivamente sobre cada entidad y queda atado al resultado operacional; en otras palabras, son los accionistas de los bancos los que recibirán el impacto de lo que pueda suceder con esa cartera refinanciada.

Por último, es oportuno subrayar que a través de este mecanismo no hay ningún tipo de costo fiscal, como en cambio si puede ocurrir con el caso de la refinanciación de la deuda externa con la banca del exterior. Nadie, distinto de los propios bancos, queda potencialmente unido a un posible costo.

## LAS INVERSIONES FORZOSAS

El actual régimen de las inversiones forzosas constituye también una considerable carga para la operación bancaria. El principio que lo inspiró parte de la base de que los bancos al obtener recursos lo hacían básicamente a través de las cuentas corrientes que no tienen costos financieros y en esa forma estaban en condiciones de subvencionar cierto tipo de créditos o papeles de entidades oficiales. Sin embargo, al haber sufrido una profunda transformación la estructura de los bancos, la carga para estos resulta en los actuales momentos sumamente pesada. En 1970, las cuentas corrientes representaban el 80% del total de las captaciones; 15 años después, en junio del presente año, solamente alcanzaban el 36%, con lo cual los bancos deben obtener el 64% restante en ahorro remunerado y la mayoría del mismo lo pagan a tasas de mercado.

Este cambio radical ha conducido a que el margen financiero bruto del sistema bancario haya descendido dramáticamente en los últimos 15 años. Mientras los intereses y comisiones pagadas representaban el 30% de los ingresos financieros en 1970, ya en junio del presente año el costo se había elevado al 75.8% del total de esos ingresos, cifras éstas que la Asociación Bancaria dará a conocer en las próximas semanas, a través de la publicación "Estadísticas Financieras y Bancarias" y en la cual se recoge la evolución de todas las cuentas de los bancos y corporaciones financieras desde 1970 hasta el presente año.

Como la remuneración de las inversiones forzosas permanece inmodificable se ha producido un claro y notorio desbalance. En un reciente estudio, preparado por Fedesarrollo para la Asociación Bancaria, se estima que por cada peso colocado en el conjunto de las inversiones forzosas, la banca otorga un subsidio de 30 centavos a los sectores favorecidos y cerca de 20 centavos en el caso de las inversiones del encaje. Por eso, en la medida en que los recursos de la banca dependen cada vez menos de las cuentas corrientes la distorsión será mayor, porque los rendimientos ponderados de esas inversiones se alejan cada



vez más de los costos que le significa al sistema bancario la consecución de sus recursos, la mayor parte repetimos, pagados a tasas de mercado.

A este notorio desequilibrio estructural se suma el incumplimiento de algunas entidades públicas que se están beneficiando de esos recursos y que no atienden oportunamente ni los bajos intereses, ni la amortización de los papeles que forzosamente tiene que suscribir el sistema financiero. Me refiero concretamente al Instituto de Crédito Territorial que adeudaba a la banca cerca de 2.800 millones de pesos y a las corporaciones de ahorro y vivienda más de 500 millones de pesos en el pasado mes de agosto.

El incumplimiento en el pago de esta deuda pública y de suscripción forzosa, contrasta con la puntualidad con que el gobierno atiende sus compromisos de deuda externa, situación que exige una pronta y rápida revisión para dar por lo menos igual tratamiento al sistema financiero colombiano.

Volviendo al tema del régimen de las inversiones forzosas, posiblemente por ahora tendríamos que pensarse en una mejora de los rendimientos, pero a un plazo más largo podrán dejarse estas inversiones para que sirvan exclusivamente al crédito de fomento y sin que ello implique subsidio alguno, es decir, que el gobierno solo se limite a señalar la orientación de tales recursos pero sin condiciones preferenciales.

## LAS TASAS DE INTERES

Es evidente que uno de los temas de mayor preocupación en los últimos años ha sido el de las elevadas tasas de interés, las cuales además en las actuales condiciones de endeudamiento del sector productivo constituyen un obstáculo para el saneamiento financiero.

Dentro del marco de esta Convención se ha programado por eso una mesa redonda para analizar con detenimiento y objetividad ese complejo tema y en la cual tendremos oportunidad de escuchar a los doctores Francisco Ortega, Gerente del Banco de la República, Germán Botero de los Ríos, Presidente del Directorio del Banco Exterior de los Andes y España y Senador de la República, César Gaviria y Daniel Mazuera, Miembros de la Cámara de Representantes y amplios conocedores del tema económico. Para esta discusión se ha preparado un documento cuya elaboración se le encargó al doctor Mauricio Carrizosa.

Cuando se penetra en el estudio de las tasas de interés en Colombia es necesario tomar en cuenta una serie de consideraciones que no pueden dejarse de lado.

En primer lugar, los niveles de inflación se modificaron sustancialmente en los últimos años. Hasta el comienzo de la década del setenta la inflación promedio se ubicó alrededor del 10% y luego en los últimos quince años ese promedio asciende al 25%, de tal manera que el solo cambio en el nivel de precios explica por lo menos 15 puntos más en las tasas de interés nominales.

En segundo lugar, el crédito controlado y subvencionado tiene un peso muy significativo en el país; el 30% del total de la cartera del sistema bancario se atiende con recursos de los Fondos Financieros, otro 10% lo maneja la Caja Agraria y con reglamentaciones especiales se maneja otro 10%, de tal manera que la cartera que se otorga con recursos de libre asignación solamente representa el 50% del total.

Estos recursos, según vimos atrás, provienen en su mayoría de captaciones que el sistema paga a tasas de mercado. Es entonces dentro de este marco —el 50% de la cartera bancaria y las captaciones— en que se debe estudiar y mirar qué medidas de política pueden ponerse en práctica para reducir el nivel de las tasas de interés.

El interés de las tasas pasivas de mercado se sitúa alrededor del 10% en términos reales, cifra evidentemente elevada, pero estos niveles altos ya los conoció el país hacia finales de los años sesenta, aunque ciertamente en los últimos cuatro años ocurre un aumento que no se había conocido antes.

¿Qué ha sucedido entonces? Lo primero que debe entenderse es que las tasas de interés son un termómetro que indica los distintos cambios en el mercado del dinero y su costo. Bajo esta perspectiva, debe tomarse muy en cuenta la incidencia que ha tenido en ese aumento el acelerado proceso de la devaluación y la congestión que los papeles del Estado y de algunas de sus empresas han producido en el mercado de capitales.

Estos factores deben ser contemplados dentro de una política enderezada a buscar una reducción de los niveles actuales, así como también indagar la posibilidad de una participación más activa del Banco de la República a través de la tasa de redescuento del crédito ordinario y cuya influencia, al contrario de otras épocas, ha desaparecido prácticamente; también en este análisis deben entrar en consideración los niveles de encaje que como hemos visto son muy elevados y le restan capacidad de liquidez a la banca.

No solo para el sector productivo sino también de manera primordial para el sector financiero es indispensable buscar una reducción en las tasas de interés. Esa reducción permitiría fomentar la inversión privada, la capitalización de las empresas y ayudaría al regreso de una situación normal en nuestro sector.

Es preocupante el cuadro que muestra la inversión privada en el país. Según estadísticas aparecidas recientemente en la publicación "Memorando Económico" las empresas privadas contribuían en 1970 con el 46.2% de la inversión total en Colombia; en 1983 se había reducido al 21%. En buena parte esta dramática caída sirve de explicación a los altos índices de desempleo que registra actualmente el país. Difícilmente se podrá modificar tal tendencia si entre las soluciones que se deben contemplar no se toma en cuenta la reducción de las tasas de interés.

Este hecho golpea por igual al sector financiero y es una de las causas de su preocupante inestabilidad que el país no conocía por lo menos en los últimos cuarenta años, no obstante que hemos transitado por épocas de recesión y parálisis. El 50% de sus activos improductivos lo conforman hoy las deudas de dudoso recaudo, para lo cual ha sido necesario en los dos últimos años y medio apropiarse reservas por valor de 32 mil millones de pesos, es decir, una cantidad muy parecida a lo que vale el capital pagado y la reserva legal de la banca.

Toda esta problemática del sector productivo y financiero deja palpable ante los ojos del país que no será posible recuperar el ritmo económico de años anteriores mientras no se normalice la actividad de ambos sectores. Si estamos en condiciones de hacerlo y así lo creo, procedamos con rapidez, porque el tiempo nos puede derrotar.

# SESION DE INSTALACION

## EL PAIS Y EL SECTOR FINANCIERO: SUPERANDO DIFICULTADES

Discurso del doctor  
Hugo Palacios Mejía,  
Ministro de Hacienda y  
Crédito Público de Colombia

De tiempo atrás, esta Convención se ha convertido en la oportunidad por excelencia para que el sector privado y el sector público analicen el desempeño y las perspectivas de los intermediarios financieros, dentro del contexto amplio de la economía colombiana.

Durante un poco más de tres años, desde la Gerencia del Banco de la República, seguí día a día, íntimamente, la evolución del sector financiero; por eso, como Ministro de Hacienda, era mi deseo estar con ustedes para escucharlos y para manifestar mi convicción de que el apoyo al sector debe ser una prioridad nacional. Lamento que razones ajenas a mi voluntad me impidan acompañarlos.

He participado en los esfuerzos de ajuste que bajo el patriótico liderazgo del Presidente Belisario Betancur inició Edgar Gutiérrez Castro, y que prosiguió Roberto Junguito Bonnet; me honra por eso el concepto del doctor Guillermo Núñez sobre mi modesta colaboración en ellos. Ciertamente, estoy muy comprometido con el actual proceso de ajuste y por eso mi empeño en el Ministerio de Hacienda será continuarlo en este último año de gobierno.

Quiero, ahora, compartir con ustedes las opiniones del Gobierno sobre las perspectivas inmediatas de nuestra economía y del sector financiero y, sobre todo, insistir en la necesidad de reformas profundas que adecuen los niveles de gasto público a las realidades del país porque, como aspiro a explicar, la persistencia de niveles altos de déficit fiscal es uno de los principales obstáculos para el normal desarrollo del sistema financiero.

## 1. Evolución reciente de la economía

En la reciente reunión del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, en Seoul, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, señor Baker, asumió una iniciativa que puede cambiar el planteamiento del problema de la deuda latinoamericana, y las perspectivas económicas de nuestro continente. Recogió el señor Baker muchos de los pronunciamientos que Colombia y otros países han defendido a raíz del Consenso de Cartagena, aunque, ciertamente, subsisten diferencias de enfoque, la consideramos en un gran avance en la dirección correcta.

Colombia ha logrado establecer una relación única y muy constructiva con el Fondo Monetario Internacional, sobre el principio de la autonomía de las decisiones nacionales, pero aprovechando la capacidad técnica de ese organismo y reconociendo la necesidad de su tarea en apoyo del orden monetario y del comercio internacional. Pueden ustedes tener la certidumbre de que la franqueza que existe en el diálogo entre Colombia y el Fondo, lejos de dañar esa relación es uno de los factores que la hacen más fructífera.

La operación de financiamiento internacional que estamos a punto de concluir con el Comité Consultivo que preside el Chemical Bank es única en el contexto latinoamericano porque no se trata de una reestructuración, y porque en ella figuran más de 200 bancos prestamistas y 4 prestatarios. La negociación de ese crédito ha sido especialmente compleja. Confiamos en que pueda firmarse antes de terminar el año, y parece útil añadir que el comportamiento de las reservas internacionales ha sido tan satisfactorio que, pese a que no hemos recibido aún los desembolsos que se previeron con cierto optimismo, hemos cumplido las metas que resultaron de la colaboración entre el Congreso de la República y el Consejo Nacional de Política Económica y Social, y que presentamos al Fondo Monetario Internacional y a la comunidad financiera. No sobra destacar, además, que hemos puesto en marcha iniciativas para asimilar sin traumatismos la demora en el desembolso de ese crédito, si es que éste no tiene lugar en 1985.

Ciertamente, es satisfactorio que dirigentes gremiales de tan reconocido prestigio como los Dres. Jorge Mejía Salazar y Guillermo Núñez Vergara destaquen los éxitos de la política económica en el sector externo, en el manejo de las variables monetarias, en el freno a la inflación, en obtener una tasa de cambio de equilibrio e, inclusive, en lograr que a pesar de todos los obstáculos, la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto haya sido positiva y hasta superior en algún grado a las propias proyecciones oficiales. El país necesita que se le recuerden los avances hechos, para que pueda hacer frente con decisión a las dificultades que subsisten, y a las que se presentan cada día.

Somos optimistas acerca de la evolución de la economía en los próximos meses. Pensamos que durante 1986 podremos tener, simultáneamente, una tasa de devaluación nominal sustancialmente inferior a la de 1985 sin perder por ello capacidad competitiva; y avanzar en el proceso de liberalización del comercio exterior, lo cual ha de impulsar todo el sector productivo, para la generación de empleo, y para la estabilidad de precios. Bien conocemos los peligros que entrañaría precipitarnos hacia esa liberalización, y por eso la estamos adelantando con prudencia, en la medida en la que tenemos una tasa de cambio real más favorable, y tomando muy en cuenta el hecho de que los mercados internacionales están lejos de ser mercados de competencia perfecta. La situación cafetera, en los nuevos ingresos de petróleo y carbón, unidos al crecimiento de las exportaciones no tradicionales, y a la posibilidad de obtener financiamiento externo adecuado, nos dan tranquilidad acerca del comportamiento del sector externo.

Una vez hayamos concluido la negociación del crédito con el Comité Consultivo, volveremos al mercado internacional de capitales a colocar bonos colombianos. Aspiramos a recuperar capitales nacionales que se fueron cuando existió incertidumbre cambiaria, pero, sobre todo, a desarrollar una nueva fuente de financiamiento externo.

A pesar de todos los avances en el aspecto fiscal, sigue habiendo allí serias dificultades, a las que aludiré adelante, pero confío en que el Congreso de la República colaborará en su solución.

## 2. Perspectivas del sector financiero

En especial, soy optimista respecto de las perspectivas del sistema financiero. Es cierto que se ha visto afectado en forma grave por problemas de diverso origen, pero hemos puesto en marcha una amplia estrategia de apoyo, porque entendemos que, más allá del interés de una u otra institución particular, la fortaleza del sistema es indispensable para mantener el crédito externo del país, desarrollar su comercio exterior, y generar ahorro, inversión y empleo en el interior.

La magnitud y la complejidad de los problemas del sector financiero son algo que ustedes, señores banqueros, y sus colegas del exterior, saben muy bien desde 1982, por lo menos. La Superintendencia Bancaria ha cumplido con su deber al procurar que los estados financieros reflejen con fidelidad las circunstancias reales: sólo a partir de datos confiables puede conseguirse que cada parte interesada aporte lo que las circunstancias requieren. Los elementos del problema se conocen mejor ahora, y es claro que no existe una solución mágica, inmediata y total para hacerle frente. En éste, como en tantos otros campos de la vida social, es preciso coordinar muchas voluntades, atender muchos factores y, sobre todo, repartir los costos y los beneficios en tal forma que la comunidad reconozca que ese reparto es equitativo.

Hemos tenido éxito en impedir que las dificultades del sector explotaran en una crisis de confianza, o en que frustraran nuestras gestiones de financiamiento externo; además, en los últimos meses hemos logrado pasos significativos para fortalecer algunas entidades que atravesaron serios problemas. Pero, por supuesto, la tarea no está completa.

Para culminar los esfuerzos dirigidos a dar estabilidad al sector financiero, y en busca de soluciones de fondo, el Gobierno consideró que debía reforzar su apoyo al sector empresarial. Y ello exige una capitalización de las empresas viables. A ella deben concurrir los actuales propietarios, para salvar y mejorar lo que quede de su primera inversión; pero deben concurrir, también, los acreedores y especialmente, de modo temporal, los del sector financiero, para impedir el deterioro adicional de sus créditos. Esta última es la fuente de capital que debiera aparecer primero para poner en marcha rápidamente el sistema. Estas primeras capitalizaciones implicarán, probablemente, que deudores y acreedores tengan que repartirse las pérdidas incurridas hasta entonces, pero permitirá que las empresas se vuelvan rentables; a partir de ese momento podrá vincularse a terceros inversionistas, dentro de un proceso simultáneo de capitalización y democratización.

El Gobierno sabe que los acuerdos de capitalización que se requiere son fáciles de lograr; pero, como dije atrás, no es realista esperar fórmulas fáciles para problemas tan complejos. Es necesario que las empresas en el sector productivo y las instituciones financieras hagan los esfuerzos pertinentes; las autoridades, a su vez, están dispuestas a ayudar a todos los que deseen ayudarse.

Buena parte del apoyo que las autoridades ofrecen consisten en crédito, generado con emisión. Esta, sin embargo, no se utiliza sin que haya un costo para la comunidad, bien en términos de inflación, o de caída de reservas internacionales o, por último, en términos de restricción de crédito al sector privado. Por eso, al imponer a la comunidad los costos de la expansión monetaria, es preciso asegurarle que los propietarios en el sector productivo y en el sector financiero asumieron otros, y que los beneficios que resulten han de repartirse con tanta amplitud como sea posible. Hemos creado los instrumentos de apoyo que permiten las circunstancias macroeconómicas y las concepciones que los colombianos tienen sobre la equidad social; creemos que esos instrumentos son adecuados. Queda en manos de deudores y acreedores utilizarlos.

Quiero destacar como, entre las soluciones que se han puesto en marcha, figura la presentación al Congreso de la República de un proyecto de ley para la creación del "Fondo de garantías del sistema financiero", dentro del cual se prevén refuerzos a la organización de la Superintendencia Bancaria, y la posibilidad de que haya de nuevo inversión extranjera en el sector financiero colombiano, dentro de ciertos límites. Tengo razones para pensar que el Congreso colombiano dará acogida, a esta iniciativa, que experimentaron con éxito otros países al enfrentar severas crisis en sus sistemas financieros.

Pero, por sobre todo, es preciso destacar el compromiso que el Gobierno tiene de proteger la confianza de los ahorradores colombianos y de los acreedores extranjeros en el sistema financiero. Para ello el Gobierno ha empleado y empleará los medios extraordinarios que se requieran porque, repito, no se trata sólo de proteger una u otra institución en apuros, sino de salvaguardar un sistema indispensable para que el país consiga los objetivos sociales y económicos a los que aspira.

### 3. El déficit fiscal y el sistema financiero

Permítanme ahora que pase a tratar otro asunto que incide en forma negativa sobre el sector financiero. Me refiero al déficit fiscal.

Con la patriótica colaboración del Congreso de la República, y la comprensión de la ciudadanía, este Gobierno ha elevado en forma considerable los recaudos tributarios y ha contenido el crecimiento de los gastos públicos. El déficit fiscal es, hoy mucho menor, como porcentaje del Producto Interno Bruto, de lo que fue el año pasado. Pero es considerable todavía. Basta tener en cuenta que en el proyecto de presupuesto para 1986 que mi distinguido antecesor entregó al Congreso de la República se reconoce la existencia de faltantes de apropiación de \$150.000 millones y se pide de nuevo, para financiarlos, autorización de emitir TAN y de obtener crédito en el Banco de la República. Debo reconocer que tanto el monto del déficit, como los instrumentos previstos para financiarlo, me preocupan muchísimo.

En efecto, es claro que el país no soportaría esfuerzos tributarios similares a los últimos que se hicieron. De otra parte, a lo largo de los años, múltiples leyes, bien intencionadas pero poco realistas, han obligado a los Gobiernos a crear una estructura de funciones públicas que determina un alto nivel de gastos y lleva siempre al déficit: las cifras previstas para 1986 son, apenas, la más reciente manifestación del problema. Para financiar el faltante las autoridades han tenido que adueñarse de una parte sustancial de la capacidad del crédito y del crecimiento monetario de que dispone la economía, adoptando, altos encajes y contribuyendo al alza de las tasas de interés. Las inversiones forzosas que so-

porta el sector financiero son, por supuesto, sólo otro aspecto del déficit fiscal. Es claro, pues, que hay una relación entre éste y la baja rentabilidad del sistema, y es fácil señalar la dirección en que debería obrarse. Lo que resulta difícil es conseguir el desmonte de las normas que comprometieron a las autoridades a buscar toda clase de objetivos encomiables, sin tener en cuenta la capacidad real de la economía para pagar por ellas. Los colombianos tenemos, pues, necesidad de revisar y reducir, con criterio realista, las obligaciones de gasto que hemos impuesto al Estado.

Las instituciones financieras deberían ser abanderadas de ese examen crítico, y apoyar todos los empeños para adecuar el gasto a las posibilidades del país. Como dijimos atrás, en el sector financiero es, quizás, donde primero se siente el impacto del déficit fiscal, y no sólo por las inversiones forzosas, o los altos encajes, o por los créditos insatisfechos de las entidades públicas, sino, también, por el volumen de cartera morosa que pueda originarse en el hecho de que, sistemáticamente, los pagos del Gobierno tengan que hacerse con considerable atraso.

El problema del déficit fiscal requiere reformas legales profundas, como las que propuso el Gobierno, sin mucha fortuna, hace algún tiempo al Congreso al pedir facultades extraordinarias para suprimir entidades descentralizadas, y suprimir y reasignar funciones en los diversos organismos del sector público. Pueden ustedes tener la certidumbre de que, en la medida de nuestras posibilidades, y en la medida en que encontremos apoyo del Congreso, insistiremos en buscar soluciones semejantes, aprovechando hasta el último minuto disponible, para que el próximo Gobierno tenga mejor margen de maniobra. Por lo pronto, damos la mayor importancia a las reformas al Estatuto Orgánico del Presupuesto que se tramitan, con éxito, en el Senado de la República, y que, de convertirse en ley, permitirán una asignación más racional de los recursos disponibles, y un límite más efectivo sobre el crecimiento del gasto.

#### **4. Colombia en la perspectiva internacional**

En la reciente Asamblea del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial que tuvo lugar en Seoul conseguimos para el próximo Gobierno colombiano la oportunidad de presidir la Asamblea de esas instituciones que tendrá lugar en Washington en 1986.

Quienes tenemos la oportunidad de apreciar la posición colombiana dentro de un contexto internacional nos sentimos orgullosos del país que representamos. Colombia se apresta a celebrar 100 años de su Constitución, hecho éste casi excepcional en el mundo. Goza de un sistema democrático amplísimo, con plena libertad de información y crítica, y con un relevo pacífico de sus gobernantes. Los partidos políticos discrepan entre sí, pero cuando perciben que los intereses nacionales están en peligro, superan las diferencias, definen responsabilidades, y colaboran con el bien común: nos llena de satisfacción poder contar en el exterior que el difícil y exitoso proceso de ajuste económico que hemos hecho se ha logrado gracias a la colaboración, en un Congreso libre, de varios partidos políticos rivales, entre los cuales el del Presidente de la República no es mayoritario.

Por todo ello, miramos con confianza el futuro nacional; sabemos que las dificultades son grandes, pero advertimos que las que ya se han superado eran mayores.

# SESION DE CLAUSURA

Discurso del doctor  
Jorge Mejía Salazar,  
Presidente de la  
Junta Directiva de la  
Asociación Bancaria  
de Colombia.

Señores:

Al clausurarse la 23a. Convención Bancaria y de Instituciones Financieras, quiero aprovechar esta honrosa oportunidad para hacer algunas breves reflexiones sobre las circunstancias por las que atraviesa Colombia, y sobre sus posibles desarrollos futuros.

Cuando se contempla el panorama del Tercer Mundo en general, y de América Latina en particular, no puede uno menos que pensar que Colombia ha logrado hasta ahora resistir mejor que muchas otras naciones el impacto de la crisis mundial de estos años ochenta. Mientras que en algunos países latinoamericanos ha habido caídas del ingreso per cápita del 20% entre 1980 y 1985, el colombiano al menos ha logrado mantener el nivel que tenía al comienzo de la década.

El ritmo promedio de crecimiento de la economía en el quinquenio pasado fue del 2.25% anual, similar al de la población, pero solamente la mitad del experimentado en la década anterior. Como la fuerza de trabajo urbana está creciendo al 4% anual, y existe una tendencia sostenida al aumento de la productividad por persona ocupada en el sector formal de la economía, esta debe crecer a un ritmo no inferior al 5% anual, obtenido en la década pasada, para dar empleo a los nuevos oferentes de trabajo en el mercado.

Al disminuir radicalmente la tasa de expansión del PIB entre 1980 y 1985, se ha presentado un deterioro de la situación social del país. La tasa de desempleo urbano subió del 7% en 1981 al 15% en la actualidad; la de subempleo, del 8.9% en 1981 al 14%, en parte también por el continuo incremento de la tasa de participación debido a la entrada masiva de la mujer a la fuerza de trabajo.



Más grave aún, el incremento del desempleo y del subempleo refleja la aparición de gran número de cesantes, provenientes de la reducción de personal en el sector formal, el cual se ha ajustado a la recesión por este camino, manteniendo en cambio el nivel real de sus salarios.

Los asalariados informales, cuyos niveles de remuneración y prestaciones ni siquiera llegan a los mínimos legales, y los trabajadores independientes, han proliferado, a costa de una caída significativa de sus ingresos.

Como consecuencia de lo anterior, la proporción de la población que vive en condiciones de pobreza crítica ha aumentado en el quinquenio pasado, borrándose así una parte de las ganancias sociales de los años setenta.

El país debe volver a crecer económicamente a ritmos anuales del 5% como mínimo, si queremos mantener las condiciones de vida de la población en niveles tolerables. Cuáles son las posibilidades de lograrlo?

La mayoría de los estudiosos de la realidad nacional coinciden en sostener que la economía colombiana no podrá regresar a tasas de crecimiento elevadas mientras no se levanten algunas restricciones fundamentales que hoy la aquejan.

La más asfixiante de todas es indiscutiblemente la falta de divisas. Aunque nuestra economía ha mostrado en varias ocasiones su capacidad para progresar dentro de un rígido racionamiento cambiario, las encuestas empresariales adelantadas por distintas entidades confirman que las dificultades para importar materias primas, repuestos y equipos, son sentidas como una limitación seria a la producción nacional.

El presupuesto mensual de US\$280 millones de que dispone Incomex es claramente insuficiente para sostener un fuerte ritmo de expansión económica.

De no haberse impuesto desde el año pasado una tal restricción a las importaciones, sin embargo, no habría sido posible disminuir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de US\$2.800 millones en 1982 y 1983, a US\$1.870 millones en 1984 y US\$1.468 estimados para 1985. Ni se habría logrado detener la caída de las reservas internacionales del país, de un máximo de US\$5.630 millones en 1981 a US\$1.796 millones a finales de 1984, nivel similar al actual.

Aunque se ha logrado eliminar el déficit de la balanza comercial entre 1984 y 1985, con un dramático descenso del 44% en las importaciones frente a los niveles de estas en 1982, no se ha logrado un superávit comercial que permita pagar los intereses sobre la deuda externa del país, principales causantes del déficit en cuenta corriente en la actualidad.

Así vemos, como frente al déficit corriente de US\$1.870 millones en 1984, los intereses de la deuda externa ascendieron a US\$1.131 millones; en 1985, las cifras correspondientes serían US\$1.468 y US\$1.292 millones, respectivamente.

Mientras Colombia no logre un superávit comercial significativo con relación al valor de los intereses de su deuda externa, seguirá obligada a endeudarse para poderlos pagar, lo que implica una serie de compromisos con el Fondo Monetario Internacional y el Banco

Mundial, como los recientemente adquiridos para poder concretar el crédito "Jumbo" de US\$ 1.000 millones con la banca comercial extranjera.

No hay duda de que entre los compromisos que exigen las entidades internacionales está el de mantener un ritmo de crecimiento de la economía compatible con la generación de los excedentes comerciales. O sea que mientras nuestras exportaciones no se aceleren significativamente, el país seguirá abocado a fuertes restricciones en sus importaciones, y por tanto en su ritmo de crecimiento económico y de generación de empleos productivos.

Según las proyecciones del gobierno, no será hasta 1987 cuando merced a las exportaciones de petróleo proveniente de los yacimientos de Arauca, se logrará el ansiado superávit comercial que borrará prácticamente el déficit en cuenta corriente, devolviéndonos así la autonomía para diseñar políticas económicas más expansionistas.

El análisis del frente cambiario nos ha llevado, entonces, a concluir que las posibilidades de romper rápidamente el cuello de botella de las divisas descansan, directamente, sobre la factibilidad de que la producción petrolera del país nos permita exportar desde 1987 los doscientos mil barriles diarios presupuestados por el gobierno. Esta meta no parece utópica dados los nuevos campos pequeños, además de los de Arauca, que se vienen descubriendo en los Llanos y en el Huila, cuyo potencial apenas comienza a conocerse. En la década de los años 90 el carbón comenzará además, a tener un importante efecto neto sobre la balanza de pagos, que reforzará el proveniente del petróleo.

La ruptura del cuello de botella cambiario, aunque esencial, no garantiza por sí sola que Colombia va a reiniciar su crecimiento a tasas del 5% o más por año. Existen otras limitaciones internas sumamente serias, que de no levantarse reducirían el beneficio que nuestro petróleo y carbón van a aportarnos.

Una de ellas es el déficit del sector público nacional. Medido al nivel de operaciones efectivas de tesorería, ese déficit fue del 4.2% del PIB en 1981, del 5% en 1982, del 4.9% en 1983 y del 5.8% en 1984, originados en buena parte por la recesión económica que se ha traducido en menores ingresos fiscales. Veamos cómo se ha financiado.

En 1981, los recursos de la Cuenta Especial de Cambios compensaron el 70% del déficit de operaciones y el resto los provenientes del crédito externo. Para 1983, este último prácticamente desaparece; la emisión directa equivale al 40% del déficit, y el resto lo ponen la Cuenta Especial de Cambios (45%) y el endeudamiento interno (15%). Entre Enero y Agosto de este año, la emisión financia el 43% del déficit, el endeudamiento interno el 47% y el crédito externo reaparece con un 10%.

Cuál ha sido el impacto de esta forma de financiar el déficit de operaciones del sector público nacional? Si agrupamos el crédito del Banco de la República al gobierno, el crédito externo a éste, y los fondos de la Cuenta Especial de Cambios, bajo el nombre de "recursos monetarios", en 1981 estos equivalieron al 51% de la base monetaria promedio de ese año; para 1982 esa cifra fue del 53%; en 1983, del 69%, y en 1984 del 64%. Poco es de extrañar, entonces, que la banca comercial colombiana deba seguir soportando altísimos niveles de encaje e inversiones forzosas sobre sus depósitos en cuenta corriente (más del 50% en la actualidad), para impedir un desbordamiento de los medios de pago por el uso de "recursos monetarios" en tan alta proporción para subsanar el déficit público. Parte importante de los problemas de rentabilidad de la banca se origina en esta situación, como se verá más adelante.

Otro grave efecto del déficit fiscal es su impacto sobre las tasas de interés y el mercado de capitales. Los papeles oficiales representan en la actualidad más del 90% de los títulos negociados en la Bolsa, contra el 33% de 1965, y mantienen una fuerte presión sobre las tasas de interés, que al seguir a niveles reales del 20% o más, descorazonan cualquier lanzamiento de acciones o bonos privados, y limitan las posibilidades de nuevas inversiones diferentes a las públicas. En 1950, la inversión privada equivalía al 12% del ingreso nacional y la pública al 2%. En 1983 fueron del 9% cada una, pese a que el sector público es mucho menor que el privado en el contexto de la economía colombiana. Es seguro que el mantenimiento de altas tasas de interés reales ha tenido mucho que ver con esta tendencia.

El gobierno viene haciendo esfuerzos muy importantes para reducir el déficit fiscal, tanto con sucesivas reformas tributarias como con una fuerte compresión del gasto público. En los primeros nueve meses de este año, por ejemplo, la inversión del gobierno nacional se ha reducido un 30% en términos reales, en comparación a la del año pasado. Es obvio que esto ha incidido en el nivel de actividad de la economía y en el empleo, y que no es una política que se pueda sostener indefinidamente.

El país ha venido haciendo un gran esfuerzo para reemplazar con recursos domésticos al crédito externo como fuente de financiamiento público, pero va ser necesario disminuir la presión sobre el mercado interno de capitales, para que el sector privado pueda también colocar allí sus acciones y bonos.

Para ello, parecería conveniente eliminar por ejemplo la emisión de Certificados de Cambio por compra de divisas, que se justificaba ampliamente cuando el país estaba acumulando muy rápidamente reservas internacionales, lo que no está ocurriendo en la actualidad. Tales certificados vienen copando más de la mitad de las operaciones de las Bolsas de Valores, y reduciendo así la capacidad del mercado de capitales. Esta medida podría acompañarse con un tratamiento tributario más favorable a las ganancias de capital que se generen por la enajenación de acciones. Mientras los inversionistas no aprendan a incluir las utilidades retenidas como parte del precio de una acción, va a ser muy difícil que estas puedan competir a base de dividendos únicamente con los títulos de renta fija. De allí la importancia de los inversionistas institucionales capaces de hacer tales avalúos, y del tratamiento tributario a las ganancias ocasionales.

Por último, me gustaría hacer algunos comentarios sobre las perspectivas del sector financiero nacional. En sus notas editoriales, la revista del Banco de la República ha presentado bajo el título de "La Recuperación del Sistema Financiero" un excelente resumen de la génesis y desarrollo de los problemas que hoy aquejan al sector .

Allí se presenta también una clara síntesis de los criterios que ha tenido en cuenta el gobierno al buscar soluciones tanto para las empresas del sector real en dificultades, como para el sistema financiero en su conjunto, y se reconoce explícitamente que sin intermediarios financieros sanos y capitalizados, no hay manera de regresar a niveles satisfactorios de inversión y crecimiento.

En la práctica, sin embargo, no ha sido fácil conciliar la aplicación de algunos de los criterios de análisis utilizados por el gobierno para diseñar las medidas en favor del sector financiero.

Por ejemplo, con el temor de incumplir las metas monetarias y de reservas que se han presentado al FMI, la Resolución 52 de este año de la Junta Monetaria fue demasiado parca en el monto de los créditos concesionales que el Banco de la República haría a los establecimientos de crédito, para compensarles la falta de productividad de las acciones que adquieran y de los préstamos concesionales que otorguen en los acuerdos de refinanciación de las deudas con las empresas del sector real. El valor de los préstamos del Banco de la República podría elevarse por encima de los topes que contempla la Resolución 52 sin perjudicar las metas de la política monetaria, aprovechando el espacio que ha creado el impacto contraccionista del presupuesto nacional en este año.

Aunque es muy respetable el criterio de evitarle al país mayores costos fiscales, no creo que el permitir la deducción plena para efectos del impuesto a la renta, de las provisiones de cartera exigidas por la Superintendencia Bancaria, vaya a afectarse demasiado a una Tesorería cuyos ingresos efectivos se han incrementado en un 370% en los primeros nueve meses de este año con relación a igual período del año pasado, al paso que las entidades financieras vienen mostrando pérdidas por razón de las provisiones que se han visto obligadas a hacer.

El obstáculo más difícil de vencer, en este proceso de restablecimiento del sector financiero, ha consistido indudablemente en la capitalización de los establecimientos de crédito procurando al mismo tiempo su democratización. Ello solo es posible si las instituciones financieras vuelven a mostrar una adecuada rentabilidad, y si se crean mecanismos tributarios adicionales para la colocación de acciones y bonos privados en el mercado de capitales, tal como atrás se propuso. La banca debe mantener un ritmo de capitalización no inferior al de la inflación interna, con el fin de mantener al menos su patrimonio en términos reales; ello implica también la necesidad de una política más conservadora en materia de distribución de utilidades en el futuro.

Es justo reconocer que las medidas recientes de la Junta Monetaria buscan devolver a las instituciones financieras su rentabilidad normal, al crear condiciones favorables para refinar las deudas de difícil cobro del sector real. Pero el gobierno sigue ignorando el fuerte efecto de las inversiones forzosas y altos encajes sobre la rentabilidad de la banca comercial, y por tanto sobre sus posibilidades de capitalizarse más democráticamente.

En 1980, las inversiones forzosas (las obligatorias más las del encaje) ascendieron a 9.9% del total de activos de la banca comercial. En febrero de este año, habían llegado al 13.9%, fundamentalmente debido al aumento de las del encaje. La rentabilidad promedio de dichas inversiones forzosas fue en febrero de este año del 15.30% anual, que si la comparamos con el 36% a que se colocan los recursos ordinarios de la banca, nos da un costo de oportunidad del 21% anual. Como las inversiones forzosas sumaban \$132.296 millones en febrero pasado, lo anterior implica que la banca dejará de ganar este año más de \$27.000 millones por motivo de dichas inversiones, en momentos en que su rentabilidad ha descendido a niveles críticos por razón de las cuantiosas provisiones que ha realizado contra sus colocaciones de difícil cobro.

Por lo anterior, parece más que justo buscar una rebaja del encaje y seguir mejorando la rentabilidad de ciertas inversiones forzosas, y muy especialmente de los Títulos de Fomento Agropecuario, cuyo impacto negativo es especialmente gravoso.

La experiencia de estos últimos años sugiere que, si se les devuelve a las empresas su rentabilidad normal, el doble objetivo de capitalización y democratización no es un impo-

sible. Los inversionistas institucionales tienen un papel muy importante que desempeñar en esta tarea, como también lo cree el gobierno.

La década de los ochenta ha sido y seguirá siendo dura, para el resto del mundo y para nosotros. Afortunadamente Colombia tiene posibilidades de reencontrar una ruta autónoma de crecimiento gracias a sus recursos naturales, siempre y cuando sepamos resolver adecuadamente los problemas por los que atraviesan nuestras principales entidades financieras públicas y privadas, y algunas de las industriales más básicas. El actual gobierno no ha vacilado en enfrentar tales dificultades, con ánimo recto y el más acendrado patriotismo; de la colaboración que reciba depende que los esfuerzos de saneamiento de la economía se traduzcan en efectos perdurables sobre el bienestar de todos los colombianos, sin lo cual no se logrará la pacificación de los espíritus que tanto requerimos.

Para terminar, permítanme expresar en nombre de las instituciones financieras del país nuestro reconocimiento sincero a Cartagena, patrimonio no solo nuestro sino también universal, que año tras año nos abre sus puertas con nobleza y con cariño; a los señores Ministro de Desarrollo y Viceministro de Hacienda por habernos acompañado en esta convención que ya termina, al señor Superintendente Bancario quien nos honra con su presencia al clausurarla, al doctor Guillermo Núñez, factor indispensable para el buen éxito de la misma, y a todos ustedes señoras y señores.

# SESION DE CLAUSURA

## LA PROTECCION DE LA CONFIANZA PUBLICA

Discurso del Doctor  
Germán Tabares C.  
Superintendente Bancario

Antes de iniciar mi intervención, debo expresar a la Asociación Bancaria mi agradecimiento por la amable invitación que me hiciera para clausurar esta Convención Banca 85. Al mismo tiempo, considero de elemental justicia reconocer, a nombre del Gobierno, que reuniones como ésta, con temarios serios, un tanto apretados a veces, contribuyen a ventilar los problemas que el Sector afronta y permiten un franco intercambio de conceptos y opiniones, basados en enjundiosos documentos, que sin duda contribuyen a hacer claridad respecto de lo que se requiere y de lo que se puede o se debe hacer.

### 1. La crisis de confianza

Solamente habían transcurrido dos meses justos desde la iniciación de su período constitucional cuando, el 8 de octubre de 1982, el Presidente de la República se dirigió a sus conciudadanos en una conferencia a través de los medios masivos de comunicación, en lenguaje claro, directo y fácil de comprender. “Muchos de ustedes —dijo al comenzar su alocución— han puesto sus ahorros, el fruto de varios años de trabajo, en algún Banco, o en otras entidades donde pagan intereses por ellos, y a las que llamaré Instituciones de Crédito. Otros muchos guardan en los Bancos el dinero que necesitan para trabajar, porque nadie quiere correr el riesgo y la incomodidad de guardarlos en el armario, o en el colchón, como hacían nuestras abuelas. Pero ustedes, que han tenido la buena costumbre de llevar sus ahorros y dinero a esas Instituciones, muestran desconfianza en estos días; por-

que los periódicos, y la radio, les han dicho que algunos administradores de esas Instituciones —no todos, por fortuna, porque los hay honestos— se están alzando con su plata, o que se la están prestando entre ellos, y que de pronto esa plata de ustedes se pierde y que no habrá a quien reclamársela.

“En esto, como en todo, hay mucho chisme. Pero, por desgracia hay bastante verdad. Varias personas, de esas que manejan nuestro dinero en las Instituciones de Crédito se han puesto a jugar con ella: a invertirla en negocios que creyeron buenos y que resultaron malos; a prestársela entre sí, sin suficientes garantías; y a tratar de apoderarse de negocios ajenos a precios y en condiciones anormales, compitiendo, como los niños de la escuela, a ver quien puede más.

“Esa desconfianza, que la mala conducta de algunos de esos socios y administradores de Instituciones de Crédito, ha causado en ustedes, es muy mala para el País, porque si ustedes se llevan sus ahorros, pierden un interés que algo ayuda para comprar el mercado. Pero además, porque *esos ahorros se le podrían haber prestado a través de la Institución de Crédito a industriales honrados, a agricultores honrados, a comerciantes honrados, a profesionales honrados, que lo necesitan para producir cosas, para prestar servicios, para dar empleos y para pagar otras deudas*”.

Lo que esas palabras, las restantes del mensaje presidencial y las medidas que ese mismo día se tomaron significaban, era ni más ni menos que el país afrontaba una de las más graves crisis, sino la más grave, que a través de su historia ha sufrido el Sistema Financiero colombiano. Y esas crisis presentaba entre otras, dos facetas que, sin tener en cuenta los elementos que le dieron origen, podrían resumirse diciendo que, de un lado, un grupo numeroso de entidades dedicadas a esta actividad había llegado a un punto tal que les hacía imposible continuar operando en circunstancias normales; y que, de otro lado, como consecuencia de lo anterior, se estaba en presencia de una aguda crisis de confianza que incluía no solamente a las Entidades directamente afectadas por la imposibilidad a que se ha hecho referencia sino también a buena parte de las demás. Y es que el Sistema Financiero de éste o de cualquier otro país, si bien está integrado por entidades diversas, dedicadas a una varidada gama de actividades de esta naturaleza, tiene un vínculo común, insustituible y fundamental que es la *confianza del público*. Cuando quiera que esa confianza se ve afectada en relación con una de tales entidades, inevitablemente sufre desmejora en perjuicio de las demás. Por tal razón, el Gobierno Nacional hubo de apelar a las herramientas últimas que le daban la Constitución y la Ley para detener lo que, de otra manera, estaba a punto de convertirse en una catástrofe que derrumbaría todo el Sistema Financiero colombiano, so continuaba avanzando y generando como consecuencia nuevas olas de desconfianza pública.

Volver una y otra vez sobre el análisis de las causas de aquella crisis, como lo hemos hecho en los últimos años, es bueno y saludable porque nos permite reflexionar sobre algo que nunca debió haber ocurrido. No es del caso entrar aquí, en esta oportunidad, en muchos detalles sobre el tema, porque, sin lugar a dudas, resultaría una tarea que excedería los alcances de mi intervención ante este Foro.

Alguna vez, y no precisamente por el sólo interés académico, habrá que hacer un estudio cuidadoso de cuándo, cómo y por qué, en un momento dado, buena parte del Sistema Financiero colombiano, —resolvió, por sí y ante sí, que las barreras de la prudencia no existían y que las de la moral en los negocios o en la vida de relación con los demás podrían ir acomodándose a los intereses particulares de determinadas personas, entidades o grupos de entidades. Habrá que analizar también por qué el argumento de la necesidad de

competir en el mercado llegó a convertirse en justificativo de operaciones y sistemas de manejo que, en condiciones normales, deberían haber producido el rechazo y la condena total de la comunidad. Habrá que ver, por qué ésta fue acostumbrándose con risueña tolerancia a los mecanismos financieros de evasión fiscal hasta un punto tan crítico que, inclusive el Estado en alguna oportunidad, llegó a ofrecer papeles que, sin mucho disimulo, anunciaban que no requerían registrar el nombre y la cédula del propietario, lo cual tenía, para la generalidad de los ciudadanos, el clarísimo mensaje de que con ellos le resultaría mucho más fácil evadir el pago de los tributos que van integrando la hacienda de la Nación y con los cuales puede ella atender al cumplimiento de las obligaciones que por la Constitución y la Ley le corresponden. Y habrá que analizar también cuándo, cómo y por qué el poder y la riqueza adquiridos mediante la realización de operaciones abiertamente contrarias a la Ley y la moral, en algunos casos, y en otros ubicadas en una convenientemente ampliada zona gris, no solamente no eran censurados ni rechazados, sino que, por el contrario, se convertían en objetos de envidia para el resto de la comunidad. Todo eso habrá que analizarlo alguna vez; pero repito, hacerlo ahora nos desviaría del tema de hoy. Así que regresemos a él.

## 2. La misión del Gobierno

Y cuál era, entonces la tarea que el Gobierno que apenas comenzaba tenía entre manos en relación con el Sistema Financiero colombiano?Cuál era su obligación primordial en relación con unos ahorradores atemorizados y desconfiados, cuando no ya definitivamente estafados, desorientados en cuanto a dónde depositar o qué hacer con las sumas que, en muchos casos, constituían los ahorros de toda una vida? ¿Cuál era el deber del Gobierno frente al resto de la Economía Nacional para evitar que, como consecuencia del pánico colectivo, la comunidad atemorizada resolviera negarle los recursos que a través del Sistema Financiero constituyen la savia necesaria de esa economía? Esa misión no era ni podía ser otra cosa que la de devolver a los ahorradores la confianza en su Sistema Financiero y defender esa confianza. Así lo expresaba el Presidente de la República en el mensaje a que vengo refiriéndome: "En adelante, pues, mantengan la confianza en las instituciones de crédito que vigila el Gobierno. Si esas instituciones se manejan mal, el Gobierno adoptará los correctivos y las medidas necesarias pero ustedes no perderán ni un centavo". A la finalidad anotada han estado orientadas fundamentalmente las medidas que desde esa época y hasta ahora ha venido tomando el Gobierno en relación con el sector, no sólo para afrontar la situación originada en la crisis del año 82, sino también la que, como consecuencia del deterioro de sus activos productivos, ha experimentado tal sector en los años siguientes.

### a) La veracidad de los Estados Financieros.

Creyó el Gobierno, y continúa creyéndolo, que uno de los elementos fundamentales de tales medidas era el de que el público conociera en todo momento la realidad de la situación de las distintas Entidades Financieras. Frente a las voces que anunciaban el derrumbe inevitable de las Entidades que, como consecuencia de la aplicación de sanas prácticas contables, registrarán pérdidas en sus balances, el Gobierno consideró su obligación mantener en esta materia una firme posición. Si se trataba precisamente de combatir prácticas irregulares, si se trataba de evitar que los balances encubrieran los efectos negativos de políticas crediticias irregulares o equivocadas, si se trataba de lograr que el público tuviera a través de los balances, clara noticia de los resultados de la actividad de una Entidad Financiera, era inevitable que se efectuaran las provisiones necesarias y que la verdad se presentara tal cual era y no bajo los afeites de convenientes maquillajes. Así, correspondió a



diversas Entidades presentar esos resultados negativos y, si bien en algunos casos, se produjo alguna reacción inicial de desconfianza, poco a poco el público ha ido entendiendo que no se gana mucho cuando en los balances aparecen resultados positivos que no corresponden a la verdad.

b) Las sanciones de carácter penal.

Pero, además, era necesario entrar a combatir simultáneamente las causas que dieron origen a la situación que estuvo a punto de arrasar la confianza pública. Se tomaron las medidas pertinentes, se dictaron normas para sancionar penalmente conductas respecto de las cuales las razones de ética no habrían sido suficientes para impedir que algunos banqueros las ejecutaran, puesto que el Estado, en cumplimiento de su deber constitucional de defender los bienes de los ciudadanos y garantizar la prestación del servicio financiero, tiene que impedir por los medios a su alcance todo aquello que atente contra éstos, así sea mediante la consagración de mecanismos penales que anteriormente, en tiempos sin duda mucho más felices, no eran necesarios por ser las razones de carácter moral suficientes para impedir la realización de determinadas conductas.

Se ha criticado el hecho de que, presuntamente, las medidas que han sido adoptadas y algunas que se proyectan o se han presentado al Congreso de la República en relación con el Sistema Financiero, adolecen de un exagerado carácter represivo. Se insiste en algunos círculos, en que tales medidas y recomendaciones parecen inspiradas en el principio de que, utilizando una expresión popular, "todos los banqueros son ladrones". No ha sido ni es éste el criterio del Gobierno. Ni mucho menos. Simplemente de lo que se trata, es de evitar la repetición de conductas cuyos resultados están hoy a la vista de todo el mundo. Cuando se analizan tales críticas no puede dejar uno de preguntarse en qué forma puede afectar a los banqueros honrados y ortodoxos la existencia de esas normas punitivas. Parecería más lógico pensar que, así como al ciudadano honrado, al que cumple la ley, al que respeta los derechos de sus semejantes, no le preocupa ni tiene por qué preocuparle la existencia de un Código Penal en el cual se describe una serie de conductas punibles, tampoco al banquero honrado tiene por qué afectarle ni preocuparle que existan normas que sancionan conductas en las cuales él, por ser contrarias a la ética, o a las sanas prácticas bancarias, no incurriría nunca. Parece un tanto fuera de foco que, como consecuencia de las medidas y proyectos que venimos comentando, se trate de convertir en víctima a un gremio que el Gobierno no está persiguiendo, y no tiene interés en perseguir. Se olvida, en cambio, que la situación que hizo crisis en 1982 dejó unas víctimas reales de carne y hueso, que son más de 80 mil ahorradores que perdieron a manos de gentes inescrupulosas en algunos casos los ahorros de toda su vida. Y si consideramos el tamaño de una familia colombiana promedio, tenemos que esa crisis afectó a medio millón de compatriotas que, repito, sí fueron víctimas reales. De manera que no sobra la penalización de ciertas conductas. Infortunadamente a veces se pierde un poco la perspectiva de las cosas.

c) Las medidas para restablecer las Entidades afectadas y fortalecer el Sistema.

Han sido éstos, sin duda, años de dura prueba para el Sector Financiero colombiano. Las cifras, los resultados, están ahí para demostrarlo, como suficiente evidencia de los efectos de una época de alegre y despreocupada bonanza, cuando no de improvidencia y abuso. No son, ciertamente, cifras halagadoras. El considerable volumen de los activos improductivos del Sistema Financiero, las pérdidas consolidadas del mismo, la desaparición total en algunos casos de las posibilidades de dar rendimientos adecuados a sus accio-

nistas, la preocupación generalizada que subsiste sobre algunos aspectos del futuro del sector financiero colombiano están poniendo de presente que éste, como un todo, va a necesitar, todavía durante un tiempo, permanecer bajo lo que los médicos denominarían "cuidados intensivos". La convalecencia ha sido prolongada; sin lugar a dudas se ha superado ya la etapa más crítica de la enfermedad; pero esa convalecencia todavía va a durar un tiempo más. El daño producido ha sido intenso y extenso y su reparación no puede lograrse mediante fórmulas o pócimas mágicas que súbitamente devuelva al paciente a su estado de salud total. Que la enfermedad no fue generalizada, que hubo quienes no fueron afectados por la epidemia, que hubo unos que procedieron con más prudencia, cautela y ética que otros, está claramente demostrado por el hecho de que no todos presentan quebrantos graves y que algunos de los integrantes del sistema, un número importante, afortunadamente, presentan una situación saludable que hace el cuadro general menos oscuro.

El Gobierno ha tenido que apelar, en relación con las Entidades más afectadas, y con el sistema como un todo, a tomar medidas de auxilio, a suministrar ayuda y a utilizar, para tal efecto, en algunos casos dineros de la colectividad. Alrededor de este hecho, y era inevitable que así sucediera, se han producido reacciones de distinto tipo, especialmente con base en el argumento según el cual, mientras se permite que se privaticen las utilidades, se hace que la comunidad participe en las pérdidas, mediante lo que se ha dado en llamar la "socialización" de éstas.

Aducen los autores de las críticas que, en un sistema capitalista como el nuestro, lo natural es que, cuando una empresa comercial, por un motivo u otro, produce pérdidas que la llevan más allá de su posibilidad de recuperación por sí misma, tiene que desaparecer sin remedio. Es, desde luego, un argumento que, como criterio general debe tener aplicación. Pero, cuando se conocen las cifras de lo que valen los depósitos en las Entidades Financieras colombianas, cuando se detalla el número total de las personas y entidades que son titulares de tales depósitos, cuando se pone de presente la inevitable relación entre el Sistema Financiero y el sector real de la economía, que produce los bienes y servicios que toda la comunidad requiere, y que genera los empleos que permiten a los colombianos atender sus necesidades, no puede uno dejar de preguntarse: soportaría la economía colombiana, la que interesa a todos, no solamente a las Entidades Financieras afectadas por la crisis, un desplome de cuatro o cinco o más Entidades Financieras de las que han afrontado o afrontan dificultades? ¿Qué pasaría si, como consecuencia de una política generalizada de permitir que hubiera desaparecido o desaparezca del mapa financiero del país toda Entidad que estuviera afrontando o afronte dificultades imputables o no a sus socios o administradores, se hubiera producido o se produjera un colapso generalizado?

Para que cada cual disponga de elementos de juicio que les permitan formular sus propias respuestas, valga la pena tener en cuenta, por ejemplo que, a Diciembre 31 de 1983 las captaciones totales del Sistema Financiero colombiano valían 853 mil millones de pesos, representados en 12 millones 600 mil cuentas de diverso tipo. Y a la misma fecha de 1984, tales cifras eran de un billón, 75 mil millones de pesos y 13 millones ochocientos mil cuentas. Lo anterior podemos complementarlo diciendo, a título ilustrativo, que de los grandes totales que acabamos de ver para el año de 1984, 12'363.000 cuentas, o sea un 89,8% tenían valores individuales inferiores a \$100.00 c/u, es decir que pertenecían a pequeños ahorradores; y si ampliamos un poco más el rango, encontramos que, del mismo total, 13'448.000 cuentas, o sea el 97,7% tenía valores individuales inferiores a \$500.000 c/u. Creo que sobra cualquier comentario respecto del interés público que tiene el mantenimiento de un Sistema Financiero sólido y de las gravísimas consecuencias que tendría permitir su desestabilización.

Cree por eso, el Gobierno que la política que ha adoptado en esta materia de apoyo y ayuda al sector financiero, política que continuará aplicando en el futuro, es la que más conviene al país. Claro que ahora no falta quien diga que la banca no tuvo respaldo del Gobierno.

Pero una política como la seguida hasta ahora tiene que ser complementada de manera tal que, si bien se defiendan los intereses de la colectividad, los socios y administradores responsables de los problemas que han dado origen a esas situaciones difíciles, no solo no reciban beneficio alguno del apoyo que a tales Entidades da el Estado, sino que, además, en los casos en que a ello haya lugar, sufran los castigos que la Ley establece. Así se ha hecho hasta ahora y así continuará procediéndose, en cuanto sea necesario.

#### d) El fortalecimiento de la Superintendencia Bancaria.

Pero si el sector financiero ha sido afectado por las crisis a que hemos hecho referencia, éstas han afectado también, o han puesto de presente la insuficiencia de algunas de las herramientas de control y de algunos de los mecanismos de los que, para atender a situaciones como las que se han presentado, dispone la Superintendencia Bancaria.

No es, desde luego, ningún factor reconfortante el hecho de que esas deficiencias se hayan presentado o se estén detectando no solamente en el caso nuestro sino en el de otros países que, por muchos aspectos, nos llevan la delantera en estas materias.

En un artículo recientemente aparecido en "The Wall Street Journal", se hace referencia, bajo el título "Los inspectores de Bancos Federales están en tela de juicio", a la situación que en esta materia se presenta en los Estados Unidos.

Se anota en el referido artículo, cómo "en el caso del First National Bank of Boston, los Inspectores Federales no detectaron las violaciones relacionadas con las transferencias de efectivo durante cuatro años, mientras que mil doscientos veinte millones de dólares en supuestas operaciones de lavado de dinero, y grandes depósitos en efectivo, de supuestas figuras del delito organizado salían y entraban al Banco". Relaciona entre las principales causas de la insuficiencia de los mecanismos de vigilancia el hecho de que "la banca se está expandiendo hacia actividades nuevas y más complejas" y que, como lo anota un veterano inspector de bancos nacionales de los Estados Unidos, "el banquero va siempre más adelante que el inspector". Otros factores que se mencionan en el mismo artículo son la insuficiencia de los inspectores bancarios, la disminución en su capacidad y competencia, la imposibilidad de efectuar oportunamente las visitas, la insuficiencia técnica, etc.

Si se efectúa un análisis de la situación que ha afrontado y afronta la Superintendencia Bancaria de Colombia, podría decirse que idénticos factores se dan también en nuestro caso, algunos de ellos con circunstancias de agravación que obviamente hacen la situación mucho más difícil y preocupante. Es por ello por lo que, dentro del proyecto de Reforma Financiera, se planteó un fortalecimiento radical que le permita a esa Entidad desempeñar a cabalidad la misión que la Ley le ha encomendado.

Mientras tanto, la Entidad a mi cargo está actualmente empeñada en dos programas que, aún con las limitaciones existentes, le van a permitir mejorar sustancialmente la labor que desempeña. De una parte, un programa de sistematización total que le permita ponerse técnicamente a la altura del Sistema Financiero al cual le corresponde vigilar. Porque, y esto es un hecho infortunado, la Superintendencia es probablemente uno de los organis-

mos del Estado que en esta materia se ha quedado más atrás, a pesar de corresponderle la vigilancia de un área de la actividad económica que es tal vez, la que tiene un más alto grado de sistematización. Esta deficiencia ha dado lugar a que no solamente no esté en condiciones de evaluar adecuadamente las informaciones que recibe, sino también, a que resulte difícil para las entidades vigiladas en muchos casos suministrar la información que la vigilancia requiere.

Para poner de presente la insuficiencia de la Superintendencia en estas materias baste citar aquí el hecho de que el paquete de formularios que la Entidad recibe mensualmente de cada una de las entidades bancarias que operan en el país contienen 4.000 datos diferentes. Esto significa varias cosas: en primer lugar que las entidades vigiladas tienen que allegar a tal información en los formatos de todos ustedes conocidos, y que no son precisamente un modelo de técnica, claridad y precisión en muchos casos. Esta es, así se mire desde ese simple solo punto de vista, una complicada tarea de mecanografía que probablemente podría obviarse en gran parte si esa información se suministra a través de los medios de que dispone la informática de hoy. En segundo lugar, el volumen de información que la Superintendencia recibe es de tal magnitud que, en muchos casos, no alcanza siquiera a ser revisada oportunamente y, en otros, la evaluación de las cifras resulte de una complicación exagerada con las inevitables consecuencias, entre otras, que, los funcionarios de la División de Análisis de Balances tengan, como los tienen, volúmenes de trabajo difícilmente evacuables en el tiempo de actividad de una persona normal. Como complemento necesario de este primer programa, la Superintendencia tiene ya también muy adelantado el proyecto de un Manual único de cuentas, que le permitirá racionalizar la presentación de los balances e informes que la Entidad requiera. Adicionalmente, contando con la invaluable colaboración de la Asociación Bancaria, se ha puesto en marcha un mecanismo especial de información y control, dentro de lo que se denomina "Central de Riesgos", incluyendo en su operación el análisis de los indicadores financieros más importantes.

Y, como segundo programa, un plan de reestructuración interna de la Superintendencia, que le permita adecuarse al papel que le corresponde y cumplir mejor las funciones para las cuales fue establecida. Como complemento indispensable se viene también desarrollando una intensa labor de capacitación que comprende no sólo las necesidades actuales en esta materia, que indudablemente son bien grandes tanto en calidad como en cantidad, sino también las nuevas que tendrá la Entidad, tan pronto se ponga en marcha la sistematización.

Para la ejecución de estos programas, obviamente, se requeriría autonomía presupuestal, que está plenamente justificada por el origen específico de los recursos respectivos, origen que no es el de un impuesto sino el de las contribuciones que, precisamente para atender las necesidades del organismo de control aportan todas las Entidades vigiladas.

La Administración actual confía en poder dejar por lo menos en las etapas iniciales de operación estos dos programas a que acabo de hacer referencia.

#### e) La creación de nuevas herramientas jurídicas

Pero existen además otros elementos respecto de los cuales el Gobierno considera necesario que se introduzcan adiciones a las herramientas de carácter legal de las cuales dispone la Superintendencia para el cumplimiento de su misión, especialmente para prevenir

o afrontar situaciones extremas. Valga la pena poner de presente que si alguna cosa resulta clara en relación con la Superintendencia, como consecuencia de la labor que le ha correspondido desempeñar a raíz de las intervenciones que ha venido manejando, es el hecho de que el mecanismo de intervención que consagra la Ley 45 de 1923 no sólo es hoy por hoy, inadecuado sino que, en algunos casos, resulta desde todo punto de vista insuficiente. No pretendo descalificarlo, pero sí poner de presente que se requiere complementarlo con otros instrumentos.

Tal vez, parte de las deficiencias que se han puesto de presente en estos años, radique fundamentalmente en el hecho de que el mecanismo no está diseñado, definitivamente, para su utilización masiva, es decir aplicándolo simultáneamente en un número considerable de entidades. En los últimos 20 años anteriores a junio de 1982, las intervenciones que la Superintendencia Bancaria había tenido en el Sector Financiero fueron, como se observa a continuación relativamente de escasa ocurrencia:

Seguros América S.A.	1964
Banco Comercial de Barranquilla	1967
Ahorros y Capitalización Caldas	1971
Administradores de Occidente SCA	1976
Administradores de Occidente Ltda.	1976
Bolsa Agropecuaria de Colombia S.A.	1979
Cofinatura S.A.	1979
Cía. Internacional de Seguros S.A.	1979

Pero, a partir de 1982, como ustedes lo saben, la Superintendencia ha venido manejando simultáneamente, intervenciones nuevas en 20 Entidades Financieras, con todo lo que el manejo de ese número de entidades implica, especialmente lo que su carácter de problemas graves o gravísimos, representa para cualquier organismo, sea este oficial o privado, al que corresponda esa tarea.

Pero la parte logística, por llamarla de alguna manera, no es la peor de todo el problema. El mecanismo de la intervención ha sufrido un fenómeno de grave desprestigio ante el público. En efecto, como consecuencia de lo ocurrido a partir del año de 1982, los colombianos han llegado a asociar estrechamente la intervención con la pérdida de los ahorros, de manera que la finalidad que la ley persiguió, sobretodo en los casos de intervención para administrar la Entidad, difícilmente resulta aplicable hoy.

En virtud de lo dicho, y en razón de la necesidad de buscar mecanismos complementarios, en el anteproyecto de Reforma Financiera uno de los acápites más importantes es sin lugar a dudas el que se refiere al Fondo de Garantías. Efectivamente, este Fondo, tal como está contemplado en la última versión presentada a consideración del Congreso de la República en días pasados, tendría como tarea fundamental la de apoyar a las entidades que en un momento dado pudieran estar afrontando problemas de carácter financiero, que no pudieran ser resueltos a través de los mecanismos de utilización del Banco de la República como prestamista de última instancia y que, de no subsanarse, darían lugar, dentro de la legislación actual, a que el Superintendente Bancario estuviera autorizado, pero casi sin alternativa diferente, a aplicar la intervención. Mediante mecanismos preventivos el Fondo de Garantías reforzaría la situación de la Entidad en peligro de manera que pudiera ésta sortear sus dificultades y evitar un colapso o una toma de posesión. Por eso se considera que éste es el aspecto más importante del Fondo cuya adopción legal en Co-

lombia se ha planteado al Congreso, y que el Gobierno espera que contará con el necesario apoyo de los parlamentarios.

Adicionalmente, y tal como lo anotaba en reciente Conferencia el señor Presidente de la Comisión Nacional de Valores, uno de los mecanismos que en el mundo moderno se utiliza con más frecuencia para ayudar a resolver problemas en el sector financiero es el de la fusión de la Entidad que los sufre con otra u otras. Esta fusión es, generalmente, estimulada económicamente, estímulo que podría darse en nuestro medio a través del Fondo de Garantías, que así contribuiría al fortalecimiento de aquellas entidades que, por aplicación del mecanismo de fusión, así lo ameritaran. De manera que, también en este aspecto, el Gobierno Nacional está buscando dotar a la Superintendencia Bancaria de nuevas herramientas para atender oportunamente los problemas del sector financiero.

Mientras tanto la Superintendencia ha venido afrontando la situación con los instrumentos de que dispone. No siempre es esa una tarea fácil y hay casos en los cuales, si se fuera a aplicar la fórmula más obvia y que tal vez genere menos responsabilidades, resultaría relativamente cómodo intervenir cualquier entidad en problemas. Es que en veces, es más fácil explicar por qué se intervino que por qué no se intervino. Pero, si dadas determinadas circunstancias, automáticamente se generará la obligación de intervenir, no parecería necesario que existiera un Superintendente Bancario sino simplemente alguien que hiciera cálculos y cuentas y produjera una decisión matemática. La ley, sabiamente, ha dispuesto que, en tales condiciones, el Superintendente esté facultado para intervenir, sin que constituya ello una obligación. Bien sabe el Superintendente la responsabilidad que asume, cualquiera que sea la decisión que tome.

#### f) La capitalización del Sector Financiero

Uno de los aspectos que ha sido materia de más frecuente crítica, ha sido el de las órdenes de capitalización impartidas por la Superintendencia a varias de las Entidades que ustedes dirigen. Inicialmente, sobre todo, se insistió mucho en que el volumen de las capitalizaciones dispuestas por la Superintendencia eran de tal magnitud que presuntamente no podían acomodarse al tamaño de la economía nacional. Se perdía de vista, sin embargo, el hecho de que, al margen de lo que fuera de desear en un momento dado, la cuantía de tales aumentos de capital no es de las cosas que el Superintendente pueda resolver a su arbitrio. En todos los casos en que las órdenes se impartieron, estaban plenamente justificadas por el tamaño del problema al cual pretendían atender.

Es que al país se le había ido olvidando que su crecimiento generaba, día a día, mayores necesidades de carácter financiero y que, en esa misma medida, las instituciones que atendían estas necesidades debían de crecer. Y se le había olvidado también que ese crecimiento tiene que ser verdadero. Que no es aceptable que se fundamente en factores cuya realidad es en muchos casos, por lo menos muy discutible, como había venido ocurriendo con las valorizaciones de activos que se habían convertido en los últimos años prácticamente en el único factor de incremento de la base del endeudamiento del Sistema Bancario para con el público. Este es un tema al cual en la pasada Asamblea de la Asociación Bancaria se refirió en forma extensa el brillante documento elaborado por los doctores Hommes y Ortega, lo cual me exime de análisis adicionales.

Pero, además, no solo el sistema financiero se había ido quedando cada vez más pequeño frente a las necesidades de la economía nacional, en razón del elevado volumen de és-

tas, sino que que también y por las causas a las que tantas veces se ha hecho referencia, se habría ido produciendo paralelamente un continuado deterioro en los activos del sistema, no reflejado tal vez en los balances, en algunos casos, pero que habría llegado de hecho, a afectar gravemente el patrimonio de algunas de las instituciones que lo integran. Cuando salió a la luz en toda su real dimensión se hizo evidente que no podía continuar. Son muy pocas las formas conocidas de contenerlo y revertirlo, y la mejor de ellas es la de aumentar capital. Afortunadamente, así lo han comprendido en forma oportuna quienes en un comienzo tildaron de ilusa e irreal a la Superintendencia.

Porque las cifras exigidas por la Entidad a mi cargo se han ajustado a la realidad de las necesidades, y porque el Gobierno ha entendido la dificultad en que los accionistas se encuentran en muchos casos para hacer efectivos los aumentos de capital requeridos, ha sido por lo que la Junta Monetaria creó mecanismos especiales para facilitar esas capitalizaciones. Así mismo, y con el ánimo de rescatar los activos recatables, se establecieron incentivos especiales para que las Entidades Financieras puedan llegar, en condiciones razonables, a arreglos con sus deudores morosos, mecanismos que estimulan, simultáneamente, la capitalización de estos últimos. Tal vez haya habido que apelar a medidas de alta cirugía. Pero la gravedad del problema así lo exigía.

En este punto relacionado con la capitalización de las Entidades Financieras no puedo dejar de hacer referencia a la participación en tal capitalización de los inversionistas extranjeros. Con base en las normas vigentes, no es posible que haya inversión extranjera nueva en el sector financiero salvo en aquellos casos en que, habiendo resultado imposible conseguir inversionistas nacionales para una Entidad Financiera que se encuentre en peligro inminente de quiebra, la única alternativa viable sea la de aceptar esa nueva inversión extranjera directa. Todos ustedes conocen, y por ello no considero apropiado entrar en un análisis del caso concreto, el de una entidad que, mediante este mecanismo de emergencia, pudo evitar lo que, de otra manera, hubiera conducido irremediablemente a su desaparición.

La situación del país y de su sistema financiero se ha modificado sustancialmente, no hay duda, en relación con la que existía en el año de 1975. Por ese motivo el Gobierno cree que ha llegado el momento de solicitar al Congreso, y así lo ha hecho formalmente, estudiar una modificación sustancial de las normas que rigen la inversión extranjera en el sector financiero, de manera que tales normas se adecúen a las nuevas condiciones de la economía nacional. No parece conveniente que simplemente se levanten los límites existentes sino que se hace indispensable que, además, se establezcan unos claros condicionamientos, que facilitando el ingreso del capital extranjero, no signifiquen que, ni siquiera teóricamente, el sistema financiero colombiano pueda llegar, en cualquier momento, a ser controlado en parte sustancial por inversionistas extranjeros. Este es un punto respecto del cual ya el anteproyecto de Reforma Financiera aprobado por la Comisión creada por el Gobierno para el efecto, se había pronunciado. Creo sinceramente que en esta materia el país comparte la opinión del Gobierno.

#### g) La democratización de la propiedad accionaria

No tendría ningún objeto ni se acomodaría a realidad alguna, negar que el proceso de democratización del Sistema Financiero colombiano no ha avanzado adecuadamente. La crisis que ha debido afrontar el sistema, parte como consecuencia de lo ocurrido en el año de 1982, parte debido al deterioro de los activos del mismo en los últimos años, ha dado

lugar a que el público no haya llegado a interesarse por la adquisición de las acciones que se le han ofrecido, no obstante los mecanismos de estímulo diseñados para el efecto por la Junta Monetaria. Eso no significa, sin embargo, que el Gobierno haya dejado de considerar ésta como una de las prioridades fundamentales dentro de lo que debe ser el futuro inmediato del sistema financiero. Bien sabemos todos que la concentración de la propiedad en alto grado fue responsable en gran parte de la que a su turno se produjo en créditos e inversiones y que fue causante, en parte, de los problemas tantas veces comentados. Confía el Gobierno en que este proceso, nuevamente estimulado mediante el mecanismo de la emisión de los bonos convertibles en acciones, sea una realidad al más breve plazo. Y, en la medida en que el sector avance en la vía de recuperación que creemos ha iniciado ya, habrá seguramente más y más colombianos interesados en entrar a ser propietarios de acciones de las entidades del sistema. Esperamos que en esto lleven el liderazgo las entidades del sector social y los inversionistas institucionales, que, como es de todos conocido, han sido el motor fundamental del fortalecimiento de las entidades financieras en otros países, y de la democratización de la propiedad de las mismas.

#### h) Las tasas de interés

Cuando quiera que se habla de los problemas del sector financiero es inevitable hacer referencia, tal como la hice en mi intervención en la Convención del año pasado, al problema de las tasas de interés. Este es un tema respecto del cual mucho se ha dicho y escrito en los últimos tiempos, considerándose que las tasas que hoy por hoy se cobran en el sistema financiero colombiano exceden, con mucho, las que sería justo y razonable cobrar. El Presidente de la República ha dicho recientemente que están dadas las condiciones que permitan iniciar ese proceso de descenso. Como Superintendente Bancario lo único que puedo expresar a este respecto es mi deseo de que ese proceso se inicie cuanto antes, pues soy plenamente conciente de que unas tasas de interés superiores a las que las circunstancias económicas hagan aconsejables, no solo no resultan justificables sino que acaban afectando inclusive a quienes presuntamente deberían lucrarse de ellas.

Efectivamente, son muchas las veces que se ha repetido en estos últimos años que no hay negocio lícito, ni en Colombia ni en ningún país del mundo, que permita que una empresa cualquiera produzca los rendimientos necesarios para atender el pago de tan elevado costo del dinero. Gran parte de los problemas que originaron el gravísimo deterioro de la cartera de las entidades financieras colombianas, puede, efectivamente, imputarse a este fenómeno, como quiera que los clientes del sector financiero, exageradamente endeudados por una parte, debieron, por otra, cubrir sobre su excesiva carga pasiva unas también excesivas tasas de interés.

No puede dejar la Superintendencia de registrar, con el mayor entusiasmo y satisfacción, el hecho de que el Senador Germán Botero de los Ríos haya presentado a consideración del Congreso un proyecto de Ley que introduce modificaciones fundamentales a las normas del Código de Comercio y a las del Decreto 2206 en lo que hace referencia a la tasa de interés y a su manejo y control. Quiero recomendar a ustedes un estudio concienzudo del proyecto y su exposición de motivos, su discusión en toda clase de foros, como el realizado en el día de hoy, a los cuales ustedes, como amplios conocedores de la materia, pueden aportar todas las luces que la adopción de medidas acertadas en este tema hace indispensable, y cuya importancia es más que manifiesta. Unas normas claras, sencillas y de fácil aplicación garantizarán, seguramente, una adecuada defensa de los derechos tanto de los acreedores como de los deudores, que en últimas van a beneficiar a los consumidores que somos todos los colombianos.



Señoras, Señores:

Ha sido esta la última vez que, como Superintendente, he tenido el placer de acompañarlos y de dirigirme a ustedes en desarrollo de su Convención Anual. La próxima vez que una reunión como ésta tenga lugar, será la persona que ocupe el cargo de Superintendente Bancario bajo el Gobierno que se inicie el 7 de agosto de 1986, quien lo haga. Por eso, me he permitido hacer un recuento de lo que ha ocurrido en el Sector Financiero y en la entidad de vigilancia y control desde 1982 hasta la fecha, probablemente repitiendo cosas que se han dicho ya más de una vez, pero pensando que era necesario hacerlo.

Dije al comienzo de mi intervención, que la tarea fundamental que a este Gobierno le ha correspondido desempeñar en materias relacionadas con el sector financiero ha sido la de recuperar, defender y respaldar en todo momento la confianza del público en sus instituciones financieras. En esto no hice cosa distinta de reiterar lo dicho en su oportunidad por el señor Presidente de la República. Todos los temas a los que hemos hecho referencia a lo largo de esta exposición tienen necesariamente que ver con la defensa del ahorrador, con la defensa de la confianza pública en el sector financiero, y con la defensa del sector mismo. Algunas de las medidas tomadas han sido, de eso somos plenamente conscientes, mucho más drásticas de lo que probablemente hubiera sido de desear, pero las circunstancias hicieron inevitable que así fuera. Como lo dije atrás, y volviendo a la terminología médica, la enfermedad ha sido de tal gravedad que ha resultado necesario aplicar remedios proporcionados a esa gravedad, aun cuando en algunas oportunidades la terapia resultara en extremo dolorosa. Sabemos que ustedes así lo entienden y, como Superintendente Bancario deseo expresarles mi reconocimiento. Seguramente faltan todavía muchas cosas por hacer. Este Gobierno continuará adelantando las que le correspondan, en la medida que se requieran, hasta el último día de su mandato. Desde luego atenderá las sugerencias que se le hagan y que a su juicio resulten viables y convenientes, pero ejercerá su propia iniciativa, como ha venido haciéndolo hasta ahora para cumplir a cabalidad los deberes que en esta materia la Constitución y la Ley han puesto sobre sus hombros.

Inicié la presente exposición citando, in extenso, la parte inicial del discurso pronunciado por el señor Presidente el 8 de octubre de 1982. Me parece que la mejor forma de terminarla es citando las palabras finales de ese discurso, que siguen teniendo hoy plena vigencia: "Así, pues, amigos: pueden dejar su dinero tranquilo en las Instituciones Financieras que vigila el Gobierno. Porque, para garantizar su dinero, el Gobierno no vacilará si lo obligan con sus malos manejos, a tomar todas las medidas, inclusive la más drástica como es la nacionalización".

# CONFERENCIA

# LA CRISIS DE LA DEUDA EXTERNA Y SU IMPACTO EN COLOMBIA

Conferencia del doctor  
Terence C. Canavan,  
Vicepresidente Ejecutivo  
del Chemical Bank.

Deseo agradecer sinceramente a la Asociación Bancaria Colombiana el haberme invitado a hablar hoy aquí y tener la oportunidad de visitar esta hermosa e histórica ciudad de Cartagena una vez más. Mi esposa también se lo agradece.

Tengo la intención de hacer comentarios sobre tres áreas generales, más bien que sobre los orígenes de la crisis. Eso pertenece ya a la historia, y debe ser recordado como una lección, tanto para los deudores de los sectores público y privado, como para los acreedores. Las áreas son: PRIMERA —Que pasa hoy con el problema, si no se toman medidas. SEGUNDA —La propuesta de los Estados Unidos, ahora llamada “Iniciativa Baker”. Y TERCERA —Como ha sido afectada Colombia por los acontecimientos de los últimos años.

PRIMERO: —Dónde estamos? En 1982, a medida que los problemas de la deuda en los países en desarrollo aumentaban, la creencia general era que la restauración de estos países y las posibilidades de llevar el sistema financiero internacional a unas condiciones saludables dependía de varios factores. Estos incluían políticas de ajuste que comprendían medidas estrictas de austeridad en los sectores económicos y financieros de los países deudores; una colaboración estrecha de los gobiernos y los bancos centrales en los países industrializados financieramente fuertes, así como de las instituciones financieras y los bancos comerciales internacionales con aportes de liquidez a los deudores; se veía también como esencial una recuperación de la honda recesión mundial en los países industrializados.

En este momento, cuatro años después, podemos decir que dichas condiciones se cumplieron. Con algunas excepciones, los países deudores implementaron severas medidas de

austeridad, las cuales dieron como resultado un recorte en las tasas de crecimiento. —En el caso de muchos países latinoamericanos, por ejemplo, en dos años no hubo ningún crecimiento, 1982 y 1983. Además el récord de las instituciones financieras internacionales, tanto oficiales como privadas, en la reestructuración de la deuda de los países en desarrollo y en la entrega de fondos frescos es bien conocida por todos. Finalmente, la recuperación en los países industrializados que se inició en 1983 y que ya pronto comienza su cuarto año; así como el aumento en el comercio mundial por segundo año consecutivo, después de tres años seguidos de decaimiento sin precedentes. Además, como se esperaba, las tasas internacionales de interés han bajado notablemente, a medida que la recuperación mundial ha continuado.

Sin embargo, a pesar de la importancia de los logros mencionados anteriormente, estos no han sido totalmente adecuados, considerados como prueba del éxito en resolver los problemas de la deuda internacional, como yo lo veo, es tristemente evidente que aún estamos muy lejos de un regreso a la decisión de los bancos comerciales internacionales de prestar voluntariamente a los países en desarrollo. Yo iría aún más lejos y diría sin temor que la posibilidad de que se presenten problemas aún más serios que los que hemos enfrentado con relación a la deuda, esta aumentando.

En 1984, por quinto año consecutivo, el total de los préstamos internacionales que reportan al BIS, disminuyeron. El pequeño aumento que vimos el año pasado estuvo por debajo del 3%. De mayor importancia es que la exposición agregada de los bancos que se reportan al BIS de parte de los veintiseis principales países en desarrollo y países occidentales, disminuyó el año pasado en aproximadamente 2.000 MM de dólares. En 1983 y 1984 juntos, la exposición agregada de estos países por los mismo bancos que se reportan al BIS mostraron muy poco cambio. Para 1985 es sumamente difícil creer en forma razonable que debe haber algún cambio en esta tendencia.

Nuestros propios estudios en Chemical Bank muestran que en promedio los nuevos préstamos internacionales netos a los países en desarrollo deben ser aumentados en aproximadamente un 3% durante los próximos cinco años, con el fin de mantener las tasas de crecimiento en estos países que permitan un aumento anual en el ingreso real per cápita. Si las tendencias actuales de los préstamos continúan, probablemente y esa es mi opinión, veremos que la actividad económica en estos países se deteriorará de los bajos niveles ya existentes. Creo que mi punto de vista no es único. Dicho en términos sencillos, la actual falta de buena voluntad de los bancos comerciales internacionales para hacer préstamos voluntarios a los países en desarrollo con problemas, refleja el escepticismo en cuanto a su credibilidad crediticia a largo plazo. Y esto no se debe a una falla en reconocer el progreso que estos países han logrado al mejorar sus situaciones financieras durante los últimos cuatro años. Ese progreso ha sido dramático. Una vez más, utilizando a los prestatarios latinoamericanos como ejemplo, ha sido impresionante el retorno a una tasa de crecimiento real agregado de más del 3% el año pasado, después de dos años de descenso. Aún más impresionante ha sido el cambio del déficit de cuenta corriente agregado en 1982 de más de 35.000 MM de dólares, a un superávit de aproximadamente 2.000 MM de dólares. Un cambio positivo de casi 40.000 MM.

Sin embargo, creo que los bancos aquí en Colombia al igual que en la comunidad internacional, basan sus decisiones de préstamos, parcialmente, sobre hechos pasados. Las posibilidades del futuro obviamente son más importantes, y es difícil ser razonablemente confiado en que las condiciones económicas y financieras de los países prestatarios continuarán mejorando. Existen grandes indicios de que las tendencias favorables que acabo de

citar están siendo revertidas. El crecimiento real en América Latina este año probablemente será positivo una vez más, pero apenas por encima del 20% y será inferior al del año pasado y no lo suficientemente alto como para prevenir un descenso en los términos per cápita. El deterioro del superávit de cuenta corriente agregado para estos países en 1985 será aun más dramático: una nueva tendencia negativa del orden de 9.5 a 7.5 mil millones de dólares de déficit.

Hemos visto este año un deterioro de las tasas de crecimiento a pesar de que se están suavizando algunas medidas de austeridad impuestas anteriormente. Una mayor austeridad reduciría los déficits de cuenta corriente y disminuiría los requisitos de préstamos, pero a costo del crecimiento económico. En 1982 era claro que la austeridad por parte de los países prestatarios era parte esencial del plan para restaurar estos países a un estado de salud económica y financiera, pero era únicamente una parte del plan; y *jamás se vió ni se pensó que medidas de austeridad drástica se convertirían en una característica permanente de las políticas económicas de los países en desarrollo*. Eran parte de la Fase 1, a la que seguiría la Fase 2 en la cual el crecimiento se mantendría a una tasa sostenible, y ningún banco volvería a los préstamos voluntarios a ningún país que no tuviera unas perspectivas razonables para entrar en la Fase 2.

Hasta ahora la falta de que los bancos internacionales hayan vuelto a los préstamos voluntarios para el mundo en desarrollo, puede expresar algún grado de insatisfacción para llenar los objetivos del FMI impuestos a los países prestatarios, pero en mi punto de vista, también refleja grandes dudas acerca de si estos países estarán en capacidad de volver a una tasa razonable de crecimiento económico, y todavía satisfacer los requisitos del servicio de la deuda externa aun cuando esos programas de ajuste sean exitosos y satisfagan los objetivos del FMI. No es necesario creer que Méjico y Brasil han manejado sus economías y problemas de su deuda externa en forma óptima, para entender el mensaje que ahora proviene de las ciudades de Méjico y Brasilia, de que existen límites prácticos al alcance y duración de sus programas de austeridad domésticos. Probablemente este mensaje se escuchará con mayor frecuencia, a menos que encontremos un medio para hacer que los países en desarrollo pasen a la Fase 2.

*La mejor forma de hacerlo es un mayor crecimiento en los países industriales*. La tendencia ascendente en la economía de estos países en 1983 y 1984 suministró estímulos para el comercio mundial, que le permitió a muchos de los países prestatarios gozar de un período de mayor crecimiento sin deteriorar la posición de su deuda externa. Pero la disminución del crecimiento en los países industrializados que ya ha ocurrido este año, ha terminado el alivio para los países prestatarios.

La recuperación de los países industrializados durante este ciclo económico no puede ser descrita como normal y sus patrones especiales implican una mayor vulnerabilidad a un retroceso aun más pronunciado en el futuro cercano. Esa característica envuelve la mayor fuente de crecimiento económico en los países industrializados. A excepción de los Estados Unidos, esta recuperación se ha basado de manera poco usual en un crecimiento orientado hacia la exportación.

El origen de esa demanda de exportaciones ha sido esencialmente los Estados Unidos: más del 60% del aumento en la demanda mundial de las importaciones el año pasado correspondió a los Estados Unidos. Tanto los países industrializados como desarrollados se benefician de este surgimiento masivo de demanda de importaciones que ha acompañado

a la recuperación de Estados Unidos al salir de la recesión. Por ejemplo el Japón aumentó sus exportaciones a los Estados Unidos en un 39% el año pasado, mientras que las exportaciones alemanas a los Estados Unidos aumentaron en un 35%. Las exportaciones del Brasil hacia los Estados Unidos aumentaron en un 54% en 1984, y las de Corea aumentaron en un 31%.

Pudiera continuar dándoles cifras estadísticas.

Con el estímulo recibido por parte de una mayor demanda de importaciones estadounidenses, las tasas de crecimiento en otros países industrializados hasta ahora en este ciclo, solo pueden describirse como decepcionantes. Aun más importante, esto hace que el crecimiento en otros países en desarrollo sea sumamente vulnerable a un retroceso en la economía estadounidense y el crecimiento de la economía estadounidense en este momento debe ser de gran preocupación.

En dos de los últimos cuatro trimestres, el crecimiento de los Estados Unidos ha estado por debajo del 2% y es muy probable que el crecimiento en los últimos dos trimestres de este año no aumentará. Y si aumenta, estará por debajo de la tasa del 2%. Quizá los Estados Unidos no tengan recesión el año entrante, pero el crecimiento se verá entorpecido por dos desequilibrios estructurales de importancia: el comercio masivo y los déficits de cuenta corriente al igual que el déficit presupuestal. El principal problema del crecimiento estadounidense este año ha sido el déficit comercial, el cual será superior a 140.000 MM de dólares. Es irónico que la demanda de importaciones, la cual ha suministrado un gran auge para la economía mundial, sea hoy día el mayor obstáculo para la economía estadounidense. Un menor crecimiento estadounidense ya ha traído como resultado una menor tasa de crecimiento en las importaciones y consecuentemente una disminución en los estímulos para el crecimiento en el resto del mundo. Finalmente no debe olvidarse que la economía estadounidense ha disminuido a una tasa de crecimiento de aproximadamente 2% a pesar del enorme estímulo del déficit fiscal que llega aproximadamente a 200.000 MM de dólares. Ese déficit será equiparado en un futuro no muy lejano y esto probablemente representará otro obstáculo para el crecimiento de los Estados Unidos. Si el crecimiento en los Estados Unidos disminuye, el crecimiento mundial también tendrá que disminuir, a menos que otros países que participan en la OSD aumenten las tasas de crecimiento para cerrar esta brecha. *Pero muchos de los países industriales mismos parecen haber seguido el consejo que el FMI ha dado a los países en desarrollo.* No es exagerado decir que la austeridad es el distintivo de la política económica en la mayor parte del mundo desarrollado. Los objetivos principales de la política económica en muchos de los países desarrollados son controlar la inflación, el valor externo de sus monedas, reducir los déficits presupuestales. Un objetivo de apenas segunda importancia sería reducir las altísimas tasas de desempleo.

Consideremos al Japón como un ejemplo: el crecimiento en el Japón el año pasado fue dirigido por las exportaciones y aún cuando la demanda interna parece estarse recuperando en este momento, la expansión de las exportaciones aún continúa siendo la mayor fuente de crecimiento. La desaceleración de la economía estadounidense ha tenido un efecto sustancialmente negativo sobre el crecimiento de las exportaciones japonesas y consecuentemente en todo el crecimiento japonés. Las tasas de crecimiento japonesas en el primer trimestre de este año han sido las más lentas desde el primer trimestre de 1975, y se debió principalmente a una caída en las exportaciones netas. Desde entonces la actividad económica ha sido acelerada pero no es en forma impresionante aún a los niveles japoneses.

Con una demanda interna débil y una tasa de crecimiento descendente y una tasa inflacionaria de solo un poco más del 20%, y un superávit en cuenta corriente este año, de cerca de 45.000 MM de dólares, el Japón parece estar en una posición en que se puede beneficiar al igual que el resto del mundo, tomando algunas medidas de "reflación". La preocupación japonesa sobre su déficit presupuestal parece excluir cualquier clase de estímulo.

La situación en Alemania es similar: el desempleo ahora está por encima del 9% frente a niveles inferiores al 1% durante la década de 1960, y principios de 1970. El crecimiento este año está por debajo del 3%. El desempleo probablemente no disminuirá en el futuro cercano. Por si solo esto es alarmante. Al mismo tiempo, la inflación alemana está a una tasa un poco por encima del 2% y con buenas posibilidades de aumentar la cotización del marco alemán con respecto al dólar, no parece haber una amenaza en cuanto a un aumento en la tasa de inflación con una cuenta corriente en superávit fuerte y una posición del presupuesto con pleno empleo. Alemania parece ser un buen candidato para adoptar también medidas de "reflación", pero además de algunos auxilios tributarios, distribuidos entre 1986 y 1987, los estímulos económicos parecen ser excluidos por el gobierno alemán.

Para mí es difícil, bajo estas circunstancias, ver quien va a cerrar la brecha en la demanda mundial en la medida en que la demanda estadounidense se debilita. Las implicaciones de estas tendencias en las economías industriales para el comercio mundial y los países en desarrollo, son muy directas. En el mejor de los casos implica una disminución cíclica en el crecimiento del comercio mundial y los ingresos por exportaciones de los países prestatarios. En el peor de los casos aumenta el espectro de una caída en el comercio y otra prolongada recesión mundial causada por limitaciones en la capacidad de los Estados Unidos de emplear estímulos monetarios y fiscales que causarían "reflación" en su economía y la falta de deseo de parte de otros grandes países industrializados de hacerlo. Ninguno de estos dos puntos de vista del mundo aumenta el deseo de los bancos de aumentar su exposición en los países en desarrollo.

No excluyo un mejor desempeño económico mundial del que he sugerido aquí, pero también puedo prever ciertas complicaciones que podrían empeorar los casos que acabo de presentar, tales como el surgimiento de una guerra comercial, o hechos políticos que afectarían negativamente los préstamos a los países en desarrollo, aún con la presencia de tendencias económicas favorables. Sudáfrica es un ejemplo: los recientes hechos políticos adversos han afectado el desgano de los bancos para prestarle a ese país, aún antes de que esos hechos hayan tenido oportunidad de afectar la económica. Además, cualquier préstamo discrecional a los estados africanos negros, si no ha sido terminado ya, es supramente sospechoso.

Pero en realidad no importa si los posibles desarrollos que acabo de enunciar llegan a suceder. Son posibilidades razonables, y por ello los bancos no están deseosos de volverle a prestar a los países en desarrollo. Esta falta de deseo continuada por parte de los bancos de hacer préstamos, aumenta las presiones en los países prestatarios y la probabilidad de que ciertos hechos serán los que desean evitar a todo costo los gobiernos occidentales, los bancos centrales, los países prestatarios y las instituciones crediticias.

Podemos, y probablemente continuaremos con lo que nosotros hemos descrito hasta ahora, un enfoque caso por caso. En realidad podemos preguntarnos, intelectualmente hablando, si hemos logrado salir de este enfoque. Los aspectos sistemáticos de los proble-

mas de la deuda internacional se han hecho mucho más aparentes a todos aquellos que están envueltos en estos asuntos; como resultado, los bancos ya no están mirando a los países sobre la base del mérito individual. Este enfoque castiga a los países que han tenido mejor comportamiento, pero en el corto plazo es un curso de acción más seguro para los bancos. Aún los prestatarios más fuertes son vulnerables cuando los bancos empiezan a reducir sus préstamos, y esto es lo que está sucediendo en la actualidad. Ningún banco quiere tener préstamos a un país cuando desaparecen sus reservas.

Dado nuestro curso actual nos aterra pensar que se necesitaría una gran crisis para galvanizar todas las partes involucradas en el problema de la deuda y que se dediquen a la acción. Ese enfoque no es lo suficientemente bueno, y nuestra experiencia de los últimos cuatro años nos ha debido enseñar esta lección.

Suficiente pesimismo. Yo soy esencialmente optimista y como tal no puedo aceptar las conclusiones inherentes al progreso logrado hasta ahora. Primero, cualquier solución al problema de la deuda del mundo en desarrollo tendrá que incluir un crecimiento sostenido más fuerte y razonable en los países industriales. Eso, naturalmente, no se va a lograr inmediatamente, pero en una reunión reciente de los países del Grupo Cinco celebrada en Nueva York, se acordaron pasos conjuntos, los cuales me dan muchas esperanzas.

Segundo, y hasta que esa condición no sea satisfecha, nosotros los banqueros necesitamos corregir nuestros programas originales elaborados hace varios años. Estos no tuvieron en cuenta suficientemente las necesidades de los países prestatarios de balancear sus programas de ajuste estructural con los niveles adecuados de crecimiento económico para suministrar cierto grado de alivio social para sus ciudadanos. El logro de esos objetivos de crecimiento demandan un mayor nivel de préstamos bancarios, que es lo que está sucediendo en la actualidad.

La única solución aceptable es que un país deudor crezca para salir de este problema en vez de adoptar restricciones. Para mí esta es la esencia de la "Iniciativa Baker". En su discurso de la reunión del FMI celebrada en Corea, el Secretario del Tesoro utilizó la palabra crecimiento cuarenta y seis veces.

La "Iniciativa Baker" es un programa de tres partes para un crecimiento sostenido. Primero, exige que los países deudores adopten medidas que fomenten la eficiencia y la productividad, reduzcan la inflación y le den mayor énfasis a la actividad orientada hacia el mercado. Estas políticas serán apoyadas por instituciones financieras internacionales, tales como el Banco Mundial, para promover el crecimiento y permitir el ajuste. En segundo lugar, debe haber un papel central continuo por parte del FMI y el Banco Mundial para monitorear los programas de un país y asegurarse que la implementación de las políticas se ciñen a lo que se ha acordado, además de que esas instituciones suministren más fondos. Tercero, a los bancos privados en todo el mundo, tales como el Chemical Bank, se les ha pedido que otorguen 20.000 MM de dólares en un período de tres años para este programa. Ciertamente este es un enfoque de "zanahoria y palo" con premios para un buen desempeño, y el retiro de beneficios a aquellos países que decidan no participar. En general los fondos nuevos netos hasta 40.000 MM de dólares serían puestos a disposición durante un período de tres años a los quince países que hasta ahora han sido identificados en esta propuesta. Colombia se encuentra entre esos países. Esta suma es suficiente para estimular una actividad económica mayor, puesto que duplica la del déficit de cuenta corriente de 19.000 MM de dólares de estos mismos países de 1983 a 1985. A mí me parece que todo el mundo tiene los mismos autointereses en ver que este programa funcione.



Y aún cuando todavía falta elaborar muchos detalles, e indudablemente surgirán problemas en la medida en que nos movamos por este camino, creo que tenemos las bases suficientes para un buen inicio.

La implicación más positiva de la "Iniciativa Baker", a mi juicio, es que los gobiernos dirigidos por los Estados Unidos han llegado todos a la conclusión de que el problema de la deuda implica algo más que simplemente la economía, y la solución exitosa de la crisis exige su participación, y esto es un cambio drástico en las actitudes gubernamentales registradas hasta ahora.

QUE PASA CON COLOMBIA? Claramente ustedes se han visto afectados por el retiro de los bancos internacionales del mundo en desarrollo, y quizá pueden argumentar diciendo que esto no ha debido suceder, pero básicamente, ustedes viven en una casa muy confortable, pero en un vecindario un tanto malo. Felicito a sus autoridades financieras por la disciplina durante los últimos diez años, puesto que pidieron prestado únicamente lo que necesitaban, y únicamente lo que podían pagar. Ustedes sobresalen como el único país latinoamericano que no se ha visto obligado a reprogramar su deuda externa. El Chemical Bank ha tenido el privilegio de concertar un préstamo de 1.000 MM de dólares, y esperamos que este nuevo crédito se pueda firmar en cuestión de semanas, espero que en los primeros días de Diciembre. El Banco Mundial también ha contribuido con fondos importantes para el desarrollo colombiano, y continúa jugando ese papel.

Sus problemas no han sido resueltos todavía, y probablemente no desaparecerán hasta que se logre un proceso sustancial en cuanto a la crisis de la deuda, y se continúe haciendo esfuerzos constantemente para mejorar la eficiencia y productividad de su economía. Este es un buen momento para mejorar las políticas del pasado y no sentirnos satisfechos con su éxito relativo. Quizá un modelo para la "Iniciativa Baker" fue Colombia. Los exhorto a que continúen siendo un ejemplo para sus vecinos, y mantengan la confianza de sus acreedores.

# **MESAS REDONDAS**

# EMISION DE TITULOS A MEDIANO Y LARGO PLAZO

Documento preparado por los doctores  
Jaime Bueno Miranda, Presidente de Peat,  
Marwick, Mitchell & Co. y  
Pablo Trujillo, Coordinador de  
la Junta Sectorial de Corporaciones  
Financieras de la Asociación Bancaria  
de Colombia.

## RECURSOS PARA LAS CORPORACIONES FINANCIERAS

Mediante los decretos 336 de 1957 y 2369 de 1960, se establecieron y reglamentaron las Corporaciones Financieras como entidades especializadas de fomento para la creación, transformación y organización de empresas manufactureras, agropecuarias o mineras, mediante aportes al capital de ellas y con la facultad de otorgar crédito a mediano y largo plazo. Como objetivo complementario se buscaba que las Corporaciones contribuyeran al desarrollo del mercado de capitales por medio de la colocación de depósitos a término; con la emisión de Bonos de Garantía General y Específica y a través de la colocación de obligaciones emitidas por terceros.

En los orígenes de las Corporaciones el mercado de capitales se caracterizaba por el predominio de las cédulas del Banco Central Hipotecario, a través de las cuales se arbitraban los recursos requeridos para impulsar los programas de vivienda. En 1960 se hizo la primera emisión de Bonos de Desarrollo Económico, como instrumentos de captación del Estado colombiano. Estos documentos se emitieron al portador, con intereses nominales entre el 5% y el 8.5% anual, con plazos de maduración de 10 años, dotados de liquidez inmediata y además exentos de todo tipo de impuestos<sup>1</sup>. Dentro de ese marco, las Corporaciones no tenían mayores posibilidades de encontrar recursos en el mercado, pues sus instrumentos de captación no gozaban de exención fiscal, ni de liquidez y por supuesto tampoco estaban amparados por la garantía del Gobierno, factores que ya constituían un

---

<sup>1/</sup> Los recursos captados por ambos instrumentos ascendían en 1960 a \$730 millones, suma representativa del 47.6% del total del ahorro institucional de la época.

conjunto de ventajas difícilmente contrarrestables y que se agravaron en 1967, cuando se decidió elevar la tasa de interés de los papeles oficiales.

En 1972 se convino con el Gobierno y la Autoridad Monetaria un esquema para facilitar la entrada de las Corporaciones Financieras en el mercado de capitales. Se reglamentaron entonces los Bonos de Fomento de Garantía General respaldados por un Fondo de Sustentación en el Banco de la República y como producto de ello las Financieras emitieron \$300 millones de un papel único que logró amplia cobertura: Fueron bonos con plazo de 8 años y tasas del 18% anual, cuya colocación se interrumpió en el momento en que se puso en vigencia el sistema UPAC, con tasas efectivas del 26% anual que provocaron el desplazamiento de los papeles de las Financieras hacia el Fondo de Sustentación.

Para solucionar este evento se negoció con el Banco de la República un programa para cancelar a plazos el valor total de la redención que el Banco hizo a los tenedores de los Títulos.

Las debilidades estructurales del mercado de capitales representadas por un bajo nivel de ahorro, por la dispersión de las tasas de interés y por la concentración de los recursos en unos pocos activos con privilegios especiales, llevó al Gobierno a dictar el Decreto No. 399 de 1975 dirigido a estimular la formación de un mercado de corto plazo en el que las Corporaciones debían jugar el papel de intermediarios. Las medidas tuvieron efecto inmediato, para lo cual basta citar que de \$533 millones que sumaban las captaciones de las Corporaciones Financieras Privadas en 1975, se llegó a \$23.233 millones en 1980.

La gran dinámica del mercado de corto plazo contribuyó a que, en algunas Corporaciones de reciente creación, se perdieran de vista los objetivos de fomento de mediano y largo plazo y así mediante la expedición de la Resolución 65 y posteriormente con el Decreto 2416 de 1980, se buscó reorientarlas hacia el marco concebido inicialmente. Desafortunadamente una vez más se dejó de lado el aspecto de fondo que impide a la Banca de Desarrollo y de Inversión entrar en un proceso de consolidación y ello no es otra cosa que la falta de mecanismos de captación acordes con la índole de su actividad.

En la segunda mitad de la década del 70 las tasas de inflación altas contribuyeron a acentuar el desequilibrio entre el costo de los pasivos y la productividad de los activos y ello a su turno produjo el progresivo deterioro de las Corporaciones.

En estas circunstancias, el Gobierno solicitó al Banco Mundial en 1982 una misión que evaluara el papel cumplido por las Corporaciones y produjera unas recomendaciones. Como producto de ellas se definió un mecanismo para facilitar la transformación de captaciones de 90 y 180 días en cartera de mediano plazo. En efecto, mediante la Resolución 109/83 de la Junta Monetaria se dió la base con la cual las Financieras pueden otorgar créditos con tasa variable a plazos superiores a un año (DTF). Dicho esquema ha venido operando ininterrumpidamente por 30 meses y dadas la metodología de cálculo y el origen de la información, presenta plena confiabilidad y aceptación en el mercado; sin embargo no sustituye los instrumentos de captación de ahorro a plazo mayor de un año.

## **BASES PARA LA CREACION DE SISTEMAS DE CAPTACION DE LARGO PLAZO**

Esta propuesta busca iniciar hasta donde ello sea posible el proceso de creación de sistemas de captación de bajo costo y largo plazo, que sirva como medio y recurso a las corporaciones financieras para cumplir la labor de banco de fomento.

## PLAZO

largo	I	II
corto	III	IV
	costo bajo	costo alto

Por sus características las corporaciones deben buscar el cuadrante I, como segunda opción el cuadrante II y como última opción y no deseable el IV, donde se encuentran actualmente.

El título debe tener las siguientes características:

a) Plazo: se ha pensado que la mejor forma de lograr el largo plazo es iniciar con un título a más de dos años, para su redención final.

b) Liquidez: por otra parte es conveniente aclarar que aún cuando se trate de un título de largo plazo es necesario dar al tenedor la posibilidad de obtener liquidez anticipada en caso de requerirlo; esta conversión en efectivo podría obtenerse por cualquiera de los siguientes sistemas:

- Fondo de sustentación: este fondo podría organizarse de varias formas, entre los cuales se encuentran:
- Estatal: con recursos de la Banca Central con unos límites de precios preestablecidos. La entidad emisora del título no podría hacer nuevas colocaciones hasta tanto el título comprado no haya sido recolocado en el mercado. Es también factible obligar a la entidad emisora a destinar una determinada proporción de la recuperación de cartera a este fin.
- De conjunto: implicaría la unión de las Corporaciones para la creación de un fondo destinado a tal fin y regulado mediante acuerdo entre ellas.
- Libre: podría también pensarse en un mercado libre de sustentación donde cada Corporación pudiese invertir en títulos de las otras corporaciones vía mercado secundario, con una autorización para la colocación de la alta liquidez en este tipo de títulos.
- Individual: cada corporación mantiene una fracción de las captaciones, obtenidas mediante estos títulos, disponible para lograr en esta forma ofrecer a sus tenedores un mercado secundario con sus propios recursos.

Sin embargo, el verdadero mercado secundario estará dado por la rentabilidad de los títulos que se ofrezcan en este mercado y por la gestión de las bolsas de valores para la colocación de los mismos con prontitud y a precios aceptables para quien los compra y ofrece.

c) Intereses: debemos en este caso diferenciar entre la tasa de interés nominal y la tasa de interés real. En colocaciones de largo plazo el tenedor se encuentra interesado en tasas de interés real. Aún cuando el D.T.F. es un magnífico principio no nos debemos olvidar que este trae involucrado un doble compuesto fluctuante; por un lado la inflación, por otro la tasa de interés real que varía de acuerdo al mercado del dinero y a factores como la devaluación, la política monetaria, el clima de riesgo, etc.

El ahorrador de largo plazo se compromete preferiblemente con tasas de interés reales, jamás con tasas nominales garantizadas. Así que el ideal está dado por un sistema que garantice una rentabilidad conocida real; a vía de ejemplo 5%, 8%; y una corrección para el valor del capital.

d) Valor constante del capital: la finalidad básica de todo inversionista es no perder el capital invertido entre las combinaciones creadas por la inflación y los impuestos. Aún cuando el ideal sería un bono corregido del efecto inflacionario, no necesariamente deben las entidades emisoras llegar a él; pueden y en ello estaría radicada su capacidad de competencia, establecer distintos correctivos al capital, de tal forma que podrían darse indexaciones altas con tasas bajas. Cabe inclusive la posibilidad de referir el valor del capital a unidades fluctuantes de otro tipo (ej.: dólar, paquete de monedas, mercados de metales, etc.).

Creemos que en este caso debemos dejar que las diversas entidades controladas por un ente como es la Superintendencia tengan una amplia gama de posibilidades que les permita competir libremente en el mercado, en tal forma que el tiempo y la expectativa adquirida permitan reconocer las características de mayor aceptación.

e) Posición Tributaria: el ahorrador de largo plazo busca en su título una garantía del Estado que reconozca su contribución mediante una tasa impositiva realista. No se buscan exenciones estatales, buscamos impuestos que vayan acordes a las ganancias reales obtenidas por el tenedor.

Debe ofrecerse al capital un valor constante sin impuestos; por ello solicitamos para él la liberación de impuestos sobre la inflación aplicada al capital y gravar y retener únicamente sobre la parte correspondiente a los intereses.

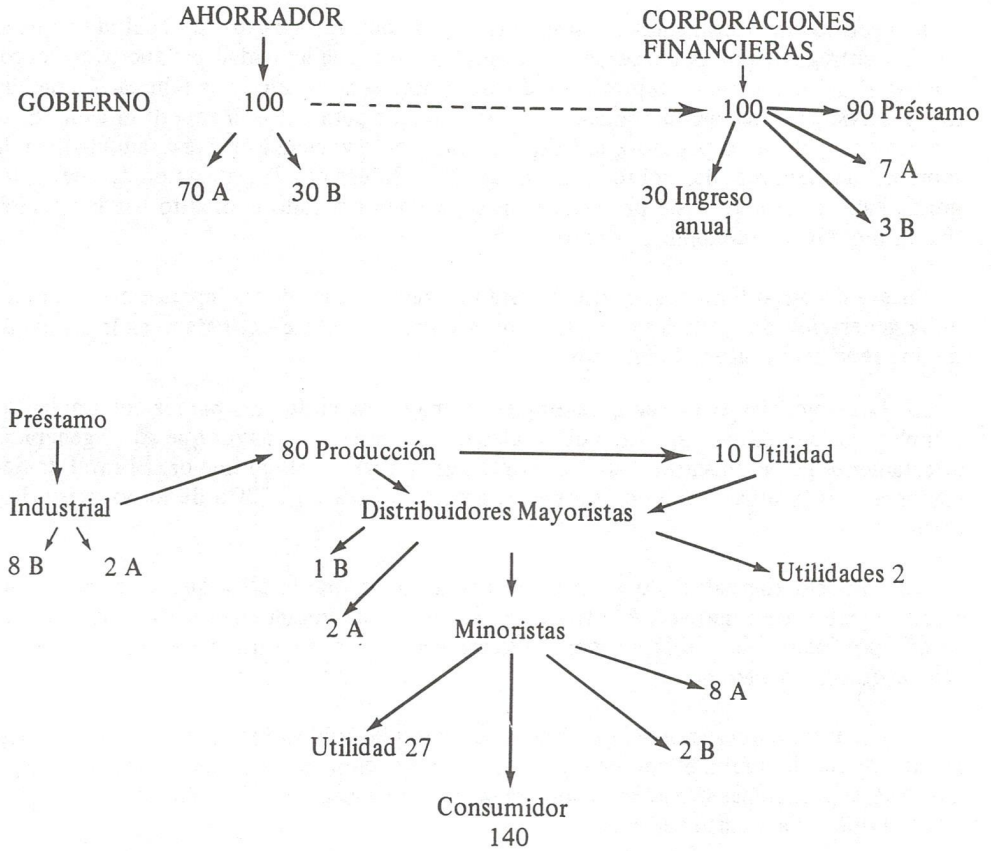
## **REPERCUSION FISCAL**

En las actuales circunstancias del país el proponer cualquier tratamiento tributario favorable a un determinado elemento económico puede sonar descabellado. Sin embargo somos conscientes de que nuestra solicitud, hecha en términos supremamente moderados a nivel macro-económico, está respaldada por el logro de metas como el empleo, la generación de bienes y riqueza que son también metas del estado.

La proposición de dejar en el ciclo económico recursos que le corresponden al Estado, puede parecer a simple vista un planteamiento desfavorable para el gobierno, pues sin un análisis detenido se puede llegar a pensar que los impuestos que se generan por la nueva actividad económica no son sino una pequeña fracción de los que anteriormente el Estado percibió y que el multiplicador de la riqueza no es capaz de compensar dichos ingresos perdidos.

Observando el modelo básico del multiplicador que aquí presentamos se observa lo siguiente:

### MODELO BASICO DEL MULTIPLICADOR DE IMPUESTOS



- A. Pago de Salarios
- B. Bienes y Servicios

Las cifras son ejemplos de posibles valores relativos.

El Estado deja de percibir unos ingresos y por lo tanto de generar unos egresos compuestos en pagos al personal y compra de bienes. En lugar de ello estos dineros se convierten en depósitos en una corporación que a su vez gasta una parte en su propia administración y otra la genera como crédito; este crédito es recibido por el industrial que mediante el pago de unos salarios y materias primas genera un producto que paga el costo financiero y produce una utilidad; este producto pasa a la cadena de distribución, donde a su vez se generan salarios, consumo de bienes y utilidad, para llegar finalmente al consumidor final. Durante esta cadena el estado ha recibido una serie de ingresos que aún cuando en el primer año no son compensatorios, llegan de acuerdo a nuestro modelo al 70% del ingreso original, obviamente con un desfase en términos de tiempo; sin embargo dichos ingresos, a partir de tal momento se producen sucesivamente generando no una pérdida de impuestos sino una utilidad creciente con el tiempo.

Es decir los ingresos generados son anuales y no por una sola vez. Ello debido a que el crédito entregado por la corporación es empleado en una actividad productiva o reproductiva si así lo queremos expresar, en donde el dinero empleado en la fabricación de bienes y servicios se recoge nuevamente del consumidor para volver a repetir el ciclo. Si el crédito otorgado le es pagado a la Corporación, esta lo volverá a entregar, ampliado en la rentabilidad neta retenida sobre el mismo para continuar con la generación de nuevos ingresos para un tercero. Este principio aplica igualmente a todo el crédito o a la fracción del mismo que hoy denominamos retención.

Puesto en otros términos, el Estado está invirtiendo parte de los ingresos no obtenidos en la generación de futuros ingresos. Es un sacrificio presente del Estado en la búsqueda de una generación futura de ingresos.

2o. Los objetivos de creación de empleo, y mayor nivel de vida para la comunidad se cumplen, ya que el nivel agregado de empleo que se obtiene es mayor que aquel generado directamente por el mismo estado, en primera instancia un 60% mayor. El nivel de demanda agregada sufre el mismo fenómeno, ampliándose a un 350% de los valores originales.

Este modelo fue calculado en primera instancia, lo que implica que no se están midiendo efectos acumulativos, en otras palabras, no se está midiendo el nuevo consumo generado por los sueldos, ni la nueva producción generada por las utilidades, ni el efecto en cadena que ellas generan.

3o. Por último queremos aclarar que no se están pidiendo exenciones, sino el reconocimiento oficial de un fenómeno existente cual es la inflación. El desconocimiento de la misma lleva a situaciones como las demostradas que no estimulan ni el ahorro ni la capitalización que el país tanto necesita.

## PLANTEAMIENTOS

Los instrumentos de captación de ahorro que diferencian a las Corporaciones Financieras de las demás entidades del sector son los Bonos de Garantía General. Ellos fueron previstos desde el origen de las mismas, en el Decreto No. 2369/60, como la herramienta apropiada para que se proveyeran de recursos en el mercado .

Teniendo en cuenta la preferencia de los ahorradores por instrumentos de corto plazo, se requiere crear condiciones atractivas para un papel de plazo mayor a 12 meses. Ta-



les atractivos deben referirse a rendimientos ajustables periódicamente y a beneficios fiscales, ya que son particularmente estos ingredientes los que permitirían motivar el ahorro de mediano y largo plazo.

Las Corporaciones están en capacidad de emitir Bonos de Garantía General con tasa flexible (referida al DTF), a plazos superiores a un año, cuyo rendimiento se ofrezca mediante la combinación de la valorización del capital y de un interés periódico.

## LA PROPUESTA

El tratamiento tributario de los intereses sobre el bono es idéntico al que se otorga actualmente a los rendimientos financieros, pero para la valorización del capital de los bonos emitidos a más de dos años se propone establecer un régimen fiscal preferencial.

Se sugiere que al amparo de la ley 20 de 1979 y mediante un decreto reglamentario, se dé a los Bonos de Garantía General emitidos por las Corporaciones Financieras el tratamiento de activos inmovilizados, de manera que la valorización del capital sobre los mismos no esté sujeta a renta en los períodos fiscales previos a su maduración. Dicho activo se ajustaría anualmente con un índice análogo al que prevee la ley 9a. de 1983 (Artículo 4o.) y con base en la diferencia entre el costo ajustado y el valor del bono a su redención, se calcularía la ganancia ocasional respectiva. En resumen, la iniciativa está orientada a dar a los Bonos de Garantía Real emitidos por las Corporaciones Financieras el tratamiento fiscal que tienen las acciones.

Con el propósito de ilustrar el mecanismo planteado, se presentan los resultados, antes y después de impuestos, de un bono a 25 meses, para los casos de personas naturales y de Sociedades Anónimas. Como se desprende de los ejemplos utilizados, el mecanismo propuesto permitiría canalizar hacia las Corporaciones recursos estables, con una reducción muy pequeña en el recaudo de impuestos tal como se explica.

De conformidad con disposiciones vigentes, las Corporaciones pueden emitir Bonos hasta el equivalente al 95% de su cartera respaldada con garantía hipotecaria o prendaria. En Junio/85 el total de Cartera de las Financieras asciende a \$96.000 millones, de los cuales \$71.000 millones corresponden a préstamos en moneda nacional y \$25.000 millones a operaciones en moneda extranjera. Suponiendo que un 50% del total de la cartera esté respaldada por garantías hipotecarias y/o prendarias, se tendrá que la capacidad de las Financieras para emitir Bonos es de \$45.600 millones, siempre que se conserven los índices de endeudamiento contemplados en las normas oficiales y en los contratos con entidades externas. A junio de 1985 los Bonos emitidos por las Corporaciones Financieras Privadas ascienden a \$6.381 millones y el total de captaciones a \$54.533 millones.

### ILUSTRACION DEL MECANISMO PROPUESTO PARA LOS BONOS DE GARANTIA GENERAL DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS

PLAZO:	25 meses
CAPITAL:	Valorizable. Rendimiento cercano al D.T.F. de referencia.

TARIFA DE IMPUESTOS: (sobre intereses)	<b>Personas Naturales:</b>	– (0 – 49%)
	Supuesto en ejemplos	– 25%
	Porción exenta 1984	– 27.7%
	<b>Sociedades Anónimas</b>	– (40%)

**AJUSTE FISCAL:** Para propósitos de los ejemplos se ha supuesto que no se presenta ganancia ocasional adicional al vencimiento de la operación, esto es, el ajuste fiscal acumulado es mayor o igual a la valorización del título.

**MERCADO SECUNDARIO:** Bolsa de Valores

**CASO DE EJEMPLO:**

Plazo:	25 meses
Capital:	70%
Valor final capital:	100%
Intereses:	12% anual mes vencido
Periodicidad de los intereses:	Mensual

**CUADRO 1  
FLUJO PARA EL AHORRADOR  
(Para un Bono de \$70)**

Período	Ingresos por Intereses			Flujo Neto			
	Antes de	Después de	Imppto.	Sin Imppto.	Con Imppto.	sobre intereses	
Mes	Capital	Imppto. (A)	PN (B)	SA (C)	sobre Int.	PN.	SA
0	(70.0)				(70.0)	(70)	(70)
1		1.0	0.81925	0.6	1.0	0.81925	0.6
2		1.0	0.81925	0.6	1.0	0.81925	0.6
.		.	.	.	.	.	.
24		1.0	0.81925	0.6	1.0	0.81925	0.6
25	100.0	1.0	0.81925	0.6	101.0	100.81925	100.6
Rentabilidad efectiva anual (Según flujo)					37.00 (D)	33.48	29.34
Rentabilidad efectiva anual (Aplicando tasas plenas)						30.31 (E)	22.20 (F)

$B = A \times 0.81925 = A (1 - 0.25 \times 1 - 0.277)$   
 0.25: Tarifa de impuestos – Personas Naturales  
 0.277: Porción exenta de los intereses – 1984

$C = A \times 0.6 = A (1 - 0.40)$   
 0.40: Tarifa de Impuestos – Sociedad Anónima

$E = D \times 0.81925$

$F = D \times 0.60$

Rendimiento de un título a 25 meses e impuestos, con diferentes niveles de tasas de interés.

CUADRO 2

Tasa de interés	Rendimiento anual efectivo*				
	Antes de (G) Impuestos	Persona TP (H)	natural B.F.	Sociedades T.P. (I)	Anónimas B. Fiscal
8	30.64	25.28	28.41	18.63	25.68
10	33.75	27.72	30.83	20.45	27.49
12	37.00	30.31	33.48	22.20	29.34
14	40.39	33.09	36.20	24.19	31.21
16	43.67	35.68	38.80	26.09	33.11
18	47.23	38.51	41.61	28.03	35.04

H:  $G \times 0.81925$

I:  $GC \times 0.60$

TP: Aplicando tasa plena de impuestos

BF: Aplicando beneficio fiscal propuesto

\* Según flujo

## COMENTARIOS

Aunque el valor base de \$70 se utilizó únicamente por vía de ilustración, es importante anotar que su valorización a \$100 es equivalente a un ajuste anual del 19.52%, índice muy cercano al promedio de la inflación en los tres últimos años.

AÑO	AJUSTE FISCAL
1982	23.47
1983	19.42
1984	15.17
Acumulado 1982 - 1984	69.8
Promedio año	19.3
Promedio dos años	42.32

Esta observación resulta importante, pues el mayor beneficio de la fórmula se obtiene cuando la diferencia entre el valor de redención del bono y el valor ajustado mediante el índice tiende a cero.

Resulta evidente que los mayores beneficios se obtienen en los rangos de mayor tributación. Esta situación podría ser aprovechada así:

- a. A las personas naturales (volúmenes medianos y pequeños) se les podría ofrecer un rendimiento nominal muy similar al DTF, para estimularlos a invertir a mediano plazo, pues su rendimiento después de impuestos supera en más de 3 puntos el rendimiento de corto plazo.
- b. A las sociedades anónimas se les podría ofrecer un rendimiento después de impuestos superior al que obtienen por inversiones en corto plazo con un costo, para las Corporaciones, inferior al DTF.

Aunque en los ejemplos utilizados se planteó el pago de intereses por mensualidades vencidas esto no impide que se paguen con otra periodicidad.

### REDUCCION EN IMPUESTOS DE LA FORMULA PROPUESTA

Con base en cifras de 1983 a continuación se plantea una estimación de la reducción en impuestos que se podría haber presentado en ese año como consecuencia de la aplicación de la fórmula propuesta, considerando diferentes supuestos.

#### Supuestos:

1. De acuerdo con los datos del cuadro 5 el nivel promedio de recursos captados por las Corporaciones Financieras durante 1983 fue de \$60.000 millones.
2. Se supone una tasa de captación de 30% T.A., nivel muy representativo de las tasas vigentes en ese período para las captaciones de las Corporaciones Financieras.
3. De acuerdo con el cuadro 1 (apéndice), en el cual se utilizó como base de referencia el rendimiento efectivo anual, en donde el rendimiento gravable en la fórmula propuesta es equivalente al 45% del rendimiento total, esto es, la porción gravable se reduce en un 55% tal como se muestra a continuación.

Rendimiento	Valor (\$)	%
Valorización (no gravable)	30	55
Intereses en 25 meses (gravable)	25	45
TOTAL	55	100.0

Lógicamente esta composición se modifica de acuerdo con la tasa de captación, pero el orden de magnitud se mantiene.

4. Con base en los anteriores supuestos la relación que permite calcular la reducción en impuestos del cuadro 3 es:

$$a_i = (60.000 \times 0.30) \times (PLP \times 0.55) \times TIM$$

Siendo,

PLP: La porción de captación a largo plazo

TIM: La tasa de impuesto promedio aplicable al total de captaciones

5. Los resultados porcentuales presentados en el cuadro 4 se obtienen enfrentando las partidas del cuadro 3 con el total de recaudos del gobierno central durante 1983 (\$315.893 millones). Cuadro 6.

## CONCLUSION

Haciendo extensión de los resultados del cuadro 4, se puede afirmar que la reducción en impuestos por la aplicación de la fórmula propuesta no implica una disminución sustancial en los ingresos del gobierno, más aún teniendo en cuenta que se hacen acreedores al beneficio únicamente aquellos títulos que hayan permanecido en las manos del tenedor durante sus dos años de permanencia. Aún cuando es imposible preveer con exactitud este dato, nos lleva a concluir que la cifra estará dada por una menor porción de bonos beneficiados contra el total de las captaciones.

---

### CUADRO 3

#### VALOR DE LA REDUCCION EN IMPUESTOS

(\$000.000)

---

	PLP%		
TIM %	25	50	75
5	$a_i = 123.7$	247.5	371.3
25	618.8	1.237.5	1.856.3
40	990.0	1.980.0	2.970.0

---

a  $a_i = (60.000 \times 0.30) \times (PLP \times 0.55) \times TIM_i$

**CUADRO 4**  
**REDUCCION PORCENTUAL CON RELACION A RECAUDOS DE 1983**  
 %

% TIM	% PLP		
	25	50	75
5	$b_i = 0.036$	0.076	0.118
25	0.194	0.392	0.586
40	0.312	0.624	0.941

$$b_i = (a_i \times 100) \div 120.344$$

PLP: La porción de captación a largo plazo que se beneficia del tratamiento fiscal.

TIM: La tasa de impuestos promedio aplicable al total de captaciones.

**CUADRO 5**  
**CAPTACIONES DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS**

Concepto	(\$ millones) DIC	
	1983	1982
C.D.T.	39.567	29.176
Bonos	15.785	12.533
Negociaciones de cartera	5.797	10.341
Certificados eléctricos	6.035	—
<b>TOTAL</b>	<b>67.184</b>	<b>52.050</b>
Saldo promedio (1983)	59.617	

Fuente: Banco de la República.

---

## CUADRO 6

### INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL – 1983

---

(\$ MM - 1984)

---

Rentas y complementarios	120.344
Ventas	87.984
Aduanas y recargos	40.522
Ad-valorem gasolina y acpm	30.583
Otros	36.460
<b>TOTAL</b>	<b>315.893</b>

---

Fuente: Revista Memorando Económico - Feb. 1985.

#### CARACTERISTICAS JURIDICAS DE LA PROPUESTA

A. Las Corporaciones Financieras le proponen al Gobierno Nacional para desarrollar un método de mercado atractivo para los bonos de garantía general emitidos por las Corporaciones Financieras del país, que a dichos bonos se les de el tratamiento fiscal de activos inmovilizados en el espíritu del Artículo 6o. de la Ley 20 de 1979 y el Artículo 4o. de la Ley 9a. de 1983 que rezan así:

##### Artículo 6 Ley 20 de 1979:

“Se consideran ganancias ocasionales, para toda clase de contribuyentes:

Las provenientes de la enajenación de bienes de cualquier naturaleza que hayan hecho parte del activo fijo del contribuyente por un término de dos años o más. Su cuantía se determina por la diferencia entre el precio de enajenación y el costo fiscal del activo enajenado. No se considera ganancia ocasional sino renta líquida la utilidad en la enajenación de bienes que hagan parte del activo fijo del contribuyente y que hubieren sido poseídos por más de 2 años”.

Calificados así, los bonos gozarán del beneficio del reajuste fiscal previsto en el Artículo 4o. de la Ley 9 de 1983.

##### Artículo 4, Ley 9 de 1983:

“Los valores absolutos expresados en moneda nacional en las normas relativas a los impuestos sobre la renta y complementarios y sobre las ventas, se reajustarán anual y acumulativamente en el ciento por ciento (100%) del incremento porcentual del índice de precios al consumidor para empleados que corresponde elaborar al Departamento Nacional de Estadística en el período comprendido entre el 1o. de julio del respectivo año gravable y la misma fecha del año anterior.

Antes del 1o. de agosto del respectivo año gravable, el Gobierno determinará por Decreto los valores absolutos reajustados de acuerdo con lo previsto en este artículo y los artículos segundo y tercero de la Ley 19 de 1976.

PAR. Los contribuyentes podrán reajustar anualmente el costo de los bienes muebles e inmuebles que tengan el carácter de activos inmovilizados, en el porcentaje señalado en este Artículo”.

B. Como se podrá observar, la propuesta en cuestión, se fundamenta en el hecho de que a los bonos de garantía general, se les daría por vía interpretativa (Decreto Reglamentario), el tratamiento que hoy en día tienen las acciones (Artículo 53, Decreto 2247 de 1974).

#### **Artículo 53, Decreto Ley 2247 de 1974:**

“Los ajustes patrimoniales autorizados en este Decreto, sólo producen efectos para la determinación de:

1. La renta o ganancia ocasional obtenida en la enajenación de activos que hubieren hecho parte del activo fijo del contribuyente por un término de dos años o más;
2. La renta presunta sobre patrimonio
3. El patrimonio gravable
4. El avalúo de los bienes relictos.

En consecuencia, no producirán efectos para la determinación de amortizaciones, depreciaciones, pérdidas en los bienes y pérdidas en la enajenación de activos, los cuales seguirán computándose de conformidad con su costo histórico.

PAR. En el caso de acciones, los ajustes sólo producen efectos para determinar la renta o ganancia ocasional que se obtuviere en su enajenación”.

#### **CONSIDERACION DE LA PROPUESTA**

Efectuando el análisis de la propuesta, se puede concluir:

- a. Es viable calificar a los bonos de garantía general, (o a los bonos que sean convertibles en acciones) por vía de Decreto Reglamentario, como susceptibles de aplicación del tratamiento previsto en el Artículo 53 del Decreto 2247 de 1974.
- b. El ajuste en el costo producirá efectos para determinar la ganancia ocasional; no producirá efectos para determinar pérdidas en venta; en cuyo caso se tendrá en cuenta el costo histórico.
- c. Los bonos en referencia, deben formar parte del activo fijo del contribuyente para gozar del beneficio del ajuste por inflación. La calidad del activo fijo se demuestra así:
  - a. Para quienes están obligados a llevar libros de Contabilidad, clasificando el activo en



cuestión, como no corriente, lo cual implica que no se enajena en el curso ordinario del negocio;

- b. Naturalmente, los intereses pagados o abonados en cuenta, serían gravados como renta ordinaria en la oportunidad en que se haga el pago o el bono en cuenta.
- c. Para quienes no están obligados a llevar libros de Contabilidad, consultando la actividad y derivando de ello la condición de enajenabilidad o no, dentro del curso corriente de tal actividad.
- d. La ganancia ocasional, si la hubiere, no estará sometida a gravamen si el contribuyente efectúa las inversiones sustitutivas previstas en el Artículo 24 de la Ley 9 de 1983.
- e. Las tarifas del impuesto de ganancias ocasionales aplicables a los distintos contribuyentes, por utilidades en venta de activos fijos son:

Sociedad Anónima	40%	
Limitada	20%	
Personas naturales		La mitad de la tarifa aplicable a su renta gravable.

## HACIA EL LARGO PLAZO

El Banco Mundial en el estudio sobre el sistema de Banca de Inversión en Colombia hacía en los apartes pertinentes al largo plazo las siguientes anotaciones:

“V. Fuentes para préstamos a mediano y largo plazo de las Corporaciones Financieras.

... También debe considerarse la implementación de una “contabilidad inflacionaria” y exceptuar de las ganancias de capital o de cualquier otro impuesto cualquier aumento en el valor nominal de los activos fijos atribuibles al aumento general de precios”.

El paso que hoy tratamos de dar no es nuevo; es un primer intento de llegar a un mercado de más largo plazo, a un concepto total del interés flexible, donde se dé la posibilidad de redimir parte del capital durante la vigencia del título, donde se pueda en el caso de algunos rentistas ofrecer un compuesto de menor indexación y más altas tasas de interés que le permita vivir de los ingresos generados por inversiones de tal tipo, en fin en un mercado de múltiples alternativas de condiciones y plazos.

## APENDICE

**CUADRO 1**  
**INFLACION ANUAL 19.5%**

Tasa de interés (%) ofrecida sobre inflación	Antes de impuestos	RENDIMIENTO ANUAL EFECTIVO %			
		Persona Natural		Persona Jurídica	
		Actual	Propuesto	Actual	Propuesto
8	9.33	4.84	7.45	0	5.17
10	11.92	6.87	9.48	0.79	6.68
12	14.64	9.04	11.69	2.26	8.23
14	17.48	11.37	13.97	3.92	9.8

Impuestos persona natural 25%  
Exención sobre intereses: 27.7%  
Impuestos S.A.: 60%

## COMENTARIO DEL DOCTOR JUAN CAMILO RESTREPO SALAZAR, PRESIDENTE DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES

Yo voy a hacer unos breves comentarios sobre esta propuesta: En primer lugar, creo que la propuesta tiene un gran mérito: ofrece un estímulo tributario a los papeles de inversión financiera en Colombia de mediano y largo plazo; ese es un estímulo que hoy no existe y que dentro de un contexto inflacionario como el que le ha tocado vivir a la economía colombiana en la última década es indispensable que exista. Si queremos estimular tanto las operaciones pasivas como activas de mediano y largo plazo, dado el contexto inflacionario de la economía colombiana, aunque no desesperado, sí un contexto inflacionario de alguna consideración, pues es indispensable que el sistema tributario no sea neutro frente a esa disyuntiva. Es uno de esos campos donde el principio teórico de la neutralidad debe ceder frente a la necesidad de estimular la captación a mediano y largo plazo y la consiguiente formación de un mercado de capitales.

En segundo lugar, la propuesta, en el fondo, no consiste en nada diferente de llevar a la práctica en los papeles de inversión emitidos por un segmento del sistema financiero, un principio que se ha ido abriendo paso en la legislación tributaria colombiana, que es el de ir reconociendo para diversos aspectos el factor inflación en la tributación. Este ha sido un camino que hemos ido recorriendo a veces con más timidez, a veces con menos timidez, pero en el cual indefectiblemente ha ido avanzando la legislación tributaria colombiana. El país inició este proceso de ir reconociendo la inflación, inicialmente con la reforma tributaria del '74, al reconocer los efectos de la inflación en la determinación del impuesto de ganancias ocasionales creado en esa misma reforma. Originalmente lo limitó a los acti-

vos fijos o inmovilizados estableciendo un ajuste del 8%. Posteriormente, que es el régimen que rige hoy día, en virtud de la ley 9a., ya el ajuste se permitió completamente de acuerdo con el índice de inflación. Posteriormente, los ajustes se extendieron a los valores monetarios contenidos en las normas impositivas, rangos de renta y patrimonios, descuentos tributarios, aumentando el porcentaje de ajustes inicialmente al 14%, después al 60% del índice de variación de precios y finalmente, en la ley 20 de 1979 que defendieron en el Congreso el doctor Jaime García Parra y el doctor Guillermo Núñez, se logró un paso de gran trascendencia en la legislación colombiana como fue el reconocer por primera vez un ajuste del 100% del índice de precios para todos los rangos de las tarifas tributarias y de los demás indicadores y aspectos tributarios. De manera que en ese sentido la propuesta no es más que llevar a un campo concreto (el de los papales de inversión a mediano y largo plazo) un principio que ya ha venido adquiriendo carta de ciudadanía dentro de la legislación tributaria y que además tiene mucha justificación teórica, pues es bien conocido que uno de los principios corrientemente aceptados por los tributaristas es el de que el ingreso fiscal susceptible de gravamen debe corresponder a un enriquecimiento real que no incorpore aumentos meramente nominales sino aumentos reales, y que cuando estos aumentos meramente nominales generados por la inflación se gravan se está vulnerando uno de los pilares de la filosofía tributaria que es el principio de la capacidad de pago de las personas. De manera que creo que tanto desde el punto de vista teórico como desde el punto de vista de lo que ha sido la tendencia reciente de la legislación tributaria colombiana la propuesta es muy defensible, es válida y es ampliamente justificada puesto que está apuntando a una de las áreas cruciales de la política económica como es la de estimular el mercado de capitales, la formación de un mercado pasivo y activo de captaciones y de colocaciones en el mediano y largo plazo; en el área pasiva para darle más estabilidad a los recursos de los intermediarios financieros y en el lado activo para permitir que las empresas puedan disponer de recursos más estables.

En tercer lugar creo que, como lo señalaba el doctor Bueno, en rigor, dada la legislación tributaria actual, bastaría con una interpretación o quizá con un decreto reglamentario para que no hubiera dudas y para que el día de mañana no se le cambiaran las reglas del juego a los inversionistas o a los emisores de los papeles, y quizá nada más. Porque como la ley 20 de 1979 define qué es un activo inmovilizado, sobre los cuales se aplica la ganancia ocasional y los define como aquellos bienes de cualquier naturaleza que hayan hecho parte del activo fijo del contribuyente por un término de dos años o más, pues naturalmente un bono emitido por una Corporación Financiera que permanezca en el activo de un inversionista por dos años a más estará respondiendo a esta definición que ya tiene la ley tributaria de qué es un activo inmovilizado y un activo fijo. Naturalmente, para darle certeza y seguridad jurídica a la operación, pienso que sería prudente que hubiera alguna norma de superior jerarquía que diera estabilidad y claridad a la interpretación.

Creo que yendo en esta lógica, desde el punto de vista teórico como desde el punto de vista práctico, la propuesta es ampliamente justificable. Ya se han oído aquí algunas cifras de cuanto podría ser el potencial costo fiscal y es evidente que no estamos frente a unas cuantías inmanejables. De manera que desde ese punto de vista me parece interesante la propuesta.

Se podría ir más lejos, siempre dentro del mismo marco conceptual de la propuesta. Me parece que los argumentos que se han dado en favor de gravar sólo con el esquema de ganancias ocasionales y no ganancia del impuesto ordinario sobre la renta a un bono cuyo

capital se fuera valorizando en función del índice de la inflación, es una argumentación que en rigor sería perfectamente aplicable no sólo a bonos de garantía general emitidos por Corporaciones Financieras, sino también por bonos emitidos por sociedades manufactureras o de servicios, como los bonos convertibles en acciones. Con tanto más razón en este último caso pues si de lo que se trata es configurar el carácter de inversión en estos papeles, pues con tanto más razón lo sería un bono convertible en acciones que indefectiblemente va a convertirse en capital de la empresa emisora. En este caso se requeriría un cambio legislativo no de ley pero sí decreto del numeral 14, porque dadas las normas actuales de la emisión de bonos estos tienen que estar completamente pagados al suscribirlos. De manera que no cabría la alternativa que han propuesto los ponentes de que sea un bono que se suscriba por un valor de capital inferior a aquel al que se va a redimir, la diferencia siendo el valor de los reajustes de inflación durante la vida del bono. Pero conceptualmente me parece que el tratamiento tributario del activo inmovilizado sería predicable tanto de uno como del otro. Este último, el de los bonos emitidos por sociedades, requeriría un decreto del numeral 14. Ahora, en todo esto que estamos hablando esta tarde, hay un punto que a la Comisión de Valores le preocupa y es el que se refiere a los inversionistas institucionales. La legislación tributaria, tal como está, atenta en materia grave sobre la posibilidad de que los inversionistas institucionales, que como lo hemos analizado en otros foros deben ser pieza maestra para el desarrollo del mercado de capitales.

Resulta que cuando uno va a ver la legislación tributaria, ellos están tratados malísimamente. ¿Por qué?, porque la legislación tributaria tiene dos criterios, dos criterios que deben ser concurrentes, no sustitutos sino concurrentes, para determinar cuando un activo puede calificarse como activo fijo inmovilizado. Uno es que haya estado en el activo de inversionistas por más de dos años y otro que se trate de bienes que cuando se enajenan no hagan parte —así dice el artículo 20 del decreto 2053— del giro ordinario de los negocios del contribuyente; si yo vendo mi casa, o si yo, persona natural, vendo una acción, se considera que ese es un activo que no está dentro del giro ordinario de mis negocios y la legislación tributaria me lo acepta como activo inmovilizado y por lo tanto me lo grava vía ganancias ocasionales; pero, resulta que el giro ordinario de los inversionistas institucionales es el de mantener un portafolio de inversión y estar comprando y vendiendo papeles. De manera que resulta muy preocupante que todos estos sistemas tributarios tan interesantes que hemos discutido esta tarde, por esta definición del artículo 20 del decreto 2053, estén inexorablemente proscritos del ámbito de los inversionistas institucionales. Eso parece gravísimo si uno piensa en el diseño de una política de mercado de capitales, en donde ya de entrada le estarían negando inexorablemente el régimen tributario interesante a los inversionistas institucionales, restringiéndolo solamente para las personas naturales, lo que es interesante, obviamente que lo tengan, pero la tendencia en todos los mercados de capitales es la de que cada vez las personas naturales individualmente consideradas sean desplazadas gradualmente por inversionistas institucionales; entonces parece grave, parece inconveniente este concepto de la legislación tributaria y ameritaría, repito, el día de mañana en que haya una coyuntura tributaria conveniente, el desglosar el concepto de activos fijos o activos inmovilizados y dar un tratamiento especial a los inversionistas institucionales para que ellos también puedan beneficiarse de un esquema del estilo del que se ha mencionado esta tarde. En general, cuando uno ve esta legislación tributaria encuentra que ella naturalmente se hace con una generalidad tal que a veces se cae en entorpecimientos al mercado de capitales no deseados por el legislador, pero que resultan de la generalización con que frecuentemente se redactan las normas. Un caso reciente sobre el cual ha llamado la atención la Bolsa de Medellín es bien dicente: es lo que ha sucedido con la Ley 55 de 1985 que en su artículo 40 consagró retención en la fuente en cabeza de las personas naturales cuando enajenaron activos fijos, de estos que hemos estado hablando

esta tarde. Esa retención equivale al 1% del valor de la enajenación. Fundamento de esa retención fue el haber eliminado el requerimiento de la declaración de renta para un buen número de personas naturales. Pero sucede que como las acciones están asimiladas a activos fijos ellas han quedado en virtud de esta ley del año 85 con una retención del 1% sobre todas las enajenaciones; lo cual es gravísimo para el mercado bursátil y le pueda quitar una gran movilidad al ya de por sí no muy dinámico mercado de acciones en las bolsas.

Creo que es muy afortunado que esta tarde nos acompañe la nueva Directora de Impuestos. Estas son pequeñas cosas, subproductos no deseados, pero que para el desarrollo del mercado de los valores pueden tener un afecto devastador, muy peligroso. Aquí, afortunadamente, necesitamos de un cambio legislativo y si el bono que se ha propuesto hoy queda asimilado a activo fijo, como es necesario que lo sea para que se pueda beneficiar del tratamiento de ganancia ocasional, entonces quedaría también afectado por esta retención para cualquier transacción que de ellos hagan las personas naturales. Ese sería, en la hipótesis de que empezara a andar el mecanismo, una enmienda que habría que hacerle a la Ley 55 del 85 y al decreto reglamentario 2509, excluyendo acciones y este tipo de bonos de esa retención que quedó establecida del 1% a cualquier negociación que de ellos hagan las personas naturales en virtud de la Ley 55 del 85. En síntesis, y volviendo sobre el tema central, me parece que la propuesta es sólida conceptualmente; está dentro del lineamiento en que se ha ido moviendo la legislación tributaria en Colombia, que es ir gradualmente aceptando el factor inflación para no gravarlo; y apuntaría a que el sistema tributario dejara de ser neutral como lo es hoy e introdujera una no neutralidad beneficiosa para estimular la formación del mercado de capitales de mediano y largo plazo; y naturalmente, si llega a haber más adelante una coyuntura legislativa, sería muy interesante que esto que se ha propuesto hoy, que se pueda hacer vía decreto reglamentario, se pudiera complementar con una enmienda del decreto 2053 de la reforma tributaria del 74 para no discriminar contra los inversionistas institucionales.

Hoy habría que discriminar contra ellos si simplemente se les aplica a las personas naturales el régimen beneficioso, pero a los inversionistas institucionales, por tener dentro de su objeto social normal el manejo de estos portafolios, no se les podría beneficiar del régimen tributario que se ha propuesto. Y esto sería contraproducente para el desarrollo del mercado de capitales.

## INTERVENCION DEL DOCTOR GUSTAVO CASTRO GUERRERO, MINISTRO DE DESARROLLO

### LA NUEVA POLITICA DE FOMENTO INDUSTRIAL DEL IFI

La situación en que hoy se encuentra el IFI no es el resultado del manejo que se le ha dado al Instituto en los últimos años. Mas bien, responde al esquema de funcionamiento que secularmente ha venido manteniendo, el cual puede compararse al de una Corporación Financiera que emprende proyectos de inversión de una magnitud que supera el riesgo aceptable de acuerdo con su capital y las características de las fuentes de recursos de que se vale para desarrollar tales proyectos, a la vez que concentra sus créditos en un número muy reducido de empresas y sectores económicos y mantiene en algunos casos tasas de interés activas menores que las pasivas.

Basta decir que tres proyectos de inversión, Cerromatoso, Papelcol y Carbocol han concentrado más del 60% de la actividad del Instituto desde 1979. Del total de inversiones del IFI a diciembre de 1984, Econíquel representa el 33%, Alcalis de Colombia el 19%, Papelcol el 15% y Carbocol el 8%. Es decir que estas cuatro empresas en cuyo desarrollo se vinculó el IFI antes de 1982 representan el 75% del total de la inversión.

A junio de 1985, del total de la cartera (25.973 millones), el 85% estaba constituido por deudas vigentes, el 4.6% por deudas oficiales vencidas, el 7.8% por deudas de dudoso recaudo y el 2.6% por deudas con un vencimiento menor de un año. Del total de la cartera el 38% (9.940 millones) correspondía a la línea de Bonos de Valor Constante, el 50% (12.975 millones) estaba colocado en empresas de las cuales el IFI es socio. La cartera de dudoso recaudo y oficial vencida a junio de 1985 incluyendo intereses tenía un valor de 7.130 millones de los cuales correspondían el 45% a capital y el 55% restante a intereses. Un 83% estaba conformado por deudas morosas de empresas IFI, entre las cuales cabe señalar a Alcalis con el 48%, Forjas de Colombia con el 20%. Es necesario destacar que

el IFI no ha vuelto a hacer operaciones de crédito a Alcalis desde octubre de 1975 y a Forjas desde enero de 1983.

El Gobierno Nacional es consciente de las dificultades que este estilo de manejo financiero ha tenido y seguirá teniendo de no ser modificado, y el debate desarrollado en el Congreso de la República ha servido para aportar elementos de juicio adicionales, que contribuyen a ratificar la decisión gubernamental de introducir un nuevo esquema de manejo en el Instituto.

#### Historia:

El IFI fue creado en 1940 como sociedad de economía mixta, adscrita al Ministerio de Desarrollo Económico y sometida al régimen de empresas industriales y comerciales del Estado. En 1963 se le autorizó para realizar todas las operaciones de las corporaciones financieras, y en 1969 se aprobaron los estatutos que hoy rigen para esta Institución.

#### En los estatutos actuales:

“El objeto del IFI es promover la fundación de empresas que se dediquen a la explotación de las industrias básicas y de primera transformación de las materias primas nacionales, que la iniciativa y el capital particulares no hayan podido por sí solos desarrollar satisfactoriamente. El Instituto podrá desarrollar todas las operaciones de las corporaciones financieras y gozará de las ventajas establecidas para estas”.

Para el cumplimiento de este objetivo, el Instituto ha participado tanto como inversionista directo en proyectos industriales, así como en el otorgamiento de créditos directos a la industria para su expansión y desarrollo.

#### Políticas de Crédito:

El Instituto de Fomento Industrial dirige sus créditos a financiar proyectos que persigan los siguientes fines:

- Incremento de la productividad nacional y mayor utilización de la capacidad instalada.
- Incremento, diversificación de exportaciones y/o sustitución de importaciones.
- Uso racional de los recursos energéticos y/o preservación del medio ambiente.
- Generación de empleo.

Siguiendo las directrices del Gobierno Nacional, existen tasas de interés diferenciales que favorecen la descentralización y las áreas económicas de interés nacional establecidas por el Consejo Nacional de Política Económica y Social, CONPES.

De acuerdo con lo anterior el IFI puede financiar las inversiones destinadas a:

- Construcción de ensanches y plantas industriales.
- Adquisición de maquinaria y equipo en plaza, ya sea de fabricación nacional o extranjera.



- Financiación de maquinaria importada.
- Instalación de servicios.
- Gastos preoperativos y puesta en marcha de proyectos industriales.
- Capital de trabajo como crédito independiente o complementario a los proyectos que utilicen crédito IFI para la adquisición de bienes de capital. Se puede prestar hasta el equivalente a 100.000 UPACS.

El IFI, a través de sus distintas líneas de crédito, Bonos Ley 20/79, Bonos de Fomento Industrial (recurso limbo), Bonos de Valor Constante y Fondo de Proveedores de la Industria Automotriz, ha otorgado directamente crédito a empresas industriales, tanto para capital de trabajo, inversión fija y gastos preoperativos, asumiendo directamente el riesgo de cartera y cobrando una comisión de estudio del 1.5% del crédito aprobado cuando se trata de inversiones fijas y del 1.7% cuando es capital de trabajo. Cuando las empresas solicitantes presentan garantía bancaria permanente y los créditos no provienen de la línea de Bonos de Valor Constante no se cobra la comisión de estudio.

A su vez el IFI, como Corporación Financiera puede redescantar líneas de crédito de fomento del Banco de la República, de acuerdo con los parámetros fijados por este y siguiendo el reglamento establecido para los préstamos otorgados con los recursos propios del IFI.

## PROPUESTA DE TRANSFORMACION DEL IFI

Del análisis de la situación del IFI se llega rápidamente a las siguientes conclusiones:

- a) Cualquiera que sea la causa de las dificultades financieras por las que hoy atraviesa el IFI, éstas tenderán a agravarse en el futuro próximo ante el agotamiento de sus fuentes actuales de financiamiento.
- b) Por tratarse de problemas estructurales, la solución a cualquiera de ellos no conduce a un saneamiento definitivo de los problemas del Instituto, por lo que no bastaría con la adopción de políticas aisladas, tales como asignarle nuevas fuentes de financiación y liberarlo de las obligaciones contraídas por los proyectos de Cerro Matoso y Carbo-col. Además de estas medidas, se requiere un replanteamiento de las políticas de crédito e inversión de la institución, que no solamente consulte la armonización entre los costos de los recursos y su utilización, sino que además introduzca criterios de eficiencia en las inversiones promovidas o por promover y en la política de créditos.

Con estas bases en el Gobierno se ha venido trabajando en una nueva estructura del IFI que tendría las siguientes características:

## POLITICA CREDITICIA

- a) Intermediario financiero:

Todas las líneas de crédito requerirían la intervención de un intermediario financiero para que el IFI directamente o a través de la banca comercial y las corporaciones financieras financie a diferentes empresas industriales.

#### b) Convenio con el Banco de la República:

Se podría suscribir un convenio con el Banco de la República para el manejo de los recursos de crédito de las diferentes líneas, con el objeto de canalizar los desembolsos realizando operaciones de redescuento. El Banco de la República administraría en forma independiente la cartera, con cargo a los recursos del IFI, aceptando de parte de los intermediarios financieros al redescuento los pagarés suscritos a favor de esos por los beneficiarios y endosados al Banco. En líneas de crédito directas, el Instituto de Fomento Industrial, podría trabajar con la forma del aval bancario de las entidades comerciales.

Como consecuencia del manejo realizado por el Banco de la República, el IFI le reconocería a este un porcentaje de las operaciones por administración.

#### c) Fijación de cupos

- El IFI fijaría semestralmente cupos a los intermediarios financieros según las disponibilidades del Instituto y teniendo en cuenta la capacidad financiera de cada entidad y principalmente la utilización de los recursos en períodos anteriores en beneficio del sector industrial.
- El nivel máximo de endeudamiento establecido para los intermediarios financieros es de tres veces su capital pagado más la reserva para los bancos y una y media veces para las corporaciones financieras.

#### d) Tasas de redescuento

Para la aplicación de las operaciones de redescuento es necesario definir los márgenes del mismo, que no serían del ciento por ciento, asegurándole al intermediario financiero una rentabilidad adecuada sobre sus recursos propios. A su vez fijar unas tasas de redescuento anual para corporaciones financieras y bancos, que sean coherentes y armónicas con las tasas de interés del crédito de fomento del Instituto, las que se aplicarían sólo a la parte del respectivo crédito que sea redescontada por el Banco de la República.

### POLITICA DE INVERSIONES

El papel del IFI como promotor de la actividad industrial, especialmente en el que se refiere a su política de inversión, debería estar sujeta entre otras a las siguientes pautas.

1. El énfasis general de la política de Fomento del IFI deberá centrarse además de las actividades crediticias, en proyectos de inversión de tamaño pequeño y mediano.
2. La participación del IFI, como inversionista no podrá sobrepasar el 20% del capital de riesgo de cada proyecto, participación que podrá elevarse al 40%, cuando el costo total no sobrepase \$1.500 millones y el nivel de endeudamiento sea menor del 60%.
3. La participación del IFI en forma conjunta como accionista y prestamista en cada empresa no podrá superar el 30% del valor de los activos de la misma.
4. La exposición del IFI en una empresa como prestamista, como inversionista o de manera conjunta no podrá sobrepasar el 10% del capital del Instituto.

5. El Instituto no podrá realizar inversiones mediante la utilización de recursos provenientes de emisión de bonos u obligaciones que tengan un período de maduración menor de 7 años, o cuando la tasa esperada de rendimiento del proyecto sea inferior al costo de los recursos.
6. El IFI no podrá permanecer como inversionista en un proyecto por un período mayor de 10 años, contados a partir de la fecha de la primera capitalización, salvo en proyectos considerados como estratégicos por el CONPES.
7. En cuanto a las inversiones en proyectos de una dimensión superior a la señalada anteriormente el IFI podrá hacerla siempre y cuando el proyecto esté respaldado con partidas presupuestales.



# LAS TASAS DE INTERES Y EL AHORRO FINANCIERO EN COLOMBIA

Documento elaborado por el  
doctor Mauricio Carrizosa Serrano,  
con la colaboración del  
Departamento Económico  
de la Asociación Bancaria  
de Colombia.

## I. INTRODUCCION

### A. Antecedentes

Resulta pertinente iniciar esta ponencia comparando la actitud que hoy prevalece respecto del nivel vigente de las tasas de interés institucionales con el que se advertía hace poco más de una década. En 1973, un juicioso estudio sobre el tema concluía recomendando que, "para evitar el gran número y dispersión de las tasas de interés, su falta de flexibilidad y la frecuencia de tasas de (interés) inferiores al nivel de equilibrio, conviene dejar al mercado que participe, en mayor grado, en su formación, limitando la intervención del Estado a lo estrictamente indispensable; además, cuando esta se ejerza, los niveles señalados deben revisarse periódicamente".<sup>1</sup> Aquel año estaba en medio del período que registró un aumento de las expectativas de inflación de aproximadamente 10% hasta 25%, cifra a la cual nos hemos acostumbrado desde entonces. De hecho, los autores del citado estudio presentaban una expectativa de 11%, con la cual los rendimientos reales de muchos activos eran negativos; además, los rendimientos nominales controlados resultaban muy inferiores al "nivel de equilibrio" que acusaban los ofrecidos por papeles no restringidos. Algo similar se advertía respecto de las tasas de interés máximas que pesaban sobre el crédito institucional.

---

1/ Véase Gómez Otálora, Hernando y Pardo Vargas, Fernando, (1973), pág. 129.

La recomendación propuesta se acogió parcialmente cuando la Junta Monetaria derogó, en julio de 1975, el tope de 16% que el año anterior había autorizado sobre las operaciones de crédito ordinario a corto plazo de los bancos;<sup>2</sup> y luego, en 1980, cuando se suprimieron los toques que existían sobre las tasas que los bancos y corporaciones financieras podían reconocer a los ahorradores en certificados de depósito a término; sobre la tasa con la cual los entonces llamados intermediarios financieros podían remunerar sus captaciones y sobre aquella que estos intermediarios podían liquidar en los préstamos que concedieran.<sup>3</sup> Estas disposiciones modificaron fundamentalmente el manejo de la política de tasas de interés, de un sistema basado en acuerdos institucionales o en toques máximos a un sistema que le asignaba un mayor peso a las fuerzas del mercado y a la competencia entre las diferentes entidades que se dedican a captar y prestar. Con todo, debe subrayarse que aún subsisten límites máximos a las tasas nominales que se pueden reconocer sobre cuentas de ahorro y las tasas reales que pueden cobrar las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en las operaciones de crédito hipotecario. En resumen, si bien se institucionalizaron las operaciones basadas en tasas flexibles y libremente negociadas, aún persiste un sistema en el cual conviven, con algún conflicto, estas tasas determinadas libremente con aquellas otras fijadas por el gobierno como parte de la política financiera.

Es viable suponer que la "liberación" de las tasas de interés se apoyó en modelos como los propuestos por Ronald McKinnon y Edward Shaw en 1973. El argumento común de estos modelos es que el aumento de las tasas de interés hacia el nivel de equilibrio del mercado fomenta el ahorro y la inversión y desaloja proyectos de inversión relativamente improductivos. Es a través de esta ganancia en el nivel y en la eficiencia de la formación de capital que se esperaba una mayor contribución del mercado de capitales al crecimiento económico.<sup>4</sup> Sin evaluar aún lo que se haya podido lograr en esta materia, existe gran preocupación dentro de la comunidad financiera y económica sobre la conveniencia del actual nivel de "equilibrio" de las tasas de interés institucionales. Los múltiples pronunciamientos de prestantes e informadas personalidades sobre la necesidad de "controlar" los intereses evidencian una corriente importante de opinión según la cual estos son indebidamente elevados, y recogen la tradicional postura que de tiempo atrás existe contra las tasas de "usura" registradas en los mercados "extrabancarios" o no institucionales. Muchos de quienes comparten este punto de vista buscarían señalar nuevamente niveles máximos que regularan la captación y colocación de recursos institucionales, apuntando hacia un regreso a la situación que existía antes de 1975. Otros se orientarían más bien a modificar la tasa de interés de equilibrio acudiendo a los instrumentos disponibles de política económica. Ambas posiciones contrastan con el matiz que se advertía en las discusiones sobre el tema a comienzos de los años setenta. En aquella

---

2/ Véase artículo 2 de la Resolución 27 de 1975 de la Junta monetaria.

3/ El artículo 2 del Decreto 238 de 1980 derogó la tasa máxima de captación de 23% que sobre CDT Certificados de Depósito a Término y sobre las Captaciones de los entonces llamados intermediarios financieros había señalado el decreto 432 de 1979. Al derogarse esta tasa quedó automáticamente liberada la tasa de colocación de los intermediarios financieros, la cual estaba restringida por un margen máximo de 4 puntos sobre la que "se le autorice reconocer" (Artículo 10, Decreto 1970 de 1979).

4/ Véase Fry, Marwell J. (1982), pp. 732 - 733.

época era importante elevar los intereses para fomentar el ahorro y la inversión; hoy prevalece la búsqueda de formas de reducir por lo menos las tasas extremas con el fin de aliviar los diversos problemas que éstas supuestamente han causado.

Esta ya prolongada introducción me permite enmarcar el análisis que se desarrolla a continuación. La segunda sección describe el comportamiento histórico de las tasas de interés en Colombia y efectúa algunas comparaciones internacionales. Su objetivo es brindar un marco de referencia para evaluar qué tan altas son las tasas de interés que se observan actualmente y contar con la información estadística del fenómeno esencial que se busca analizar y explicar. En la tercera sección se presentan las consideraciones teóricas generales que orientan la interpretación de la evidencia sobre tasas de interés, a la vez que se analiza el comportamiento de las otras variables que juegan un papel fundamental en su determinación. Se destaca ahí, en particular, el rol del ahorro, como concepto financiero y como concepto económico. El objetivo final de esta sección es identificar las políticas fundamentales que podrían reducir los costos financieros. También se aborda el tema sobre el control administrativo de los intereses, teniendo en cuenta el persistente planteamiento sobre su posible contribución o inevitable necesidad. Además de presentar un análisis convencional sobre los efectos y la eficacia de los controles, se pretende examinar la experiencia de Colombia con estos controles. El trabajo concluye con un resumen de las implicaciones del análisis, destacando las pautas políticas que estas sugieren.

## II EVOLUCION DE LAS TASAS DE INTERES

Con el fin de poder evaluar el nivel vigente de las tasas de interés y de contar con una información que sirva de base para el análisis, es preciso describir con algún detalle el comportamiento histórico. Como suele afirmarse en las discusiones sobre el tema, tasas de interés hay muchas, puesto que corresponden a un mercado bastante heterogéneo de activos y pasivos financieros. Pueden distinguirse las diferentes tasas según el plazo de vencimiento de la operación a la cual se refieren; según trate de una operación activa o pasiva de los diferentes intermediarios financieros; según la tasa corresponda a operaciones reguladas o totalmente libres; o según su origen en operaciones del sector privado, para mencionar algunos de los criterios más relevantes. A continuación, se presentan series históricas de diferentes tasas de interés, procurando que cada cual corresponda a operaciones homogéneas.

### A Tasas de Interés

#### 1. *Tasas Nominales*

Conviene iniciar esta descripción con las series de tasas de interés a las cuales se les ha permitido libre fluctuación en el mercado de capitales. Estas series permiten evaluar hacia dónde apuntan las fuerzas del mercado financiero y sirven como marco de referencia para apreciar el nivel de las tasas directamente controladas. Las estadísticas disponibles se resumen en el Cuadro I. En la primera columna, se presentan los promedios anuales de las tasas de interés registradas en las operaciones hipotecarias desde 1945 hasta 1967, año en el cual se suspendió la recolección de la serie. La financiación con garantía de hipotecas constituía uno de los principales segmentos del mercado extrabancario no institucionalizado. Se trataba de financiaciones por un término de un año con renova-

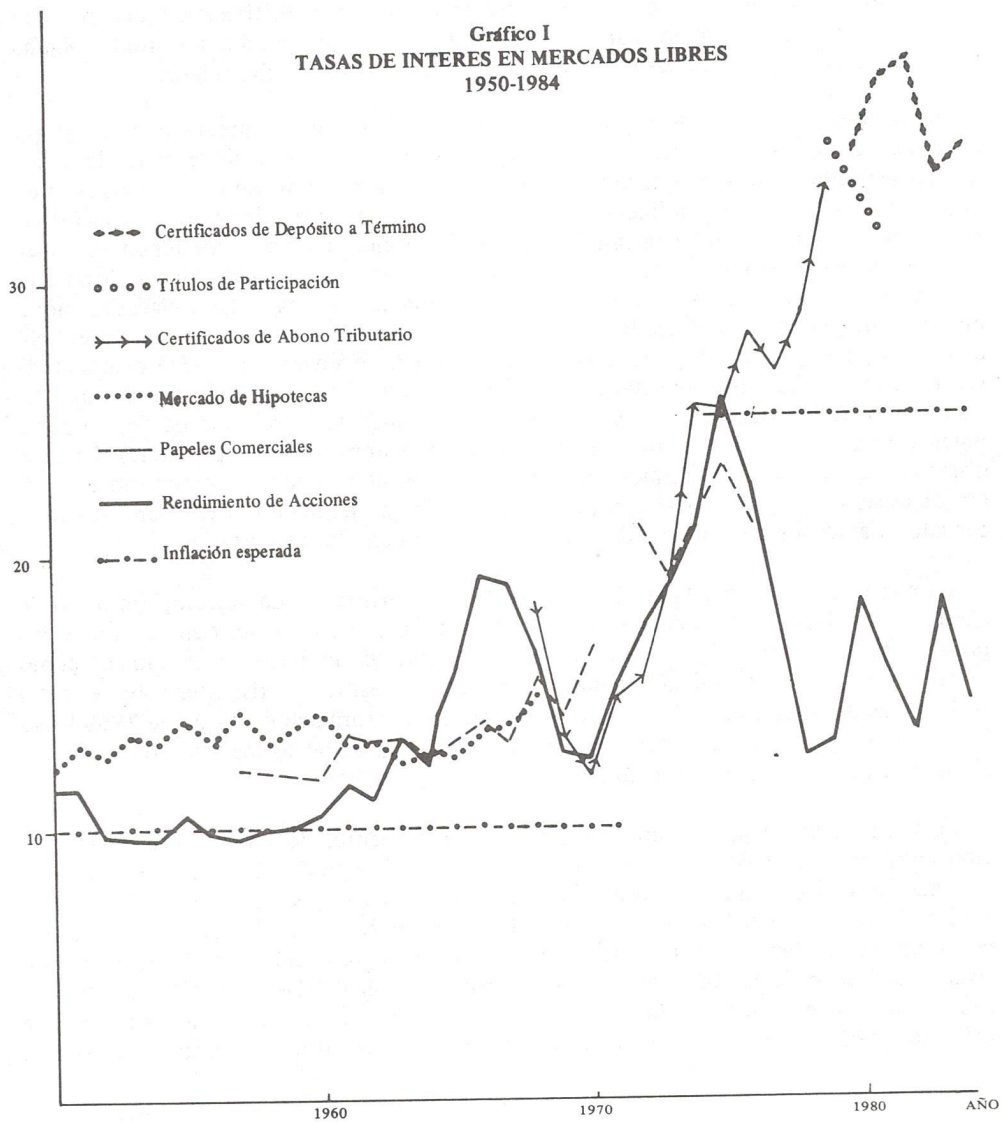
**Cuadro I**  
**TASAS DE INTERES EN MERCADOS LIBRES**  
**1950 - 1984**

Año	Mercado de hipotecas <sup>1</sup>	Papeles comerciales <sup>2</sup>	Muestra de acciones <sup>3</sup>	CAT 120 días <sup>4</sup>	CDT 90 días Bancos <sup>5</sup>	Títulos de participación <sup>6</sup>	Compañías de Financiamiento comercial <sup>7</sup>
1950	12.0		11.5				
1951	13.0		11.5				
1952	12.7		9.8				
1953	13.3		9.7				
1954	13.2		9.7				
1955	14.0		10.5				
1956	13.2		9.8				
1957	14.1	12.2	9.6				
1958	13.3	12.1	9.9				
1959	13.5	11.9	10.0				
1960	14.2	11.9	10.5				
1961	13.1	13.4	11.6				
1962	13.1	13.2	11.1				
1963	12.4	13.3	13.2				
1964	12.7	12.6	12.3				
1965	12.6	13.1	15.7				
1966	13.5	13.9	19.2				
1967	13.7	13.2	18.9				
1968	14.8	15.4	16.5	18.2			
1969		13.2	12.7	13.2			
1970		16.4	12.5	11.9			20 - 24 <sup>13</sup>
1971			15.2	14.8	5,7,13 <sup>5</sup>		20 - 24
1972		20.8	17.3	15.4	5,7,13		20 - 24
1973		19.2	18.9	19.0	5,7,13		24 - 30
1974		21.2	21.0	25.4	24 <sup>6</sup>	21.0	24 - 30
1975		23.2	25.7	25.2	24	21.0	24 - 30
1976		21.1	22.5	28.1	24	21.6	24 - 30 <sup>14</sup>
1977			17.2	26.7	24	21.6	24 - 30
1978			12.6	28.8	22 <sup>7</sup>	21.6 <sup>10</sup>	22 <sup>15</sup>
1979			13.1	33.4	23 <sup>8</sup>	35.2 <sup>11</sup>	23 <sup>16</sup>
1980			18.2	45.8	34.6 <sup>9</sup>	33.5	34 - 40 <sup>16</sup>
1981			15.7	50.0	37.4	31.6	34 - 40
1982			13.4		38.0	29.7	34 - 40
1983			18.3		33.8	25.5	34 - 40
1984			14.5		34.8		34 - 40

- 1/ Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva Banco de la República.
- 2/ Cotizaciones en la Bolsa de Bogotá.
- 3/ Cotizaciones en la Bolsa de Bogotá.
- 4/ Cotizaciones en la Bolsa de Bogotá.
- 5/ Resolución 69 - 18/7/71 Junta Monetaria.
- 6/ Resolución 51 - 14/7/74 Junta Monetaria.
- 7/ Resolución 23 - 31/5/78 Junta Monetaria.
- 8/ Decreto 432 - 26/2/79.
- 9/ Banco de la República, muestra semanal.
- 10/ Zarta A. (1980) p. 52.
- 11/ Boletín Mensual de la Bolsa de Bogotá. Cotizaciones de oferta directa.
- 13/ De Pombo J. (1972) p. 1579 y Ruiz A. y Schlessinger, D. (1975), p. 536.
- 14/ Estimativo basado en Zarta A. (1980) p. 52.
- 15/ Decreto 984 - 31/5/78.
- 16/ Decreto 26/2/79.
- 16/ Estimativo basado en observación directa.



**Gráfico I**  
**TASAS DE INTERES EN MERCADOS LIBRES**  
**1950-1984**



ciones parciales.<sup>5</sup> Muy buena parte de este mercado se institucionalizó progresivamente de suerte que hoy no constituye un mecanismo tan importante como en el pasado. La segunda columna del Cuadro I registra un promedio de las tasas de interés "efectivas" que se cotizaron en la Bolsa de Bogotá sobre papeles comerciales de empresas privadas entre mediados de la década de los años cincuenta y comienzos de la década de los setenta. Como se explicará más adelante, la colocación de papeles a través de los mercados bursátiles fue una respuesta natural frente a las fuertes restricciones que pesaban sobre la expansión del crédito bancario. Las cotizaciones correspondientes brindan alguna información adicional sobre las fuerzas imperantes en el mercado financiero.

En la tercera columna se registra la relación de dividendos a precio para un grupo de acciones escogidas de sociedades anónimas. Aun cuando se excluye el rendimiento por valorización, la relación citada constituye un indicativo del movimiento de las tasas de interés. La exclusión del rendimiento por valorización obedece a dos razones principales. En primer término, la valorización bursátil de las acciones ha sido un fenómeno muy aleatorio y variable que, por decirlo así, constituye una ganancia de "lotería" para el inversionista. En segundo término, es bien sabido que la práctica de las sociedades anónimas, cuando estas existían, era la de repartir lo más posible, para ajustarse a las preferencias de los inversionistas en esta materia.<sup>6</sup> Por lo demás, se advierte que, históricamente la valorización no ha sido importante, de tal suerte que el valor real de las acciones ha disminuido sistemáticamente.<sup>7</sup> Es posible entonces analizar la relación de dividendos a precios como reflejo de la situación imperante en materia de tasas de interés. La serie obtenida es útil hasta el primer quinquenio de los años setenta. Posteriormente, las cotizaciones de bolsa pierden significado, al resultar de operaciones en mercados muy cerrados o al responder al ánimo de fijar la cotización para fines tributarios.

La cuarta columna presenta el rendimiento del Certificado de Abono Tributario de ciento veinte días de plazo de vencimiento. El CAT fue por un largo tiempo uno de los papeles favoritos para aforar la evolución de las tasas de interés de mercado, tal como se desprende del contenido de algunos de los escasos estudios existentes sobre el tema de las tasas de interés en Colombia. La serie presenta información útil desde 1968 hasta finales de los años setenta, cuando su oferta se estrecha de tal forma que no provee una alternativa permanente de inversión.

La sexta columna del Cuadro I registra los rendimientos de los títulos de Participación emitidos por el Banco de la República durante el segundo quinquenio de los años ochenta. La quinta columna muestra la serie ya hoy muy conocida de rendimientos promedio de los Certificados de Depósito a Término emitidos por Bancos y Corporaciones Financieras. Esta serie se basa en información de la encuesta que semanalmente levanta el Banco de la República desde la promulgación del Decreto 238 de 1980, el cual, como ya se indicó, liberó la tasa de interés de los CDT. Es, hasta ahora, la serie más informativa sobre el resultado de las fuerzas de mercado que operan sobre la tasa

---

5/ Véase Horch, H. y Lowe, J. (1972), pp. 18-21.

6/ Véase, por ejemplo, Quale, A.C. (1974), pág. 167.

7/ Véase MEMORANDO ECONOMICO, Vol. I (5), pág. 3.

de interés. Su recolección sistemática ha significado un avance significativo en materia de información, respecto de las condiciones que imperaban anteriormente, cuando era preciso acudir, como se desprende de la discusión anterior, a cotizaciones ubicadas por fuera del mercado de las entidades de crédito. Finalmente la séptima columna indica unos rangos, bastante amplios por cierto, de los rendimientos ofrecidos por las Compañías de Financiamiento Comercial, cuyos documentos estuvieron sujetos a tasas de interés máximas solamente en 1978 y 1979.

Las series presentadas tienen el propósito inmediato de evaluar qué tan altas son las tasas libres vigentes en la actualidad, al compararlas con el registro histórico. Para poder efectuar esta comparación es necesario, tener en cuenta los cambios en el ritmo de inflación. En el Gráfico I se presentan las diferentes tasas del Cuadro I. Para comprenderlo mejor, se trazaron líneas representativas de la inflación promedio. Hasta 1971, la inflación promedio se ubicó alrededor de 10% anual. Entre 1971 y 1973, la inflación aumentó de manera significativa, y se ubicó en un promedio de 25% anual, el cual se sigue confirmando en la actualidad. No sorprende entonces que el gráfico muestre tasas más elevadas hoy que en la década de los años cincuenta. El conocido efecto de Fisher consiste precisamente en la incorporación de las expectativas inflacionarias al mercado financiero.<sup>8</sup> Así las cosas, al comparar la situación actual con la vigente hace veinte años, el solo cambio en la inflación debe explicar un aumento de por lo menos 15 puntos en las tasas de interés nominales. Por supuesto, cuando aumenta la inflación hay otras cosas que ocurren en el mercado financiero. En particular, algunos modelos teóricos señalan que el aumento en las expectativas inflacionarias modifica la composición de los activos del público en contra de los saldos monetarios y a favor de bienes de capital, con lo cual se amortigua el efecto alcista de la inflación sobre las tasas de interés nominales. Sin embargo, al existir activos financieros cuyo rendimiento también compensa la erosión del poder adquisitivo del dinero, y que presentan un mayor grado de sustituibilidad que el capital, respecto de los saldos monetarios, no debería esperarse una amortiguación significativa del alza en las tasas nominales de interés.

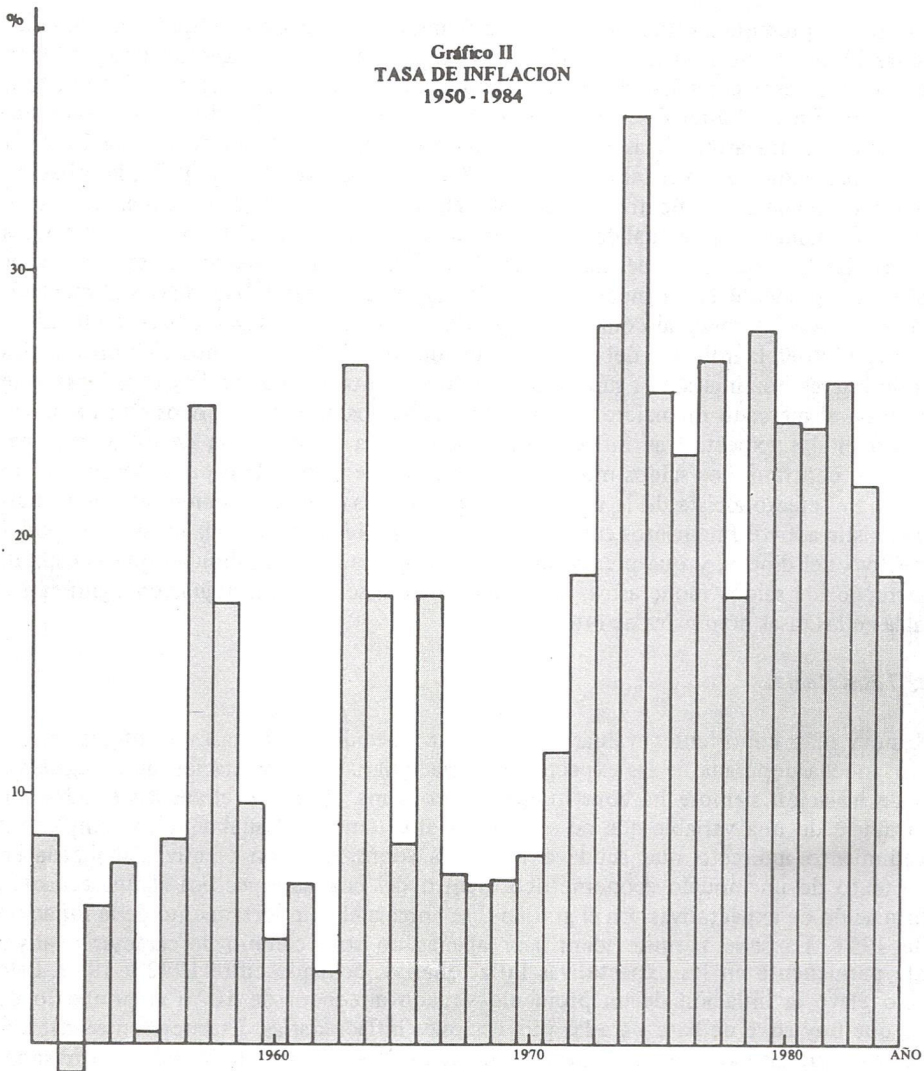
## 2. *Tasas Reales*

Resulta más importante evaluar los cambios acaecidos en la tasa de interés real, o sea en aquella depurada de las expectativas inflacionarias. La estimación de las expectativas de inflación siempre ha constituido un problema difícil en el análisis estadístico, por tratarse de una variable que no se observa directamente. Usualmente, se emplea un procedimiento indirecto que acude a las cifras sobre inflación efectiva, analizada en el contexto de un modelo econométrico, dentro del cual se especifica alguna ecuación de formación de expectativas. En el gráfico II se aprecia el comportamiento de la inflación desde 1951. La serie permite identificar apenas un solo cambio de carácter relativamente permanente en las expectativas inflacionarias, ocurrido entre 1972 y 1973. Este cambio elevó la inflación de un promedio situado alrededor de 10% al promedio de 25% que hoy sirve de base para las proyecciones inflacionarias. Es interesante advertir, por cierto, que las expectativas inflacionarias estimadas por Alberto Musalem, correspon-

---

8/ Véase Fisher, I. (1930), pp. 399-451.

**Gráfico II**  
**TASA DE INFLACION**  
**1950 - 1984**



dientes al período 1949 - 1967 se apartan en tres puntos a lo más de un promedio de 10.80%, y presentan una desviación típica de 1.90%.<sup>9</sup>

Sobre la base de las consideraciones anteriores, el Cuadro II y el Gráfico III presentan una estimación burda de la tasa de interés real, restando de la nominal 10 puntos hasta 1971, 15 puntos en 1972, 20 puntos en 1973, y 25 puntos desde 1974 hasta el presente. Por supuesto, es muy posible que hubieran cambios de corto plazo en las expectativas dentro de los períodos de 1950 a 1971 ó de 1974 a 1985, pero el experimento de Musalem y la observación directa durante la última década sugieren que estos cambios en la inflación esperada no son muy pronunciados ni permanentes, y son ciertamente muy inferiores a los cambios que ha mostrado la inflación efectiva.

Lo que sugiere el Gráfico III es que las tasas de interés reales altas no son una novedad en Colombia. Específicamente, se advierte un ascenso significativo de las tasas a finales de los años sesenta. La evidencia más clara que apunta en este sentido se origina en las cotizaciones de los precios de acciones, las cuales arrojan relaciones crecientes de dividendos a precios. Las otras tasas (mercado de hipotecas, papeles comerciales) son menos elocuentes, pero también apuntan hacia tasas relativamente altas desde mediados del segundo quinquenio de los años sesenta. Hay alguna evidencia parcial que apunta en el mismo sentido. Uno de los estudios de la Misión Musgrave, de finales de la década señala "tasas de interés de mercado que llegan hasta 240%",<sup>10</sup> al compararlas con la entonces tasa del 40% autorizada para las cuentas de ahorro. La célebre Memoria de Hacienda de la época confirma la impresión de un mercado alcista.<sup>11</sup> Fue, por cierto, cuando se reglamentaron las tasas de interés que podrían cobrarse sobre bienes de consumo, y cuando se prohibieron los avales bancarios a obligaciones entre particulares, pactadas a tasas de interés relativamente elevadas para la época.

El nivel de las tasas de interés de finales de los años sesenta es muy comparable al vigente actualmente. Si se admite que el mercado libre apuntaba hacia tasas de interés cercanas al 200% sobre el ahorro, el nivel real correspondiente no es muy diferente al que se registra en la actualidad, con tasas de interés cercanas al 350% e inflación de 250%. En resumen, al examinar el registro histórico de las tasas libres se concluye que las observadas en la actualidad, aún cuando son altas comparadas con las vigentes en los años cincuenta o a mediados de los setenta, no son excepcionales. La presión sobre los recursos de ahorro interno parece ser un fenómeno persistente, cuyas causas corresponderá analizar más adelante.

Ahora bien, otro procedimiento pertinente para evaluar el nivel relativo de las tasas de interés en Colombia consiste en acudir a comparaciones internacionales. Estas comparaciones no son sencillas. Existen cifras de diferentes países susceptibles de cotejarse

---

9/ Véase, Musalem, A.R. (1971), pág. 148.

10/ Véase White, M. y Quale A.C. (1974), pág. 112.

11/ Véase Espinosa, Abdón, MEMORIA DE HACIENDA, 1966-1970, Talleres Gráficos del Banco de la República, pp. 86-90.

**Cuadro II**  
**TASA DE INTERES REAL DE MERCADO**

(%)  
1950 - 1975

Año	Tasa de Interés Nominal (1)	Expectativa de Inflación (2)	Tasa de Interés Real (3)
1950	11.5	10.0	1.5
1951	11.5	10.0	1.5
1952	9.8	10.0	(0.2)
1953	9.7	10.0	(0.3)
1954	9.7	10.0	(0.3)
1955	10.5	10.0	0.5
1956	9.8	10.0	(0.2)
1957	9.6	10.0	(0.4)
1958	9.9	10.0	(0.1)
1959	10.0	10.0	0.0
1960	10.5	10.0	0.5
1961	11.6	10.0	1.6
1962	11.1	10.0	1.1
1963	13.2	10.0	3.2
1964	12.3	10.0	2.3
1965	15.7	10.0	5.7
1966	19.2	10.0	9.2
1967	18.9	10.0	8.9
1968	16.5	10.0	6.5
1969	12.7	10.0	2.7
1970	12.5	10.0	2.5
1971	15.2	10.0	5.2
1972	17.3	15.0	2.3
1973	18.9	20.0	(1.1)
1974	25.4	25.0	0.4
1975	25.2	25.0	0.2
1976	28.1	25.0	3.1
1977	26.7	25.0	1.7
1978	28.8	25.0	3.8
1979	33.4	25.0	8.4
1980	34.6	25.0	9.6
1981	37.4	25.0	12.4
1982	38.0	25.0	13.0
1983	33.8	25.0	8.8
1984	34.8	25.0	9.8

FUENTE: (1) 1950 - 1973: Cuadro I, Columna (3)

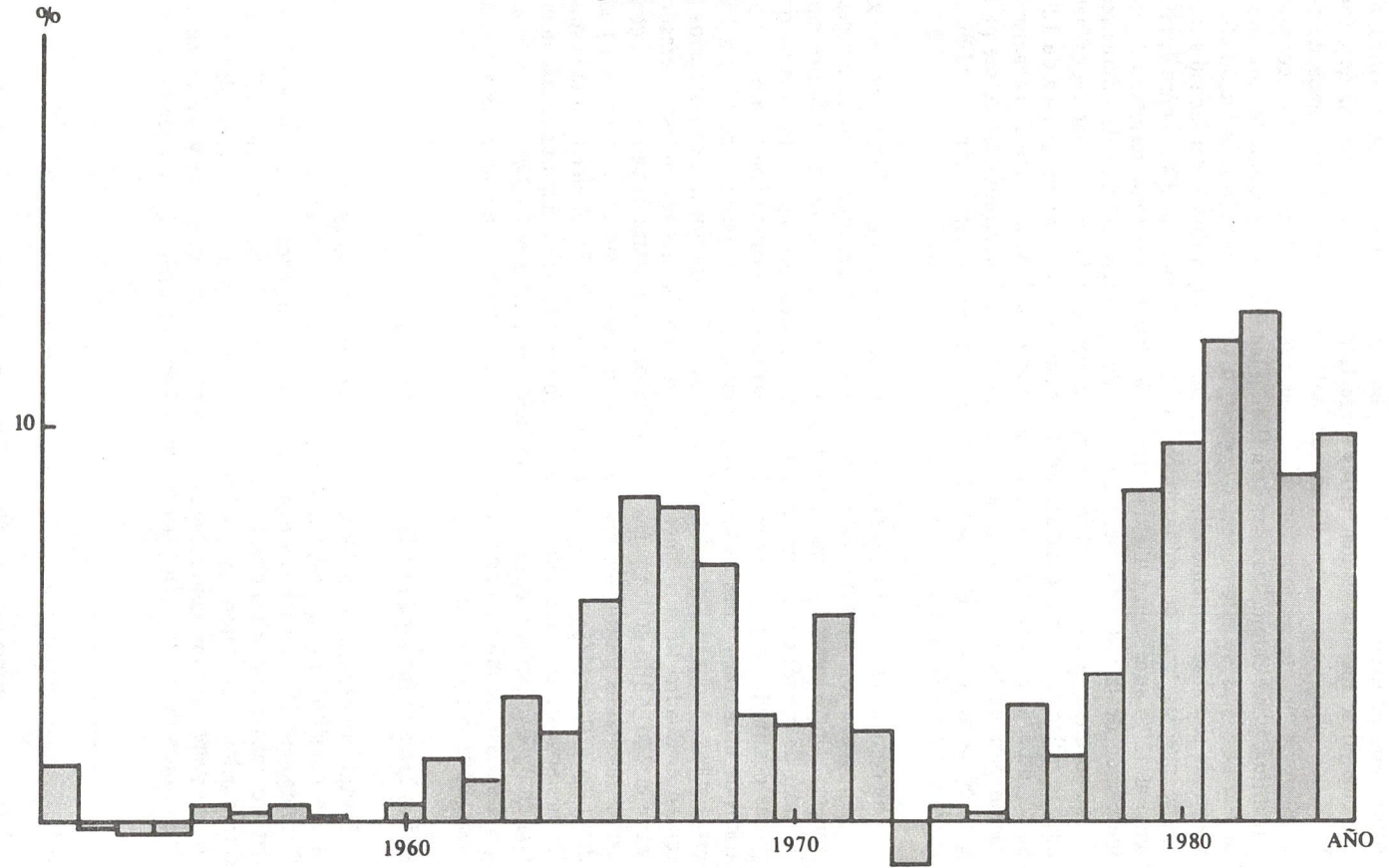
1974 - 1979: Cuadro I, Columna (4)

1980 - 1984: Cuadro I, Columna (5)

(2) Ver texto: Sección II, Acápito A, Numeral 2

(3): (1) - (2)

**Gráfico III**  
**TASA DE INTERES REAL DE MERCADO**  
**1950 - 1984**



mutuamente sobre diversas variables y cuentas económicas, tales como producto interno bruto, inflación, crecimiento de dinero, balanza de pagos, y muchas otras. Sin embargo, cuando se intenta agrupar cifras sobre tasas de interés, la escasez de información y las dificultades de comparabilidad son notorias. Además, el problema de depurar las tasas por concepto de inflación para coadyuvar la comparabilidad es considerable. En Argentina, por ejemplo, las tasas de inflación han bajado rápidamente durante los últimos meses. Las tasas de interés reales *ex-post*, o sea sustrayendo la inflación efectivamente registrada son absurdamente altas. Un economista argentino le señalaba al autor recientemente que las tasas de préstamo reales habían llegado al 30% mensual, cifra equivalente al 420% anual. En Chile, las tasas reales han bajado como resultado de un aumento inesperado de la inflación, pero este país llegó a registrar tasas de interés reales hasta de 500% anual sobre el crédito interno en pesos chilenos.<sup>12</sup> A mediados del presente año, la inflación había reducido las tasas activas y pasivas hasta cerca de 120% y 30% anual respectivamente. Un caso interesante es el de Brasil, donde el mecanismo de indexación permite pactar las tasas en términos reales. Un economista de ese país informó que, en la actualidad las tasas reales de captación y colocación ascendían a 220% y 300% anual respectivamente.

Las comparaciones anteriores muestran que el caso de Colombia no es excepcional ni tampoco arroja las tasas de interés más elevadas del mundo, como a veces suele suponerse. Un examen algo más sistemático de este punto puede realizarse comparando las tasas de interés en el mercado monetario de corto plazo para una muestra que incluye países desarrollados y países en vía de desarrollo. Se calcularon los promedios geométricos de inflación y tasas de interés correspondientes al período de 1981 a 1983, según estadísticas recopiladas por el Fondo Monetario Internacional. Los resultados se presentan en el Cuadro III. En general, se advierte que la tasa real de este mercado se ubica entre el 2% y 4% en los países desarrollados. La muestra de países en vía de desarrollo arroja resultados muy dispersos. Se destacan casos como el de Chile, con una tasa real de 160% y el de México, con una tasa real de -7.70%. En el ejercicio de la muestra, Colombia aparece con una tasa real de 7.10%, resultante de depurar la tasa nominal efectiva de 32.70% por concepto de una inflación promedio de 23.90%. Se confirma entonces que las tasas de interés libres en Colombia son altas pero no deben caracterizarse como excepcionales o extremas.

## B. Las Tasas de Interés de las Entidades de Crédito

Hasta comienzos de la década de los años sesenta, el sistema financiero colombiano estaba constituido principalmente por las entidades bancarias. En 1960 surgieron las Corporaciones Financieras; a mediados de la década comenzaron a operar las hoy llamadas Compañías de Financiamiento Comercial<sup>13</sup> y finalmente, en 1972 ingresaron las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Hay, por supuesto, otras entidades que captan ahorro y efectúan préstamos, tales como los fondos de empleados y las cooperativas, pero limitaciones de orden estadístico no permiten una evaluación idónea de su evolución o

---

12/ Véase Leyva, J. (1985), Anexo de Indicadores Macroeconómicos.

13/ En los años sesenta las Compañías de Financiamiento Comercial se identificaban como mercado extrabancario institucional u organizado; a partir de 1973 se les asignó el nombre de intermediarios financieros. Desde 1979 se conocen como Compañías de Financiamiento Comercial.



Cuadro III

TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE DINERO A CORTO PLAZO

Países escogidos  
Promedios 1981 - 1983

País	Tasa de Interés Nominal (Promedio)	Tasa de Inflación (Promedio)	Tasa de Interés Real Ex-Post
India	8.1	10.9	(2.5)
Kenya <sup>1</sup>	11.4	14.5	(2.7)
Pakistán	9.0	8.4	0.6
Tailandia	14.8	7.1	7.2
Jamaica <sup>1</sup>	10.3	10.2	0.1
COLOMBIA	32.7	23.9	7.1
Malasia	6.8	6.4	0.4
Chile <sup>2</sup>	38.6	18.7	16.8
Brasil <sup>1</sup>	120.0	114.4	2.6
Argentina <sup>2</sup>	177.4	188.6	(3.9)
México <sup>2</sup>	47.8	60.1	(7.7)
Sudáfrica	11.9	14.1	(1.9)
Singapur	7.9	4.4	3.4
Kuwait	9.0	6.6	2.2
España	18.5	13.7	4.2
Irlanda	12.3	15.9	(3.1)
Italia	19.4	16.3	2.7
Bélgica	10.4	8.0	2.2
Reino Unido	11.8	8.3	3.2
Países Bajos	8.1	5.1	2.8
Japón	6.9	3.1	3.7
Francia	14.2	11.6	2.3
Finlandia	12.6	9.9	2.5
Alemania	8.4	5.0	3.2
Dinamarca	14.4	9.6	4.4
Canadá	14.0	9.6	4.0
Suecia	12.8	9.9	2.6
Noruega	12.8	11.1	1.5
Estados Unidos	12.5	6.5	5.6
Suiza	4.9	5.0	(0.1)

FUENTE: Estadísticas Financieras Internacionales, Fondo Monetario Internacional. Para Colombia, se tomó la tasa del mercado Interbancario de Bogotá.

1/ Tipo letra del tesoro.

2/ Depósitos a Plazo.

comportamiento. La descripción que sigue se limita entonces a las tasas de interés en los cuatro grupos citados de entidades de crédito.

## 1. Sistema Bancario

### a. Operaciones pasivas

Como bien se sabe, la Banca en Colombia ha empleado cuatro instrumentos fundamentales de captación de ahorro, a saber, el depósito en cuenta corriente, la cuenta de ahorro, el depósito a término, y el certificado de depósito a término. Hasta 1968, las tasas de interés que remuneraban el ahorro se determinaban conforme a lo previsto en el artículo 5 de la Ley 16 de 1936, el cual dice:

En caso de que los bancos no se pongan de acuerdo en la fijación de las tasas de interés que deben abonar sobre sus distintas clases de depósitos, dicha tasa de interés será fijada por el Banco de la República, de acuerdo con la Superintendencia Bancaria. Si algún establecimiento bancario pagare un interés mayor del acordado entre ellos o del fijado por el Banco y la Superintendencia, pagará una multa de (50) a mil (1.000), que impondrá esta última oficina.

En la práctica, el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria promulgaron los acuerdos del 31 de julio de 1933, del 25 de septiembre de 1934, del 14 de diciembre de 1950 y del 18 de abril de 1952. Este último fijó una tasa de 4% sobre cuentas de ahorro y de 5% sobre depósitos a término. El único caso que conozco de un acuerdo interbancario en materia de tasas de interés sobre el ahorro fue señalado en noviembre de 1969 para el caso de los depósitos a término. Este acuerdo fijó tasas del 5% para depósitos con plazo no mayor a 90 días y 7% para depósitos con plazo superior a 90 días.<sup>14</sup> Sin embargo, ya desde el año anterior estaba vigente el numeral catorce del artículo 120 de nuestra Constitución Política, con arreglo al cual el Gobierno comenzó a fijar las tasas sobre depósitos de ahorro, depósitos a término y certificados de depósitos a término. Como ya se indicó, en 1980 se derogó solamente el límite máximo que pesaba sobre este último activo financiero, de tal manera que hoy se mantiene un tope máximo de 21% sobre los dos primeros.

El Cuadro IV presenta las series de rendimientos de los cuatro activos de captación del sistema bancario, y su comparación con la "tasa de mercado". Esta última se define como en el Cuadro II, por un empalme de los rendimientos de acciones hasta 1975; el rendimiento del CAT entre 1976 y 1979; y del rendimiento del CDT desde 1980 en adelante. La comparación consiste en la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa autorizada del instrumento de captación. Esta se calcula en el Cuadro IV. Como se aprecia en el Gráfico IV, los ajustes autorizados a los rendimientos de los depósitos de ahorro han sido insuficientes para compensar las alzas en la tasa de interés de mercado. De hecho, el diferencial respecto de esta tasa era inferior cuando los depósitos pagaban el 4.0% anual que en la actualidad. Con los depósitos a término ha ocurrido lo mismo. Fueron los Certificados de Depósito a Término los que guardaron alguna relación

---

14/ Véase Comunicado 003461 de Noviembre 20, 1969 de la Asociación Bancaria de Colombia.

Cuadro IV

## TASA DE INTERES DE CAPTACION DEL SISTEMA BANCARIO

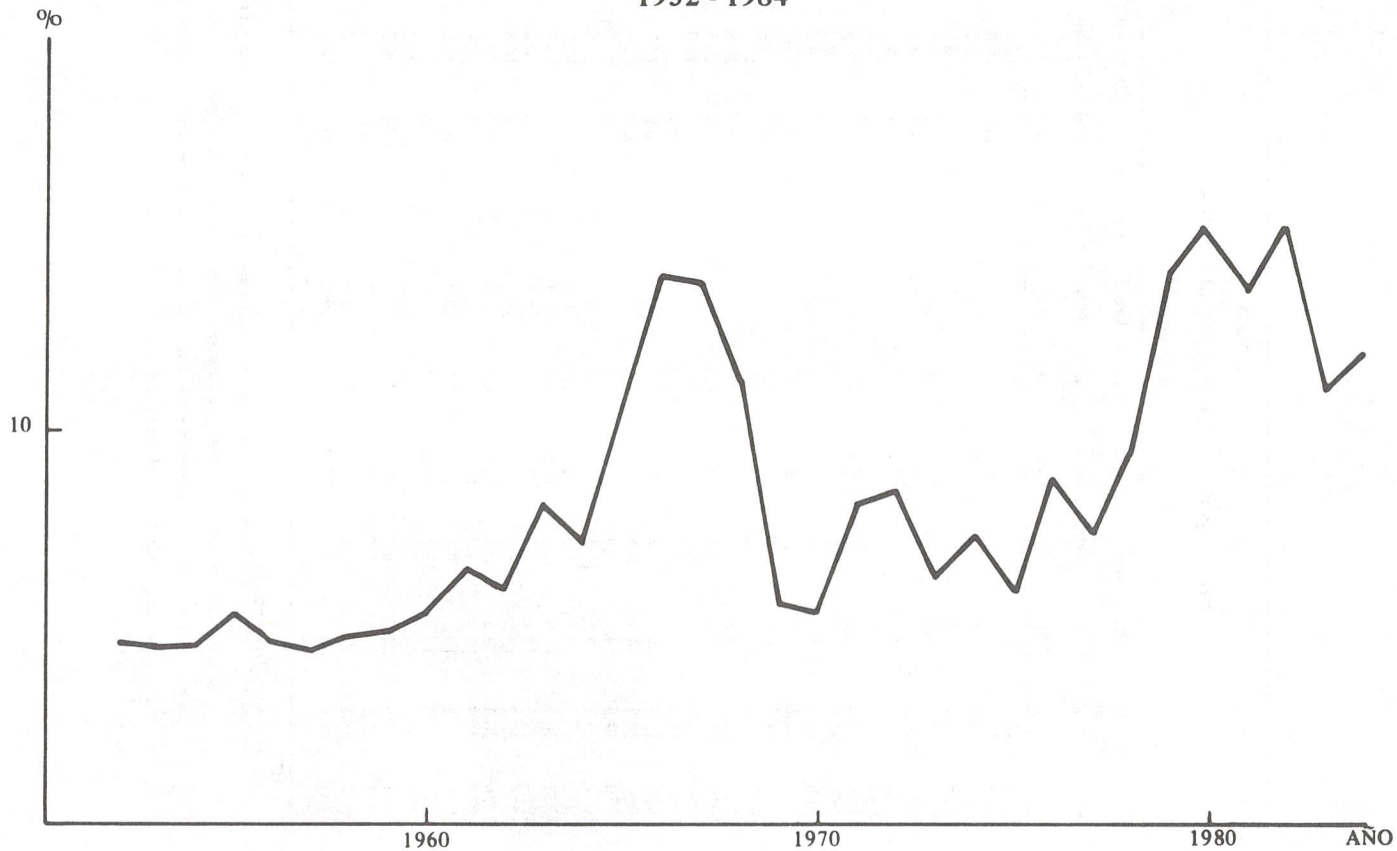
1950 - 1975

Año	Tasa de Mercado (T.M.)	Depósitos de Ahorro		Depósitos a Término		Certificados de Depósito		Promedio Captación con Cta. Cte.		Sistema Bancario sin Cta. Cte.	
		Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
1950	11.5							1.0	10.5	4.4	7.1
1951	11.5							1.1	10.4	4.4	7.1
1952	9.8	4.1	5.7	5.1	4.7			1.1	8.7	4.4	5.4
1953	9.7	4.1	5.6	5.1	4.6			1.1	8.6	4.4	5.3
1954	9.7	4.1	5.6	5.1	4.6			1.2	8.5	4.4	5.3
1955	10.5	4.1	6.4	5.1	5.4			1.1	9.4	4.4	6.1
1956	9.8	4.1	5.7	5.1	4.7			1.1	8.7	4.4	5.4
1957	9.6	4.1	5.5	5.1	4.5			1.2	8.4	4.4	5.2
1958	9.9	4.1	5.8	5.1	4.8			1.0	8.9	4.3	5.6
1959	10.0	4.1	5.9	5.1	4.9			1.0	9.0	4.3	5.7
1960	10.5	4.1	6.4	5.1	5.4			1.1	9.4	4.3	6.2
1961	11.6	4.1	7.5	5.1	6.5			0.9	10.7	4.3	7.3
1962	11.1	4.1	7.0	5.1	6.0			0.8	10.3	4.2	6.9
1963	13.2	4.1	9.1	5.1	8.1			0.9	12.3	4.2	9.0
1964	12.3	4.1	8.2	5.1	7.2			0.8	11.5	4.2	8.1
1965	15.7	4.1	11.6	5.1	10.6			0.9	14.8	4.2	11.5
1966	19.2	4.1	15.1	5.1	14.1			0.9	18.3	4.2	15.0
1967	18.9	4.1	14.8	5.1	13.8			0.8	18.1	4.1	14.8
1968	16.5	4.1	12.4	5.1	11.4			0.8	15.7	4.1	12.4
1969	12.7	4.1	8.6	7.1	5.6			0.8	11.9	4.1	8.6
1970	12.5	4.1	8.4	7.1	5.4			0.9	11.6	4.1	8.4
1971	15.2	4.1	11.1	7.1	8.1	14.1	1.1	0.9	14.3	4.1	11.1
1972	17.3	8.8	8.5	8.8	8.5	14.1	3.2	2.1	15.2	8.8	8.5
1973	18.9	12.6	6.3	12.6	6.3	14.1	4.8	2.1	16.8	8.8	10.1
1974	25.4	18.1	7.3	18.1	7.3	28.1	(2.7)	4.6	20.8	15.9	9.5
1975	25.2	19.3	5.9	19.3	5.9	28.1	(2.9)	6.4	18.8	20.3	4.9
1976	28.1	19.3	8.8	19.3	8.8	28.1	0.0	7.6	20.5	22.3	6.2
1977	26.7	19.3	7.4	19.3	7.4	28.1	(1.4)	8.2	18.5	22.3	4.4
1978	28.8	19.3	9.5	19.3	9.5	26.7	2.1	8.3	20.5	21.1	7.7
1979	33.4	19.3	14.1	19.3	14.1	26.7	6.7	7.8	25.6	20.9	12.5
1980	34.6	19.3	15.3	19.3	15.3	34.6	0.0	13.1	21.5	28.4	6.2
1981	37.4	22.7	14.7	22.7	14.7	37.4	0.0	17.1	20.3	31.7	5.7
1982	38.0	22.7	15.3	22.7	15.3	38.0	0.0	16.8	21.2	32.0	6.0
1983	33.8	22.7	11.1	22.7	11.1	33.8	0.0	15.8	18.0	29.6	4.2
1984	34.8	22.7	12.1	22.7	12.1	34.8	0.0	16.5	18.3	30.4	4.4
1985								17.3		31.0	

## FUENTES:

- 1/ Cuadro II, columna (1)
- 2/ Cuadro V, columna (1). Las tasas efectivas se calcularon suponiendo una capitalización por trimestres vencidos.
- 3/ (1) - (2)
- 4/ Cuadro V, columna (2). Las tasas efectivas se calcularon suponiendo una capitalización por trimestres vencidos.
- 5/ (1) - (4)
- 6/ Cuadro V, columna (3). Las tasas efectivas se calcularon suponiendo una capitalización por trimestres anticipados.
- 7/ (1) - (6)
- 8/ y 10/ Promedio ponderado según distribución de captaciones.
- 9/ (1) - (8)
- 11/ (1) - (10)

**Gráfico IV**  
**DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INTERES DE MERCADO**  
**Y EL RENDIMIENTO DE LAS CUENTAS DE AHORRO**  
**1952 - 1984**



con los rendimientos de mercado durante la época en la cual estuvieron sujetos a límites máximos. Desde 1980, por supuesto, la rentabilidad de este activo es equivalente a la del mercado. Finalmente, se destaca cómo las tasas de interés nominales de mercado corresponden a la diferencia con la tasa autorizada de remuneración sobre los depósitos en cuenta corriente, la cual es nula. El Gráfico V describe la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa de captación promedio bancaria, incluyendo en un caso, y excluyendo en otro la tasa nula sobre depósitos en cuenta corriente para fines de calcular el promedio bancario. Se aprecia ahí la mayor desventaja en captación que se presentó durante la década de los años sesenta, y la forma como esta desventaja disminuyó durante los años setenta, debido a la mayor participación de los certificados de depósito a término en la captación bancaria y a las tasas competitivas que se autorizaron sobre este activo.

## b. Operaciones activas

Al contrario de lo que suele pensarse, la tasa de interés sobre el crédito bancario no redescontable no era controlada directamente antes de 1974. Si bien era cierto, como lo es ahora, que la Junta Monetaria tenía la atribución de señalar esta tasa, de hecho fue fijada como resultado de acuerdos interbancarios. La columna dos del Cuadro VI muestra cómo evolucionaron estos acuerdos hasta que finalmente, en 1974, la Junta Monetaria fijó un límite máximo de 16% que fue derogado al año siguiente, quedando así liberada finalmente la tasa de interés activa. Y se afirma liberada finalmente no sólo porque los acuerdos interbancarios constituían una forma de fijar límites a las tasas sino porque el gobierno, de hecho, ejercía otros controles indirectos. Conviene recordar que según la Ley 25 de 1923, las tasas cobradas sobre créditos con recursos de redescuento tenían un límite máximo de tres puntos por encima de la tasa de redescuento. Más adelante, la Junta Directiva del Banco de la República quedó autorizada para señalar las tasas de interés sobre operaciones redescontables. De otra parte, en 1963 se estableció un régimen de encajes reducidos, del cual los establecimientos bancarios se beneficiarían si no cobraban tasas superiores a las señaladas por la Junta Monetaria. Esta, en 1967 fijó un límite de 14% para aquel fin, tasa equivalente a la convenida entre los bancos, y fue sustituida en 1974, por el ya citado tope de 16%. Al examinar la diferencia entre las tasas de mercado y la tasa bancaria de la segunda columna del Cuadro VI, se advierte también un incremento a lo largo de la década de los años sesenta, el cual se origina en los aumentos que registró la tasa de mercado. Finalmente, cabe señalar que las operaciones efectuadas con recursos de las cuentas de ahorro han estado restringidas, no sólo através de inversiones forzosas sino con límites a las operaciones de préstamo que concedan con dichos recursos. Si bien las restricciones comenzaron a liberarse con la promulgación del Decreto 1590 de 1971, aún existe un encaje de 30%, dentro del cual son computables las inversiones forzosas, y subsiste un límite de 24% sobre la tasa de préstamos.

Corresponde presentar ahora la evolución de las tasas señaladas sobre operaciones de fomento con cargo a los recursos de los Fondos Financieros del Banco de la República. El Cuadro VII registra la evolución de estas tasas desde 1968 hasta 1984 y las compara con la ya definida tasa de interés de mercado. Se calcula la diferencia de la tasa de mercado con las tasas máximas autorizadas de cada Fondo. Estas diferencias constituyen apenas una subestimación de la brecha con respecto al costo del crédito comercial, puesto que la ya definida tasa de mercado corresponde a la remuneración del ahorro no controlado. Los resultados muestran cómo, debido al aumento en la tasa de mercado durante los años setenta, el subsidio al crédito de fomento probablemente ha aumentado.

**Cuadro V**  
**TASAS NOMINALES DE CAPTACION DEL SISTEMA BANCARIO**  
**1950 - 1984**

Año	Depósitos de Ahorro	Depósitos a Término	Certificados de Depósitos a Término
1950			
1951			
1952	4.0 <sup>1</sup>	5.0 <sup>1</sup>	
1953	4.0	5.0	
1954	4.0	5.0	
1955	4.0	5.0	
1956	4.0	5.0	
1957	4.0	5.0	
1958	4.0	5.0	
1959	4.0	5.0	
1960	4.0	5.0	
1961	4.0	5.0	
1962	4.0	5.0	
1963	4.0	5.0	
1964	4.0	5.0	
1965	4.0	5.0	
1966	4.0	5.0	
1967	4.0	5.0	
1968	4.0	5.0	
1969	4.0	5.0 y 7.0 <sup>7</sup>	
1970	4.0	5.0 y 7.0	
1971	4.0	5.0 y 7.0	5,7 y 13 <sup>8</sup>
1972	8.0 - 8.5 <sup>2</sup>	8.0 - 8.5 <sup>2</sup>	5,7 y 13
1973	8.0 - 8.5	8.0 - 8.5	5,7 y 13
1974	12.0 <sup>3</sup>	12.0 <sup>3</sup>	24.0 <sup>9</sup>
1975	16.0 <sup>4</sup>	16.0 <sup>4</sup>	24.0
1976	18.0 <sup>5</sup>	18.0 <sup>5</sup>	24.0
1977	18.0	18.0	24.0
1978	18.0	18.0	22.0 <sup>10</sup>
1979	18.0	18.0	23.0 <sup>11</sup>
1980	21.0 <sup>6</sup>	21.0	Libre <sup>12</sup>
1981	21.0	21.0	
1982	21.0	21.0	
1983	21.0	21.0	
1984	21.0	21.0	

**FUENTE:**

1/ Superintendencia Bancaria y Banco de la República, Acuerdo del 18 de abril de 1952.

2/ Decreto 1590 de 1972

3/ Decreto 1730 de 1974

4/ Decreto 278 de 1975

5/ Decreto 611 de 1976

6/ Decreto 2473 de 1980

7/ Comunicado No. 003461 de 20/11/69 de la Asociación Bancaria de Colombia

8/ Resolución No. 69 de 1971 Junta Monetaria

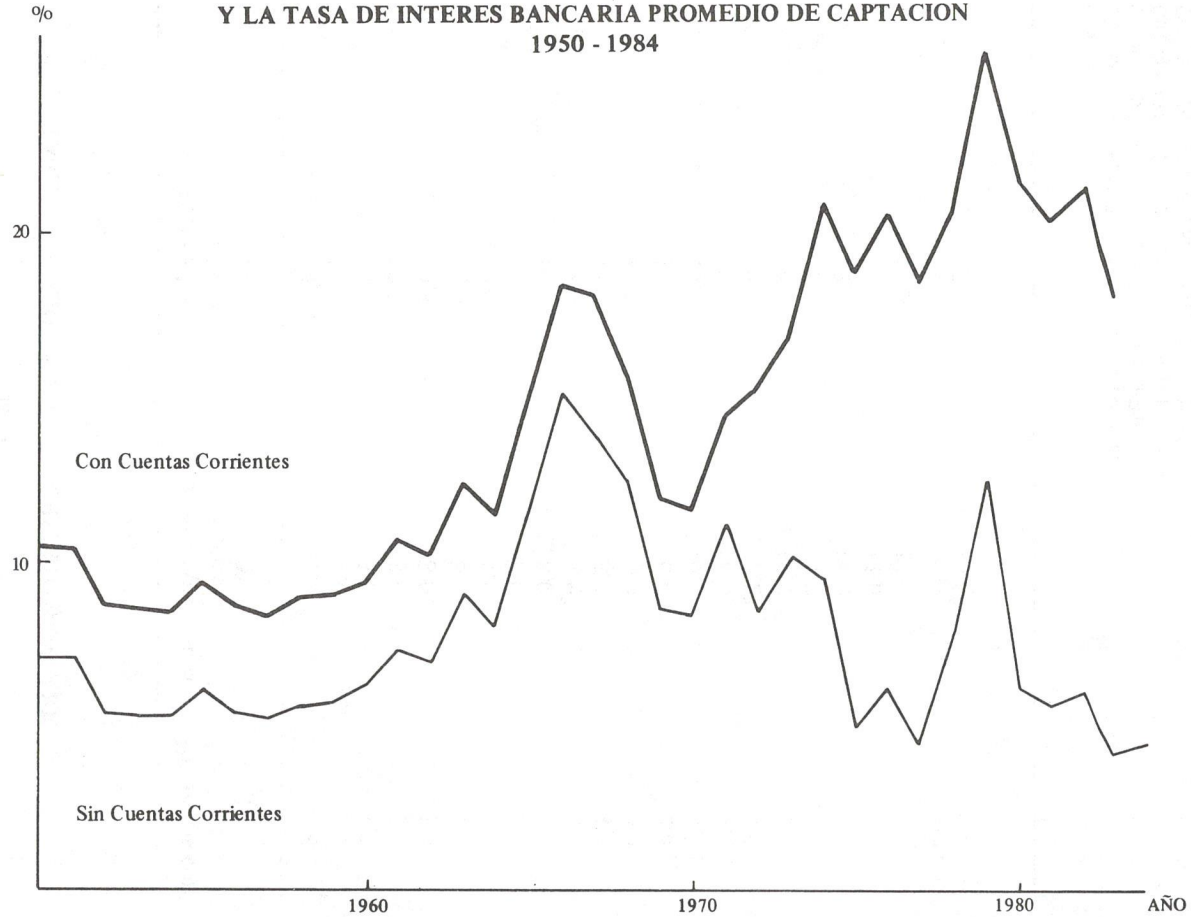
9/ Resolución No. 51 de 1974 Junta Monetaria

10/ Resolución No. 23 de 1974 Junta Monetaria

11/ Decreto 432 de 1979

12/ Decreto 238 de 1980

**Gráfico V**  
**DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INTERES DE MERCADO**  
**Y LA TASA DE INTERES BANCARIA PROMEDIO DE CAPTACION**  
**1950 - 1984**



**Cuadro VI**  
**TASA DE INTERES SOBRE EL CREDITO BANCARIO**  
 (o/o)  
 1952 - 1974

Año	Tasa de Mercado (T.M.) (1)	Tasa sobre préstamos Bancarios (2)	Diferencia con T.M. (3)
1952	9.8	8.0 <sup>1</sup>	1.8
1953	9.7	8.0	1.7
1954	9.7	8.0	1.7
1955	10.5	8.0	2.5
1956	9.8	8.0	1.8
1957	9.6	8.0	1.6
1958	9.9	8.0	1.9
1959	10.0	8.0	2.0
1960	10.5	8.0	2.5
1961	11.6	8.0 <sup>2</sup>	3.6
1962	11.1	8.0	3.1
1963	13.2	10.0 <sup>3</sup>	3.2
1964	12.3	10.0 <sup>4</sup>	2.3
1965	15.7	10.0	5.7
1966	19.2	10.0	9.2
1967	18.9	14.0 <sup>5</sup>	4.9
1968	16.5	14.0	2.5
1969	12.7	14.0	(1.3)
1970	12.5	14.0	(1.5)
1971	15.2	14.0	1.2
1972	17.3	14.0	3.3
1973	18.9	14.0	4.9
1974	25.4	16.0 <sup>6</sup>	9.4

FUENTE:

- (1): Cuadro II, Columna (1)  
 (2): 1/ Circular 199 - 29/7/52, Superintendencia Bancaria.  
 2/ Circular 099 - 15/1/60, Superintendencia Bancaria.  
 3/ Circular 261 - 31/7/63, Superintendencia Bancaria.  
 4/ Circular 096 - 23/3/64, Superintendencia Bancaria.  
 5/ Circular 495 - 19/9/67, Superintendencia Bancaria.  
 6/ Resolución 11 - 20/2/74, Junta Monetaria.

(3): (1) - (2).



Cuadro VII

TASAS DE INTERES CON RECURSOS DE LOS FONDOS FINANCIEROS

Nivel máximo y comparación con tasa de mercado

1968 - 1984

Año	Tasa de Mercado (T.M.)	FFA - FFAP		FFI		FIP		PROEXPO		FDE	
		Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.	Nivel	Dif. con T.M.
1968	16.5	13.0	3.5	14.0	2.5	14.5	2.0				
1969	12.7	13.0	(0.3)	14.0	(1.3)	18.0	(5.3)				
1970	12.5	13.0	(0.5)	18.0	(5.5)	18.0	(5.5)				
1971	15.2	13.0	2.2	16.0	(0.8)	18.0	(2.8)				
1972	17.3	15.0	2.3	16.0	1.3	19.0	(1.7)	18.0	(0.7)		
1973	18.9	15.0	3.9	16.0	2.9	19.0	(0.1)	18.0	0.9		
1974	25.4	20.0	5.4	24.0	1.4	20.0	5.4	18.0	7.4		
1975	25.2	20.0	5.2	24.0	1.2	26.0	(0.8)	18.0	7.2		
1976	28.1	20.0	8.1	24.0	4.1	26.0	2.1	18.0	10.1	20.0	8.1
1977	26.7	20.0	6.7	24.0	2.7	26.0	0.7	13.0	13.7	20.0	16.7
1978	28.8	20.0	8.8	22.0	6.8	24.0	4.8	13.0	15.8	20.0	18.8
1979	33.4	21.0	12.4	24.0	9.4	24.0	9.4	17.0	16.4		
1980	34.6	24.0	10.6	24.0	9.6	27.0	7.6	19.0	15.6	28.0	6.6
1981	37.4	26.0	11.4	26.0	11.4	27.0	10.4	19.0	18.4	28.0	9.4
1982	38.0	26.0	12.0	26.0	12.0	27.0	11.0	19.0	19.0	28.0	10.0
1983	33.8	26.0	7.8	26.0	7.8	29.0	4.8	18.0	15.8	28.0	5.8
1984	34.8	26.0	8.8	26.0	8.8	29.0	5.8	18.0	16.8	28.0	6.8

FUENTE: Columna (1) del Cuadro II y Cuadro VIII.

## Cuadro VIII

**TASAS DE INTERES AUTORIZADAS SOBRE PRESTAMOS CON  
RECURSOS DE LOS FONDOS FINANCIEROS**

Fin de:	FIP	FFI	FFA - FFAP	PROEXPO	FDE
1968	8.0 - 14.5	14.0	13.0	1.5 - 12	
1969	12.0 - 18.0	14.0	13.0	1.5 - 12	
1970	2.0 - 18.0	14.0 - 18.0	13.0	1.5 - 12	
1971	12.0 - 18.0	14.0 - 16.0	13.0	1.5 - 12	
1972	19.0	14.0 - 16.0	10.0 - 15.0	10.0 - 18.0	
1973	19.0	14.0 - 16.0	10.0 - 15.0	10.0 - 18.0	
1974	17.5 - 20.0	14.0 - 16.0	15.0 - 20.0	18.0	
1975	20.0 - 26.0	18.0 - 24.0	15.0 - 20.0	18.0	
1976	20.0 - 26.0	18.0 - 24.0	15.0 - 20.0	18.0	20.0
1977	20.0 - 26.0	18.0 - 24.0	12.0 - 20.0	13.0	20.0
1978	19.0 - 24.0	18.0 - 22.0	9.0 - 20.0	13.0	20.0
1979	19.0 - 24.0	21.0 - 24.0	12.0 - 21.0	17.0	2.3
1980	26.0 - 27.0	21.0 - 24.0	18.0 - 24.0	17.0 - 19.0	28.0
1981	26.0 - 27.0	24.0 - 26.0	18.0 - 24.0	17.0 - 19.0	28.0
1982	26.0 - 27.0	24.0 - 26.0	15.0 - 21.0	17.0 - 19.0	28.0
1983	27.0 - 29.0	24.0 - 26.0	21.0	18.0	28.0
1984	27.0 - 29.0	24.0 - 26.0	21.0	18.0	28.0

FUENTE: Resoluciones de la Junta Monetaria.

Puede ahora examinarse la evolución de las tasas que de hecho han cobrado y pagado los bancos, sobre la base de sus balances y estados de pérdidas y ganancias. Ello se hace en base a la relación entre intereses y comisiones recibidos (pagados) y colocaciones (recursos de crédito) en moneda nacional y extranjera. Esta relación no indica el nivel absoluto de las tasas de interés pero sí ofrece un indicador burdo de la dirección y la magnitud en la cual han cambiado los intereses promedio. De los Cuadros IX y X se concluye que hubo incrementos significativos en las tasas pagadas y cobradas entre 1972 y 1975, y entre 1978 y 1980. El Cuadro XI muestra la relación de tasas activas a crédito bancario en moneda nacional. Como se aprecia en la columna (2), esta relación confirma los aumentos significativos en los costos financieros que se registraron entre 1972 y 1974, y entre 1978 y 1982. También se advierte cómo el comportamiento de la relación de ingresos financieros a crédito durante los años setenta y ochenta presenta un alto grado de conformidad con el movimiento de la tasa de interés de mercado.

## 2. Corporaciones Financieras

Es preciso distinguir dos épocas en la captación de recursos por parte de las Corporaciones Financieras. Antes del decreto 399 de 1975 se buscó que las captaciones internas de estas entidades fueran recursos de largo plazo (más de un año) con el fin de atender las necesidades de financiación de la inversión. Esta aspiración no tuvo mayor éxito. Por ejemplo, del total de pasivos de las Corporaciones en 1967, solamente el 6% constituía captación *neto* del público en bonos y depósitos a término. Desafortunadamente, no existe un registro estadístico de las tasas de interés que se pagaban sobre estos activos financieros. Tampoco se ubicó ninguna disposición que limitara claramente la tasa de interés que las corporaciones estaban autorizadas a pagar sobre estos recursos. La impresión que se tiene es que las Corporaciones se constituyeron principalmente en intermediarios de recursos externos y de recursos del Banco de la República, con tasas de interés más bajas que las que se podría aspirar obtener con recursos del ahorro privado. En 1975 se autorizó la captación y colocación a corto plazo. La respuesta en la captación del público fue relativamente rápida. La sola colocación del CDT constituía el 14.1% del total de los pasivos a fines de 1976. Como se analizó anteriormente, las tasas autorizadas sobre CDT siempre se acercaron a la tasa de mercado, y hoy en día son equivalentes.

De los Cuadros IX y X se puede tener una idea sobre la evolución de las tasas de interés pagadas y cobradas por las Corporaciones Financieras desde 1970 hasta 1984. Estos cuadros expresan la relación porcentual entre intereses y comisiones recibidas (pagadas) y colocaciones (recursos para crédito). En ambos casos se confirma la tendencia alcista de las tasas de interés entre 1970 y 1980, pero se destaca cómo el ajuste de las tasas implícitas, en el caso de las Corporaciones Financieras es mayor que en el sistema bancario, resultado esperado, habida cuenta de reducción de la importancia del crédito de fomento dentro de los recursos de las corporaciones. Por supuesto, las relaciones implícitas calculadas no precisan el *nivel absoluto* de las tasas de interés, al incluir también las comisiones. Estas constituyen sólo parcialmente intereses devengados o costos de captación efectivos como quiera que las entidades devengan comisiones por otros conceptos. Pero los porcentajes contruidos sí brindan un panorama coherente sobre la *evolución* de las tasas de interés cobradas y pagadas por las Corporaciones Financieras. Como, a comienzos de los setenta, las corporaciones dependían casi exclusivamente de recursos de fomento, las tasas implícitas no muestran el patrón de comportamiento registrado por la tasa de mercado. En particular, la relación entre operaciones activas refleja el comportamiento del costo de crédito de fomento. En contraste, después de

**Cuadro IX**  
**RELACION DE INTERESES Y COMISIONES PAGADAS A RECURSOS PARA CREDITO**  
**1970 - 1985**

Año	Sistema Bancario			Corporaciones Financieras		
	Intereses y Comisiones Pagadas (1)	Recursos para Crédito <sup>1</sup> (junio) (2)	Relación (1) ÷ (2) (o/o) (3)	Intereses y Comisiones Pagadas (4)	Recursos para Crédito <sup>2</sup> (junio) (5)	Relación (1) ÷ (2) (o/o) (6)
1970	769.4	3.411.0	22.6	202	1.740.4	11.6
1971	788.8	5.413.5	14.6	270	2.323.5	11.6
1972	1.073.4	6.693.5	16.0	374	2.610.4	14.3
1973	1.712.1	7.933.8	21.6	517	3.437.9	15.0
1974	2.997.6	13.589.9	22.1	695	4.121.5	16.9
1975	5.557.6	22.858.9	24.3	970	5.206.6	18.6
1976	6.619.5	29.789.6	22.2	1.503	6.774.2	22.2
1977	9.434.0	44.468.1	21.2	3.001	13.187.2	22.8
1978	13.180.6	67.247.2	19.6	4.939	19.497.6	25.3
1979	17.552.9	77.893.6	22.5	6.911	24.513.5	28.2
1980	31.231.1	96.440.2	32.4	8.666	24.696.3	35.1
1981	50.456.5	152.245.0	33.1	11.460	40.420.2	28.4
1982	66.282.4	241.576.6	27.4	13.355	50.119.4	26.6
1983	79.081.1	289.706.3	27.3	17.621	61.337.4	28.7
1984	117.107.5	410.714.3	18.5	24.606	76.753.6	32.1

FUENTE: Balances Consolidados de Bancos y Corporaciones.

1/ Comprende Depósitos de Ahorro, Certificados de Depósito a Término y Recursos del Banco de la República.

2/ Comprende Certificados de Depósito a Término, Bonos de Garantía General y Específica, Recursos del Banco de la República y Recursos de Organismos Internacionales.

## Cuadro X

RELACION DE INTERESES Y COMISIONES RECIBIDAS A ACTIVOS PRODUCTIVOS<sup>1</sup>

1970 - 1985

Año	Sistema Bancario			Corporaciones Financieras Privadas		
	Intereses y Comisiones Recibidas	Activos Productivos <sup>1</sup> (Junio)	Relación (1) ÷ (2) (%o)	Intereses y Comisiones Recibidas	Activos Productivos <sup>1</sup> (Junio)	Relación (1) ÷ (2) (%o)
1970	2.790.3	13.392.4	20.8	373	2.103.5	17.7
1971	3.124.1	17.683.3	17.7	469	2.513.0	18.7
1972	3.976.4	21.315.4	18.7	623	3.228.3	19.3
1973	5.632.2	24.626.8	22.9	838	4.412.0	19.0
1974	7.819.1	34.221.1	22.8	1.134	5.396.1	21.0
1975	12.179.5	48.332.8	25.2	1.630	6.983.1	23.3
1976	14.477.8	60.396.4	24.0	2.374	9.532.5	24.9
1977	19.837.1	82.353.3	24.1	4.009	15.698.2	25.5
1978	26.373.7	110.740.4	23.8	6.170	23.232.4	26.6
1979	34.203.6	129.374.8	26.4	8.073	28.158.4	28.7
1980	57.254.4	160.855.2	35.6	11.980	31.898.6	37.6
1981	82.948.9	239.148.1	34.7	18.495	51.511.0	35.9
1982	106.375.5	326.678.3	32.6	23.552	66.812.0	35.2
1983	126.588.4	408.126.9	31.0	25.191	70.386.4	35.8
1984	158.812.6	538.704.5	29.5	26.184	80.157.7	32.7

FUENTE: Balances Consolidados de Bancos y Corporaciones.

1/ Préstamos, Descuentos, Deudores Varios e Inversiones. En el caso de corporaciones se excluyen las inversiones en empresas.

**Cuadro XI**  
**RELACION DE INGRESOS FINANCIEROS A CREDITO**  
**EN MONEDA LEGAL**

**Sistema Bancario**

Año	Tasa de Interés Activa (1)	Tasa de Mercado (2)	Diferencia en T.M. (3)
1972	19.09	17.3	(1.8)
1973	19.86	18.9	(1.0)
1974	21.92	25.4	3.5
1975	25.72	25.2	(0.5)
1976	25.88	28.1	2.2
1977	27.04	26.7	(0.3)
1978	28.43	28.8	0.4
1979	31.80	33.4	1.6
1980	36.80	34.6	(2.2)
1981	39.18	37.4	(1.8)
1982	38.77	38.0	(0.8)
1983	37.58	33.8	(3.8)
1984	35.46	34.8	(0.7)

FUENTE: Balances de los Bancos.

METODOLOGIA: Se definió como la relación I/C para cada trimestre y luego se anualizó. I corresponde a los ingresos financieros en M/L causados por los bancos en cada trimestre y C corresponde al valor promedio del crédito en M/L para cada trimestre.

Los ingresos financieros (I) en M/L incluyen los siguientes rubros:

- (+) Comisiones de operaciones en M/L
- (+) Intereses de operaciones en M/L
- (+) Ingresos en operaciones en tarjetas de crédito
- (+) Intereses de operaciones, con entidades oficiales

Es importante anotar que en el renglón de operaciones con entidades oficiales fue imposible discriminar entre operaciones en M/L y M/E.

El crédito en M/L (C) incluye los siguientes rubros del balance:

- (+) Préstamos y descuentos
- (+) Deudores varios en M/L
- (-) Deudores varios por intereses, comisiones y arrendamientos por recibir
- (+) Créditos interbancarios
- (+) Préstamos Res. J.M. 21, 42/83
- (+) Cartera vendida

El renglón de cartera vendida se incorpora en los balances a finales de 1980; para antes de esta fecha se utilizó información mensual de la Superbancaria (junio/79 - noviembre/80) y se extrapola para el período dic/77 - mayo/79.

1979, a medida que las corporaciones aumentan su participación en la captación de ahorro interno, los cambios en las relaciones calculadas parecen ajustarse más a los cambios en la tasa de mercado. Ello se advierte tanto en la relación de operaciones pasivas (Cuadro IX) como en la relación de operaciones activas (Cuadro X).

### 3. *Compañías de Financiamiento Comercial*

Como ya se indicó, las hoy llamadas Compañías de Financiamiento Comercial comenzaron a surgir a mediados de la década de los años sesenta. Las fuentes disponibles coinciden en ubicar entre 20% y 24% las tasas de captación de estas entidades durante el segundo quinquenio de los sesenta y hasta, aproximadamente 1972. Hacia 1973 este rango se modifica, de modo que el costo de captación se ubica entre 24% y 30%. En 1978, el gobierno establece una tasa máxima de captación de 22%, elevada en un punto al año siguiente. En 1980 se retorna a un régimen de libertad y la tasa de captación se ubica entre 34% y 40%.

En materia de tasas de colocación, el segundo quinquenio de los sesenta presentó tasas ubicadas entre 24% y 30%<sup>15</sup> que permanecieron vigentes probablemente hasta 1972. No hay registro sistemático ni comentarios o crónicas indicativas de la evolución entre 1973 y comienzos de los años ochenta. Es probable que las tasas de colocación libres se hayan ubicado, después de 1972, entre 30% y 40%. Sabemos que, desde hace unos cinco años, las Compañías de Financiamiento liquidan tasas activas efectivas ubicadas alrededor del 50% anual.

### 4. *Corporaciones de Ahorro y Vivienda*

La instauración del sistema de ahorro y vivienda introdujo a su vez el concepto de la corrección monetaria en la determinación del rendimiento nominal de las captaciones y del costo nominal del crédito hipotecario. Se trataba de proteger las tasas de interés reales contra las fluctuaciones en el ritmo de la inflación. Inicialmente, la corrección monetaria se vinculó estrechamente al ritmo de inflación, pero desde 1974 ha estado sujeta a límites máximos. Además, recientemente, se introdujo un mecanismo por medio del cual la corrección monetaria es ajustada parcialmente según el valor de la diferencia entre la tasa de interés de mercado y la tasa de inflación. Las tasas de interés reales de colocación han estado siempre sujetas a límites máximos, así como la tasa de captación por medio de cuentas de ahorro. La tasa de captación por medio de certificados de depósito no está limitada directamente por disposición legal, pero sí por el límite que pesa sobre las tasas de colocación.

El Cuadro XII muestra la evolución de las tasas nominales de captación y colocación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Las estadísticas registran un aumento moderado en las tasas de captación y gran estabilidad en las tasas de colocación autorizadas. La última columna del cuadro compara el interés del mercado con el rendimiento promedio del certificado de depósito en UPAC. Ahí se aprecia que este último fue competitivo sólo hasta 1975. Desde entonces ha permanecido significativamente por debajo de las tasas libres que registra el mercado financiero.

---

15/ Véase Quale, A.C. (1974), pág. 169.

**CUADRO XII**  
**CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA**

**Tasas de interés de captación y colocación**

Año	Tasas de Captación		Depósitos Comunes	Promedio Ponderado	Construc- tores	Tasas de Colocación		Diferencia con tasa de Mercado
	Tasas de Ahorro	Certificados de Depósito				Individua- les	Promedio Ponderado	
1973	26.0	26.6		26.6	30.5	29.9		(7.7)
1974	26.6	27.4		27.0	31.8	31.4	31.5	(2.0)
1975	24.5	25.7		25.2	29.7	28.8	28.9	(0.5)
1976	22.8	24.0	19.0	22.8	27.5	26.4	26.9	4.1
1977	22.7	23.9	19.0	22.8	27.4	26.3	26.7	2.8
1978	22.7	23.9	29.0	22.4	27.4	26.3	26.7	4.9
1979	24.4	25.7	19.0	24.4	29.1	27.5	28.0	7.7
1980	25.5	27.5	19.0	25.8	30.2	28.5	29.0	7.1
1981	27.1	29.5	19.0	27.7	31.9	30.1	30.6	7.9
1982	27.4	29.8	19.0	28.0	32.2	30.4	30.9	8.2
1983	26.8	29.2	19.0	27.3	31.9	29.8	30.4	4.6
1984	25.3	27.7	19.0	25.9	30.5	28.3	28.8	7.1
1985	28.8	31.3	19.0	29.3	34.3	31.9	32.4	

Fuente: Disposiciones legales y cifras sobre corrección monetaria. Los cálculos son promedios trimestrales. Las tasas promedio se ponderaron con las cifras de captación o colocación según el caso, correspondientes a cada trimestre, con excepción de los promedios del período 1982 - 1985, los cuales se ponderaron con las captaciones y colocaciones de fin de año. La última columna presenta la diferencia entre la tasa de mercado y el rendimiento de los depósitos a término.



### C. Tasas de interés de Papeles Oficiales

El gobierno también interviene en el mercado de capitales al colocar sus propios papeles o aquellos de las entidades de las cuales él es socio mayoritario. El Cuadro XIII recoge las tasas de interés sobre las operaciones más importantes, comparándolas con la tasa de mercado. En primer término se presenta la evolución del rendimiento de las células exentas emitidas por el Banco Central Hipotecario. En segundo término, el Cuadro muestra los rendimientos de los Bonos de Desarrollo Económico Clase B. Ambas series, como se aprecia en el Gráfico VI, muestran rendimientos más o menos competitivos hasta comienzos de los años sesenta, y mucho más que competitivos a finales de los sesenta y comienzos de los años setenta. El resto del período, las rentabilidades de estos dos activos han estado por debajo de la tasa de mercado de referencia.

Los otros rendimientos del Cuadro XIII corresponden a papeles emitidos por el Gobierno o el Banco de la República, durante la última década. Se trata de papeles que se han emitido durante lapsos cortos de tiempo para atender las necesidades de financiación del gobierno o para regular el mercado monetario. El Cuadro muestra que los rendimientos no siempre se ajustan a la tasa de interés de mercado.

### D. Panorama Actual de las Tasas de Interés

Conviene concluir esta sección presentando un resumen de los rendimientos financieros y de los costos de las diferentes líneas de crédito actualmente vigentes en Colombia. En el Cuadro XIV se resumen las tasas de interés de los principales activos de inversión financiera, ordenadas según el plazo de vencimiento del título. Se destaca, en primer término que la mayoría de los rendimientos se ubican entre 29% y 36% anual. Ello no significa que la mayoría del ahorro financiero esté recibiendo un rendimiento ubicado en ese rango. Las solas cuentas de ahorro en UPAC constituyen cerca del 30% del ahorro financiero y devengan un rendimiento mucho menor. Buena parte de los CDT y la mayoría de los documentos por pagar de las compañías de financiamiento comercial reconocen tasas cercanas al 40% anual. Pero el rendimiento del CDT sí brinda un buen estimativo del punto de gravedad de los rendimientos en el mercado a un plazo de noventa días. Se destaca también que los papeles emitidos por el gobierno o por entidades oficiales se aproximan hacia el 30% anual, si bien presentan premios adicionales por el ahorro que se constituya a un plazo superior a los noventa días.

Un segundo punto que merece atención es la dispersión existente de los rendimientos. Este fue uno de los aspectos que destacó hace más de una década un estudio ya citado sobre el tema.<sup>16</sup> Como antes, la principal fuente de dispersión continúa siendo la discrepancia entre las tasas libres de mercado y las tasas controladas. En la actualidad, se destaca el control que continúa pesando sobre los depósitos en las cajas de ahorro. Otras fuentes de dispersión se originan en diferencias en el grado de liquidez de los activos, en su plazo de vencimiento o en el tamaño de los depósitos, o en el riesgo de la entidad emisora. Las cifras brindan, por ejemplo, alguna idea sobre la estructura de tasas según plazo de vencimiento que prevalecería en un mercado libre. En el mercado a la vista, la tasa se aproxima hoy al 35% anual; en el mercado a 90 días, esta tasa está alrededor de

---

16/ Gómez, Otálora H. y Pardo F. (1973), pág. 129.

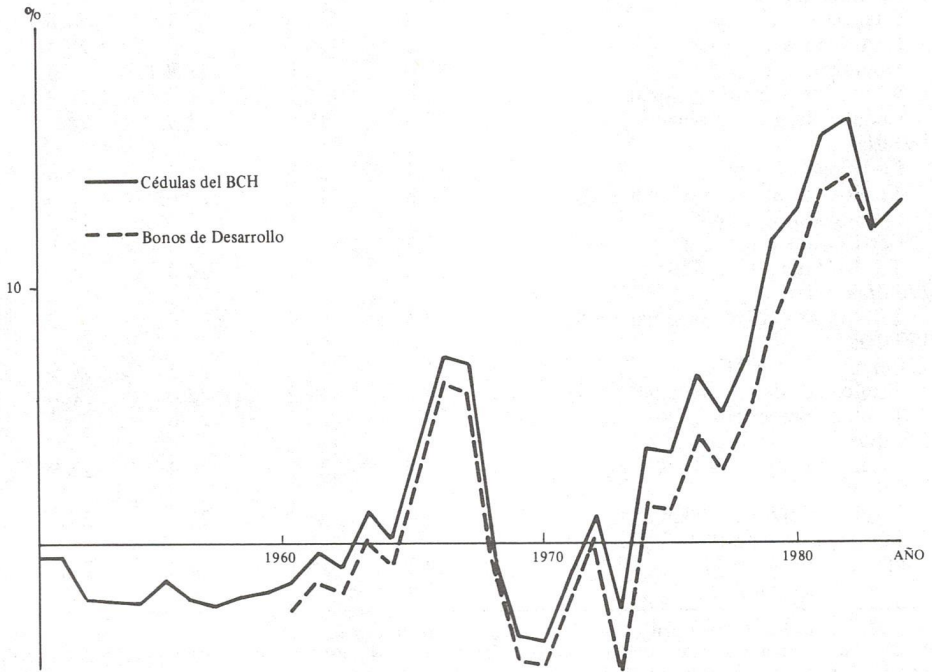
Cuadro XIII  
TASAS DE INTERES SOBRE PAPELES OFICIALES ESCOGIDOS  
1950 - 1984

Año	Cédulas exentas del BCH Tasa efectiva				Bonos Exentos Desarrollo Económico (Clase B)				Pagará Semestrales de Emergencia		Bonos Desarrollo Clase F		Títulos Participación		Títulos de Ahorro Nacional	
	Tasa nominal <sup>1</sup>	Tasa neta de impuesto <sup>2</sup>	Antes de impuesto <sup>3</sup>	Diferen- cia con TM <sup>4</sup>	5	6	7	8	Tasa efec- tiva <sup>9</sup>	Diferen- cia con TM <sup>10</sup>	Tasa efec- tiva <sup>11</sup>	Diferen- cia con TM <sup>12</sup>	Tasa efec- tiva <sup>13</sup>	Diferen- cia con TM <sup>14</sup>	Tasa efec- tiva <sup>15</sup>	Diferen- cia con TM <sup>16</sup>
1950	7.0	8.4	12.0	(0.5)												
1951	7.0	8.4	12.0	(0.5)												
1952	7.0	8.4	12.0	(2.2)												
1953	7.0	8.4	12.0	(2.3)												
1954	7.0	8.4	12.0	(2.3)												
1955	7.0	8.4	12.0	(1.5)												
1956	7.0	8.4	12.0	(2.2)												
1957	7.0	8.4	12.0	(2.4)												
1958	7.0	8.4	12.0	(2.1)												
1959	7.0	8.4	12.0	(2.0)												
1960	7.0	8.4	12.0	(1.5)	8.5	9.2	13.1	(2.6)								
1961	7.0	8.4	12.0	(0.4)	8.5	9.2	13.1	(1.5)								
1962	7.0	8.4	12.0	(0.9)	8.5	9.2	13.1	(2.0)								
1963	7.0	8.4	12.0	1.2	8.5	9.2	13.1	0.1								
1964	7.0	8.4	12.0	0.3	8.5	9.2	13.1	(0.8)								
1965	7.0	8.4	12.0	3.7	8.5	9.2	13.1	2.6								
1966	7.0	8.4	12.0	7.2	8.5	9.2	13.1	6.1								
1967	7.0	8.4	12.0	6.9	8.5	9.2	13.1	5.8								
1968	9.5	11.4	16.3	(0.5)	11.0	12.1	17.3	(0.8)								
1969	9.5	11.4	16.3	(3.6)	11.0	12.1	17.3	(4.6)								
1970	9.5	11.4	16.3	(3.8)	11.0	12.1	17.3	(4.8)								
1971	9.5	11.4	16.3	(1.1)	11.0	12.1	17.3	(2.1)								
1972	9.5	11.4	16.3	1.0	11.0	12.1	17.3	0.0								
1973	12.5	15.2	21.7	(2.8)	15.0	16.7	23.9	(5.0)								
1974	12.5	15.2	21.7	3.7	15.0	16.7	23.9	1.5					20.0	5.4		
1975	12.5	15.2	21.7	3.5	15.0	16.7	23.9	1.3	28.8	(3.6)	26.2	(1.0)	21.0	4.2		
1976	12.5	15.2	21.7	6.4	15.0	16.7	23.9	4.2	28.6	(0.3)	26.2	1.9	21.6	6.5		
1977	12.5	15.2	21.7	5.0	15.0	16.7	23.9	2.8	28.6	(1.9)	26.2	0.5	21.6	5.1		
1978	12.5	15.2	21.7	7.1	15.0	16.7	23.9	4.9					21.6	7.2		
1979	12.5	15.2	21.7	11.7	15.0	16.7	23.9	9.5					35.2	(1.8)		
1980	12.5	15.2	21.7	12.9	15.0	16.7	23.9	10.7					33.5	1.1		
1981	12.5	15.2	21.7	15.7	15.0	16.0	23.9	13.5					31.6	5.8		
1982	12.5	15.2	21.7	16.3	15.0	16.7	23.9	14.1					29.7	8.3		
1983	12.5	15.2	21.7	12.1	15.0	16.7	23.9	9.9					25.5	8.3	28.6	5.2
1984	12.5	15.2	21.7	13.1	15.0	16.7	23.9	10.9						28.6	6.2	
1985																

FUENTES:

- 1/ Gaviria, F (1975), p. 19. Ruiz y Schlesinger (1975), p. 536. Bolsa de Bogotá, Manual de Valores de Renta Fija y Descuento 1979, 1982 y 1983.
- 2/ Rendimiento calculado suponiendo capitalización por trimestres vencidos, y sobre un precio de 86%.
- 3/ Supone tasa de tributación de 30%.
- 4/ Tasa de mercado - columna (3)
- 5/ Lo mismo que (1)
- 6/ Lo mismo que (2) sobre un precio de 95%
- 7/ Lo mismo que (3)
- 8/ Lo mismo que (4).
- 9/ Zarta A. (1980) p. 52.
- 10/ Lo mismo que (4).
- 11/ Lo mismo que (9).
- 12/ Lo mismo que (4).
- 13/ Hasta 1979, Zarta A. (1980) p. 52. Desde 1980 hasta 1984, rendimientos efectivos de oferta directa, según promedios anuales calculados a partir de cifras del Boletín Mensual de la Bolsa de Bogotá.
- 14/ Lo mismo que (4).
- 15/ Lo mismo que (3) desde 1983.
- 16/ Lo mismo que (4).

Gráfico VI  
DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INTERES DE MERCADO  
Y EL RENDIMIENTO DE DOS PAPELES OFICIALES  
1950 - 1984



**Cuadro XIV**  
**RENDIMIENTO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS**

Activo	Antes de Impuestos	Rendimiento Efectivo Anual Después de Impuestos <sup>1</sup>		
		a)	(b)	(c)
<b>Mercado a la vista</b>				
Cuenta UPAC	23.0	16.6	18.0	19.3
Depósitos ordinarios	19.0	12.5	13.9	15.3
Fondos a la vista	33.6	22.9	25.3	27.7
<b>90 días</b>				
Cajas de ahorro	22.7	15.1	16.8	18.4
Cuentas UPAC	29.2	21.4	23.1	24.8
Certificados de depósito	35.5	24.2	26.8	29.4
Documentos de la CFC <sup>2</sup>	38.0	26.0	28.8	31.5
Títulos de Ahorro Nacional TAN	28.6	16.2	19.0	21.9
Cédulas BCH corto plazo	29.3	19.8	21.9	24.1
<b>180 días</b>				
Certificados UPAC	30.4	22.3	24.1	25.8
Títulos de Ahorro Nacional TAN	30.8	17.5	20.6	23.6
Certificados Cafeteros	27.7	15.6	18.4	21.2
Certificados Eléctricos	32.2	18.3	21.5	24.8
Títulos Energéticos TER	32.2	21.9	24.3	26.6
<b>270 días</b>				
Títulos de Ahorro Nacional TAN	32.3	18.4	21.6	24.8
<b>360 días</b>				
Certificados UPAC	31.6	23.2	25.1	26.9
Títulos de Ahorro Nacional TAN	33.7	19.2	22.6	26.0
Títulos Energéticos TER	34.0	23.2	25.6	28.1
<b>540 días</b>				
Títulos Energéticos TER	35.0	23.9	26.4	28.9
<b>720 días</b>				
Títulos Energéticos TER	35.4	24.2	26.7	29.3
<b>Cédulas de inversión BCH 5 años</b>				
Mercado primario	29.3	19.1	21.4	23.7
Mercado secundario	45.8	33.8	36.7	39.5

FUENTE: Cálculos de MEMORANDO ECONOMICO con información de: Cotizaciones de la Bolsa de Bogotá; Banco de la República; Departamento de Investigaciones Económicas; Financiera Bermúdez y Valenzuela S.A. a) Tasa de tributación de 40% para renta y 1% para patrimonio. b) Tasa de tributación de 30% para renta y 1% para patrimonio. c) Tasa de tributación de 20% para renta y 1% para patrimonio. 1/ La parte exenta de rendimientos anuales efectivos se calculó como base en los lineamientos establecidos en el Decreto 437 de 1984, el cual determinó los porcentajes de exención en 41.55% de los intereses y la corrección monetaria recibidos como rendimiento en UPAC y en 27.7% de los intereses recibidos como rendimientos diferentes a los del sistema UPAC. Se excluyen de estos, papeles que se negocian a descuento. La parte no exenta de los rendimientos se grava de acuerdo con las tasas de tributación mencionadas en los literales a), b), c). El rendimiento efectivo anual después de impuestos aquí calculado es sólo válido para rentas recibidas por personas naturales y sucesiones ilíquidas que son los contribuyentes que se benefician por las mencionadas Exenciones Tributarias. 2/ Compañías de Financiamiento Comercial.

380/o; finalmente, el rendimiento de las células de inversión a cinco años en el mercado secundario, igual a 450/o anual, ofrece un indicador del premio que cotiza la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las tasas.

Finalmente, el Cuadro indica el efecto de la tributación a la renta. Si se analiza el caso de los Certificados de Depósito a Término, debe concluirse que solamente los inversionistas con tasas marginales de tributación relativamente bajas recibirían un beneficio real de la inversión financiera después de pagar los impuestos directos que les corresponden. En efecto, con una inflación esperada de 250/o anual, una persona natural que devengue un rendimiento bruto de 350/o sobre su inversión y le corresponda una tasa de tributación a la renta de 200/o y un porcentaje de tributación sobre el patrimonio de 100/o, recibiría un rendimiento neto de impuestos de 290/o. En contraste, si se trata de una persona con una tasa marginal de tributación de 400/o, el rendimiento neto de impuestos apenas compensaría la pérdida del poder adquisitivo del peso.

De otra parte, el Cuadro XV presenta un panorama de las tasas de interés vigentes sobre operaciones de crédito. Aquí la dispersión de tasas es mucho mayor. Se tienen operaciones de crédito de fomento con tasas que oscilan entre 150/o y 360/o; crédito para construcción y vivienda con tasas autorizadas que van desde 300/o hasta 360/o; y crédito comercial que se ubica alrededor de 500/o. Esta dispersión plantea el interrogante sobre cuál es realmente el costo promedio del crédito en Colombia. Desafortunadamente, no es posible discriminar las colocaciones del sistema financiero según tasas de interés. Pero sí conviene presentar algunas consideraciones pertinentes. En el sistema bancario, por ejemplo, cerca de la mitad de la cartera se financia con recursos de libre disposición; cerca del 300/o utiliza recursos de fondos financieros; el resto corresponde a otras líneas diversas. Ello implica que una buena fracción del endeudamiento con los bancos presenta un costo inferior a la tasa de mercado activa, la cual, efectivamente, asciende a cerca del 500/o anual. De otra parte, de las colocaciones brutas del sistema financiero, cerca del 300/o corresponde a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, con tasas de colocación inferiores a la tasa de referencia del mercado libre de crédito. Del total de las colocaciones brutas, apenas el 5.60/o corresponde a las Compañías de Financiamiento Comercial, con costos similares a las del crédito bancario corriente. Finalmente, se advierte que las colocaciones de la Caja de Crédito Agrario constituyen cerca de 100/o del total, con una buena fracción de crédito de fomento.

Estas consideraciones se presentan para no exagerar el alcance o cubrimiento del crédito caro en Colombia, como quiera que el crédito administrado sigue siendo muy significativo. Tampoco debe ocultarnos el impacto de las reciprocidades en los créditos preferenciales, o la concentración de estos créditos en destinatarios que anticipan riesgos relativamente bajos.

¿Qué puede resumirse entonces de todo este acopio de evidencia? Los resultados más interesantes son probablemente los siguientes. En primer término, parece claro que las tasas de interés reales altas no son una novedad en Colombia. La década de los años sesenta registró un incremento significativo de los intereses reales; estos cedieron más adelante, y se incrementaron nuevamente a finales de la década pasada. Aún comparados con los vigentes durante el segundo quinquenio de los sesenta, las tasas observadas durante los últimos años, especialmente en 1981 y 1982, han sido relativamente elevadas. Por lo demás, se destaca que las tasas altas que muestra la experiencia colombiana no son excepcionales, especialmente si se toman como referencia algunos otros países latinoamericanos.

Cuadro XV

COSTO DEL CREDITO  
(Septiembre - 1985)

	Tasa de interés Anual <sup>1</sup>	Plazo	Período de Gracia
<b>1. CREDITO DE FOMENTO<sup>2</sup></b>			
Fondos Financieros			
Fondo Financiero Agropecuario FFAP			
Crédito para cultivos semestrales	24.1	5 meses a 1 año	No tiene
Crédito para cultivos diferentes a los semestrales <sup>3</sup>			
Corto plazo	24.1	Corto plazo	No tiene
Mediano plazo	24.1	Mediano plazo	Ciclo productivo 4 años
Largo plazo	150 - 21.0	Largo plazo	No tiene
Fondo de Desarrollo Eléctrico FDE	33.7	3 años	No tiene
Fondo Financiero Industrial - FFI <sup>5</sup>			
Proyectos en Bogotá, Cali, Medellín y zonas de influencia	32.3	5 años	1 año
Proyectos en otras ciudades	29.4	5 años	Hasta 6 meses
Proyectos en zonas fronterizas	26.9	5 años	1 año
Línea para bienes de capital			
En zonas fronterizas	30.0	5 años	6 meses
En otras zonas	32.3	5 años	Hasta 6 meses
Fondo de Inversiones Privadas - FIP <sup>5</sup>			
Proyectos en Bogotá, Cali, Medellín y zonas de influencia	33.8	10 años	Hasta 3 años
Proyectos en otras ciudades	32.6	10 años	Hasta 3 años
Proyectos en zonas fronterizas	30.4	10 años	Hasta 3 años
Proyectos en empresas con activos superiores a \$ 4.060 millones	36.3	10 años	Hasta 3 años
Fondo de Promoción de Exportaciones - PROEXPO			
Refinanciación de exportaciones y capital de trabajo	24.1	2 años	No tiene
Apoyo al pequeño y mediano exportador	24.1	6 meses a 1 año	No tiene
Fondo de Capitalización			
Sector financiero			
Compra de acciones en circulación	20.8	Hasta 3 años	Hasta 1 año
Compra de acciones y bonos convertibles en acciones	20.2	Hasta 5 años	Hasta 2 años
Sector empresarial			
Sociedades anónimas abiertas	24.0	5 años	1 año
Sociedades anónimas cerradas	32.9	5 años	1 año
Operaciones de underwriting	23.0	1 año	6 meses
Operaciones de Underwriting largo plazo	16.0	5 años	2.5 años
Recursos externos			
Línea BIRF 2477			
Proyectos de mejoramiento tecnológico, investigación, desarrollo y control de contaminación.			
Préstamos hasta por US\$ 2'000.000 (en pesos)	40.9	15 años	Hasta 3 años
Préstamos superiores a US\$ 2'000.000 (excedente en US\$)	Libor más 2.50%	15 años	Hasta 3 años
Otros proyectos			
Préstamos hasta por US\$ 500.000 (en pesos)	40.9	15 años	Hasta 3 años
Préstamos superiores a US\$ 500.000 (excedente en US\$)	Libor más 2.50%	15 años	Hasta 3 años
Línea BID 475 <sup>7</sup>	40.9	10 años	Hasta 3 años
Segunda línea CAF			
Preinversión	13.25 US\$	6 años	Hasta 2 años
Ejecución y capital de trabajo			
Créditos aprobados antes de Feb. 6 de 1985	15.25 US\$	Ejecución = 15 años	Tiempo necesario
Créditos aprobados después de Feb. 6 de 1985	13.75 US\$	Capital de Trabajo = 3 años	1 año
<b>2. CREDITO PARA VIVIENDA Y CONSTRUCCION - CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA<sup>8</sup></b>			
Corrección monetaria del período 23.0%			
Préstamos para adquisición de vivienda			
Hasta 1300 UPAC (Tasa de interés 6%)	30.4	15 años	
Entre 1300 y 5000 UPAC (Tasa de interés 7.5%)	32.2	15 años	
Entre 5000 y 10.000 UPAC (Tasa de interés 8.9%)	32.8	15 años	
Entre 10000 y 15000 UPAC (Tasa de interés 11%)	36.5	15 años	
Adquisición de lotes con servicios (Tasa de interés 7.5%)	32.2	8 años	
Industria de materiales construcción			
(Tasa de interés 11%)	36.5	15 años	
Crédito a constructores (Tasa de interés 9.5%)	34.7	6 meses más tiempo de Construcción	
<b>3. CREDITO COMERCIAL</b>			
Bancos Comerciales			
Préstamos coprientes	34.0 - 36.0	1 año trimestre anticipado	
Tasa efectiva <sup>9</sup>	51.6		
Sobregiro	36.0	Diario vencimiento	
Tarjetas de crédito			
Compras de mercancías y servicios	24.0	6 meses	
Avances en efectivo <sup>10</sup>	4.6	1 año	
Compañías de Financiamiento Comercial <sup>11</sup>	50.4	3 meses	

FUENTE: Banco de la República (Departamento de Crédito de Fomento), Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda<sup>1/</sup>. Los valores en *negrilla* son tasas efectivas anuales<sup>2/</sup>. Las líneas de crédito de fomento se tramitan a través de los Bancos Comerciales y las Corporaciones Financieras<sup>3/</sup>. En el caso de los créditos para zonas fronterizas, la tasa nominal de interés es la misma que se cobra en las demás líneas, disminuida en dos puntos porcentuales. El plazo y el período de gracia para los créditos en zonas fronterizas son los mismos que se aplican en el resto del país<sup>4/</sup>. Se refiere a las tasas nominales de las diferentes líneas sin tener en cuenta los márgenes y las tasas de redescuento<sup>5/</sup>. Por medio de la resolución 109 de 1983, la junta monetaria introdujo algunas modificaciones a la forma como venían operando los créditos de fomento otorgados a través del FIP y del FFI. Con base en esto, los intermediarios financieros están autorizados para cobrar por los recaudos propios aportados en estas operaciones una tasa variable que será igual a un indicador de la tasa de interés de captación adicionado hasta en tres puntos porcentuales. Este indicador, denominado DTF promedio de 90 días es el resultante del promedio ponderado de la tasa de interés para los certificados de depósito a 90 días de las Corporaciones Financieras para el presente cuadro se tomó un DTF - 29.87% por trimestre anticipado<sup>6/</sup>. En el caso de proyectos de inversión de capital de las corporaciones financieras el período de gracia puede ampliarse hasta 5 años<sup>7/</sup>. La línea BID 475 opera de la misma forma (tasa de interés y período de gracia) que la línea BIRF 2477 pero difieren en los plazos de amortización<sup>8/</sup>. La tasa de interés en el caso de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda está compuesta por dos elementos: i) la corrección monetaria del período correspondiente y ii) la tasa de interés<sup>9/</sup>. La tasa efectiva de los préstamos corrientes concedidos por los Bancos Comerciales se calculó suponiendo que el cliente debe mantener un depósito en cuenta corriente igual a la mitad del préstamo durante seis meses con un costo de oportunidad anual de 23.00%<sup>10/</sup>. Los Bancos cobran 1.50% mes anticipado sobre el avance y 3.00% mensual diario vencimiento sobre la misma suma. Aquí se supone que el crédito se utiliza un mes completo. La tasa del cuadro es la efectiva mensual<sup>11/</sup>. Corresponde al interés remuneratorio máximo que se desprende de la certificación del interés bancario corriente preferida por la Superintendencia Bancaria mediante resolución 4815 del 30 de octubre de 1984.

NOTA: Los valores de tasas activas que no están en *negrilla* corresponden a tasas nominales anuales.

Otra conclusión de fondo se refiere al control administrativo de las tasas de interés que pueden pagar, o cobrar las distintas entidades de crédito. Los límites que pesaron sobre las tasas de captación y colocación del sistema bancario fueron especialmente restrictivas durante el segundo quinquenio de los años sesenta. En la actualidad, aún subsisten restricciones importantes, pero las entidades de crédito cuentan con un instrumento de captación de tasa libre, cual es el certificado de depósito a término y pueden convenir con pocas restricciones los intereses sobre operaciones de crédito de corto plazo. Indudablemente, el marco institucional consagra hoy una mayor libertad de tasas que en el pasado.

Finalmente, se destaca la amplia dispersión aún existente en las tasas de interés. Ello es especialmente cierto en el crédito, como resultado de los controles que aún pesan sobre muchas tasas activas y de las tasas preferenciales autorizadas sobre las operaciones con recursos de fomento.

### III. ¿POR QUE SUBIERON LAS TASAS DE INTERES DE MERCADO EN COLOMBIA?

La sección anterior presentó un panorama enteramente descriptivo de la evolución histórica y de la alta situación actual de las tasas de interés en Colombia. El estudio se ocupa ahora de identificar los factores a los cuales puede atribuirse el incremento observado de los intereses. Con el fin de desarrollar este objetivo, es indispensable referirse a los enfoques teóricos empleados para analizar los determinantes de esta importante variable.

#### A. Enfoques Teóricos

No se pretende, en este acápite abarcar todos los diferentes enfoques analíticos que, en materia de la tasa de interés, registra la historia de las doctrinas económicas. Conviene mejor referirse a los más empleados en la actualidad, los cuales supuestamente reflejan el estado de avance de la ciencia económica. Se distinguirán cuatro modelos. Uno tiene como escenario una economía abierta con libre movilidad de capitales; otro se refiere a una economía cerrada donde el rendimiento real del capital es constante; y, finalmente, se describen dos modelos de equilibrio general macroeconómico: Uno de ellos es el que se presenta comunmente en los textos de teoría macroeconómica; otro constituye un paradigma algo más completo, al incluir específicamente el mercado del crédito.

##### 1. Modelo Sencillo para una Economía Cerrada

El discurso más corriente sobre tasas de interés en Colombia, y quizás dentro de un ámbito más amplio, invoca la conocida ecuación de arbitraje, según la cual la tasa de interés nominal interna es igual a la suma de la tasa de interés externa más el ritmo *esperado* de devaluación. Se llama ecuación de arbitraje puesto que lleva implícita un mecanismo de equilibrio de mercado. Si, por alguna razón, la tasa de interés nominal interna fuese inferior a la suma de la tasa externa y la devaluación esperada, los inversionistas y prestatarios se encargarían de presionar el mercado interno hasta que se configurara la ecuación postulada. Esta es la versión más corriente del ajuste, pero no es la única posible;

---

17/ Véase Edwards, S. (1985).

en un mercado en el cual se permitiese un ajuste libre de la tasa de cambio, las actuaciones de inversionistas y prestatarios también empujarían el precio del dólar, modificándose así el ritmo esperado de devaluación.

Sobre la base de este modelo sencillo es posible investigar si una mayor devaluación efectiva presiona las tasas de interés hacia arriba. Este tema fue analizado recientemente por un prestante investigador de la Universidad de California, sobre la base de los rendimientos del Certificado de Abono Tributario durante el período 1968 - 1981.<sup>17</sup> Su estudio confirmó la hipótesis del efecto alcista de la devaluación. Conviene, sin embargo, examinarla con más detalle. El mayor problema que plantea el examen de esta hipótesis es que su formulación se señala en términos de la devaluación esperada, y esta es una variable muy difícil de medir. Antes de 1967, la tasa de cambio oficial se modificaba esporádicamente, después de acercada una crisis cambiaria. Entre tanto el precio del dólar se mantenía fijo. Pero difícilmente podría suponerse que las épocas de cambio fijo consignaban expectativas de no devaluación. Por el contrario, se sabe muy bien, que la gente especuló contra el peso.<sup>18</sup> Una medida burda de expectativas de devaluación para ese período puede basarse en la teoría de paridad en el poder adquisitivo, según la cual, la tasa de cambio, a la larga, debe moverse según la diferencia entre la inflación interna y la inflación externa. Si se admite esta teoría, puede definirse una expectativa de devaluación en base a esta variable. Después de 1966, con el mecanismo de ajuste gradual, no hace mucho daño tomar la devaluación efectiva como variable que aproxime la devaluación esperada. Si a esta cifras se le suma la tasa de interés externa, se obtiene una serie que debería comportarse, según la teoría expuesta, de manera muy similar a la tasa de mercado que se definió en la sección anterior. Y, en verdad así lo hacen, como lo demuestra el Cuadro XVI y el Gráfico VII, y las pruebas correspondientes de significancia estadística.<sup>19</sup>

Es este un resultado muy importante, puesto que tiene implicaciones claras sobre los efectos del manejo de la tasa de cambio. Concretamente una aceleración no antici-

18/ Véase Musalem, A.R. (1971), Capítulo I.

19/ El análisis estadístico arroja la siguiente ecuación de regresión:

$$\begin{array}{rccccccc}
 \text{ICOL} = & 5.085 & + & 2.020 & \text{IUSA} & + & 0.202 & \text{DEXP} & & R^2 = & 0.757 \\
 & (1.869) & & (0.232) & & & (0.133) & & & S & = & 4.809 \\
 & [2.721] & & [8.708] & & & [1.517] & & & \text{DW} & = & 0.804
 \end{array}$$

donde ICOL es la tasa de mercado definida anteriormente en el texto, IUSA es la tasa de interés en Estados Unidos (Federal Funds) y DEXP es la tasa esperada de devaluación, definida como la diferencia entre la inflación interna y la inflación externa antes de 1967, y como la devaluación efectiva después de 1967. Los números entre paréntesis son los errores típicos de los coeficientes y aquellos entre corchetes son las estadísticas t. La regresión se corrió para el período 1952-1983. Nótese el bajo valor de la estadística DW, indicativo posiblemente de la exclusión de otras variables importantes. Si se utiliza una definición uniforme de devaluación esperada, igual siempre a la devaluación efectiva DCOL, y se excluyen del análisis estadístico los períodos de devaluaciones masivas, (1957-1959 y 1963-1966), se obtiene la siguiente ecuación:

$$\begin{array}{rccccccc}
 \text{ICOL} = & 6.237 & + & 1.475 & \text{IUSA} & + & 0.570 & \text{DCOL} & & R^2 = & 0.805 \\
 & (1.679) & & (0.292) & & & (0.177) & & & S & = & 4.593 \\
 & [3.715] & & [5.053] & & & [3.214] & & & \text{DW} & = & 0.709
 \end{array}$$



**Cuadro XVI**  
**TASA DE INTERES INTERNA Y RENDIMIENTO DE LAS**  
**INVERSIONES EN DOLARES**

Año	Tasa de Mercado en Colombia	Tasa de Mercado en Estados Unidos	
	(1)	(2)	(3)
1952	9.8	3.4	7.7
1953	9.7	8.8	1.9
1954	9.7	8.1	0.9
1955	10.5	2.0	1.8
1956	9.8	7.7	2.7
1957	9.6	24.9	54.4
1958	9.9	17.5	70.2
1959	10.0	12.6	3.3
1960	10.5	7.3	6.9
1961	11.6	8.7	3.0
1962	11.1	5.3	6.6
1963	13.2	29.8	32.5
1964	12.3	20.8	3.5
1965	15.7	10.2	20.5
1966	19.2	19.3	34.0
1967	18.9	11.7	11.7
1968	16.5	18.1	18.1
1969	12.7	14.5	14.5
1970	12.5	13.7	13.7
1971	15.2	12.8	12.8
1972	17.3	14.1	14.1
1973	18.9	16.8	16.8
1974	25.4	20.8	20.8
1975	25.2	24.5	24.5
1976	28.1	17.3	17.3
1977	26.7	11.5	11.5
1978	28.8	14.2	14.2
1979	33.4	20.0	20.0
1980	34.6	24.5	24.5
1981	37.4	31.6	31.6
1982	38.0	29.9	29.9
1983	34.8	36.9	36.9

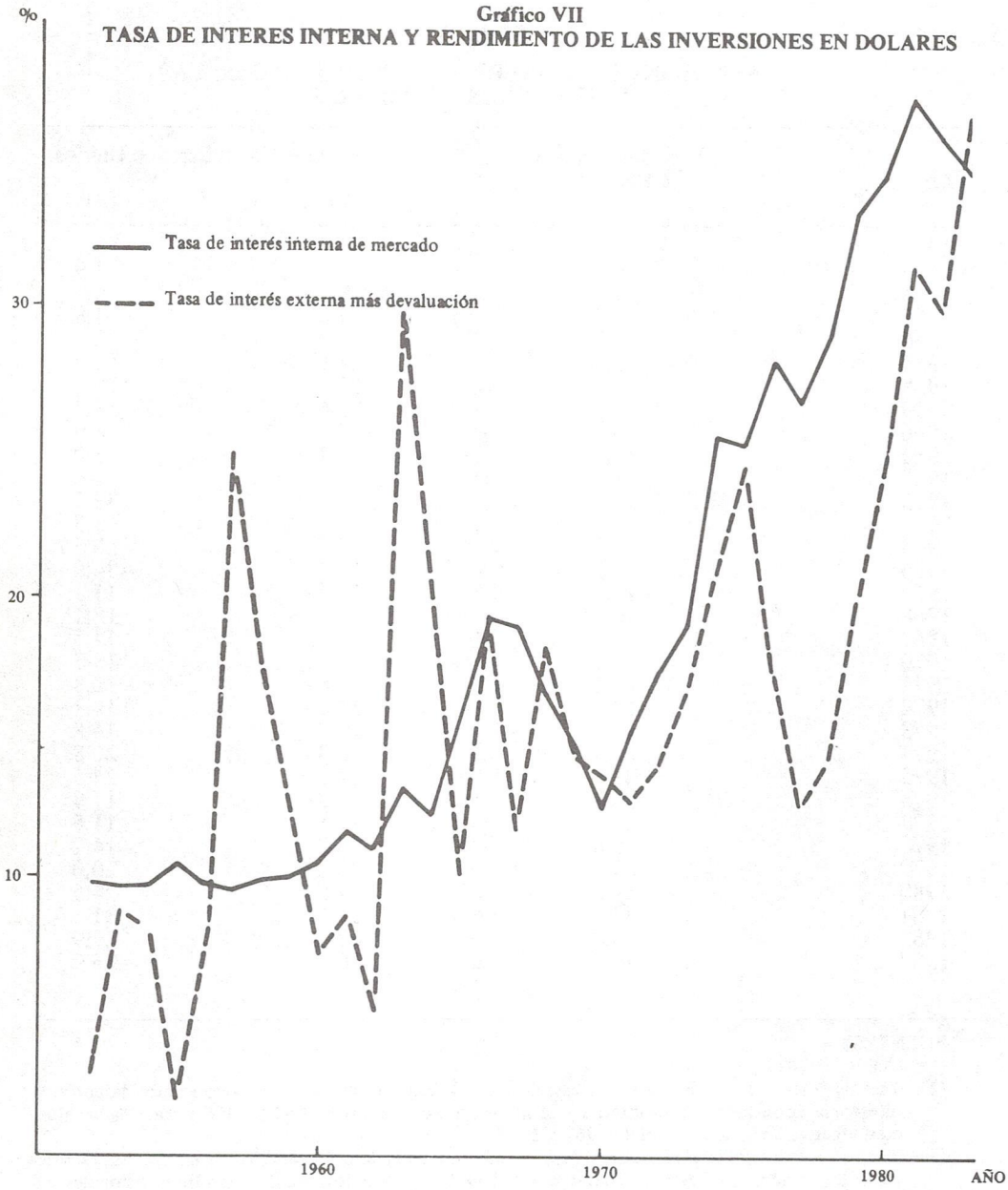
**FUENTES:**

(1): Cuadro IV, Columna (1).

(2): Tasa de interés de los Fondos de Reserva Federal. Expectativa de devaluación definida como la diferencia entre la inflación interna y la inflación externa entre 1952 y 1966 y como la devaluación efectiva de la tasa oficial de 1967 a 1983.

(3): Tasa de Fondos Federales más devaluación efectiva de la tasa de cambio oficial. La tasa de interés de los Fondos de Reserva Federal se tomó de las Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional.

Gráfico VII  
TASA DE INTERÉS INTERNA Y RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES EN DOLARES



pada de la tasa de devaluación incrementaría las expectativas de devaluación, estimulando las inversiones en activos denominados en monedas duras y presionando hacia arriba las tasas de interés internas. El calificativo de *no anticipada* es importante para entender, por ejemplo, por qué el reciente episodio de devaluación "chorro a chorro" no tuvo mayor impacto sobre las tasas de interés. Este fue un evento que, para efectos prácticos, estaba anunciado e incorporado en las expectativas de los inversionistas, quienes de tiempo atrás ya habrían efectuado su reasignación de cartera. El Cuadro XVII puede arrojar alguna luz sobre la importancia de estas inversiones. Desde hace cuatro años el Fondo Monetario Internacional está recopilando informaciones de Bancos Internacionales de depósito sobre los depósitos pertenecientes a entidades no financieras clasificadas por país de residencia de la entidad. El Cuadro muestra que, por lo menos desde finales de 1981, se estaba configurando una fuga significativa de capitales. Las inversiones contabilizadas, las cuales excluyen depósitos de personas naturales, ascienden a cerca de US\$ 2.500 millones, cifra que debe incluir tanto operaciones autorizadas de entidades como la Flota Mercante Grancolombiana, pero también en cuantía significativa de depósitos de particulares colombianos a nombre de personas jurídicas.

Estas cifras sobre las inversiones financieras de entidades de colombianos en el exterior no deben sorprendernos. Realmente el estímulo de la devaluación y de las tasas de interés externas ha sido lo suficientemente fuerte como para esperar que todos los capitales se mantuvieran internamente. Al comparar con otros países se encuentran resultados similares. Para América Latina en su conjunto, los depósitos registrados aumentaron en más de US\$ 30.000 millones entre 1981 y 1984. Países similares a Colombia como Chile y Perú contabilizan US\$ 2.050 millones y US\$ 1.420 millones respectivamente. Tanto estos como Colombia, no se aproximan a los saldos registrados por países como Argentina, Brasil, México, y Panamá, los cuales ascienden a US\$ 8.030 millones, US\$ 8.700 millones, US\$ 14.270 millones, y US\$ 13.070 millones respectivamente.

El análisis anterior no debe interpretarse en el sentido de afirmar que la fuga de capitales obedece exclusivamente al estímulo de la devaluación y de las tasas de interés externas. En realidad, el autor supone que muy buena parte de estos capitales se mantiene por fuera por razones de seguridad y por motivos fiscales. Es, por supuesto imposible verificar y cuantificar el significado de estos motivos, pero el deterioro de la seguridad que ha registrado el país y la elevada incidencia teórica de los impuestos directos sobre los contribuyentes que devengan ingresos de capital conducen necesariamente a la anterior suposición. El muy posible efecto de los impuestos y de la seguridad debe ser un factor que se tome en cuenta seriamente en la formulación de políticas para incorporar los capitales de residentes a la financiación de la actividad productiva nacional. Si suponemos, en gracia de discusión, que las inversiones de particulares ubicadas por fuera del país ascienden solamente a solo US\$ 1.500 millones, estaríamos hablando de más de casi 30% del ahorro financiero nacional, incluidas las cuentas corrientes.

## *2. Modelo Sencillo para una Economía Cerrada*

Otro enfoque elemental sobre la determinación de las tasas de interés de mercado postula que la tasa nominal es igual a la suma de una tasa real constante y de las expectativas de inflación. Este enfoque también incorpora un mecanismo de mercado, pero diferente al señalado en el numeral anterior. En el modelo de una economía abierta, se tiene un mecanismo de arbitraje que iguala la tasa de interés interna a la suma de la devaluación esperada y de la tasa de interés externa. En el modelo de una economía

---

**Cuadro XVII****DEPOSITOS DE ENTIDADES COLOMBIANAS NO BANCARIAS  
EN INSTITUCIONES DE CREDITO EXTRANJERAS****1981 - 1984**

---

<b>Año</b>	<b>Trimestre</b>	<b>Valor (US\$ Millones)</b>
1981	IV	1.490
1982	I	
	II	1.850
	III	2.190
	IV	2.290
1983	I	2.350
	II	2.420
	III	2.550
	IV	2.630
1984	I	2.650
	II	2.230
	III	2.470
	IV	2.430
1985	I	2.510

---

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, abril 1985 (1981 IV a 1983 III) y octubre de 1985 (1983 IV a 1985 I).

cerrada, se supone que los inversionistas exigen cierto rendimiento real relativamente constante que ha recibido diversos nombres en la literatura económica, tal como "tasa de interés natural", acuñado por el economista Knut Wicksell. Como el comportamiento de los ahorradores consulta este rendimiento real, entonces los cambios en la inflación esperada se traducen en incrementos equivalentes de la tasa de interés nominal de mercado. La inflación siempre ha constituido una variable de referencia para evaluar el significado de las tasas de interés observadas en el mercado, en la forma como se ilustró en la sección anterior.

La sencilla ecuación que se ha planteado brinda la oportunidad de evaluar cuál ha sido "la" tasa de interés real de Colombia, mediante un análisis estadístico de las cifras sobre intereses nominales y ritmos de inflación. El problema principal de este análisis es la imposibilidad de medir el promedio de las expectativas de inflación. Una posibilidad consiste entonces en acudir a la inflación efectivamente observada y analizar los resultados estadísticos teniendo en cuenta el significado de las variables utilizadas. Estos resultados son interesantes. En primer término se nota que el efecto de la inflación observada sobre las tasas de interés es menos que proporcional. Un aumento de diez puntos porcentuales en la tasa de inflación aumenta la tasa de interés nominal en el mismo año en apenas seis puntos porcentuales. Ello significa que el proceso de formación de expectativas está muy lejos de consignar un ajuste inmediato ante las fluctuaciones en el ritmo de crecimiento de los precios. Y es por ello que no resulta absurda la medición de la tasa de interés real efectuada en la sección anterior, mediante el cual se restaron de la tasa de mercado diez puntos antes de 1972 y 25 después de 1974 para depurar la tasa nominal de las expectativas de inflación de largo plazo.

Ahora bien, la ecuación analizada restringe la tasa de interés real de modo que esta sea constante, restricción que contradice las mediciones de la sección anterior. El estimativo que de esta tasa brinda el análisis estadístico puede interpretarse como un promedio, sujeto a las reservas de orden estadístico que implica el tratar como una constante algo que sabemos que varía a través del tiempo. Con estas reservas el cálculo arroja una tasa real de 8.730% anual, cifra que se ubica dentro del rango que comúnmente se asigna al rendimiento real de capital en Colombia.<sup>20</sup> Se recordará, por ejemplo, que la reforma tributaria de 1974 definió la renta presuntiva en base al 80% del patrimonio gravable.

### × 3. *Un modelo Combinado de Inflación y evaluación*

Puede pensarse que una economía como la colombiana no es ni perfectamente abierta ni perfectamente cerrada. El modelo de devaluación es un caso extremo en el cual hay perfecta movilidad de capitales. El modelo de inflación es otro caso extremo en el cual la movilidad de capitales es nula. Si se advierte el primer caso extremo, la tasa real esperada de interés es variable, dependiendo de la configuración particular de la tasa de interés externa, del ritmo esperado de devaluación y de la inflación anticipada. En el segundo caso extremo, la tasa de interés real esperada es constante. Puede formularse un enfoque

<sup>20</sup> La ecuación obtenida es la siguiente:

$$\begin{array}{rcl}
 \text{ICOL} = & 8.732 & + & 0.645 \text{ PCOL} & & R^2 = & 0.454 \\
 & (2.346) & & (0.129) & & S & = & 7.088 \\
 & [3.722] & & [5.003] & & \text{DW} & = & 0.543
 \end{array}$$

mixto en el cual la tasa nominal es afectada por la discrepancia entre la devaluación esperada y la inflación. Según este enfoque los cambios de la devaluación producen algún efecto sobre la tasa de interés nominal, aún si no se modifica la tendencia del nivel interno de precios. Pero el efecto no es proporcional, teniendo en cuenta que se presume la existencia de restricciones a la salida o entrada de capitales. El análisis estadístico confirma esta hipótesis, pero con reservas originadas nuevamente en la imposibilidad de medir las expectativas de la inflación o de devaluación.<sup>21</sup> Un aumento en la discrepancia entre devaluación e inflación incrementa la tasa de interés en cerca de 60% de la dicha discrepancia. En contraste, buena parte de la evidencia obtenida sugiere que los aumentos en la tasa de interés externa se traducen proporcionalmente en un incremento de la tasa de interés interna. Con este análisis se llama la atención, por ejemplo, al período de "bonanza cafetera" cuando el ritmo y las expectativas de devaluación disminuyeron notablemente, y, sin embargo, las tasas de interés permanecieron estables y luego subieron. El modelo mixto analizado explicaría este fenómeno en base al alto ritmo de inflación que se mantuvo durante el citado período.

#### *4. El Enfoque Macroeconómico Convencional*

Los libros de texto convencionales de macroeconomía enseñan que la tasa de interés se determina de tal forma que se iguale el ritmo de inversión deseado al ahorro económico. En una economía abierta al comercio internacional y que cuente con un sector público, el ahorro privado debe atender la financiación de la inversión privada, del déficit macroeconómico del gobierno (gastos en bienes y servicios menos impuestos y transferencias no financieras) y del superávit en balanza en cuenta corriente con el resto del mundo. La primera pregunta que se plantea en este contexto se refiere al comportamiento del ahorro. Esta es una variable cuya medición también presenta problemas estadísticos, pero las cifras disponibles indican, como habría de esperarse, que la tasa de ahorro nacional, definida como la relación de ahorro de residentes, al producto nacional bruto depende de la ubicación en el ciclo económico. Es decir, en épocas de auge económico, la tasa de ahorro es relativamente elevada. Por ejemplo, la tasa de ahorro bruto llegó hasta 21.8% en 1977, en plena bonanza cafetera. En 1983, año de profunda recesión, el ahorro apenas alcanzó el 15.5% del producto nacional bruto. Las deficiencias estadísticas de las cifras de ahorro obstaculizan sensiblemente el análisis de la respuesta del ahorro respecto de la tasa de interés, pero los estudios realizados sugieren, en forma por cierto muy inconclusa, que la respuesta de la tasa de ahorro respecto a la tasa de interés es positiva. Esta respuesta es aparentemente más clara cuando se analizan las tasas de ahorro privado.<sup>22</sup>

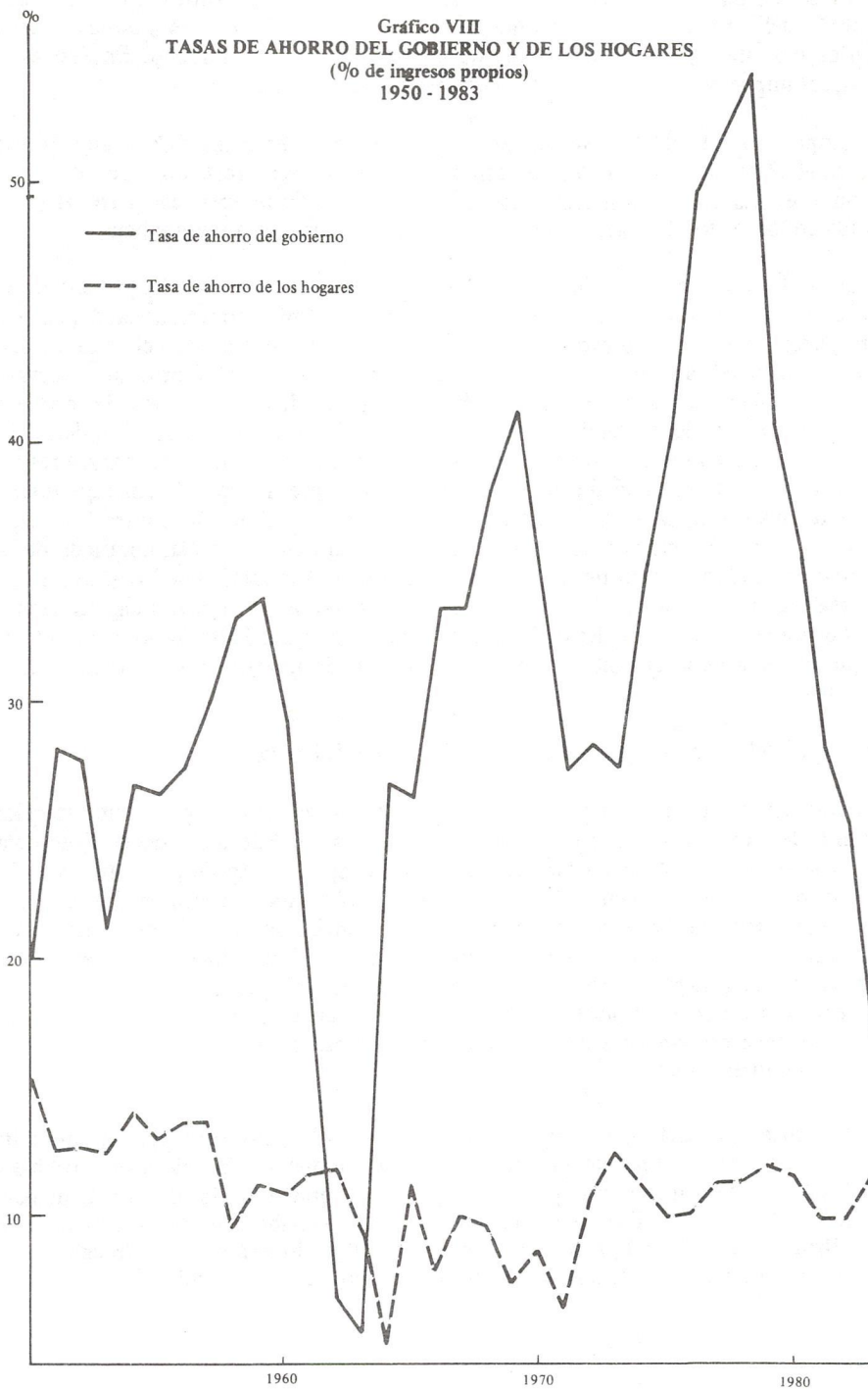
La distinción entre el ahorro privado y el ahorro público es muy importante puesto que el primero fluctúa mucho menos que el segundo. El Gráfico VIII presenta esta comparación. La tasa de ahorro privada revela un valor mínimo de 4.8% en 1964 y un valor máximo de 15.3% en 1950. La tasa de ahorro público fluctúa entre 5.2% (1963) y

---

21/ La utilización de inflación o devaluación en lugar de las expectativas sobre la evolución futura de estas variables presenta problemas similares a los que resultan de emplear el ingreso observado en lugar del ingreso permanente en estimaciones de la función consumo. En ambos casos se trata de sustituir variables no observadas por variables sujetas a perturbaciones aleatorias que limitan la validez de los resultados estadísticos.

22/ Véase Mikesell, R.F. y Zinser, J.E. (1973).

Gráfico VIII  
**TASAS DE AHORRO DEL GOBIERNO Y DE LOS HOGARES**  
 (% de ingresos propios)  
 1950 - 1983



54.00% (1978). La experiencia reciente ilustra cómo la tasa de ahorro público depende también del estado de la economía. En épocas de auge, la respuesta de los ingresos tributarios permite lograr mayores tasas de ahorro en el sector público. En épocas de recesión, los impuestos decaen en mayor proporción que el consumo.

El comportamiento de la inversión en Colombia, como en otros países también está amarrado al ciclo económico. Varios estudios muestran esta relación. Así mismo, la inversión presenta alguna respuesta respecto de la tasa de interés real pero tal como se postula en los textos de macroeconomía esta respuesta es relativamente baja.

Si tanto el ahorro como la inversión, fluctúan con el ciclo económico, el comportamiento de la tasa de interés real en el modelo macroeconómico convencional dependerá de la respuesta relativa del ahorro y la inversión frente a los cambios en el ritmo de actividad económica. Si la inversión responde más fuertemente que el ahorro, se observaría un patrón procíclico de la tasa de interés. Es decir, a medida que la actividad económica creciera por encima de su tendencia de largo plazo, la tasa de interés ascendería. Lo contrario ocurriría en épocas de recesión. De otra parte, si la respuesta del ahorro respecto de los cambios en la actividad económica fuese mayor que la respuesta correspondiente al ritmo de inversión, la tasa de interés evolucionaría en dirección contraria al ciclo económico. El simple examen de la tasa real de mercado en Colombia, depurada de las expectativas inflacionarias no revela ningún patrón claro. A mediados de los años sesenta, la tasa real de interés fue alta, cuando transcurría una de las más profundas recesiones. Pero el período de auge de finales de los setenta, también registró altas tasas de interés. Es claro que el tema debe analizarse teniendo en cuenta la intervención de otras fuerzas importantes.

##### *5. El Papel del Mercado del Crédito y del Mercado del Dinero.*

La devaluación, la inflación y la tasa de interés internacional explican una fracción importante del comportamiento de la tasa de interés nominal de mercado en Colombia. Buena parte de esta explicación, sin embargo, se limita al efecto de los cambios en las tendencias puramente nominales de la economía. Según esta explicación, los intereses son hoy más altos que en el pasado porque tanto la inflación como la devaluación son más elevadas. La devaluación, en la medida que supere la tendencia del nivel general de precios, puede generar cambios en la tasa de interés real, pero, a la larga, el cambio en el precio del dólar es el ajuste natural a los diferenciales de inflación entre diversos países, y no debe considerarse como una causa de fluctuaciones de carácter permanente en la tasa de interés real.

De otra parte el modelo macroeconómico convencional omite consideración implícita del mercado de crédito. En este modelo, el mercado monetario puede influir transitoriamente sobre la tasa de interés, pero no explica la forma como la oferta y la demanda de crédito intervienen. Enfoques más recientes han llenado este vacío. Los trabajos de Karl Brunner y Allan Meltzer han sido pioneros en incorporar explícitamente el papel de los intermediarios financieros dentro del análisis macroeconómico.<sup>23</sup>

---

23/ Véase Brunner y Meltzer (1963) y (1972).



Dentro de este nuevo enfoque la determinación de la tasa de interés real debe conciliar el mercado de la oferta y demanda agregadas, y los mercados de dinero, crédito, activos externos y bienes de capital. La tasa de interés juega un papel en todos ellos. Como en los modelos convencionales, el gasto agregado depende inversamente de la tasa de interés, al desestimular tanto la inversión como el consumo; la demanda por dinero en función inversa del tipo de interés. La demanda directa por bienes de capital o por activos en moneda extranjera son también funciones inversas de los rendimientos financieros. Pero lo más importante es el papel líder de los intermediarios financieros en la determinación inmediata de la tasa de interés. Es en este mercado donde se producen los ajustes necesarios de esta variable, de modo que concilie los otros sectores mencionados. En este mercado, un aumento de la tasa de interés restringe la demanda por crédito y estimula el ahorro financiero. La configuración de la demanda y de la oferta de crédito depende de lo que esté ocurriendo en los otros sectores. Por ejemplo, un incremento de la rentabilidad del capital físico, elevaría la demanda por préstamos y desestimularía el ahorro financiero, de tal manera que conduciría a un incremento en la tasa de interés.

#### a. El Déficit del Gobierno

No está dentro del alcance del presente documento desarrollar una presentación formal o análisis estadístico completo de este enfoque en el contexto del caso colombiano. Pero sí pueden señalarse sus ingredientes exógenos o predeterminados fundamentales, y evaluar su relevancia en el caso colombiano. Como en el análisis convencional, el nivel del déficit del gobierno,<sup>24</sup> al producir un exceso de gasto agregado, presiona las tasas de interés reales hacia arriba, a menos que este déficit se financie acudiendo a la balanza de pagos o a la emisión monetaria. Si no es así, el déficit se traduce finalmente en una mayor demanda por crédito interno. En Colombia, la historia del déficit del gobierno (Gráfico IX) registra dos períodos especialmente acentuados, a saber, comienzos de los años sesenta y comienzos de los ochenta. En ambas oportunidades se advierte un mercado financiero alcista, tal como se apreció en el Gráfico II. Si el déficit se financia acudiendo a la balanza de pagos, el resultado es una caída de los activos externos del país y muy posiblemente de la cantidad de dinero. Si el déficit se financia permanentemente emitiendo dinero, el resultado es un incremento en las tasas de interés nominal, sin mayor impacto sobre el costo real del crédito.

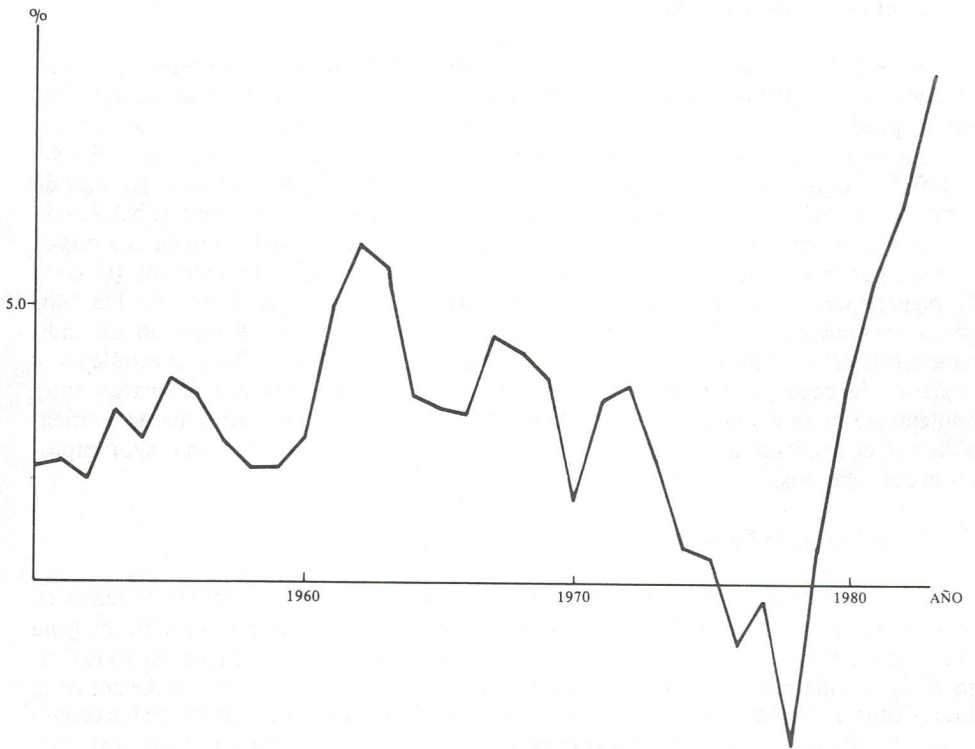
#### b. La Demanda Externa

En muy buena medida el origen de las fluctuaciones macroeconómicas reales en Colombia se encuentra en el sector externo. Una medida burda de esta variable exógena es la relación entre exportaciones y producto nacional. Como se puede apreciar en el Gráfico X, la medida refleja fielmente la recesión que el país registra desde comienzos de la época. Como se analizó en el numeral anterior, la dirección del efecto de los ciclos económicos sobre las tasas de interés no puede establecerse *a priori*. Una época de auge estimula tanto el ahorro como el ritmo de formación de capital, con efectos opuestos sobre el precio del crédito, cuya dirección neta sólo puede evaluarse empíricamente.

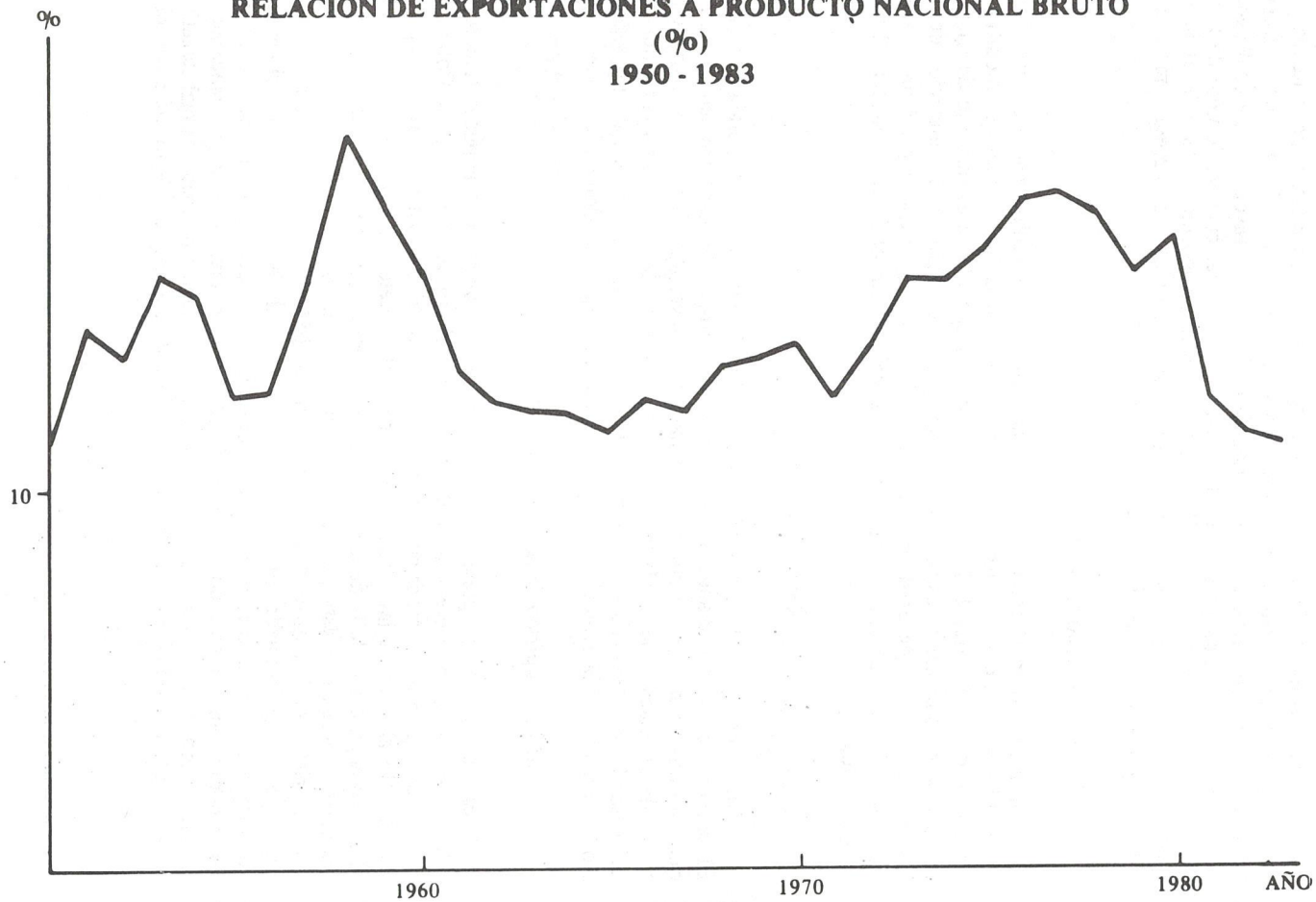
---

24/ Por déficit del gobierno se entiende aquí la diferencia entre la suma de los gastos de las administraciones públicas en bienes de consumo y formación de capital, más los gastos en formación de capital de las empresas públicas, y los ingresos corrientes (e.i. no financieros) de las administraciones públicas.

**Gráfico IX**  
**DEFICIT DE LA ADMINISTRACION PUBLICA EN OPERACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**  
**(% de PNB)**  
**1950 - 1983**



**Gráfico X**  
**RELACION DE EXPORTACIONES A PRODUCTO NACIONAL BRUTO**  
**(%)**  
**1950 - 1983**



### c. La Deuda Pública

Un financiamiento interno del exceso de gasto público incrementa la deuda pública produciendo un efecto de congestión financiera en el mercado de crédito. Desafortunadamente no hay cifras que consoliden los activos y los pasivos financieros del gobierno o del sector público para todo el período. Las antiguas cuentas de flujo de fondos, calculadas para el período 1962-1975 muestran que el financiamiento neto de las administraciones públicas permanece más o menos constante, cuando se expresa como fracción del Producto Interno Bruto.<sup>25</sup>

### d. Las Reservas Bancarias de Encaje

Un aumento en el porcentaje de encaje disminuye el multiplicador del crédito bancario. El efecto sobre las tasa de interés depende de la forma como se modifique la estructura de las fuentes de la basa monetaria. Por ejemplo, si el aumento del encaje se efectúa para controlar la expansión monetaria que se origina en acumulación de reservas internacionales o de préstamos al sector público, el mayor encaje presionaría las tasas de interés. En Colombia, los aumentos en el encaje se han utilizado principalmente para estas finalidades.

### e. La Rentabilidad del Capital

Un aumento en la rentabilidad del capital incrementa la demanda por crédito. El primer efecto corresponde a los mayores porcentajes de apalancamiento financiero que estimula un mayor rendimiento esperado de la inversión. El segundo efecto actúa a través de la relación de depósitos a plazo a depósitos a la vista; un mayor rendimiento del capital disminuye más la demanda de los primeros que aquella de los segundos. No hay cálculos de la evolución de la rentabilidad del capital en Colombia.

### f. Análisis Empírico de la Tasa de Interés Real

En este aparte se presenta un intento muy modesto para explicar el comportamiento de la tasa de interés real, definida por las cifras que aparecen en la Columna (3) del Cuadro II, representadas en el Gráfico III. El análisis estadístico es incompleto, al incluir sólo algunas de las variables exógenas del modelo. La exclusión más notoria es el acervo acumulado de la deuda pública, pero, como se indicó anteriormente, las cifras parciales sugieren que ésta guarda una proporción más o menos constante respecto del valor corriente de la actividad económica. Otra omisión importante es la rentabilidad del capital, aun cuando puede suponerse que ésta se vincula estrechamente al ciclo económico, aumentando en épocas de auge, y deteriorándose en períodos de recesión. Los resultados confirman el efecto positivo del déficit y de las reservas para encaje bancarias sobre la tasa de interés real. Además, sugieren que puede existir un efecto parcial negativo del auge económico sobre las tasas de interés. Ello indicaría que el efecto del auge sobre el

---

25/ Véase Banco de la República (1971), Cuadro 17, pág. 28. Véase también el Cuadro 42, pág. 45 del mismo documento.

ahorro económico y sobre el ahorro financiero es más poderoso que el efecto sobre la acumulación del capital y la demanda por crédito.<sup>26</sup>

La exclusión de la deuda pública en el análisis no significa que esta no sea una variable de política adicional que contribuya a determinar la tasa de interés. El sector público es típicamente un deudor neto de la economía así como el sector empresarial.<sup>27</sup> Cualquier aumento en la propensión a endeudarse de alguno de estos dos sectores tendría efectos alcistas sobre la tasa de interés.

Otra variable que se omitió por limitaciones estadísticas fue la disponibilidad de recursos externos. Esta fuente de recursos es, por supuesto, muy importante. Del total de recursos para crédito bancario, el crédito externo constituiría cerca del 23% en junio del presente año. La cifra correspondiente a las Corporaciones Financieras supera el 30%. El crédito externo directo al sector público constituye la mayoría de la deuda externa total. En teoría, el acceso al crédito externo debe contribuir a determinar el nivel de la tasa de interés real. De hecho, para que el modelo sencillo de arbitraje expuesto al comienzo del presente acápite funcione bien, es preciso suponer que el país tiene acceso ilimitado, respecto de la demanda potencial, a los recursos externos. En general no ha sido así, bien porque, como ahora, las entidades internacionales restringen significativamente los préstamos o porque, como ocurrió durante el segundo quinquenio de los años setenta, el mismo gobierno detiene el acceso al endeudamiento externo. De hecho, este episodio de restricción puede haber sido el detonante inicial del alza en las tasas de interés reales que comenzó a registrarse en 1976. (Véase el Gráfico III).

## B. El Control Administrativo de las Tasas de Interés

El control administrativo de las tasas de interés ha sido una de las áreas de intervención estatal más persistente y sistemática. En la época preclásica, cuando el discurso económico apenas emergía de discusiones morales, filosóficas y jurídicas, el enfoque hacia los intereses se debatía entre criterios económicos y no económicos. Dentro del pensamiento ya asimilado por la historia de las doctrinas económicas, el origen de la oposición al pago de intereses es de carácter político. En efecto, según Platón, la existencia de obligaciones con pago de intereses constituyen una amenaza a la paz y solidaridad social en un estado, y alcanza a sugerir que el pago de los créditos no debe estar amparado por la Ley. Es, sin embargo, en Aristóteles donde se ubica el primer argu-

26/ La ecuación obtenida fue la siguiente:

$$\text{IRCO} = 5.834 + 0.446 \text{ DEFG} + 1.458 \text{ RESB} - 0.614 \text{ EXPS} \quad R^2 = 0.597$$

(5.140)	(0.295)	(0.252)	(0.308)	S = 2.606
[1.135]	[1.512]	[1.791]	[-2.000]	DW = 0.915

IRCO es la tasa de interés real definida en el Cuadro II; DEFG es la relación del déficit de las administraciones públicas del Producto Nacional Bruto (PNB); RESB es la relación de reservas bancarias al PNB; y EXPS es la relación del valor de las exportaciones al PNB.

27/ Véase Banco de la República (1971), Cuadro 42, pág. 45.

mento registrado de control a los intereses sobre bases económicas. Su argumento señala esencialmente que el préstamo de dinero desvirtúa la función primordial de la moneda, cual es facilitar el intercambio de bienes. Este es quizás el primer gran ejemplo de confusión del dinero con el crédito.

El papel de los argumentos no económicos continuó permeando el tema de las tasas de interés por mucho tiempo. La *usura* fue el nombre de lo que hoy entendemos como interés, en el contrato que, dentro del derecho romano, debía acompañar separadamente al contrato de mutuo, si las partes pactaban algún pago adicional sobre la devolución del principal. Para Santo Tomás de Aquino, el pago usura no tenía bases jurídicas admisibles. En cambio, el pago de intereses, vocablo que invocaba la mora o falta en el pago, sí tenía justificación jurídica. Con el tiempo, se fue abriendo paso el papel de la economía en la discusión de las tasas de interés. En la teoría preclásica, este proceso culminó con los escritos de Leonardo Lesio, tratadista jesuita belga del siglo diez y seis, quien desarrolló los conceptos de lucro cesante y liquidez, aproximándose sorprendentemente a los conceptos actuales de productividad del capital y valor de la liquidez.

El desarrollo de la teoría económica en general, y de la teoría de mercado de capitales en particular, que siguió a partir de Adam Smith y los otros economistas clásicos se orientó a formalizar los determinantes positivos de la tasa de interés. Desde el punto de vista de la teoría económica, la única justificación viable del *control administrativo* de las tasas de interés es una situación de monopolio. Bajo esta condición, el intermediario financiero monopolista fijaría un precio del crédito superior al óptimo, y una remuneración al ahorro inferior a la óptima. Bajo esta condición sí convendría, en la medida que el legislador pueda practicar los cálculos adecuados, fijar las tasas de interés administrativamente, con el objetivo de fomentar un volumen adecuado de intermediación financiera. Pero, aún bajo esta condición, el control administrativo no es la única alternativa. También se podría intentar un incremento en el grado de competitividad del sistema financiero, desobstaculizando las restricciones que pesaran sobre la entrada y desarrollo de nuevos intermediarios idóneos.

Toda la discusión anterior tiene por objeto destacar el limitado campo de acción del control administrativo de los intereses como instrumento útil de política económica, y resaltar su origen en otras consideraciones. En el caso colombiano, es muy dudoso que el argumento de monopolio puede justificarlo. La intermediación financiera en Colombia es más bien competitiva. Existe un amplio número de intermediarios que batallan por conseguir captaciones y buenos clientes. En consecuencia, si, como el autor interpreta a quienes abogan por una reducción de las tasas de interés, lo que se busca es un funcionamiento idóneo del sistema financiero, el control administrativo no debe jugar un papel dentro de la política financiera.

Para sustentar mejor la anterior afirmación, es preciso profundizar sobre la teoría del control administrativo y examinar la experiencia de la historia económica colombiana con los controles que ha impuesto en el pasado. Estos análisis son importantes por sí solos y para evaluar la medida en la cual los controles impuestos han cumplido algún propósito económico útil.

Si bien la teoría monetaria y financiera no le asigna un papel útil a estos controles, sí se ha ocupado de analizar su impacto dentro del sistema económico en general, y dentro del mercado financiero en particular. Las preguntas fundamentales se refieren

al efecto de los controles sobre el proceso de ahorro económico y el ritmo de formación de capital, y sobre el grado de intermediación de recursos a través de las entidades sujetas al control de tasas.

### *1. El Control de los Intereses y el Ritmo de Ahorro e Inversión*

En el acápite anterior de la presente sección se discutió el supuesto efecto de la tasa de interés sobre la tasa de ahorro convencional y sobre el ritmo de inversión. Como se recuerda, uno de los argumentos fundamentales que se han esgrimido para respaldar la libertad de tasas de interés es fomentar el ahorro y lograr un mayor grado de eficiencia en la formación de capital. El análisis empírico de las funciones de ahorro e inversión lleva consigo problemas estadísticos y econométricos difíciles de solucionar satisfactoriamente. Con todo, la evidencia acumulada sugiere que la respuesta del ahorro y la inversión respecto de la tasa de interés es pequeña pero no despreciable. Los estudios sobre formación de capital muestran que esta disminuye levemente cuando aumenta la tasa de interés real. Así mismo, las investigaciones sobre ahorro sugieren que este aumenta también levemente cuando se incrementa su remuneración real. La implicación fundamental de estos hallazgos es que el control de los intereses, estableciendo límites inferiores al nivel de equilibrio, desestimulan el ahorro y la inversión. La importancia de este efecto depende, por supuesto, de la discrepancia entre la tasa de interés de equilibrio y los límites máximos establecidos. De otra parte, el autor no tiene conocimientos de estudios sistemáticos sobre la eficiencia de la inversión bajo un régimen de tasas de interés controladas. Se sabe que, bajo esta circunstancia, la asignación de los recursos de crédito para la inversión debe contemplar otros criterios de racionamiento que complementen la insuficiencia de la tasa de interés como mecanismo regulador. Estos criterios pueden consultar variables tan diferentes como el apoyo político o el grado de riesgo del proyecto. Desafortunadamente, la falta de análisis empíricos relega el argumento de la eficiencia a un plano principalmente hipotético. Ello limita, mas no suprime su validez. Aún en la ausencia de evidencia sólida, las implicaciones de la teoría económica deben servir de base para formular supuestos sobre los efectos del control a los intereses.

### *2. El Control de la Tasa de Interés Pasivo y el Grado de Intermediación*

Otra implicación fundamental de la teoría monetaria y financiera se refiere al efecto del control de los intereses sobre la intermediación de recursos financieros. En el modelo general discutido en el acápite anterior el control de la tasa de interés pasivo conduce a la desintermediación financiera, cuando la tasa de interés de mercado la supera. Un ejemplo muy analizado es el caso de la llamada Disposición Q en los Estados Unidos. La Junta de la Reserva Federal promulgó, en noviembre de 1933 un límite máximo sobre la tasa de interés que los bancos comerciales podrían reconocer sobre los depósitos a término. La Disposición Q fue efectiva, en el sentido de ubicarse por debajo de la tasa que los bancos estaban dispuestos a pagar en varias oportunidades que registraron incrementos en las tasas de mercado, sin que se le elevaran los topes permitidos. El análisis de esta restricción es sencillo. Si la tasa de mercado está por encima de la tasa máxima permitida, un aumento en la tasa de mercado incrementa la intermediación; si, por el contrario, la tasa de mercado es igual o inferior al máximo autorizado, un incremento en la primera disminuye el volumen de los recursos transferidos, configurando el fenómeno de la desintermediación.<sup>28</sup>

---

28/ Véase Burger, D. (1971), pp. 99-107.

Para analizar empíricamente el fenómeno de la intermediación en Colombia, es preciso examinar la evolución del ahorro financiero a través del tiempo. La interpretación de este comportamiento debe contemplar el efecto positivo del desarrollo económico sobre el grado de intermediación. Este efecto aparece muy claro cuando se comparan las cifras de los diferentes países. El Gráfico XI muestra la relación entre pasivos financieros *per cápita* y producto nacional bruto *per cápita* para una muestra de 85 países. El análisis estadístico de estas cifras revela que un incremento de 1.00% en el producto *per cápita* se asocia significativamente con un aumento de 1.40% en los pasivos financieros *per cápita*, y permite concluir que si se examina la intermediación a través del tiempo en un país en vía de desarrollo, corresponde esperar un incremento en la relación de ahorro financiero a actividad económica, a menos que durante el período se haya reprimido la intermediación de recursos.

Dentro de las cifras del Gráfico XI, correspondientes al año de 1980, el dato calculado para Colombia es inferior en 13% a la expectativa que brinda la relación estadística. Es decir aún en 1980, el ahorro financiero del país era relativamente pequeño para el estado de desarrollo de su economía. Conviene examinar, sin embargo, cómo ha evolucionado el valor de los recursos transferidos por los intermediarios financieros. Para ello, se calculó la relación entre la definición convencional de los cuasidineros (depósitos de ahorro, depósitos y certificados de depósito a término) y el producto nacional bruto. Esta relación se presenta en el Gráfico XII. Como se observa, los cuasidineros, expresados como porcentaje del producto nacional, ascendieron durante el primer quinquenio de los años cincuenta. La relación disminuyó luego hasta mediados de los años sesenta, y comenzó a recuperarse al inicio de la década pasada. Cabe destacar que, según el análisis comparativo de países, se hubiera esperado, bajo condiciones normales, que la importancia del ahorro financiero dentro de la economía creciera sistemáticamente durante todo el período teniendo en cuenta la tendencia creciente del producto nacional *per cápita*. Empero, las condiciones no fueron normales. Como se señaló en la segunda sección del estudio, las tasas de interés controladas se desfasaron progresivamente de la situación del mercado. El Gráfico XII también muestra la diferencia entre la tasa de mercado de referencia y el rendimiento promedio de los cuasidineros, y la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa más alta autorizada por la legislación. Su relación con la importancia económica de los cuasidineros salta a la vista. El período de estancamiento más acentuado coincide en los más altos diferenciales de las tasas autorizadas respecto de la tasa de mercado. Sólo durante los años setenta cuando se permite que este diferencial disminuya y se ajuste el rendimiento de por lo menos un activo, en este caso el del Certificado de Depósito a Término, hacia la tasa de mercado, resurge el ahorro financiero para recuperar el papel que le corresponde. Se obtiene entonces una relación estadística consistente con las implicaciones de la teoría económica. Esta relación resulta de la mayor importancia para fines de la formulación de políticas sobre tasas de interés. Implica concretamente que si se desea fomentar la intermediación financiera, es preciso abstenerse de promulgar disposiciones que fijen límites máximos a la tasa de interés. En contraste, si lo que se busca es desestimular el ahorro transferible, el control de las tasas resulta ser un instrumento muy eficaz.

La relación anterior también puede examinarse con las cifras correspondientes al solo sistema bancario. El Gráfico XIII muestra el comportamiento del porcentaje de captaciones bancarias respecto del producto nacional, y lo compara con la diferencia entre la tasa de mercado de referencia y la tasa promedio de captación, y con la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa máxima permitida de captación. Las conclusiones



Gráfico XI  
AHORRO FINANCIERO Y DESARROLLO ECONOMICO  
(Muestra de 77 países)  
1980

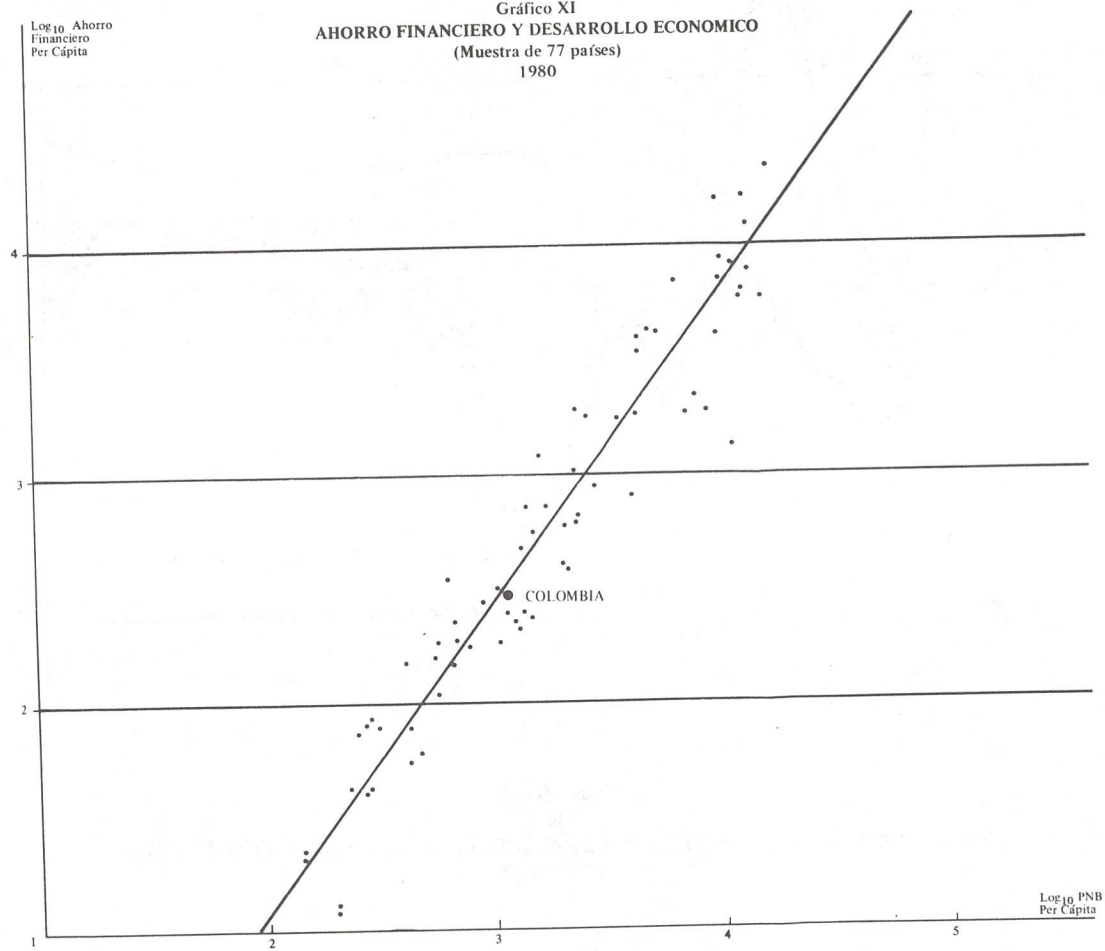
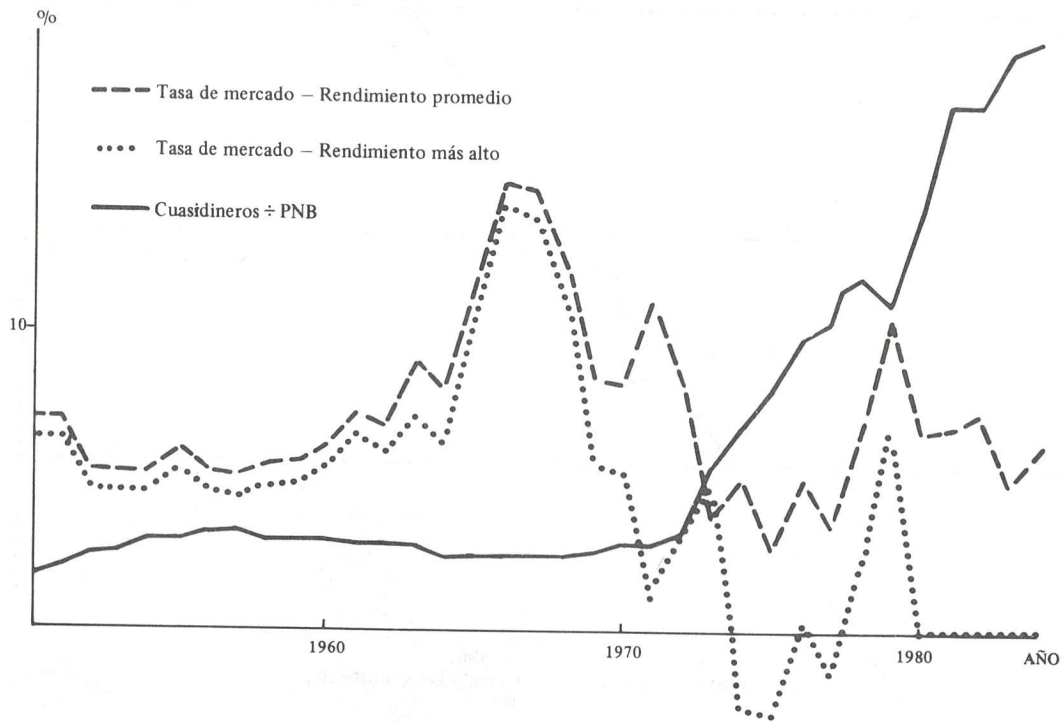
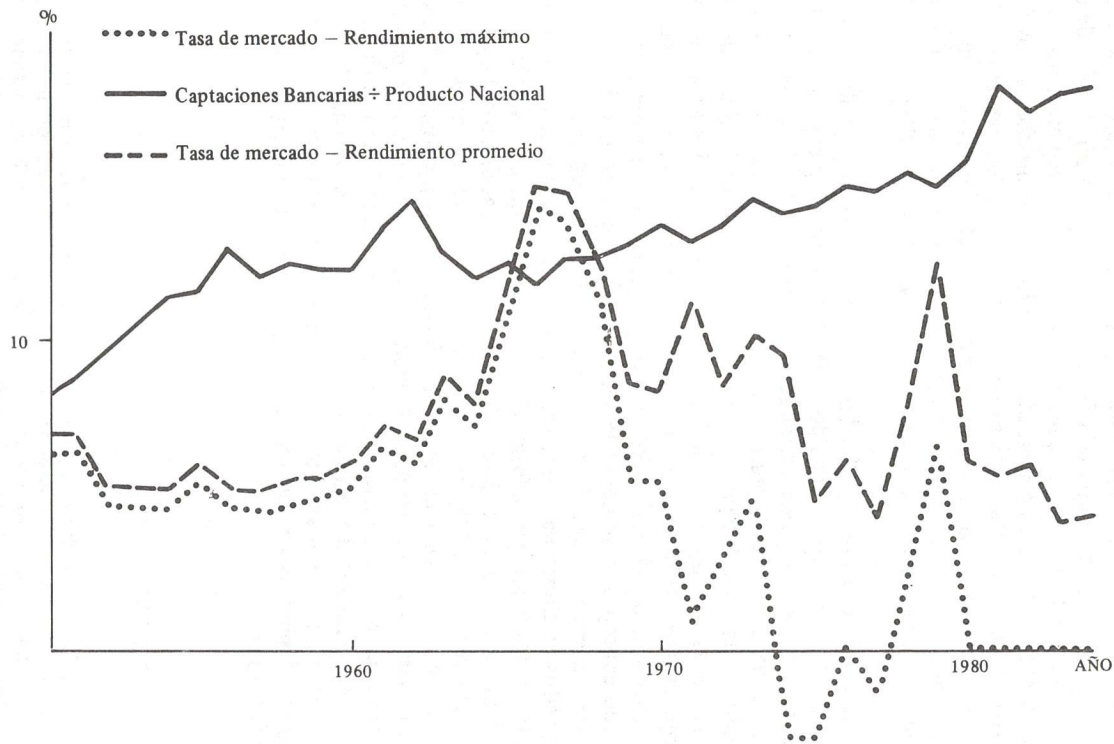


Gráfico XII  
IMPORTANCIA ECONOMICA Y RENDIMIENTO RELATIVO DE LOS CUASIDINEROS  
%  
1950 - 1983



**Gráfico XIII**  
**IMPORTANCIA ECONOMICA Y RENDIMIENTO RELATIVO DE LAS CAPTACIONES BANCARIAS**  
 (%)  
 1950 - 1984



son las mismas. La captación de recursos por parte de los bancos se restringió en los años sesenta, cuando resultaron más restrictivos los límites máximos impuestos a las tasas de interés de captación, y se recuperó a medida que se les permitió competir eficazmente en el mercado, por medio de la autorización de tasas de interés competitivas.

Tanto en el caso general de los cuasidineros, como en el ejemplo particular de los bancos, la experiencia de finales de la década de los años setenta ilustra otro episodio de desintermediación o desinstitucionalización. Como se recordará, sólo a partir de 1980 se permitió la libertad de intereses de captación sobre los certificados de depósito a término. Antes, en 1978 y 1979, se presentó un desajuste creciente entre las tasas de captación autorizadas y la tasa de mercado. Las cifras representadas en los Gráficos XII y XIII muestran un nuevo estancamiento del ahorro financiero durante aquellos años, ciertamente no atribuible a una economía en recesión. Debe destacarse como, pese a la recesión de los últimos cuatro años, la libertad de tasas de interés ha permitido registrar un incremento en la intermediación de recursos (Véase el Gráfico XII).<sup>29</sup>

De otra parte, son muchos los ejemplos que pueden señalarse de activos financieros que no han prosperado debido a las limitaciones que presenta su rendimiento. Conviene destacar dos casos interesantes. El primero es el de las cuentas de ahorro en el sistema bancario. Hace treinta años, los depósitos de ahorro constituían cerca de 20% del producto nacional bruto; hoy se ubican alrededor de 30% del mismo concepto, y bajo condiciones de mayor prosperidad, como a finales de los años setenta, esta cifra puede ascender hasta 40%. es este un avance muy modesto frente al desarrollo del conjunto de los cuasidineros, el cual creció de 30% del producto nacional en 1955 hasta 200% del mismo concepto en junio de 1985. Como se aprecia en la columna (3) del Cuadro IV, la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa máxima que puede reconocerse sobre los depósitos de ahorro ha sido siempre significativa. Los sorteos y préstamos vinculados a los saldos depositados han sido insuficientes para compensar este desestímulo. En 1970, las cuentas de ahorro ascendieron al 89.2% de los cuasidineros; hoy día, esta participación se encuentra en 15.5%. Esta baja obedece al control de la tasa de interés sobre depósitos de ahorro, el cual no está cumpliendo ningún propósito útil. Estimula, por el contrario, gastos en propaganda, préstamos baratos a quien ahorre barato, y la participación de la banca en la actividad de las rifas. El ahorrador preferiría sin duda recibir un interés más competitivo y al prestatario le convendría mejor obtener dinero prestado cuando lo necesite y no necesariamente cuando presente un historial de ahorro satisfactorio. Por lo demás, el servicio de los sorteos ya parece estar suficientemente atendido por otras instituciones.

---

29/ Hay, finalmente otro episodio de control más reciente. En marzo de 1981, el gobierno convenció a las entidades de crédito en el sentido de suscribir un acuerdo de control de las tasas de interés. El máximo convenido para la captación fue 29%, pagadero por trimestre anticipado (equivale aproximadamente al 35% anual efectivo). En aquel momento la tasa efectiva promedio estaba unos dos puntos por encima (37%), pero con seguridad había operaciones celebradas a tasas mucho más altas que podían llegar, como hoy, hasta el 40% efectivo anual. En cuanto a colocaciones, el acuerdo contempla una tasa máxima de 34%, pagadera por trimestres anticipados, cuando los bancos cobraban el máximo permitido de 36%. Es difícil evaluar que tanto impacto tuvo este acuerdo. A partir de ese momento el aumento en la relación de captaciones bancarias y producto nacional se detuvo transitoriamente.

El otro caso interesante es el de los depósitos y certificados en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. La sección anterior mostró cómo el rendimiento de los certificados y las cuentas en UPAC se ajustaron y, por un breve lapso superaron, al rendimiento de referencia del mercado. Luego, a medida que se establecieron topes sobre la corrección monetaria y aumentó la tasa de interés nominal, los certificados de depósito en UPAC perdieron competitividad. Hoy día, el valor de los CDT emitidos por las corporaciones ciertamente no puede calificarse de despreciable, pero el dinámico crecimiento del sistema UPAC se ha respaldado más en las cuentas de ahorro, las cuales constituyen un sustituto cercano del dinero, con la ventaja de brindar un rendimiento sobre saldos diarios. Este caso ilustra no solamente el efecto deletéreo de las restricciones a las tasas de interés (en este caso de las tasas pasivas) sobre las captaciones, sino también el valor de la liquidez como mecanismo de captación. El resultado ha sido que, para poder financiar construcción y vivienda a tasas de interés inferiores a las comerciales del mercado, el sistema UPAC debió acudir a recursos con un grado relativamente elevado de liquidez, que compitieron agresivamente con los depósitos en cuenta corriente.

Conviene retornar nuevamente al campo de la teoría económica para destacar lo contraproducente de los controles administrativos generalizados a la tasa de interés pasiva. Ya se anotó que la justificación convencional que conduce a la recomendación de controles administrativos es una situación de monopolio. Si hubiera una sola entidad habilitada para transformar el riesgo a través de la intermediación financiera, su comportamiento óptimo sería elevar la tasa de interés activa y bajar la pasiva respecto de los valores competitivos para maximizar las ganancias. En el mismo sentido operaría una reducción administrativa de tasas de interés previamente determinadas en un mercado competitivo. Al reducirse la tasa de interés, los intermediarios captarían un volumen inferior de recursos que ahora podrían prestar a tasas más altas. Bien sea que el mayor diferencial fuera devengado por las mismas entidades, o por el gobierno a través de mayores impuestos o inversiones forzosas, el resultado sería desviar el mercado de su configuración adecuada. La evidencia sobre éste fenómeno es muy limitada. La experiencia más interesante de analizar es la liberación de la tasa de interés sobre crédito ordinario en 1975, habiendo mantenido el control administrativo sobre las tasas de captación. Entre 1975 y 1980 se amplía efectivamente la diferencia entre la relación de intereses y comisiones recibidas a activos productivos y la relación de intereses y comisiones pagadas a recursos de crédito, tal como se aprecia en el Cuadro XVIII<sup>30</sup>. Al mismo tiempo se advierte el estancamiento transitorio de las captaciones registradas en el sistema bancario, señalado anteriormente. Son estos los dos resultados simultáneos que se esperarían de un control generalizado de los rendimientos al ahorro transferible.

### *3. El Control de la Tasa de Interés Activa*

Puede argumentarse que el detonante fundamental del episodio que se acaba de ilustrar es el control administrativo de las tasas pasivas, y no la liberación de las tasas activas. La razón es que ha sido mucho más fácil hacer efectivo el control de las primeras que aquel de las segundas. Siempre es posible obedecer las normas de control a las tasas de interés activas y hallar mecanismos legales idóneos para cobrar lo que permita la situación

---

30/ Las cifras del Cuadro presentan, aparentemente, problemas estadísticos. En particular sorprende el amplio diferencial que se presenta en 1982 y 1983.

**Cuadro XVIII**  
**SISTEMA BANCARIO**

**Diferencia entre las tasas de ingresos y egresos financieros**

Año	(Intereses + Comisiones Recibidas) ÷ (Activos Productivos (1))	Intereses + Comisiones Pagadas ÷ Recursos de Crédito (2)	Diferencia (3)
1970	20.8	22.6	(1.8)
1971	17.7	14.6	3.1
1972	18.7	16.0	2.7
1973	22.9	21.6	1.3
1974	22.8	22.1	0.7
1975	25.2	24.3	0.9
1976	24.0	22.2	1.8
1977	24.1	21.2	2.9
1978	23.8	19.6	4.2
1979	26.4	22.5	4.1
1980	35.6	32.4	3.2
1981	34.7	33.1	1.6
1982	32.6	27.4	5.2
1983	31.0	27.3	3.7
1984	29.5	28.5	1.0

FUENTE: (1): Columna (3) del Cuadro X  
(2): Columna (2) del Cuadro IX  
(3): (1) - (2)

del mercado, que bien se reflejan en un mayor valor de las comisiones recibidas o en menor valor de las comisiones pagadas. Si, por ejemplo, el principal mecanismo de reciprocidad fuera el promedio en depósitos en cuenta corriente, el cobro de la tasa de interés de mercado se reflejaría parcialmente en menores intereses y comisiones pagadas. Hay algunos indicios indirectos sobre la importancia de estos mecanismos de reciprocidad. El más llamativo de ellos se origina en los estudios de demanda por dinero. Cuando se define el dinero como efectivo más depósitos en cuenta corriente, se suele encontrar que las funciones de demanda subestiman los saldos efectivamente observados durante el segundo quinquenio de los años sesenta. Es interesante notar, además, que la participación de las cuentas corrientes dentro de la oferta monetaria ampliada alcanza su valor máximo entre 1961 y 1969. Estos indicios son consistentes con la hipótesis según la cual la banca acude a algún mecanismo de reciprocidad, en este caso los promedios en cuenta corriente para asignar préstamos a tasas controladas. Por ejemplo, el estudio realizado por la Corporación Financiera Internacional en 1972 calcula que esta reciprocidad elevaba el costo de crédito ordinario de 14% hasta por lo menos 18%, sin tener en cuenta el costo adicional de comisiones autorizadas<sup>31</sup>.

El control de las tasas de interés activas está previsto por lo menos desde la promulgación de la Ley 25 de 1923, cuyo artículo 12 prohibió a los bancos redescantar "documentos en el Banco de la República, si cargare a sus clientes, sobre documentos de la misma clase y del mismo plazo, ratas de descuentos mayores en tres por ciento (3 por 100) de las que cargue para sus redescuentos el Banco de la República". Desde 1963, la Junta Monetaria tiene la facultad de señalar tasas máximas de interés que los bancos pueden cobrar sobre sus operaciones activas, facultad que ejerció en 1974 y en 1979<sup>32</sup>. Esta facultad no depende necesariamente de ningún otro hecho, como ocurría antes cuando el se ejercía exclusivamente condicionando el acceso al redescuento o a un régimen de encajes reducidos a que los bancos no cobraran tasas superiores a las señaladas por la Junta Directiva del Banco de la República o por la Junta Monetaria.

Hay otros controles contemplados en la legislación civil, en el Código de Comercio y en el Código Penal. Estos controles toman como punto de referencia el interés bancario corriente y el interés sobre créditos ordinarios de libre asignación. El Código civil señala que el interés máximo del plazo que puede pactarse en negocios civiles no debe sobrepasar el interés corriente en más de 50%. La norma se extiende a negocios comerciales, puesto que el Código de Comercio no tiene norma expresa sobre la materia, y señala que, cuando no hay norma expresa ni analogía aplicable dentro de este código, debe entonces acudir a la legislación civil. Asimismo, por analogía con lo dispuesto para el caso de los intereses moratorios en el Código de Comercio, el interés corriente a que se refiere el Código Civil debe corresponder al interés *bancario* corriente, el cual debe ser certificado por la Superintendencia Bancaria, según lo ordena el mismo código de comercio. En resumen, el interés pactado para el plazo de la obligación no puede sobrepasar el interés bancario corriente certificado por la Superintendencia Bancaria en más del 50% .

---

31/ Véase Horch y Lowe (1972), pág. 28.

32/ Resolución No. 11 de 1974 y Resolución No. 23 de 1979.

De otra parte, el Código de Comercio indica que el interés moratorio no puede ser superior al doble del interés bancario corriente certificado por la Superintendencia. Finalmente el Código Penal tipifica como delito de usura intereses que superen en la mitad al interés que estén cobrando los bancos por los créditos de libre asignación. La redacción del código penal sugiere que esta tipificación se refiere a intereses remuneratorios y no a los moratorios.

La Superintendencia esta certificando dos tasas, a saber, el interés bancario corriente y el interés bancario sobre créditos de libre asignación. La última certificación los ubica en 33.60% y 42.66% respectivamente. En esta forma, el interés remuneratorio máximo es de  $33.60 \times 1.50 = 50.40\%$ ; el interés moratorio máximo es de  $33.60 \times 2.0 = 67.2\%$  y el interés máximo del plazo por encima del cual se tipifica el delito de usura es igual a  $42.66 \times 1.5 = 63.99$ .

Muchos se preguntarán porque el interés bancario corriente certificado es diferente al interés bancario sobre créditos de libre asignación. La respuesta es que, para estimar el primero, la Superintendencia calcula un promedio de las tasas de interés pactadas en toda la cartera bancaria, incluidas las operaciones de fomento. Para el segundo se excluyen las operaciones de fomento<sup>33</sup>.

No le corresponde al presente estudio analizar los controvertidos aspectos jurídicos que se han desprendido de las normas citadas, sino examinar sus implicaciones económicas. La primera es que el interés remuneratorio máximo de 50.40% es efectivamente restrictivo, puesto que hay operaciones comerciales pactadas a intereses mucho más altos, como es el caso de los créditos para adquirir bienes de consumo durable. Con seguridad también abunda el delito de usura en el mismo tipo de operaciones. Y debe haber operaciones donde se estén pactando intereses moratorios superiores al máximo autorizado. De hacer efectivas estas restricciones, desaparecerían tanto los intereses extremos como buena parte del tipo de operaciones donde suelen pactarse.

El segundo aspecto que debe destacarse es la inconsistencia de la forma como se determinan estos intereses máximos. Basta dar un ejemplo. Si se supone que las autoridades monetarias deciden ampliar la participación del crédito de fomento en la cartera bancaria, se reduciría el interés bancario corriente. Ello disminuiría el interés remuneratorio máximo autorizado, y podría ocurrir que este resultara inferior a la tasa máxima certificada sobre créditos de libre asignación. En esta forma, el crédito de fomento se convierte en un instrumento para fijar topes administrativos a la cartera de libre asignación.

Las reciprocidades, los pagos disfrazados, y la misma renuencia a denunciar violaciones de los topes máximos, limitan sustancialmente la eficacia de todas estas normas de control administrativo, y oscurecen la verdad de los hechos sobre la forma como opera el mercado de crédito. Pese a la crisis por la que están pasando muchos deudores en la actualidad, poco se escucha sobre denuncias que prosperen contra los acreedores. Y no ciertamente porque los costos del crédito se están ajustando a los límites impuestos. La discusión de política económica se plantea entonces tanto en términos de la eficacia misma de los con-

---

33/ Sobre el tema de los controles civiles, comerciales y penales a los intereses, véase Villegas de Osorio S. (1984) y (1985).



troles como de su conveniencia económica. La dificultad de hacer respetar los límites máximos es indicativa de un alto costo de control de las disposiciones administrativas. Basta solo imaginarse el ejército de funcionarios que sería necesario para vigilar, rastrear, y consolidar este costo, teniendo en cuenta todos los mecanismos que se utilizan para eludir los límites. Pero, de otra parte, aún si fuere posible tecnológicamente desarrollar esta tarea de control, y se incurrieran los costos necesarios, es dudoso que fuese conveniente desde el punto de vista económico. Los intereses altos son sintomáticos de una configuración macroeconómica y financiera particular. Si se atacan con controles efectivos a la tasa de interés activa, finalmente se configura también un proceso de desintermediación puesto que las entidades de crédito reducirían los rendimientos de las captaciones. Los ahorradores ubicarían sus inversiones en otros activos financieros no vigilados, o directamente en capital real. Pero, en contraste con el caso donde se controla solamente la tasa pasiva, cuando también se limita la tasa activa, se presenta un exceso de demanda en el mercado de crédito, de tal manera que deben intervenir en mayor grado criterios diferentes a la tasa de interés para asignar los fondos disponibles que, con seguridad, deterioran la eficiencia en la asignación de los recursos reales de la economía.

Pero el tema de control no se limita exclusivamente a la tasa de interés "promedio" de la economía. Las tasas de interés en las operaciones de mutuo tienen una amplia dispersión que se asocia fundamentalmente con el riesgo que presenta el deudor. Si se fijan límites máximos efectivos cercanos al promedio del mercado, se desalojarían operaciones de alto riesgo. Se limitaría por ejemplo, el crédito de consumo, si el control es tan eficaz como para eliminar los diferenciales de precio que se presentan en las ventas a plazo. El resultado final sería obstaculizar operaciones de crédito convenidas voluntariamente entre particulares. El autor estima que este no es un objetivo legítimo de la política económica, y piensa que la legislación y el control debe orientarse más bien a proteger a los deudores contra los mecanismos de cobro por extorsión que puedan presentarse en algunos mercados informales de crédito.

### C. ¿Por qué subieron las tasas de interés en Colombia?

Corresponde ahora volver al Gráfico III, donde se presenta la evolución de la tasa de interés real de mercado en Colombia para preguntarse por qué, a partir de 1976 se registró un alza tan significativa de los costos financieros de equilibrio? No es arriesgado suponer que, ya en ese año, las expectativas de inflación de 25% anual estaban plenamente consolidadas, después de cuatro años de no haberse visto cifras similares al promedio de las décadas de los años cincuenta y sesenta. Ello significa que la expectativa de 25% de inflación ya estaba incorporada en las tasas de interés de mercado y que, por lo tanto, el alza a partir de 1976 es de carácter real; es decir, difícilmente se puede argumentar que se origine en la incorporación de expectativas inflacionarias aún mayores.

En segundo término, hay que destacar que tampoco puede atribuirse el alza a mayores expectativas de devaluación. En 1975 el país ingresó al período de auge cafetero, y la respuesta de la política cambiaria fue reducir al ritmo de devaluación. Según el modelo simple para una economía abierta, discutido en el acápite anterior, esta baja en el ritmo de crecimiento del dólar debiera más bien haber resultado en tasas de interés más reducidas.

El resultado de las operaciones presupuestales de las administraciones públicas tampoco pudieron contribuir en ese momento, a producir el despegue de las tasas de interés reales. La bonanza engrosó las arcas fiscales y la preocupación del gobierno fue más bien la de producir superávits que permitieran controlar el crecimiento de la liquidez originado en la acumulación de reservas internacionales.

El objetivo de controlar o compensar la monetización de las reservas que se acumulaban se buscó, con buen éxito, con un conjunto diverso de instrumentos, dentro de los cuales se destacan el control del endeudamiento externo y el aumento de las reservas bancarias para encaje. Un importante estudio realizado en 1978 analizó la forma como operaron los controles al endeudamiento y verificó su eficacia. Las cifras muestran una caída casi vertical de la deuda por dólar de importación<sup>34</sup>. Esta caída debe atribuirse a las medidas promulgadas puesto que, en esa época, la banca internacional prestaba con holgura.

Las disposiciones en materia de encaje sobre depósitos a la vista elevaron los requeridos correspondientes de 36% a 43.5% en 1976, y establecieron un encaje marginal de 100% a comienzos de 1977. Estas y otras disposiciones condujeron a que las reservas de los bancos, expresadas como porcentaje del ingreso nacional aumentarían de 4.2% en 1974 hasta 6.9% en 1978 y 7.1% en 1981; desde entonces este porcentaje ha venido bajando.

Cuando morigeró la acumulación de reservas internacionales, el gobierno inició un proceso de reducción gradual del encaje y una apertura gradual del acceso al crédito externo. Sin embargo, este proceso empató con el umbral de la recesión interna, desencadenada en buena medida por el debilitamiento de los mercados externos. Además las tasas de interés externas habían iniciado su ascenso desde 1978. Más tarde, con los descalabros financieros de los países en vía de desarrollo, la banca internacional comenzó a detener nuevas operaciones y a cobrar las que ya tenía comprometidas. A su vez, la recesión condujo a dos respuestas fundamentales en la política económica. En primer término, fiel a la tradicional política de ajuste gradual en la tasa de cambio, el gobierno aceleró progresivamente el ritmo de devaluación de 6.3% en 1978 a 27% en 1984. En segundo término, la expansión del gasto público y la reducción de los ingresos corrientes del gobierno engrosaron su déficit financiero de tal suerte que este alcanzó sus más altos niveles dentro de por lo menos los últimos treinta y cinco años, cuando se expresa el déficit como porcentaje de alguna medida de actividad económica. Tanto la aceleración de la devaluación como el incremento en el déficit sostuvieron los altos niveles de las tasas de interés que hemos presenciado durante los últimos siete años.

No puede concluirse esta sección sin hacer referencia al posible impacto del endeudamiento empresarial. Hace dos años, un distinguido banquero presentó un oportuno análisis del creciente endeudamiento de las empresas colombianas<sup>35</sup>, y demostró como "en ningún país industrializado se ha presenciado un incremento del 2.6 veces en el nivel de endeudamiento de sus empresas, como ocurrió en Colombia de 1960 a 1982". El mencionado estudio le atribuyó el mayor endeudamiento a la imposibilidad de colocar acciones

---

34/ Véase Jaramillo, J.C. y Montes, F. (1978).

35/ Véase Figueroa, A. (1983), pág. 3.

frente a un mercado crecientemente competitivo de títulos de renta fija. Si se analiza el fenómeno del endeudamiento en el contexto del modelo esbozado en el acápite anterior, se concluye que el apalancamiento deseado de una empresa debe ser mayor, cuanto más alta sea la rentabilidad esperada del capital<sup>36</sup>. Uno de los acertos más conocidos de la teoría económica señala que un inversionista está dispuesto a asumir riesgo en función directa de la rentabilidad promedio esperada. Al incrementarse la rentabilidad del capital, las empresas habrían considerado conveniente endeudarse más intensamente para lograr un mayor rendimiento del patrimonio. Pero la acción del conjunto de empresarios que pensaron en igual forma pudo haber sido otro factor que, durante los años setenta empujó hacia arriba la remuneración del ahorro financiero. Esta afirmación permanece, sin embargo, en el plano meramente hipotético, y merece un esfuerzo investigativo mayor que esta por fuera del alcance del presente documento.

#### IV. LAS TASAS DE INTERES Y LA POLITICA ECONOMICA

La conclusión según la cual el control administrativo de las tasas de interés es inoperante no debe olvidarnos del alto nivel que estas registran actualmente. El intento del autor de demostrar esta inoperancia busca desestimular el establecimiento de límites contraproducentes; encauzar estos esfuerzos a comprender mejor los mecanismos de mercado que determinan el comportamiento y la estructura de los intereses, y diseñar una estrategia de política que actúe eficazmente sobre el mercado para que el nivel de los costos financieros no se desvíe sustancialmente de el nivel que racionalmente la disponibilidad de los recursos de crédito.

##### A. Objetivos

Como se desprende del análisis del documento, el autor comparte la opinión según la cual las tasas de interés están indebidamente altas. Desde el punto de vista puramente descriptivo, las tasas de mercado son altas comparadas con su promedio histórico, y también comparadas con las vigentes en países desarrollados, si bien, se reitera, no deben caracterizarse de extremas o excepcionales. Por ejemplo, la tasa real promedio estimada para mercados a la vista en países desarrollados es del orden de 30% anual; en Colombia puede estar cuatro puntos por encima. En Estados Unidos, donde las tasas reales son comparativamente caras, el rendimiento equivalente en pesos, tomando una devaluación de paridad del 240% y una tasa de interés en dólares de 7.50%, es de 330%, porcentaje inferior al que saldos grandes pueden obtener en el mercado financiero colombiano (cerca de 380%). En cuanto a tasas de colocación las diferencias son más notorias. El costo total del crédito comercial se acerca en Colombia al 500% anual. El equivalente en pesos de un crédito externo en dólares contratado al 100%, y suponiendo nuevamente una devaluación de paridad de 240%, ascendería a 360% anual.

---

36/ De hecho, en el estudio que se acaba de citar (Figuroa, A. (1983), pág. 7), su autor, al preguntarse: Por qué toleró la banca colombiana el fuerte aumento del endeudamiento? responde: "Básicamente porque la rentabilidad de las empresas del sector real parecía capaz de resistir la carga de los intereses, y porque la banca opera con avalúos actualizados del precio comercial de los activos fijos de las sociedades, que en la práctica rebajan sustancialmente el nivel de endeudamiento que aparecen en el balance oficiales, por restricciones legales ya explicadas en el tratamiento contable de la inflación".

## *1. Fomento de la Inversión*

La reducción de las tasas de interés en Colombia debe ser una prioridad inaplazable de la política económica con el fin de fomentar la inversión privada, la capitalización de las empresas y la estabilidad del sistema financiero. Si bien es claro que los análisis estadísticos identifican a las fluctuaciones en la actividad económica como la principal variable que determina las fluctuaciones en la inversión, y que la respuesta de la inversión respecto de la tasa de interés es muy modesta en el corto plazo, es bien probable que la persistencia de altas tasas de interés haya elevado el costo del capital anticipado para el largo plazo y explique una mayor parte del deterioro en el nivel de la inversión privada. La inversión en Colombia es asumida cada vez en mayor proporción por el sector de las empresas y las administraciones públicas. Si se quiere recuperar y preservar el papel de la empresa privada en la vida económica nacional, el fomento de la formación de capital en cabeza de los particulares debe constituir un propósito serio de la política económica. En 1970, las empresas privadas asumían el 46.20% de la inversión total en Colombia; en 1983, este porcentaje había disminuido hasta 21.10%<sup>37</sup>. Para revertir esta tendencia, la reducción del costo del capital y del crédito constituyen ingredientes indispensables.

## *2. Estabilidad del Sector Financiero*

La evidencia de los últimos años prueba plenamente que las altas tasas de interés no le convienen ni al país en general ni al sistema financiero en particular. El argumento de elevar las tasas de interés para fomentar la intermediación se aplica cuando, por los controles analizados en la sección anterior del presente estudio, las tasas que pueden pagar los establecimientos de crédito están ubicadas muy por debajo de la tasa de mercado. Otro asunto es el aumento de la tasa real de equilibrio de mercado. A medida que sube esta tasa, se complica progresivamente la tarea de transformación del riesgo, puesto que, para una rentabilidad patrimonial dada de las empresas, asciende el riesgo de cartera. Como se aprecia en el Cuadro XIX, la historia financiera del país desde 1950 nunca había registrado índices tan elevados de dudoso recaudo como los que se observan ahora. Recesiones económicas sí se habían presentado; tasas de interés reales tan elevadas, no. El Cuadro muestra que las recesiones en el pasado sí han incrementado la incidencia del dudoso recaudo, pero nunca como ahora. La reducción en las tasas de interés reales a un nivel que racione eficientemente los recursos de crédito debe coadyuvar la recuperación financiera de las empresas y de las entidades de crédito acreedoras.

## **B. Estrategias**

En esencia las tasas de interés en Colombia han sido altas durante los últimos cuatro años (1982 - 1985) debido a las elevadas expectativas de devaluación, al acentuado déficit del gobierno, y al todavía alto nivel de encajes, el cual disminuye el multiplicador del crédito. Como bien se sabe, la devaluación real del peso ha sido indispensable para reducir el déficit en la balanza en cuenta corriente; el déficit del gobierno resultó de una indebida expansión del gasto frente a una caída exógena de los ingresos corrientes; el encaje, como instrumento de política monetaria, se incrementó hace casi una década para compensar el

---

37/ Véase MEMORANDO ECONOMICO, Vol. III (9), Septiembre 1985, pp. 1-4.

---

**Cuadro XIX**  
**PARTICIPACION DE LA CARTERA DE DUDOSO RECAUDO**  
**EN EL CREDITO TOTAL DE LOS BANCOS COMERCIALES**  
**(1954 - 1984)<sup>1</sup>**

---

Año	Porcentaje
1954	0.07
1955	0.09
1956	0.09
1957	0.07
1958	0.28
1959	1.17
1960	0.97
1961	0.69
1962	0.50
1963	0.43
1964	0.62
1965	1.72
1966	1.95
1967	2.04
1968	2.03
1969	1.85
1970	1.80
1971	1.65
1972	1.73
1973	2.01
1974	2.28
1975	2.27
1976	3.48
1977	3.67
1978	3.16
1979	3.26
1980	3.02
1981	3.04
1982	4.14
1983	6.61
1984	13.82

---

**FUENTE:** Balances consolidados de los bancos comerciales.  
**1/ Incluye cartera en moneda extranjera.**

efecto monetario de la acumulación de reservas. Con la sustitución de reservas internacionales por crédito al gobierno como fuentes de la base monetaria, el alto nivel del encaje puede interpretarse como mecanismo para compensar el efecto monetario del déficit acumulado del sector público financiado con crédito del Banco de la República.

### *1. Estrategia global*

La disminución de las tasas de interés a través de la política económica debe enmarcarse dentro de los antecedentes citados que condujeron al elevado ritmo de devaluación, el elevado déficit fiscal, y al incremento de la deuda pública acumulada. Para dar un ejemplo, si simplemente se baja el encaje, sin hacer nada más, el resultado es aumentar los medios de pago, elevar el nivel de precios, incrementar los requerimientos de endeudamiento interno del gobierno, y presionar transitoriamente hacia arriba las tasas de interés nominales sin lograr mayor efecto sobre las reales. En esencia, para reducir las tasas de interés es necesario disminuir el gasto excesivo, disminuir la demanda excesiva por crédito, y fomentar la oferta de crédito acudiendo a mecanismos diferentes de la tasa de interés misma. Estos tres elementos necesariamente deben formar parte de cualquier intento de controlar los intereses. Si por ejemplo, se fomenta el ahorro sin bajar el gasto, puede deteriorarse la balanza comercial o acelerarse la tendencia de los precios. Si, por otro lado se controla el gasto, sin estimular el ahorro financiero y el crédito, las tasas sencillamente no bajan y se corre el peligro de acentuar la recesión.

### *2. Control del Gasto Público*

Un aumento en el gasto público debe estar acompañado de mayores impuestos, o mayor inflación, o tasas de interés más elevadas, o un incremento en el déficit en cuenta corriente. Algunos sostienen vehementemente que el mayor gasto público también estimula la actividad económica. Analizado a la luz de los efectos del gasto sobre las variables citadas, este efecto resulta muy discutible. Además, no resulta fácil comprobarlo empíricamente. El gasto público se asocia estadísticamente con otras variables macroeconómicas, pero esta correlación puede ser espúrea, al originarse en alguna variable determinante común, o al depender de, en lugar de determinar, la evolución de la actividad económica.

Dentro de un marco de ajuste gradual, pero no indefinidamente prolongado, la reducción del déficit a porcentajes normales del producto interno bruto debe contribuir a aliviar los costos financieros. La actual política económica ya está desarrollando esta estrategia con una buena medida de éxito. El déficit de caja real acumulado a septiembre, expresado en pesos de 1980, se redujo de \$37.231 millones en 1984 hasta \$8.283 millones en el presente año. En su mayoría, la reducción obedece a una buena respuesta de la reforma al impuesto de ventas. Para que la reducción del déficit sea coherente con una recuperación de la actividad económica empresarial, es preciso mantener un control firme del gasto público, de modo que, al menos, el crecimiento vegetativo de los ingresos corrientes descongestione el exceso de gasto agregado y permita una reducción de la deuda pública que, a su vez, abra el campo para reducciones adicionales del encaje.

### *3. Fomento del Ahorro Financiero*

Aparte del crecimiento del ahorro financiero que pueda lograrse como resultado del desarrollo real de la economía, es preciso insistir en una repatriación de los capitales invertidos en el extranjero. Una política obvia, a la luz del análisis de la sección anterior, es la reducción del ritmo de devaluación. Para que pueda efectuarse, es requisito completar

el ajuste buscado de la tasa de cambio real. Cifras del Banco de la República indican que este ajuste está ya casi completo. Estas estadísticas se basan en un cómputo de la tasa ponderada según el peso de las diferentes monedas en el comercio colombiano. Un cálculo alternativo, basado en el precio relativo de las importaciones respecto de los bienes no comerciados sugiere que al ajuste todavía le falta un trécho por completar. De todas formas, una vez completo el ajuste requerido, la devaluación no debe apartarse sustancialmente de la diferencia entre la inflación interna y la inflación mundial. A más largo plazo, es preciso replantear el manejo de la política de tasa de cambio, para suavizar los cambios en las expectativas de devaluación y evitar las fluctuaciones bruscas en la tasa de cambio real que desestabilizan las exportaciones no tradicionales.

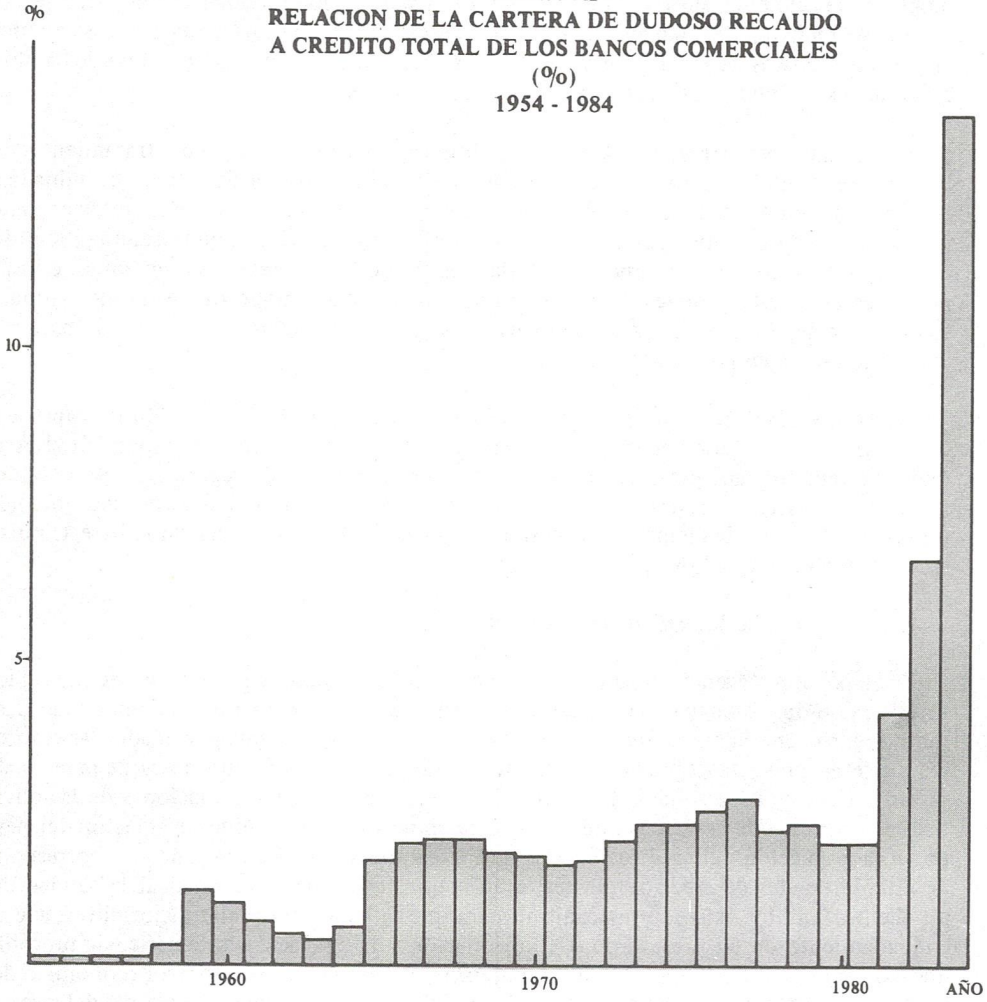
Aún cuando este trabajo no hizo ningún intento de medir el efecto del tratamiento tributario sobre el ahorro financiero, es de suponer que la reforma de 1983, encaminada a reducir la tributación del componente inflacionario de los intereses, desestimula en alguna medida la desintermediación financiera. Esta reforma debe completarse, en el sentido de eximir totalmente el componente inflacionario de los intereses. Sin embargo, corresponde estudiar esta propuesta dentro de un contexto más amplio que estimule la financiación por medio de emisión de acciones y castigue el endeudamiento contraído para pagar intereses con cargo al fisco nacional.

Con todo, no deben formarse grandes expectativas sobre la repatriación de capitales. Como se señaló anteriormente muy buena parte de estos dineros no responden al estímulo de rentabilidad. Están radicados por fuera por motivos de seguridad y para evadir impuestos. Las concesiones necesarias para atraerlos en su totalidad serían inaceptables políticamente y probablemente un pésimo negocio fiscal, al desalojar de la base tributaria todo el ahorro que hoy sí paga.

#### *4. Regulación de la Demanda por Crédito*

El riesgo de insolvencia depende no solo del nivel de la tasa de interés sino de otros factores dentro de los cuales se destaca el coeficiente de endeudamiento. Podemos estar bastante seguros que la crisis financiera no hubiera revestido la misma gravedad si las empresas hubieran presentado buenos índices de capitalización. Ocurre entonces que para coadyuvar la estabilidad y solidez del sector financiero frente a las fluctuaciones de la actividad económica y de la tasa de interés, es también necesaria una idónea evaluación del riesgo en la asignación del crédito. Esta es una tarea que, en primera instancia, le corresponde a las entidades de crédito, quienes están mejor habilitados para analizar la calidad de un cliente. Ya hoy existe un mecanismo para que la banca aproxime mejor el verdadero endeudamiento de un prestatario. La información y la aplicación sistemática de procedimientos para calificar el riesgo son tan importantes como el mismo control económico de la tasa de interés, para asegurar la estabilidad del sistema financiero. Esta tarea debe estar complementada por una vigilancia de la Superintendencia Bancaria que acuda, como se ha señalado insistentemente, a mediciones de la relación de capital a activos de riesgo, y evalúe las otras características de las entidades que determinan su estabilidad.

**Gráfico XIV**  
**RELACION DE LA CARTERA DE DUDOSO RECAUDO**  
**A CREDITO TOTAL DE LOS BANCOS COMERCIALES**  
 (%o)  
 1954 - 1984





## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BANCO DE LA REPUBLICA, (1971), Análisis Preliminar de las Cuentas de Flujo de Fondos Financieros de la Economía Colombiana, 1962-1969, por Armando Gómez Riveros y Daniel Schlesinger Ricaurte, Banco de la República, Bogotá.
- BRUNNER, Karl, y Meltzer, Allan, (1973), "Money Debt and Economic Activity, Journal of Political Economy", Vol. 80, septiembre-octubre, pp. 951-977.
- BRUNNER, Karl, y Meltzer, Allan, (1963), "The Role of Financial Intermediaries in the Transmission of Monetary Policy", American Economic Review, Vol. 53, mayo, pp. 372-382.
- BURGER, Albert, E. (1971), The Money Supply Process, Wadsworth Publishing Company, Inc., Belmont, California.
- DE POMBO, Joaquín, (1972), "Algunos aspectos del Mercado Libre de Dinero en Colombia", Revista del Banco de la República, 45 (9), septiembre.
- EDWARDS, Sebastián, (1985), "Money, the Rate of Devaluation, and Interest Rates in a Semiopen Economy, Colombia 1968-1982", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 17(1), Febrero, pp. 59-68.
- FIGUEROA, Alejandro, (1983), "El Endeudamiento Interno y la Reactivación Económica de los Países de América latina - El caso de Colombia", Boletín de Asuntos Económicos, Banco de Bogotá, Nos. 85 y 86, noviembre-diciembre.
- FISHER, Irving, I. (1930), *The Theory of Interest* (New York): Macmillan.
- FRY, Maxwell, J. (1982), "Models of Financially Repressed Developing Economies", World Development, Vol. 10 (9), septiembre.
- GAVIRIA, Fernando, (1978), "El Mercado Extrabancario y las Tasas de Interés en Colombia", Revista del Banco de la República, Vol. 51 (7), julio, pp. 776-806.
- GOMEZ OTALORA, Hernando y PARDO VARGAS, Fernando (1973), "Las Tasas de Interés en Colombia - Perspectiva General" en *El Mercado de Capitales en Colombia. Ahorro y Crédito 1973*, Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, Colombia.
- HORCH, Hans, y LOWE, John (1972), "The Extrabank Market in Colombia: A Preliminary Survey", Documento no publicado, noviembre.
- JARAMILLO, Juan Carlos y MONTES, Fernando, (1978), "El Comportamiento del Endeudamiento Privado Externo para la Financiación de Importaciones: 1971-1977", Revista del Banco de la República, Vol. 51 (6), marzo, pp. 309-327.
- LEYVA, Jorge, (1985), "La Deuda Externa Chilena y los Procesos de Ajuste", Documento no Publicado, abril.
- MIKESELL, Raymond, F. y ZINSER, James E. (1973), "The Nature of the Savings Function in Developing Countries: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature", Journal of Economic Literature, Vol. ii (1), marzo, pp. 1-26.
- MUSALEM, Alberto Roque, (1971), "Dinero, Inflación y Balanza de Pagos: La Experiencia de Colombia en la Postguerra", Banco de la República, Bogotá.
- QUALE, Andrew C. (1974), "Impuesto a las Ganancias de Capital", en Musgrave, Richard y Gillis, Malcolm, *Propuesta de una Reforma Fiscal para Colombia*, Banco de la República, pp. 143-198.
- SCHLESINGER, Daniel y RUIZ, Alvaro, "Algunos Aspectos Específicos del Mercado de Capitales Colombianos: Tasas de interés y Exenciones Impositivas", Revista del Banco de la República, Vol. 48 (5), mayo, pp. 530-543.
- VILLEGAS DE OSORIO, Stella, (1984), "¿Está regulada la tasa de interés que pueden cobrar los establecimientos de crédito?", en MEMORANDO ECONOMICO, Vol. 2 (5), mayo.
- VILLEGAS de Osorio, Stella, (1985), "¿Es arbitraria la interpretación del Derecho Económico en Colombia?", en MEMORANDO ECONOMICO, Vol. 3 (5), mayo.
- WHITE, Melvin, y QUALE, Andrew C. (1974), "El impuesto de Renta de las personas naturales en Colombia", en Musgrave, Richard y Gillis, Malcolm, *Propuesta de una Reforma Fiscal para Colombia*, Banco de la República, pp. 81-122.
- ZARTA, Alvaro (1980), "Las tasas de interés en Colombia - Estructura de vencimiento", Banca y Finanzas, No. 170, diciembre, pp. 37-71.

## INDICE TEMATICO

### I. INTRODUCCION

#### A. *Antecedentes*

### II. EVOLUCION DE LAS TASAS DE INTERES

#### A. *Tasas de Interés*

1. Tasas Nominales
2. Tasas Reales

#### B. *Las Tasas de Interés en las Entidades de Crédito*

1. Sistema Bancario
  - a. Operaciones Pasivas
  - b. Operaciones Activas
2. Corporaciones Financieras
3. Compañías de Financiamiento Comercial
4. Corporaciones de Ahorro y Vivienda

#### C. *Tasas de Interés de Papeles Oficiales*

#### D. *Panorama Actual de las Tasas de Interés*

### III. ¿POR QUÉ SUBIERON LAS TASAS DE INTERES DE MERCADO EN COLOMBIA?

#### A. *Enfoques Teóricos*

1. Modelo sencillo para una Economía Abierta
2. Modelo sencillo para una Economía Cerrada
3. Un modelo combinado de Inflación y Devaluación
4. El enfoque Macroeconómico Convencional
5. El papel del Mercado del Crédito y del Mercado del Dinero
  - a. El déficit del Gobierno
  - b. La Demanda Externa
  - c. La Deuda Pública
  - d. Las reservas bancarias de Encaje
  - e. La rentabilidad del Capital
  - f. Análisis empírico de la Tasa de Interés Real

#### B. *El Control Administrativo de las Tasas de Interés*

1. El Control de los Intereses y el Ritmo de Ahorro e Inversión
2. El Control de la Tasa de Interés Pasiva y el Grado de Intermediación
3. El Control de la Tasa de Interés Activa

#### C. *¿Por qué subieron las tasas de interés en Colombia?*

### IV. LAS TASAS DE INTERES Y LA POLITICA ECONOMICA

#### A. *Objetivos*

1. Fomento de la inversión
2. Estabilidad del Sector Financiero

#### B. *Estrategias*

1. Estrategia global
2. El control del gasto público
3. Fomento del Ahorro Financiero
4. Regulación de la demanda por crédito

## INDICE DE CUADROS

CUADRO I	TASAS DE INTERES EN MERCADOS LIBRES
CUADRO II	TASA DE INTERES REAL DE MERCADO
CUADRO III	TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE DINERO A CORTO PLAZO
CUADRO IV	TASA DE INTERES DE CAPTACION DEL SISTEMA BANCARIO
CUADRO V	TASAS NOMINALES DE CAPTACION DEL SISTEMA BANCARIO
CUADRO VI	TASA DE INTERES SOBRE EL CREDITO BANCARIO
CUADRO VII	TASA DE INTERES CON RECURSOS DE LOS FONDOS FINANCIEROS
CUADRO VIII	TASAS DE INTERES AUTORIZADAS SOBRE PRESTAMOS EN RECURSOS DE LOS FONDOS FINANCIEROS
CUADRO IX	RELACION DE INTERESES Y COMISIONES PAGADAS A RECURSOS PARA CREDITOS
CUADRO X	RELACION DE INTERESES Y COMISIONES RECIBIDAS A ACTIVOS PRODUCTIVOS
CUADRO XI	RELACION DE INGRESOS FINANCIEROS A CREDITO EN MONEDA LEGAL
CUADRO XII	CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA
CUADRO XIII	TASAS DE INTERES SOBRE PAPELES OFICIALES ESCOGIDOS
CUADRO XIV	RENDIMIENTO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS
CUADRO XV	COSTO DEL CREDITO
CUADRO XVI	TASA DE INTERES INTERNA Y RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES EN DOLARES
CUADRO XVII	DEPOSITOS DE ENTIDADES COLOMBIANAS NO BANCARIAS EN INSTITUCIONES DE CREDITO EXTRANJERAS
CUADRO XVIII	SISTEMA BANCARIO-DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS DE INGRESOS Y EGRESOS FINANCIEROS
CUADRO XIX	PARTICIPACION DE LA CARTERA DE DUDOSO RECAUDO EN EL CREDITO TOTAL DE LOS BANCOS COMERCIALES

## INDICE DE GRAFICOS

GRAFICO I	TASA DE INTERES EN MERCADOS LIBRES
GRAFICO II	TASA DE INFLACION
GRAFICO III	TASA DE INTERES REAL DE MERCADO
GRAFICO IV	DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INTERES DE MERCADO Y EL RENDIMIENTO DE LAS CUENTAS DE AHORRO
GRAFICO V	DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INTERES DE MERCADO Y LA TASA DE INTERES BANCARIA PROMEDIO DE CAPTACION
GRAFICO VI	DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE INTERES DE MERCADO Y EL RENDIMIENTO DE LOS PAPELES OFICIALES

GRAFICO VII	TASA DE INTERES INTERNA Y RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES EN DOLARES
GRAFICO VIII	TASAS DE AHORRO DEL GOBIERNO Y DE LOS HOGARES
GRAFICO IX	DEFICIT DE LA ADMINISTRACION PUBLICA EN OPERACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
GRAFICO X	RELACION DE EXPORTACIONES A PRODUCTO NACIONAL BRUTO
GRAFICO XI	AHORRO FINANCIERO Y DESARROLLO ECONOMICO
GRAFICO XII	IMPORTANCIA ECONOMICA Y RENDIMIENTO RELATIVO DE LOS CUASIDINEROS
GRAFICO XIII	IMPORTANCIA ECONOMICA Y RENDIMIENTO RELATIVO DE LAS CAPTACIONES BANCARIAS
GRAFICO XIV	RELACION DE CARTERA DE DUDOSO RECAUDO A CREDITO TOTAL DE LOS BANCOS COMERCIALES

## **COMENTARIO DEL DOCTOR GERMAN BOTERO DE LOS RIOS, PRESIDENTE DEL CONSEJO DIRECTIVO DE FEDESARROLLO**

El trabajo del Dr. Mauricio Carrizosa intitulado, “Las Tasas de Interés y el Ahorro Financiero en Colombia”, es un estudio amplio, comprensivo y bien documentado, sobre lo que ha ocurrido en Colombia en los últimos treinta y cinco años, en cuanto hace a tasas de interés. El análisis pormenorizado, las consideraciones de variada índole en torno al tema y en particular sus conclusiones son todos del mayor valor y servirán, no tengo la menor duda, como gran esquema, teórico y pragmático, para la investigación y el análisis a fondo que tendrá que llevarse a cabo en torno a este problema, sobre el cual se hacen a diario los más variados y contradictorios comentarios, y el cual golpea rudamente y todos los días la actividad económica nacional.

Una de las cosas que más atrae en el estudio es el equilibrio, la ecuanimidad para juzgar los hechos y proponer las tesis, la ausencia de dogmatismo, dejando traducir siempre un espíritu cartesiano, una duda metódica, espíritu indispensable en un tema de tan complejo y difícil diagnóstico.

Las series estadísticas que presenta el autor de los intereses de las hipotecas, papeles comerciales, CDTs, títulos de participación, los cobrados y pagados por las Compañías de Financiamiento Comercial, son bien ilustrativas de lo que ha ocurrido desde los años cincuenta, de cómo se elevan las tasas, de la disparidad de las mismas y de los resultados en la dirección y control administrativo en muchos casos.

*Preocupaciones en la década de los setenta.* Después de la experiencia que se acumuló de 1950 a 1970, surgen en los años siguientes muchas preocupaciones a los entendidos y a los que se interesan por estas materias: en primer término, dejar cierto grado de libertad a las tasas en defensa del ahorrador, pensando muy particularmente en las muy bajas para los de las cajas de ahorros (a quienes se les venía reconociendo desde tiempos lejanos solo un 4%), y por otra parte, procurar una mayor captación por los establecimientos financieros y por tanto un desarrollo del mercado financiero tan magro y sin ningún dinamismo entre nosotros. En este orden de ideas se va perfilando lo que se llamó en la década de los setenta, la "Reforma Financiera", y se van tomando algunas medidas, tales como:

1. Modificación a las condiciones de redescontabilidad de las obligaciones, Resolución 27 de 1975 de la Junta Monetaria;
2. Eliminación de los topes que regían, Decreto 238 de 1980 que deroga límites a los intereses de los CDTs establecidos por el Decreto 432 de 1979.
3. Viene también el Decreto 1970 de 1979 el cual le da mejor fisonomía y mayor personalidad a las entidades, distintas de los Establecimientos de Crédito y Corporaciones tradicionales, que venían canalizando recursos del público, primeramente llamado mercado extrabancario antes de los esfuerzos por su institucionalización, como fueron varios decretos expedidos con anterioridad a este 1970.

Estas preocupaciones por organizar y desarrollar el mercado de capitales, obedecían a las teorías Neoliberales, expuestas e impulsadas entre nosotros por distinguidos profesores extranjeros y colombianos. Veamos brevemente:

A partir de 1971 se encuentra en los anales académicos colombianos, la defensa de las tasas "libres en materia de interés, por oposición a la tradición colombiana e igualmente en diferencia con muchos teóricos partidarios de la intervención sobre la moneda y el crédito.

Así, en el año mencionado, se celebra el primer simposio sobre Mercado de Capitales en Colombia, en el cual participaron distinguidos profesores nacionales y extranjeros. Sobre todo entre esos últimos el profesor Edwar S. Shaw, de la Universidad de Stanford, quien expuso lúcidamente las tesis en boga del neoliberalismo, en particular del profesor Milton Friedman de la Universidad de Chicago. Señalaba el profesor Shaw en el dicho Simposio, entre los beneficios de la libertad: aumento en la relación ahorro-doméstico-ingreso, el mejoramiento en la asignación de los ahorros en relación a sus usos alternativos, solución en parte al problema del desempleo, reducir desigualdades de ingreso y la inestabilidad a corto término de la producción y el empleo.

Sin embargo, según el mismo expositor, no siempre se logran los objetivos que se pregonan. La integración de los mercados de capitales 'a veces se explota en forma monopolista'<sup>1</sup>. Entonces la economía de integración se absorbe en márgenes de ganancia entre

---

<sup>1/</sup> Edward S. Shaw. El Mercado de Capitales en Colombia, publicación del Banco de la República, pág. 20.

tasas de préstamos y tasas de depósitos, y los beneficios no pasan a quienes ahorran e invierten. Si los mercados de capitales son simplemente el coto de casa de los distribuidores, comerciantes y tenedores de acciones de firmas financieras, una economía debe ser orientada a que dependa menos de sus mercados de capitales y más de sus sustitutos”.

Una síntesis muy completa de esta teoría se encuentra en el trabajo del doctor Francisco Ortega en el IV Simposio sobre Mercado de Capitales, celebrado en 1975. Dice así el doctor Ortega en la publicación hecha por el Banco de la República:<sup>2</sup>

#### “Tasas de interés

Desde cualquier ángulo que se estudien los problemas monetarios y del sector financiero siempre se llega a una conclusión: su principal dificultad está en la rigidez y heterogeneidad de las tasas de interés que impiden el funcionamiento del mercado. El tema puede ser la cuantía y distribución óptima del crédito; puede ser lo referente a la generación de ahorro y sus formas de captación; o también tratarse de las instituciones financieras y su actividad como intermediarios; en todos los casos el fenómeno está relacionado con la estructura de tasas de interés. De ahí que el elemento más característico de la estrategia monetaria y financiera de la actual administración sea el nuevo régimen de tasas de interés”.

“En esta materia la política busca primordialmente que las tasas sean flexibles. A tal efecto se ha procurado la libertad en su determinación, para que su nivel y estructura reflejen las condiciones del mercado. En un principio, como el nivel fijado estaba muy debajo de la situación de equilibrio, el movimiento fue hacia el alza. En aquellos casos para los cuales se dejó libertad completa, las tasas se han ido estabilizando y su función reguladora se observa claramente. Cuando se consigue la plena operación del mercado se llegará a una situación de tasas flexibles y realistas”.

“Las causas de variación de las tasas de interés son de origen económico y no administrativo. Estas no son altas, regulares o bajas porque la autoridad monetaria unilateralmente así lo decida. Para entender sus cambios es esencial distinguir entre la tasa de interés nominal y la tasa de interés real. La diferencia entre las dos está dada por la tasa de inflación esperada. Las oscilaciones de su nivel ocurren generalmente en el componente de precios y no en el real el cual es bastante estable”.

“Si la inflación es constante muy probablemente las tasas de interés también lo serán. Pero si la inflación aumenta, las tasas de interés se incrementarán, protegiendo al ahorro de la erosión que le causa la inflación, evitando que quienes consiguen préstamos de largo plazo obtengan ganancias extraordinarias. La llamada política del dinero caro no es otra cosa que el reflejo de los niveles de inflación; en ningún caso ella es el resultado de una decisión caprichosa de las autoridades monetarias”.

Estas tesis hicieron exitosa carrera en los años setenta, no sólo en Colombia sino en muchos países latinoamericanos, particularmente en Chile y Argentina.

---

<sup>2/</sup> El Mercado de Capitales en Colombia, publicación hecha en marzo 1976, pág. 39.

En Colombia, desde los albores de la administración López Michelsen, se fincaban grandes esperanzas en los efectos benéficos de una teoría como la descrita. Así, en el informe presidencial sobre la emergencia económica de 1974, escribe el Jefe de Gobierno:

### “Sector agrícola

“Las reformas al mercado de capitales ya efectuadas por el Gobierno tienden a lograr esta meta. En primer término, la legislación sobre cupos y encajes de los bancos le da mucha mayor flexibilidad al sistema financiero y esto hará posible un crédito más oportuno. Se ha considerado que oportunidad y seguridad del crédito es más importante para el agricultor que el costo del mismo. Si el subsidio al crédito lo vuelve un privilegio, éste irá a los agricultores afortunados que pueden ofrecerle a la banca mayores garantías y mejores saldos compensatorios. Por eso se considera que un sistema financiero más flexible, con tasas de interés realistas, logrará irrigar más eficientemente el crédito a la agricultura y a los campesinos más pobres en particular”.

*Preocupaciones actuales.* Mientras durante la década de los setenta el objetivo es el de liberar las tasas, confiados en que al elevarse se aumentaría el ahorro, hoy la preocupación es cómo se reducen, cómo se les pone techo, ya que los altos niveles alcanzados han afectado desfavorablemente el desenvolvimiento económico. Los costos que esta alza ha traído sobre la actividad pública y privada han sido inconmensurables. El empresario particular no solo ha tenido en este factor el principal obstáculo para su crecimiento, sino que este es causa del desánimo, del receso y de las crisis registrados en numerosas empresas, desde la parálisis hasta los concordatos y quiebras. Entonces, repito, la preocupación es cómo se reducen, cómo se recobra la “cuerda” que se le soltó en su ascenso; los más osados pensarán en controles directos, otros, más eclécticos, pensarán en medidas indirectas como ocurría antes de la Reforma Financiera.

*Principal conclusión de las series estadísticas.* Tomando la tasa nominal de interés o rendimiento, de los CAT, CDTs y acciones, y la inflación que marca 10% anual en los primeros 20 años y 25% al comenzar los setenta hasta hoy, se tienen los siguientes coeficientes de tasa de *interés real*:

1. *Baja*, en los años 1950 - 51 - 55;
2. *También baja*, aunque menos, en los años 1959 - 60 - 61 - 62 - 63, y 1969 a 1978 (10 años);
3. *Negativa*, en los años 1952 - 53 - 54 - 56 - 57 - 58;
4. *Alta*, en los años 1965 - 66 - 67 - 68 y 1978 a 1984, y posiblemente también alta en 1985 aunque no se presenta en la estadística del estudio.

De esta relación salta a la vista la comparación entre los períodos 1965 - 1968 y 1979 - 1984, lo que permite al autor decir que las altas tasas reales no son *excepcionales*, a descartar el control administrativo como política para corregir la tendencia al alza de las tasas de interés.

En verdad, hay base para afirmar que no son excepcionales. Sin embargo cabe advertir que los índices en el último período 1979-84, son mucho más elevados que los que se registran en el de 1965-68, y segundo, que en este último se observa una tendencia a la declinación que se prolonga hasta el año 1978 cuando en aquél no dan señales de amagar.



Esto nos permite pensar que las “expectativas” han jugado un papel muy grande en la persistencia actual de las altas tasas de interés.

Observemos aunque sea superficialmente, el comportamiento en ambos períodos de los principales indicadores económicos.

I. ¿Qué ocurre en la mitad de los años sesenta? Se registran condiciones muy estrechas:

- a) Reservas internacionales precarias, inclusive negativas, y solo a finales de la década muestran signo positivo;
- b) La liquidez del sistema financiero es escasa, como lo fue en los años anteriores, pero se va estabilizando en la medida en que lo hace el sector externo;
- c) El Sector Público no es causa de perturbación y su influencia en el costo del dinero es lejana;
- d) La intermediación financiera no muestra especial desarrollo, aunque crece en cuanto mejoran los índices antes mencionados;
- e) La devaluación: se inicia el proceso “suave y gradual” o “crawling-pig”, que limita bastante las posibilidades de especulación, lo cual incide muy favorablemente en la actividad externa e interna;
- f) Expectativas, estas mejoran mucho, disminuyen las presiones inflacionarias y se cimienta la confianza, frente a la incertidumbre que caracterizaba la década del cincuenta y la primera mitad del sesenta.

II. ¿Qué ocurre en el período 1979-1984?

- a) Las reservas crecen en forma excepcional por la bonanza cafetera y otras causas;
- b) En razón de las elevadas compras de reservas la liquidez crece enormemente;
- c) El Sector Público es neutro con el Banco Central, pero utiliza empréstitos externos para financiarse lo mismo que el Balance positivo de la Cuenta Especial de cambios, lo que estimula los desarrollos señalados en los puntos a) y b);
- d) La intermediación progresa a pasos agigantados y varias disposiciones tratan de estimularla y encauzarla, sin mucho acierto, como se comprobó desde mediados de 1982;
- e) La devaluación se mantuvo “suave y gradual” al menos hasta 1983; sin que creara ningún fenómeno irregular o especulativo; después de 1983 vino lo que el autor Dr. Carrisoza llama “Devaluación chorro a chorro”.
- f) Expectativas, estas fueron predominantemente de inflación y todas las esperanzas se fincaron en la avalancha financiera;

Los factores reseñados nos enseñan cómo las perspectivas tan favorables del período 1979-1984, elevan el interés real fuertemente. En cambio en el término 1965-1968, con factores mucho más modestos, el interés real resulta menor y declina, cosa que hoy no sucede.

Este análisis puede ser muy incompleto y somero; faltan muchos aspectos por analizar, por ejemplo, el interés en los mercados extranjeros, la alta devaluación del último año y medio: es muy claro que hoy con una tasa de devaluación de más del 40% resulta ingenuo pensar que se puede reducir el interés cualquiera que sean las medidas que se adopten.

¿Qué pasó entonces? Acumulamos las libertades de la reforma financiera con el vertiginoso auge del sistema, con el desbordamiento del sistema podríamos decir; lo que en teoría debía funcionar no resultó así. Para contener el desbordamiento monetario se crearon papeles con elevados intereses, como los títulos de participación (antes se habría ensayado con los PASS) y ellos señalaron la base mínima del rendimiento del dinero, y así las expectativas se volvieron más ambiciosas.

En octubre de 1982, en la XXIII Convención de la Asociación Bancaria, tuve la oportunidad de decir algunas palabras como Superintendente Bancario, de las cuales extracto las siguientes que me sirven para calificar el fenómeno que comento:

### **Calificación sector financiero**

Todos los datos que he transcrito sobre el crecimiento del sector financiero en su aspecto formal bien conocidos de todos ustedes, me llevan a plantear el interrogante de si esos índices cuantitativos corresponden a una real *creación de riqueza* o buena parte de los mismos son más bien un espejismo que el país fue elaborando y fabulizando en torno al Sistema Financiero.

Es fácil recordar cómo al país le entraron dineros de diversas procedencias: unos sanos y respetables en su origen como fue la bonanza cafetera, fuerzas de presión monetaria indudable por lo súbito del fenómeno; este hecho se fue agigantando con los ingresos de dañado y punible ayuntamiento, el contrabando, la marihuana, etc. Esta acumulación de oferta de dinero tenía que traer, ante una producción poco elástica, las fuerzas inflacionarias que han golpeado duramente toda la comunidad en los últimos años. La creación de riqueza, es un proceso necesariamente lento y pausado como lo exige la prospección de industrias, ampliación de las existentes y en general la nueva producción. Tal vez en la agricultura de corto rendimiento podría haberse esperado una respuesta rápida a esta capacidad dineraria; que ello no haya sucedido —a excepción del café en sus variedades precoces que agravó el panorama— es un buen tema de estudio y una experiencia que conviene tener en cuenta. La política monetaria hizo todos los esfuerzos por contener esta irrupción de medio circulante; pero lo que aparece evidente es el desbalance entre la oferta de bienes y la demanda efectiva.

La política económica se concentró en lo financiero y se dirigió muy particularmente a institucionalizar los recursos que estaban llegando al país; pensó con alguna dosis de razón que este camino constituiría la mejor forma de aprovechar las bonanzas, pues un buen sistema financiero era base sólida para el desenvolvimiento económico. Sin embargo, hubo exagerada preocupación por las nuevas formas de encauzar estas corrientes, y se perdió un poco la visión de lo que debe ser el contenido de las mismas. Es razonable que la oferta de dinero crezca más que la producción: si se extiende de la economía monetaria se requiere más medio de cambio por unidad de producto, máxime so obran factores inflacionarios. Pero en Colombia caímos en la equivocación de sofisticar el sistema, casi diría yo de sublimarlo, y entonces se veía con emoción todo lo que fueran formas audaces de canalización, todo lo que apareciera como nuevo volumen de ahorro. En un principio y a niveles razonables parecía tener esta actitud mucho sentido. Pero en la medida que se ensancha-

ba el fenómeno se subestimó considerar hasta donde esos movimientos correspondían a creación de riqueza; se multiplicaban la demanda sobre los mismos activos, y fue tal la presión sobre los bienes ya existentes que circulaban en el mercado que no se tenía para nada en cuenta el costo del dinero.

Y aún más, la demanda llegó a concentrarse particularmente sobre el mismo sector financiero, una especie de hiperinflación del sistema financiero, o sobre algunos papeles bursátiles, un globo que se infla, sin que respondieran tales operaciones a ninguna realidad en la economía. Casi que adquirió un "status" especial este sector y al mencionado status contribuyó la facilidad del provento, aparentemente muy atractivo pero en el fondo completamente insostenible y ruinoso como lo demuestra la experiencia que vivimos.

Todo el mundo se volvió sobre el sistema financiero, sobre los mismos activos, sobre el interés del dinero y se abandonaron las fuerzas productivas. Galbraith comentando la crisis del 29 trae una observación referida a una especulación de dos siglos atrás: "Los Políticos olvidaron su política, los Comerciantes su comercio, los Médicos sus pacientes, los Tenderos sus tiendas, los Deudores de Alemania sus acreedores, los Sacerdotes sus púlpitos..."<sup>1</sup>; bien podrían aplicarse estas frases al delirio que nos invadió en los últimos años.

Visto el muy general y deshilvanado análisis anterior, y mirados todos los altibajos de la serie histórica, puedo hacer dos apreciaciones:

1. Para tratar de bajar las tasas reales de interés es indispensable ablandar el piso que a estas le señalaron los papeles oficiales y de política monetaria y, naturalmente, llevar la devaluación a niveles más razonables compatibles con la productividad interna. Luchar también con el resto de factores que alimentan las expectativas desfavorables e inciertas.
2. Creo que una vigilancia mejor de la política monetaria, algo de controles indirectos o administrativos, pueden ser útiles. El abandono que de éstos se hizo a mediados de la década del setenta, ayudó mucho a la situación que vivimos. Con la liberación de las fuerzas financieras nos está ocurriendo lo que en la pieza orquestada\* el Aprendiz de Brujo, que una vez desatadas no se encuentra cómo dominarlas.

Revisando la serie histórica y temiendo pecar de muy superficiales, podemos decir que cuando existía algún "rastreo" monetario y administrativo a las tasas de interés, nos fue mucho mejor que en la actualidad. Esto me recuerda el Prefacio escrito por el profesor Díaz Alejandro de la Universidad de Columbia al libro del doctor Miguel Urrutia "Los de Arriba y los de Abajo"; en él anota cómo en Colombia se encuentran índices de desarrollo mucho más favorables que los de otros países semejantes, no obstante sus políticas de intervención en el cambio, la moneda y en el manejo de sus escasos recursos; durante casi 30 años, escribe, el eclecticismo ha dado lugar a un crecimiento significativo y estable preservando al mismo tiempo una sociedad razonablemente democrática. Yo agregaría que nos ha ido menos mal cuando pobres y vigilábamos las tasas de interés que cuando fuimos ricos y abandonamos la vigilancia.

---

<sup>1/</sup> El Crac del 29, J.K. GALBRAITH, pág. 114.

\*De Paul Dukas.

## ESTADO PRELIMINAR DE CUENTAS – BANCA 85

### INGRESOS:

En m/l.	Inscripciones	\$ 8'770.000	(350 inscritos)
	Reservas	\$ 2'630.000	
		\$11'400.000	

En m/e.	Inscripciones	US\$ 12.000	( 48 inscritos)
	Reservas	US\$ 3.100	
		US\$ 15.100	

Total en M/L (US\$ 1 = 165.00)	Inscripciones	\$10.750.000	
	Reservas	\$ 3'141.500	
		\$13.891.500	

### Comisiones de Hoteles:

Hilton	\$	523.783
Caribe	\$	254.330
Capilla*	\$	120.000
Velas*	\$	40.000

*Sin confirmar	\$	938.113
----------------	----	---------

Comisión por Stand de Exposiciones Centro Convenciones	\$	120.000
---	----	---------

TOTAL INGRESOS	\$	15.039.613
----------------	----	------------

### EGRESOS:

#### Abonado a Hoteles para reservas

Hilton	\$	1'920.000
Caribe	\$	167.800
Capilla*	\$	524.400
Velas*	\$	210.000
		\$ 2'822.200

#### Pago Hoteles invitados y/o shows

Hilton	\$	584.870
Caribe	\$	964.756
Capilla*	\$	150.000
Velas*	\$	20.000
		\$1'719.626

Eventos sociales – Almuerzo Club Cartagena	\$ 1'612.000	
Coctel clausura a cargo de la ABC	\$ 398.000	
Las Compañías de Financiamiento Comercial cancelan	(\$ 600.000)	
Almuerzo señoras	\$ 421.000	
Desfile de modas	\$ 60.000	
Organista/alquiler órgano	\$ 140.000	\$ 2'631.000
Regalos señoras (238 X 3.100)		\$ 737.800
Pasajes		\$ 1'270.000
Coordinación prensa, télex, whiskey		\$ 460.000
Conferencias:		
Dr. Carrizosa	\$ 750.000	
Pasaje Terence Canavan	\$ 418.000	
Traductora	\$ 23.500	
Fotocopias ponencias	\$ 33.600	
Cassetes	\$ 8.400	\$ 1'233.500

#### EGRESOS:

Maletines y señalización	\$ 300.000
Transporte y relacionistas	\$ 670.000
Papelería afiche, directorio participación	\$ 500.000
Carga, arreglos, correo, frutales, extras	\$ 500.000
Memorias BANCA-85	\$ 384.750
Centro de Convenciones	\$ 600.000
	\$13'828.976
A FAVOR	\$ 1'210.737
Fotocopias en reparto	\$ 150.000

## COMENTARIO DEL DOCTOR CESAR GAVIRIA TRUJILLO, MIEMBRO DE LA CAMARA DE REPRESENTANTES

Quiero, en primer lugar, expresar que estoy básicamente de acuerdo con las premisas y con las conclusiones del trabajo de Mauricio Carrizosa. El hace en realidad una exploración bastante útil sobre el comportamiento de las tasas de interés en Colombia, para llegar a una conclusión que a mi modo de ver es de gran importancia: la del papel que debe jugar el mercado en la determinación de las tasas de interés. Además, llega a otra que, tal vez, todos los que han trabajado en el sector financiero pudieran intuir, pero que está aquí bien verificada. Es de la tremenda dificultad de encontrar una explicación única y simple o certera a porqué las tasas de interés suben o bajan en determinado momento de la economía nacional. Los modelos más sofisticados no ofrecen, siquiera para un momento en el tiempo, una explicación totalmente satisfactoria a tal fenómeno.

En el trabajo se hace un largo recorrido y una larga exploración de estas situaciones, y diría uno que no está totalmente claro por que ello ocurre en una u otra oportunidad. Voy a hacer un pequeño esfuerzo propio por dar explicaciones de tipo macroeconómico dentro del puro esquema con el que ha trabajado el doctor Carrizosa, utilizando sus elementos de juicio, sus herramientas de trabajo, para tratar de entender qué ha ocurrido en una u otra oportunidad en el período que él describe.

En primer lugar, habría que desentrañar porqué se presentó esa abrupta alza de las tasas de interés del período 66/67. Diría básicamente que las expectativas de inflación que se formaron en la administración Valencia, fueron seguramente difíciles de vencer, mientras se cimentaban los efectos de la drástica política anti-inflacionaria de la administración Lleras Restrepo. En segundo lugar, existían también altas expectativas de devaluación en ese momento. Ese fue un período de reservas bastante bajas, inclusive de reservas negativas, que terminaron en la crisis y la disputa con el Fondo Monetario Internacional, y con

la expedición del Estatuto de Cambios Internacionales. Fue, por lo tanto, un período de grandes expectativas de devaluación. Le daría, también, cierta importancia a que una política monetaria tan restrictiva como la que aplicó la administración Lleras Restrepo a todo lo largo de su período, pero muy particularmente en el primer año o año y medio de su gobierno, tenía que tener consecuencias alcistas sobre las tasas de interés. Por último, le daría alguna trascendencia a un argumento que el doctor Carrizosa no alcanzó a exponer pero que está muy bien desarrollado en su documento y es el comportamiento de los cuasi-dineros.

Los cuasi-dineros tuvieron un comportamiento bueno a comienzos de la década de los cincuenta, pero prácticamente, como porcentaje del PIB, se estancan en el segundo quinquenio de la década del cincuenta y a todo lo largo de la década del sesenta. A pesar de que el doctor Carrizosa presenta un cuadro estadístico supremamente claro, en el cual se muestra cómo frente a un crecimiento del 1% en el PIB para una amplia gama de países, los pasivos financieros crecen 1.4%, ese fenómeno no se da en la economía colombiana por un lapso como de 15-20 años. Eso, desde luego, demuestra como el sistema financiero colombiano no creció desde mediados de la década del cincuenta hasta la década del sesenta de manera satisfactoria; no tuvo un crecimiento equivalente al del sistema financiero en el resto de los países durante un período bastante prolongado. Y es, diría yo, esa la razón que justifica la pequeña dimensión del sistema financiero colombiano y su debilidad.

Aunque el doctor Carrizosa no lo dice de manera expresa, en cierta medida eso es atribuible al control (relativo control) que había sobre las tasas pasivas de captación de dinero a todo lo largo de ese período. Cita unas cifras que en mi opinión son elocuentes, sobre como es de susceptible el comportamiento del ahorro frente a la tasa de interés, no tomada en el corto plazo, sino en períodos relativamente largos. Cita, por ejemplo, como mientras los depósitos de ahorros, treinta años atrás, (se refiere tal vez al año 1955) eran 2% del PIB, ellos serían 3% del PIB, en la actualidad. Los depósitos de ahorro, estaban controlados como ustedes bien saben, primero a tasas del 4%, y después a tasas del 21%. En cambio los cuasi-dineros, que tuvieron un poco de mayor libertad, se mueven desde el 3% del PIB hasta el 20% del PIB, 30 años después.

Eso demuestra qué tanto una libertad relativa mayor puede afectar drásticamente el comportamiento del ahorro en períodos de tiempo largos. Es más, para un período de mayor liberación financiera como el que se produce a partir de 1970, el comportamiento es así: mientras los depósitos de ahorro eran el 89.2% de los cuasi-dineros en el año 70, pasan a ser el 15.5% en 1985, a pesar de que se habría movido la tasa de interés al ahorro del 4% hasta el 21%. Sin embargo, Carrizosa hace otra afirmación: ese 4% era una mejor retribución para el ahorro a las tasas de inflación de la época, que la tasa que hoy se paga del 21%. Existe hoy un desfase con respecto a las tasas de mercado muchísimo mayor que entonces.

Es interesante, también, ver el trabajo del doctor Carrizosa para ver cuál pudo ser el verdadero influjo de la reforma financiera de 1975 sobre ese sector. Existen ideas arraigadas en el sentido de que ello pudo haber desmejorado el comportamiento de la economía, o cambiado dramáticamente la situación del sector financiero. No parece eso claro a la luz de la información que aporta el doctor Carrizosa. No solamente esa supuesta liberación de la tasa de interés bancaria era una simple respuesta a una medida tomada el año anterior, que habría fijado la tasa en el 16% sino, además, esa liberación era apenas la consecuencia natural de la creación del sistema Upac en el gobierno anterior y del aumento sustancial de la tasa de inflación a partir de 1973.

Hubo alguna otra medida aparejada con esa liberación, que fue el haberle permitido a las Corporaciones Financieras sus captaciones y colocaciones de corto plazo, lo que le permitió a ese sistema aprovecharse de las nuevas circunstancias. No hay evidencia, sin embargo, de que eso haya cambiado de manera fundamental el sistema financiero. Apenas parece el desarrollo natural de una progresiva liberalización del sistema financiero, que yo diría podría comenzar con la creación del Upac.

Viene después, el incremento que se empieza a percibir de las tasas de interés en 1976. No es fácil de explicar ese crecimiento de las tasas de interés del 76 a la luz de un aumento de las expectativas de devaluación porque, por el contrario, ese es un período en que las expectativas de devaluación prácticamente desaparecieron. En el estudio, el doctor Carrizosa sugiere que tal vez las expectativas inflacionarias expliquen este incremento de las tasas de interés.

En realidad no me parece satisfactoria esa explicación y acudiría más bien al argumento que el doctor Carrizosa denomina como el comportamiento procíclico de las tasas de interés. Diría que a su alza contribuyó el aumento sustancial de las expectativas del crecimiento de la economía; más que el crecimiento de la economía en sí mismo, el crecimiento sustancial de las posibilidades de la inversión privada. Además, el ajuste estructural de la economía, que es un factor importante de inversión de recursos y de cambio económico, sumado al cierre de las posibilidades de financiamiento externo que determinó esa administración, sería la mejor explicación que se puede encontrar de por qué las tasas de interés crecen en 1976, 1977 y 1978. El comportamiento procíclico significa que tal vez creció más la demanda por dinero para inversión y para hacer ese ahorro público tan importante que representó la acumulación de reservas internacionales de Colombia en este período.

Ya en 1979 vienen factores adicionales que producen una presión considerable sobre la tasa de interés. Se produce un salto en la tasa de mercado interna de 5 puntos y fuera de eso se empieza a producir un incremento en la devaluación gradual. Entonces creo que aquí, en 1979, entra a jugar un factor completamente diferente a este factor procíclico de las tasas de interés. Empieza a ser fundamental el factor de las tasas externas de interés que creo arrastran las tasas internas de Colombia. Este es un período en el cual Colombia se ha entrelazado de manera mucho más estrecha a la economía mundial y en que las tasas externas de interés y el alza sustancial que en ellas se produce a partir de 1979, empiezan a jugar un papel preponderante en la determinación de nuestras tasas de interés.

La verdad es que el manejo de toda la economía mundial cambia a partir de 1979, cuando el gobierno de los Estados Unidos abandona su política de manejo de la tasa de interés y se pasa a teorías monetaristas, de tener más bien objetivos y metas de crecimiento de los medios de pago. Se produce un cambio radical no solamente en el comportamiento de las tasas de interés que llegan a niveles insospechadamente altos, si no en los instrumentos de manejo de toda la economía mundial de todos los países y se produce ese ciclo de elevadísimas tasas de interés que se inicia en 1979. Eso explicaría la mayor parte del agudo aumento de las tasas de interés que se registra en Colombia. Eso, desde luego, sumado al incremento de nuestra devaluación que tiene lugar a partir de ese año. A esa alza contribuye también el efecto que empiezan a producir las medidas de encajes más elevados, hasta llegar al encaje del 100%. Ese incremento de las tasas externas que aumentan hasta 6, 7 puntos por encima de los niveles históricos en los países desarrollados, arrastran en general todas las tasas de interés en el mundo, incluyendo las tasas colombianas. Eso es lo que fundamentalmente explica el comportamiento de nuestras tasas de



interés y explica cómo, a pesar de que entran los fenómenos recesivos desde el año 79, no se producen un relajamiento o una baja de las tasas de interés en Colombia.

Viene luego, el período que comienza en 1982 y hay unas explicaciones para entender por qué la persistencia de tasas de interés elevadas. Existe una obvia y elemental: la devaluación gradual acelerada por un período que ya va para cuatro años, tenía por qué mantener altas las tasas de interés. Para este período, vale la pena precisar el gran crecimiento del ahorro financiero que se ha producido después de 1982, que ha sido capaz, en alguna manera, de sustituir el cierre casi total de nuestro crédito externo.

Este es un factor importante: el ahorro financiero colombiano ha tenido que responder a un cierre del mercado externo, lo cual no está completamente reflejado en las cifras económicas, pero está allí de manera evidente. La economía ha tenido que ajustarse al cierre de sus líneas de crédito externas y de crédito internacional y ha tenido que tolerar una fuga de divisas importantes. El doctor Carrizosa, precisa que las cuentas de las empresas en los Estados Unidos crecieron entre el 81 y el 85, en mil millones de dólares. El tal vez no mencionó lo que cita en el estudio y es que si se incluyen las cuentas de particulares, esa cifra de 2.500 millones de dólares de depósitos en Estados Unidos, puede alcanzar hasta 4.000 millones de dólares, y estamos hablando solamente de Estados Unidos. Esa es la tercera parte del ahorro nacional, y desde luego eso no solamente sirve para probar la fuga de divisas sino también para entender cómo empiezan a afectar las tasas externas nuestro propio ahorro financiero, cuando la tercera parte de este ahorro está devengando intereses en dólares, intereses en cuentas bancarias en los Estados Unidos.

Quisiera hacer ahora algunas reflexiones sobre nuestro sector externo. Un crecimiento de las exportaciones de 5,6% en 1985, el crecimiento total de las exportaciones es un pobre comportamiento. Lo es, frente a años malos como fueron los años 83 y 84. Eso nos tiene que llamar a reflexión sobre la verdadera situación de la economía colombiana, no para avanzar de ninguna manera a la liberación de importaciones, cosa que no tendría sentido de manera genérica en términos de bienes de consumo, pero si para que la economía sea capaz de importar materias primas de manera relativamente libre y abierta y de importar bienes de capital de manera un poco libre y abierta. La verdad es que si uno toma las cifras del año pasado, encuentra que se redujeron más las importaciones de bienes de capital que las importaciones de bienes de consumo, o sea que importar bienes de capital se ha vuelto relativamente complejo y ésta es una situación que en el tiempo no puede mantenerse.

Quisiera hacer algunos comentarios sobre cómo veo el manejo del sector financiero a lo largo de estos tres últimos años. Es fácil decir que los problemas del sector financiero tienen que ver con la devaluación gradual acelerada, o inclusive simplemente con la devaluación. Es fácil decir que tiene que ver con un comportamiento relativamente elevado de las tasas de interés que afecta al sector productivo que a su vez es el que le paga al sector financiero y atribuirle esa situación de deterioro del sector financiero a la recesión de la economía.

Quisiera, sin embargo, en primer lugar hacer alguna referencia a situaciones de orden internacional y en segundo lugar a situaciones de orden doméstico. No es cierto que una recesión prolongada de una economía en un país en desarrollo produzca el quebrantamiento de un sistema financiero. Allí está el caso del Brasil y el caso de Venezuela para desvirtuar esa afirmación. Brasil es un país que ha sufrido un proceso de ajuste mucho más agudo que el de la Economía Colombiana y, sin embargo, su sector financiero ha te-

nido solo pequeñas dificultades y está relativamente incólume allí, ha tolerado la recesión. Lo mismo podríamos decir del caso de Venezuela, a pesar de los problemas del Banco de los Trabajadores. La economía venezolana sufrió una recesión mucho más aguda que la de la economía colombiana; Venezuela lleva 6 ó 7 años sin crecer. A pesar de eso, el sistema financiero venezolano, no tiene los problemas del sector financiero colombiano, de manera que no podemos decir que una recesión aguda o una caída de la actividad económica necesariamente produce el quebrantamiento del sistema financiero.

Uso estos argumentos, para afirmar que frente a una situación de pérdida de acceso al crédito internacional, el problema del déficit fiscal después de 1982, es decir el creciente financiamiento de los gastos públicos por la vía del déficit, es el problema más grave, es el principal error de política económica que hemos cometido a lo largo de estos tres años. Sin posibilidades de crédito externo, con medidas erradas a lo largo del primer año de gobierno que en vez de devolverle rentabilidad al sistema financiero, lo que hicieron fue atacar los problemas financieros de unas empresas del sector productivo, otorgando gran cantidad de cupos de emisión hasta por 80 mil millones.

Este tipo de enfoque y después el financiamiento del déficit, fueron los que no le permitieron regresarle al sistema financiero sus condiciones de rentabilidad. Diría que si se le hubieren devuelto las condiciones de rentabilidad, si el problema del déficit no se hubiera agudizado como se agudizó, hubiera sido posible devolverle al sistema financiero esas condiciones. El sistema hubiera sido capaz de afrontar algo que era inevitable porque la devaluación era inevitable, porque la recesión era inevitable. Creo que nadie podría pensar válidamente en 1982 ni en 1983, que en Colombia íbamos a salir fácilmente de la recesión.

Eso era una ilusión; la verdad es que en todos los documentos internacionales, en todas las entidades internacionales, en todas las publicaciones internacionales, era evidente que Colombia era un país afectado por la situación internacional, por el problema de la Deuda Latinoamericana, por la disminución de su crédito externo y que el ajuste de su sector externo iba a producir muy bajas tasas de crecimiento. De manera que no estaba a la mano de este gobierno ni de ningún gobierno evitar esas tendencias recesivas por un número relativamente elevado de años ni evitar la devaluación; eso tampoco era posible conseguirlo de manera que esos eran datos del problema. ¿Qué era lo que había que hacer? Obviamente, la recesión hubiera producido esos fenómenos de elevación de la cartera de dudoso recaudo y ese también era un dato del problema.

¿Cuál era la posibilidad de enfrentar ese problema? Pues devolverle las condiciones de rentabilidad al sistema financiero. Pero el gobierno, en vez de entender eso, se estuvo tres años trabajando en un anteproyecto de reforma al sistema financiero que esencialmente estaba referido a resolver los problemas de la crisis que se presentó en el año 82, que eran problemas bien distintos, de falta de vigilancia de las instituciones de control como la Superintendencia Bancaria, que obviamente tenían que ver con los abusos de algunas instituciones con problemas que ahora el doctor Juan Diego Jaramillo llamaba moralidad, que nada tenían que ver con el tipo de crisis que se iba a producir en el sector por una recesión que era absolutamente previsible pero las autoridades económicas no fueron capaces de vislumbrar; no fueron capaces de entender eso y se perdió la oportunidad de resolver el problema fiscal.

Se perdió esa oportunidad de resolver el problema fiscal, porque la Reforma del 83, que allegó recursos importantes, de consideración, yo no lo quiero negar, hizo énfasis en los recursos de Departamentos y Municipios, más que en los recursos nacionales. Con una

gran cantidad de medidas contradictorias en renta presuntiva, desmontó por la vía de un descuento el impuesto al patrimonio para una gran cantidad de particulares, tomó muchas medidas orientadas a estimular la demanda, una mezcla de cosas que nada tenían que ver con el robustecimiento fiscal del Estado. La prueba de ello fue la necesidad de tomar medidas fiscales en dos oportunidades sucesivas después, lo cual no resolvió el problema fiscal. La caída de la cuenta especial de cambios, tiene mucho que ver no sólo con emisiones excesivas, sino con el derrumbamiento de nuestras reservas internacionales que fueron a su vez, consecuencia de no haber tomado a tiempo las medidas de control de las importaciones desde comienzos de 1983, y no casi a mediados de 1984, cuando efectivamente se tomaron medidas relativamente drásticas.

Diría, que básicamente esa es mi apreciación del problema y que como estamos frente a dilemas de política, el énfasis que debe tener la política económica oficial es el de devolverle la rentabilidad al sector financiero, independientemente de las medidas específicas que se tomen para ayudarle a una u otra entidad financiera en problemas. El esfuerzo debe ser devolverle al sistema financiero sus posibilidades de rentabilidad, por la vía obviamente difícil de que la política monetaria deje campo para bajar los encajes, de que la política monetaria permita demostrar parcialmente las inversiones forzosas. Es más, iría lejos al decir que el énfasis de ninguna manera puede ser reactivar la vía de gasto público financiado de manera deficitaria, como es el caso actual, porque es mucho más sano y mejor para la economía colombiana, sacrificar crecimiento económico si es capaz de devolverle al sector financiero sus condiciones de rentabilidad. Creo que el énfasis de la política económica, tiene que estar donde está el problema más urgente que es en el sector financiero. Allí está y no en otra parte e insisto en que lo que le conviene al sector financiero, más que recuperar de manera rápida (lo que no es posible) las condiciones de rápido crecimiento del sector productivo, es que la política monetaria esté orientada de una manera que permita el regreso de la rentabilidad al sistema. Lo actual está montado sobre medidas restrictivas que correspondía a otras épocas, a épocas de alto crecimiento en las reservas internacionales, que de ninguna manera son las condiciones de hoy distintas y cualquier política debe tenerlo en cuenta.

De lo contrario el sector financiero será incapaz, cualesquiera medidas que tome el gobierno para ayudarle al sector productivo o al sector financiero, de enfrentar lo que se avecina. Y, además, hay una batalla de orden político que es la de aceptar de nuevo, que como en la época del 70, el sistema financiero colombiano, tiene que crecer a tasas más altas que el resto de la economía si es que alguna vez vamos a tener sector financiero, y nos preparamos para confrontar un problema que es real, y que es que va a ver mucho menos financiamiento internacional, o más aún, que los proyectos de Colombia están relativamente desfinanciados.

En la reunión de Seúl, se consolidó en la práctica lo que se ha venido haciendo, lo que se está abriendo paso, es decir, que los créditos del Banco Mundial, y no sé si del Banco Interamericano, van a estar cada vez más orientados de manera disfrazada hacia la balanza de pagos. Tal es el caso de crédito agrícola que viene por allí, y eso en la práctica significa que va a haber menos crédito para los proyectos y que en el sistema financiero colombiano va a requerir, como claramente quedó establecido en el día de ayer, más recursos internos para financiar esos proyectos. De manera que esa es una batalla que inclusive no es económica, de alguna manera es política. Hay que vender la idea de que el sector financiero tiene que crecer más que el resto de la economía, si es que alguna vez vamos a tener sector financiero robusto, que sea capaz de contribuir al desarrollo económico nacional.

**LISTA DE PARTICIPANTES  
VIGESIMA TERCERA  
CONVENCION BANCARIA  
Y DE INSTITUCIONES FINANCIERAS  
-BANCA 85-**

# COLOMBIA

## GOBIERNO NACIONAL Y SECCIONAL

- Dr. Gustavo Castro Guerrero**  
Ministro de Desarrollo Económico
- Dr. Jorge Ospina Sardi**  
Jefe Departamento Nacional de Planeación
- Dr. Germán Tabares Cardona**  
Superintendente Bancario
- Dr. Juan Camilo Restrepo**  
Presidente Comisión Nacional de Valores
- Dr. César Vallejo Mejía**  
Viceministro de Hacienda
- Dr. Mauricio Cabrera Galvis**  
Director Crédito Público
- Dr. Carlos Esteban Jaramillo**  
Superintendente Bancario Primer Delegado
- Dr. Jaime Cepeda Ulloa**  
Superintendente Bancario Tercer Delegado
- Dr. Arturo Matson Figueroa**  
Gobernador de Bolívar
- Dr. Hans Gerds Martínez**  
Alcalde Mayor de Cartagena

Contralmirante Edgar Garay Rubio  
Fuerza Naval del Atlántico

Contralmirante Gonzalo Parra Santo  
Comandante Base Naval

Coronel Armando Ramírez Ramón  
Comandante Dpto. de Policía Bolívar

### **JUNTA MONETARIA**

Dr. Carlos Caballero Argáez  
Asesor

Dr. José Elías Melo  
Secretario

### **BANCO DE LA REPUBLICA**

Dr. Francisco J. Ortega  
Gerente General

Dr. Juan Carlos Jaramillo  
Subgerente General

Dr. Roberto Salazar  
Subgerente Abogado

Dr. Guillermo Galán  
Subgerente de Crédito

Dr. Juan José Salazar Cruz  
Director Fondo Financiero Agropecuario

Dra. Beatriz Marulanda de García  
Directora Departamento Crédito de Fomento

Dra. Lorena de Moreno  
Jefe Estudios Especiales Departamento de Crédito

Dr. Rafael Prieto  
Jefe Investigaciones Económicas

Dr. Alfredo Ardila  
Subdirector Técnico Sector Financiero

Dr. Jairo Cortés  
Jefe Moneda y Banca

Dr. Haroldo Calvo Stevenson  
Gerente Cartagena

Dr. Omar Jairo D'ráz-Granados Saldaña  
Gerente Cúcuta

## PROEXPO

Dr. Alberto Schlesinger  
Director

## FONDO NACIONAL DE GARANTIAS

Dr. Daniel Hernández Rojas  
Gerente

## CAMARA DE REPRESENTANTES

Dr. César Gaviria

Dr. Daniel Mazuera

## BANCOS

### BANCO ANGLO COLOMBIANO

Dr. José Joaquín Casas Fajardo  
Presidente

Dr. Hernán Pérez de Brigard  
Vicepresidente

### BANCO CAFETERO

Dr. Milciades Zuluaga Herrera  
Miembro Junta Directiva

Dr. Lisandro Méndez Manchola  
Miembro Junta Directiva

Dr. Jorge Restrepo Palacios  
Vicepresidente Administrativo

Dr. Luis Gonzalo Giraldo  
Vicepresidente Financiero

Dra. Gilma Rebeca Padrón de González  
Gerente Cartagena

### BANCO CENTRAL HIPOTECARIO

Dra. María José París Escobar  
Subgerente de Finanzas y Contabilidad

Dr. Alejandro Ianini Jaramillo  
Subgerente de Operaciones

Dra. María Cristina Salazar Uribe  
Subgerente Fondo Financiero de Desarrollo Urbano

Dra. Carla Virginia Méndez de Pérez  
Gerente Cartagena

#### BANCO COLOMBO AMERICANO

Dr. Keith J. Parker  
Presidente

#### BANCO COLPATRIA

Dr. Juan Manuel Cárdenas Scovino  
Presidente

Dr. Noé Beltrán  
Director Operaciones Internacionales

Dr. Juan David Uribe  
Asistente Corresponsales Extranjeros

#### BANCO COMERCIAL ANTIOQUEÑO

Dr. Hernán Rincón Gómez  
Presidente

Dr. Oscar Fernández Correa  
Delegado de la Presidencia

Dr. Fernando Castro Plaza  
Vicepresidente Internacional

Dr. Félix Bayona Mesa  
Gerente Región Norte - Barranquilla

Dr. Daniel Ferrero Tovar  
Gerente Región Bogotá

Dr. Orlando Alvarez Betancur  
Gerente Oficina Principal Bogotá

Dr. Alberto Medrano Aycardi  
Gerente Región Cali

Dr. Gabriel García Alvarez  
Gerente Región Cartagena

#### BANCO DE BOGOTA

Dr. Jorge Mejía Salazar  
Presidente



**Dr. José Gutiérrez Gómez**  
Director Junta Directiva

**Dr. Rafael Nieto Navia**  
Director Junta Directiva

**Dr. Andrés Restrepo Londoño**  
Director Junta Directiva

**Dr. Alvaro Velásquez Cock**  
Director Junta Directiva

**Dr. Alejandro Figueroa Jaramillo**  
Vicepresidente Ejecutivo

**Dr. Germán Michelsen Cuéllar**  
Vicepresidente Internacional

**Dr. Roberto Holguín Fety**  
Vicepresidente Mercadeo y Relaciones Públicas

**Dr. Guillermo Villegas**  
Gerente Cartagena

#### **BANCO DE CALDAS**

**Dr. Eduardo Arango Restrepo**  
Presidente

**Dr. Carlos Arturo Angel A.**  
Miembro Principal Junta Directiva

**Dr. Byron Mejía R.**  
Miembro Principal Junta Directiva

**Dr. Guillermo Londoño Jaramillo**  
Vicepresidente Financiero

**Dr. Alvaro Vélez Gómez**  
Vicepresidente Financiero

**Dr. Alberto Mejía Jaramillo**  
Vicepresidente Area Bogotá

**Dr. Alvaro Tribín A.**  
Presidente Sucursales y Agencias

#### **BANCO DE COLOMBIA**

**Dr. Pedro Camargo Bohórquez**  
Vicepresidente Ejecutivo

Dr. Eduardo Michelsen Cuéllar  
Vicepresidente Internacional

Dr. Luis Felipe Triana Soto  
Vicepresidente Operaciones Internacionales

Dr. Gabriel Suárez Cortés  
Revisor Fiscal

Dr. Sergio Espinosa Posada  
Gerente Cartagena

BANCO DE CREDITO  
Dr. Héctor Guarín Torres  
Vicepresidente Internacional

Dr. Alvaro de la Espriella Arango  
Gerente Barranquilla

Dr. Anthony J. Heeb  
Presidente Comité Ejecutivo

BANCO DE LOS TRABAJADORES  
Dr. Jorge Rueda Sáenz  
Presidente

Dr. Carlos José Escobar Quintero  
Presidente Junta Directiva

BANCO DE OCCIDENTE  
Dr. Jorge Enrique Botero Uribe  
Vicepresidente Técnico

Dr. Francisco Castro Z.  
Vicepresidente Comercial

Dr. Jorge Enrique García Mejía  
Vicepresidente Región Sur Occidental

Dr. Jorge Gabriel Perdomo Martínez  
Vicepresidenre Regional Bogotá

Dr. José Miguel Terreros Ospina  
Gerente División Internacional

Dr. Jorge Enrique Morales Becerra  
Gerente General Credencial

Dr. Rubén Fernández Pinedo  
Gerente Cartagena

**BANCO DEL COMERCIO**

**Sr. James A. Therrien**  
Presidente

**Dr. Alfredo Gómez Pico**  
Vicepresidente Director Región Norte

**Dr. Eduardo López Vélez**  
Vicepresidente Regiones y Mercadeo

**Dr. Jorge Williamson Ospina**  
Vicepresidente Director División Internacional

**Dr. Carlos Hoyos Diazgranados**  
Segundo Vicepresidente Director Comercio Exterior

**Dr. Roberto de la Espriella**  
Gerente oficina principal Cartagena

**Dr. Francisco Miranda**  
Gerente Montería

**BANCO DEL ESTADO**

**Dr. Luis Prieto Ocampo**  
Presidente

**Dr. Sergio Uribe Arboleda**  
Vicepresidente Financiero

**Dr. José Fernando Londoño Trujillo**  
Vicepresidente Bancario

**Dra. Martha Isabel Vergara**  
Asistente División Internacional

**Dr. Morris Pinedo Alzamora**  
Secretario General

**Dr. Fernando Benedetti**  
Gerente Cartagena

**BANCO EXTERIOR DE LOS ANDES Y ESPAÑA - EXTEBANDES**

**Dr. Armando González Quintero**  
Presidente

**Sr. Félix Herrero Bachmeier**  
Presidente Junta Directiva

**Dr. Germán Botero de los Ríos**  
Presidente Directorio

Dr. Hernán Osorio Jiménez  
Vicepresidente Comercial e Internacional

Dr. Javier Pantoja Romero  
Subgerente General Planificación

BANCO GANADERO  
Dr. Jesús Enrique Villamizar Angulo  
Presidente

Dr. Gustavo Adolfo Vergara Navarro  
Gerente Cartagena

BANCO INDUSTRIAL COLOMBIANO  
Dr. Javier Gómez Restrepo  
Presidente

Dr. Andrés Delgado Mallarino  
Apoderado

Dr. Jorge Alberto Echavarría Soto  
Vicepresidente Comercio Internacional

Dr. Alfonso Ricaurte Romero  
Vicepresidente Comercial

Dr. Leonardo Uribe Correa  
Secretario General

Dr. Roberto Sojo González  
Gerente Cartagena

Dra. Paulina Meisel de Franco  
Gerente Cartagena

Dr. Eduardo Cobo Cobo  
Gerente Zona Occidental

BANCO INTERNACIONAL DE COLOMBIA  
Sr. Cleveland A. Christophe  
Presidente

Dr. Alvaro José Lloreda Caicedo  
Miembro Junta Directiva

Dr. Jacobo Tovar Delgado  
Miembro Junta Directiva

Dr. Rafael Gómez Villamizar  
Vicepresidente Financiero

Dr. Enrique Brando Pradilla  
Vicepresidente Banca Institucional

Dr. Luis Fernando Restrepo Jaramillo  
Vicepresidente Banca Individual

Dra. Julieta K. de Guarín  
Vicepresidente Gerencia de Productos

Dr. Ramiro Villa Roldán  
Tesorero

Dr. Hernando Berón Zúñiga  
Vicepresidente Cartagena

Dra. Lupe Yidios  
Gerente Cartagena

Dr. Fernando Dager Gómez  
Subgerente Cartagena

#### BANCO MERCANTIL

Dr. Eduardo Zárate Miranda  
Presidente

Sr. Feroze Deane  
Vicepresidente Ejecutivo

Dr. Gustavo Adolfo Sintés Ulloa  
Vicepresidente Ejecutivo

Sr. Mazher H, Zuberi  
Vicepresidente Ejecutivo

Dr. Eduardo Avila Roa  
Vicepresidente

Dr. Jaime Díaz Carvajal  
Gerente Cartagena

#### BANCO POPULAR

Dra. Florangela Gómez Ordóñez  
Presidente

Dr. Jorge Enrique Galvez Velásquez  
Vicepresidente Bancario

Dr. Jorge García Andrade  
Gerente Internacional

Dr. Arturo Gómez  
Gerente Cartagena

BANCO ROYAL COLOMBIANO  
Dr. José Vicente Lozano Pareja  
Gerente Cartagena

BANCO SANTANDER  
Dr. Jaime Henao López  
Presidente

Dr. Alberto Camilo Sorzano González  
Vicepresidente Internacional

Dr. Roberto Alcocer Rosa  
Gerente de Cartagena

Dr. Alvaro de la Rosa Moncayo  
Gerente de Pasto

BANCO SUDAMERIS COLOMBIA  
Dr. Guillermo Villaveces Medina  
Presidente

Dr. Sergio Rosatelli  
Gerente Adscrito a la Gerencia General

BANCO TEQUENDAMA  
Dr. Alvaro Camacho Martínez  
Presidente

CAJA DE CREDITO AGRARIO, INDUSTRIAL Y MINERO  
Dr. Carlos Enrique Pineda Durán  
Subgerente General y Financiero

Dra. Aura María Rodríguez Vargas  
Gerente de Fimca

Dr. Armando Illera Abello  
Gerente Regional Zona Norte

Dr. Lisandro López Pastrana  
Gerente Departamental Bolívar

CAJA SOCIAL DE AHORROS  
Dr. Jorge Marmorek Rojas  
Gerente General

Dr. Otto Barrios Galvis  
Subgerente Administrativo

Dr. Carlos Alberto Dossman Morales  
Gerente Regional Bogotá

Dra. Martha Cecilia Bravo de Ramírez  
Gerente Cartagena

## **CORPORACIONES FINANCIERAS**

### **CORPORACION FINANCIERA ALIADAS**

Dr. Juan Felipe Gaviria Gutiérrez  
Presidente

Dr. Francisco Guillermo Moreno Arango  
Vicepresidente

### **CORPORACION FINANCIERA COFIAGRO**

Dr. Horacio Lince Calle  
Presidente

### **CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA**

Dr. Roberto Pardo Vargas  
Presidente

### **CORPORACION FINANCIERA DE BOYACA**

Dr. Javier Bustamante Díaz  
Presidente

### **CORPORACION FINANCIERA DE CALDAS**

Dr. Francisco Javier Gómez Upegui  
Presidente Ejecutivo

Dr. Pablo Medina Jaramillo  
Vicepresidente de Operaciones

### **CORPORACION FINANCIERA DE LOS ANDES**

Dr. Miguel Montes Swanson  
Gerente General

### **CORPORACION FINANCIERA DE OCCIDENTE**

Dr. Ricardo Eastman de la Cuesta  
Presidente

Dr. Emilio Aristizábal Parra  
Vicepresidente Técnico

### **CORPORACION FINANCIERA DE SANTANDER**

Dr. Federico Clarkson Rodríguez  
Presidente

Dr. Jaime González Vargas  
Vicepresidente Técnico

Dr. Gilberto Soto González  
Vicepresidente Administrativo

#### CORPORACION FINANCIERA DEL NORTE

Dr. Alvaro Jaramillo Vengoechea  
Presidente Ejecutivo

Dr. Alfonso Vergara  
Vicepresidente Operaciones

Dr. Germán Gómez Pombo  
Vicepresidente Regional Cartagena

#### COPORACION FINANCIERA DEL ORIENTE

Dr. Héctor Macías Chaux  
Presidente

Dr. Morris Pinedo Alzamora  
Miembro Junta Directiva

#### CORPORACION FINANCIERA DEL TOLIMA

Dr. Sigifredo Ardila Peña  
Gerente General

#### CORPORACION FINANCIERA DEL VALLE

Dr. Julio Manuel Ayerbe Muñoz  
Presidente

#### CORPORACION FINANCIERA FINSOCIAL

Dr. Jovy Hans Steinhauser  
Presidente Junta Directiva

Dr. Hernán Trujillo Franco  
Director Ejecutivo

#### CORPORACION FINANCIERA INDUFINANCIERA

Dr. Gustavo Calle Restrepo  
Presidente

#### CORPORACION FINANCIERA ELECTRICA NACIONAL

Dr. Antonio Hernández Gamarra  
Presidente

Dr. Enrique Ruiz Raad  
Vicepresidente Financiero

Dr. Carlos Hernán Valdivieso  
Vicepresidente Internacional



**CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL**

Dr. Camilo Wills Franco  
Gerente General

**CORPORACION FINANCIERA NACIONAL**

Dr. Luis Pérez Escobar  
Presidente

Dr. Manuel Echandía González  
Vicepresidente de Operaciones

Dr. Rodrigo Isaza Toro  
Vicepresidente Financiero

Dr. Mauricio Vega Pérez  
Gerente Oficina Bogotá

**CORPORACION FINANCIERA PROGRESO**

Dr. Camilo Trujillo  
Presidente

**CORPORACION FINANCIERA POPULAR**

Dr. Pablo Ramírez Hernández  
Gerente General

Dr. Fuad Curi Vergara  
Gerente Cartagena

**CORPORACION FINANCIERA SURAMERICANA**

Dr. Carlos Alberto Hernández Cruz  
Presidente

Dr. Darío Vallejo Jaramillo  
Presidente Junta Directiva

Dr. Rafael Martínez Villegas  
Miembro Principal Junta Directiva

Dr. Hernán Melguizo Mejía  
Miembro Principal Junta Directiva

Dr. Ricardo Sierra Moreno  
Miembro Principal Junta Directiva

Dr. Jaime Ospina Velasco  
Vicepresidente

**CORPORACION FINANCIERA UNION**

Dr. Gabriel Aparicio Concha  
Presidente

## CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

### CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA – AHORRAMAS

Dr. Luis Fernando Sanín Bernal

Presidente

### CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA – COLMENA

Dr. Ismael Cabrera Dussan

Presidente

Dra. Norma Tinoco de Pallares

Gerente Cartagena

### CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA – CONAVI

Dr. José Manuel Fernández Pinedo

Gerente Cartagena

### CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA – CONCASA

Dr. Alfonso Vallejo González

Presidente

Dr. Félix Isaza Arango

Miembro Junta Directiva

Dr. Humberto Polanía Montenegro

Director Ejecutivo

Dr. Carlos Alberto Gaviria Mejía

Gerente Cartagena

### CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA – CORPAVI

Dr. Germán Vargas Espinosa

Gerente General

Dr. Hernando Rojas Quintana

Subgerente de Operaciones

Dra. Helena Barragán Fonseca

Subgerente Jurídico

Dr. Armando Palomino Alvarez

Secretario General

Dra. Consuelo Pallares de Corrales

Gerente Cartagena

### CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA – DAVIVIENDA

Dr. Luis Guillermo Soto

Presidente

**Dr. Mario Eduardo Forero Forero**  
Vicepresidente Financiero

**Dr. Federmán Quiroga Ríos**  
Vicepresidente Jurídico

**Dr. Alvaro Enrique Franco Consuegra**  
Gerente Cartagena

**CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA – GRANAHORRAR**

**Dr. Jaime Orjuela Lobo**  
Vicepresidente Ejecutivo

**ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO**

**ALMACENADORA DEL COMERCIO, DEPOSITOS GENERALES ALCOMERCIO**

**Dr. Enrique Cala Botero**  
Gerente General

**Dr. Adolfo Pérez Buelvas**  
Gerente Cartagena

**ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO DEL COMERCIO S.A. ALMADOLCO**

**Dr. Carlos Lleras de la Fuente**  
Presidente Junta Directiva

**Dr. Fernando Casij Galindo**  
Miembro Junta Directiva

**Dr. Germán Hoyos Salazar**  
Subgerente General

**ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO GRANCOLOMBIA – ALMAGRAN**

**Dr. Clodomiro Gómez Cárdenas**  
Gerente General

**Dr. Gustavo Adolfo Arias Bernal**  
Subgerente General

**Dr. Mario Gómez Ramírez**  
Gerente Sucursal Bogotá

**Dr. Roberto Pulido Díaz**  
Gerente Barranquilla

**Dr. Alfredo Tenorio Sardi**  
Gerente Cali

**Dr. Jorge Cassalins Guzmán**  
Gerente Cartagena

**ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO DE OCCIDENTE – ALOCCIDENTE**

Dr. Sergio Alberto Ledesma Sandoval  
Gerente General

Dr. William Spicker Guzmán  
Gerente Cartagena

**ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO ALMACENADORA POPULAR  
ALPOPULAR**

Dr. Aníbal Gómez Restrepo  
Gerente General

**ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO DEL BANCO SANTANDER  
ALSANTANDER**

Dr. Alberto Hadad Lemos  
Gerente General

Dr. Luis Fernando Henao Londoño  
Gerente Cartagena

**ALMAVIVA**

Dr. Pedro M. Echeverría Manosalva  
Gerente de Operaciones

Dr. Alvaro Paloma Bonilla  
Gerente Villavicencio

Dr. Luis Hernando Galeano Araque  
Gerente Cartagena

**COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL**

**COLTEFINANCIERA**

Dr. José Gustavo Bernal Villegas  
Gerente General

**CREDINVER**

Dr. Amaury Mogollón de la Vega  
Gerente Cartagena

**FINANBOLSA**

Dr. Edgar Mora Hernández  
Presidente

**INVERCREDITO**

Dr. Alvaro Jaramillo Buitrago  
Presidente

## INTERNACIONAL

Dr. Federico Renjifo Vélez  
Presidente

## LA ANDINA

Dr. Juan Fernando Blanco  
Presidente

## MULTIFINANCIERA

Dr. Darío Arango Barrientos  
Presidente

## CONFINANCIERA

Dr. Luis Alberto Forero Pombo  
Presidente

Dr. Alberto Aristizábal Bula  
Gerente

## MAZDACREDITO

Dra. Martha Lucía Ramírez de Rincón  
Gerente General

## PROVEAUTO S.A.

Dr. Mauricio Camargo Espinosa  
Gerente

## BERMUDEZ Y VALENZUELA

Dr. Jorge Carrizosa Serrano  
Presidente

Dr. Pedro Pablo Quintero Santos  
Gerente General

## INVERSIONES DELTA BOLIVAR

Dr. Francisco González Gómez  
Vicepresidente

## INVERSORA

Dr. Germán Hurtado Chujfi  
Presidente

## SERFINANSA

Dr. Carlos Enrique Porras Peña  
Vicepresidente Administrativo

## SUFINANCIAMIENTO

Dr. Alvaro Restrepo Salazar  
Gerente

## UNION FINANCIERA

Dr. Luis Fernando Boada Guzmán  
Presidente

Dr. Jorge Cubides Camacho  
Asesor

**ENTIDADES FINANCIERAS INTERNACIONALES  
CON OFICINAS DE REPRESENTACION EN COLOMBIA**

BANCO MUNDIAL  
Dr. Laurens M.A. Hoppenbrouwer  
Representante Residente

BANCO ARABE LATINOAMERICANO  
Dr. Raúl de Andrea  
Gerente Principal

BANCO ATLANTICO  
Dr. Aurelio Martín Bartolomé - Representante

BANCO DE BILBAO  
Dr. Jorge Galindo Arroyo  
Representante

BANCO DE LA NACION ARGENTINA  
Dr. Luis Alejandro Ubalde  
Representante

BANCO DE SANTANDER DE ESPAÑA  
Dr. Carlos Bernardo Diez  
Representante

BANCO EUROPEO PARA AMERICA LATINA  
Dr. Jacques Pestieau  
Representante

BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA  
Dr. Francisco Javier Conde de Oya  
Representante

BANCO HISPANOAMERICANO  
Dr. Felipe Núñez de Dios  
Representante

BANCO MERCANTIL DE VENEZUELA  
Dr. Bernardo Pérez Garcés  
Representante

BANCO UNION DE VENEZUELA  
Dr. Leonardo Aranguren Páez  
Representante

BANK OF AMERICA  
Dr. Michael R. Suárez  
Representante

Dr. Diego Viveros  
Vicepresidente Adjunto

BANKERS TRUST COMPANY  
Dr. Mario Ucrós Rivera  
Vicepresidente Representante

Dra. Patricia Silva C.  
Gerente

BANQUE FRANCAISE DU COMMERCE EXTERIEUR  
Dr. Aurelio Correa Arango  
Representante

BANQUE INDOSUEZ DE PARIS  
Dr. Jean Balavoine C.  
Representante

BANQUE NATIONALE DE PARIS  
Dr. Jacques Luciani  
Director Oficina Representaciones

BANQUE WORMS  
Dr. Roberto Wills Obregón  
Representante

BARCLAYS BANK  
Dr. Michael N. Johnson  
Representante

B.H.F. BANK  
Dr. Tomas Held K.  
Representante

CHEMICAL BANK  
Dr. Rafael García Espinosa  
Representante

Dr. Thomas C. Lionelli  
Asistente del Representante

CITY BANK  
Dr. Arthur Zeller  
Vicepresidente

Dr. Jorge Forero  
Vicepresidente

Dr. Kurt Focke  
Gerente

Dra. Glenda de Villamizar  
Gerente

CONSOLIDATED BANKS

Dr. Alexander Bénét  
Vice President Regional

CONTINENTAL BANK

Dr. Juan Ucrós Orengé  
Representante

CREDIT COMERCIAL DE FRANCE

Dr. Jorge Navas Pinzón  
Representante

CREDIT LYONNAIS

Dr. Michel Belliard  
Representante

DEUTSCH-SUEDAMERIKANISCHE BANK AG

Dr. Bernd Kleinworth  
Representante

DEUTSCHE BANK AG

Dr. Carlos A. Schaefer  
Representante

EAGLE NATIONAL BANK MIAMI

Dr. Jorge Eduardo Cárdenas Villamizar  
Vicepresidente Ejecutivo

FIRST FIDELITY BANK

Dr. Carlos Cuesta Díaz  
Representante

FIRTS WISCONSIN NATIONAL BANK

Dr. Leopoldo Forero Pombo  
Vicepresidente

GRINDLAYS-ANZ BANKING GROUP

Dr. Jaime Lizarralde Lora  
Representante

J. HENRY SCHROEDER

Dr. Jaime Ricaurte Junguito  
Representante

KLEINWORT BENSON LIMITED

Dr. Antonio Copello Faccini  
Representante

LLOYDS BANK INTERNATIONAL LIMITED

Dr. Federico E. Thompson  
Representante

MANUFACTURERS HANOVER TRUST COMPANY

Dr. Guillermo Palacio Pérez  
Vicepresidente Representante



Dr. Alfonso Linares Porto  
Deputy Representative

MARINE MIDLAND BANK N.A.

Dr. Paul Priolet  
Representante

Dr. Francisco Zarama  
Representante Asistente

MIDLAND BANK-SAMUEL MONTAGU

Dr. Héctor Jaramillo Robledo  
Representante

MORGAN GRENFELL Y CO.

Dr. José M. Piedrahita  
Representante

SUN BANK MIAMI

Dr. Fernando Gaviria Cadavid  
Representante

SVENSKA HANDELSBANKEN

Dr. Nicolás Gamboa Morales  
Representante

SWISS BANK CORPORATION

Dr. Erwin Kolly  
Representante Residente

THE BANK OF TOKYO LTD.

Dr. Kiyohiko Tamaru  
Representante

THE CITIZENS AND SOUTHERN NATIONAL BANK

Dr. Ignacio Copete Saldarriaga  
Representante

THE CHASE MANHATTAN BANK

Dr. Manuel Peña-Morros  
Representante

Dr. Fabio Castellanos  
Gerente Bancos Corresponsales

Dr. Raúl González T.  
Gerente Banca Empresarial

Dr. Juan Andrés Albán  
Oficial de Bancos Corresponsales

## UNION DE BANCOS SUIZOS

Dr. Hans-Joerg Welte

Representante

## COMPAÑIAS DE SEGUROS

### COMPAÑIA ASEGURADORA DE FIANZAS – CONFIANZA

Dr. Miguel Lozano Atuesta

Miembro Junta Directiva

Dr. Samuel Rueda Gómez

Miembro Junta Directiva

Dr. Joaquín Vega Garzón

Miembro Junta Directiva

### COMPAÑIA DE SEGUROS LA PREVISORA

Dra. Cecilia Alvarez

Vicepresidente Financiero

Dr. Manuel Melo

Gerente Reaseguros

Dr. Frank Darío Gómez

Jefe de Organización y Sistemas

Dr. Héctor Parra

Asistente Vicepresidente Financiero

Dra. Gloria Sarmiento

Auditor Interno

### COMPAÑIA DE SEGUROS LA UNIVERSAL

Dr. Raúl Panesso González

Gerente Financiero

### UNION DE ASEGURADORES COLOMBIANOS – FASECOLDA

Dr. Felipe Carrizosa Restrepo

Director Depto. Estudios Económicos

### SEGUROS DE LIMA

Dr. Alvaro Hernán Mejía

Vicepresidente Comercial

Dr. Juan Felipe Cano

Gerente Comercial

Dr. Luis Manuel González

Gerente Comercial

SEGYROS DEL COMERCIO  
Dr. Mauricio Amador Andrade  
Vicepresidente Financiero

Dr. Reynaldo Burgos P.  
Gerente Cartagena

SEGUROS UCONAL  
Dr. José Francisco Stevez Prieto  
Gerente

SKANDIA SEGUROS DE COLOMBIA  
Dr. Juan R. Carendi  
Presidente

## GREMIOS

ACOPLASTICOS  
Dr. Carlos Alberto Garay Salamanca  
Presidente

ANDI  
Dr. Fabio Echeverri Correa  
Presidente

ANIF  
Dr. Juan Diego Jaramillo  
Presidente

INSTITUTO COLOMBIANO DE AHORRO Y VIVIENDA  
Dr. Luis Eduardo Rosas  
Director

INSTITUTO DE FOMENTO INDUSTRIAL – IFI  
Dr. Emilio Echavarría Soto  
Subgerente Financiero

SOCIEDAD DE AGRICULTORES DE COLOMBIA – SAC  
Dr. Gabriel Montes Llamas  
Secretario General

## OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS

FIDUCIARIA BURSATIL  
Dr. Hugo Guillermo Díaz Báez  
Gerente

FIDUCIARIA CALDAS  
Dr. Silvio Botero de los Ríos  
Asesor

Dr. Francisco Javier Jaramillo Hoyos

Dr. Simón Saade Ballesteros

FIDUCIARIA CORREDORES ASOCIADOS

Dr. Camilo Vallejo Gómez  
Presidente

FIDUCIARIA SKANDIA

Dr. Rafael Jaramillo Samper  
Gerente

FINANCIACOOP

Dr. Abel Mery Fernández  
Gerente General

Dr. Jorge Cárdenas Sarria  
Subgerente Administrativo

INTERBANCOS

Dr. Francisco Ortiz Villa  
Gerente

LA NACIONAL FIDUCIARIA

Dr. Ricardo Arango García  
Director General

LEASING DE OCCIDENTE

Dr. William Guarín Pulecio  
Gerente General

LEASING GRANCOLOMBIANA

Dr. Rafael Castillo Triana  
Subgerente

LEASING UNION

Dr. Santiago Madriñán de la Torre  
Gerente

PROGRESO LEASING

Dr. Alvaro Motta Cano  
Gerente

Dr. Juan Gonzalo Zuluaga Gómez  
Subgerente Financiero

SCALA SOCIEDAD FIDUCIARIA S.A.

Dr. Enrique Tafur Tafur  
Vicepresidente

## OTRAS ENTIDADES NACIONALES

### ACERIAS PAZ DEL RIO

Dr. Jaime García Parra  
Presidente

Dra. Leonor Montoya  
Vicepresidente

### BOLSA DE BOGOTA

Dr. Carlos del Castillo Restrepo  
Presidente

Dr. Carlos Buraglia Gómez  
Vicepresidente

### BOLSA DE OCCIDENTE

Dr. William Aguirre Peláez  
Gerente

### BOLSA DE MEDELLIN

Dra. Libia Barreneche  
Vicepresidente Administrativo

Dra. Luz María Arango de Syro  
Subgerente

### BURROUGHS DE COLOMBIA S.A.

Dr. Manuel Arana Forero  
Gerente Desarrollo de Ventas Financiera:

Dra. Martha Inés Cifuentes  
Gerente de Cuenta

### CARVAJAL S.A.

Dr. Bernardo Uribe  
Vicepresidente Financiero

Dr. Hugo Barreto G.  
Gerente General División Valores

Dr. Carlos Narváez  
Gerente Líneas Chequeras

Dr. Luis Fernando Santamaría  
Gerente Ventas División Valores

Dr. Alvaró Vélez  
Gerente Negocios Corporativos

Dr. Sabas Pretelt  
Asesor

COLMOTORES

Dr. Hermán David J.  
Presidente Director Gerente

Dr. Poul G. Christiansen  
Vicepresidente de Finanzas

Dr. Jaime Ardila Gómez  
Gerente

Dr. Lázaro M. Pérez M.  
Tesorero

COOPERATIVA DE AHORROS DON MATIAS

Dr. Francisco Medina Viana  
Gerente

COOPERATIVA UCONAL

Dr. Ramiro Valderrama Carvajal  
Gerente General

Dr. Gabriel Miguel Nasser Calderón  
Revisor Fiscal

COOPERATIVA ANDINA DE FOMENTO

Dr. Víctor Manuel Hoyos Salazar  
Vicepresidente de Finanzas

D.H.L.

Dr. Rodney Méndez

Dr. Juan Pablo Parra

Dra. María Cecilia Pérez

DOW QUIMICA DE COLOMBIA

Dr. José Mauricio Rodríguez Múnera  
Gerente Financiero

FUNDACION SOCIAL

Dr. Gustavo Tobón Londoño  
Gerente General

INTERCONEXION ELECTRICA

Dr. Pedro Javier Soto Sierra  
Gerente General

Dr. Alvaro Cadavid López  
Gerente Financiero

#### MEMORANDO ECONOMICO

Dr. Mauricio Carrizosa  
Director

#### PEAT, MARWICK, MITCHELL

Dr. Jaime Bueno Miranda  
Presidente

Dr. Pedro Julio Flórez H.  
Socio de Auditoría

#### PETROQUIMICA COLOMBIANA

Dr. Felipe Vargas Reyes  
Gerente Financiero

#### POLITECNICO GRANCOLOMBIANO

Dr. Mauricio Rubio García  
Director Dpto. Promociones Desarrollo Empresarial

#### PROMOTORA DE VENTAS

Dr. Antonio Sáenz Rodríguez  
Presidente

Dr. Edgar Aray Suárez  
Gerente Cartagena

#### REVISTA NEGOCIOS

Dr. Raúl Aguilar Rodas  
Director

#### REVISTA NUEVA FRONTERA

Dr. Morris Harf  
Gerente

#### ULTRAEXPRESS

Dr. Omar Botero-Parámo  
Presidente

### ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA

Dr. Guillermo Núñez Vergara  
Presidente

Dr. Gerardo A. Moncada Vega  
Vicepresidente de Operaciones

Dr. Jorge Tarazona Sepúlveda  
Director Departamento Agrocrédito

Dr. Fernando Silva García  
Director Departamento Jurídico

Sr. Benigno Palacio P.  
Secretario General

Dr. Pablo Trujillo Tealdo  
Coordinador Juntas Sectoriales Corporaciones Financieras

Dr. Horacio Osorio  
Investigador Económico

**COMITE ASOCIACION BANCARIA – BARRANQUILLA**

Dr. Martín Vásquez Lébolo  
Director Ejecutivo

Dr. Pablo Cervantes  
Secretario Ejecutivo Agrocrédito

**COMITE ASOCIACION BANCARIA BUCARAMANGA**

Dr. Sergio Mestre Sarmiento  
Presidente Junta Directiva

Dr. Jorge Palaú Toscano  
Director Ejecutivo

**COMITE ASOCIACION BANCARIA DE CALI**

Dr. Gerardo Velasco Cabal  
Director Ejecutivo

**COMITE ASOCIACION BANCARIA DE CARTAGENA**

Dr. Guillermo Sanclemente Duarte  
Presidente

Dra. Angela Durán de cubillos  
Directora Ejecutiva

**COMITE ASOCIACION BANCARIA DE MEDELLIN**

Dr. Christian Toro Ludeke  
Presidente Junta Directiva

Dr. Sergio Delgado Sañudo  
Director Ejecutivo

**OFICINAS DE CONSULTORES Y ASESORES**

Dr. Mauricio Botero Caycedo, de BEAR & STEARNS

Dr. Francisco Gaviria Rincón

Dr. Eduardo Soto Ferrero

Dr. Antonio Urdinola



# PAISES Y ENTIDADES PARTICIPANTES

## ARGENTINA

BANCO DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES

Sr. Arturo Mario García

Asesor de Presidencia

BOLSA DE COMERCIO BUENOS AIRES

Sr. Juan Santiago Mollard

Tesorero

## CANADA

BANK OF MONTREAL

Sr. David-ş Martson

Manager

## COSTA RICA

BANCO ANGLO COSTARRICENSE

Dr. José Joaquín Cháves Z.

Vicepresidente

BANCO DE COSTA RICA

Sr. José Luis Paéz Avila

Subgerente

Sr. Jorge Elías Ramírez Rodríguez

Director

## ECUADOR

BANCO POPULAR DEL ECUADOR

Sr. Manuel Vivanco Riofrio

Gerente

## ESPAÑA

### CAJA POSTAL DE AHORROS

Sr. Santiago Bascoy Santiago  
Director de Recursos

Sr. Luis Delso Heras  
Consejero-Delegado

## HONDURAS

### BANCO HONDUREÑO DEL CAFE

Sr. Ramón David Rivera  
Presidente Junta Directiva

## INGLATERRA

### MIDLAND BANK

Sr. Davis Parkes  
Gerente

### NATIONAL WESTMINSTER BANK

Sr. John Ernest Mcintosh  
Regional Manager

### SAMUEL MONTAGU AND CC.

Sr. Francis Hamilton  
Director

## PANAMA

### ASOCIACION BANCARIA DE PANAMA

Sr. Ricardo M. Alba  
Director Ejecutivo

### BANCO BLADEX

Sr. Armando Núñez B.  
Vicepresidente Depto. de Crédito

### BANCO CAFETERO

Sr. Alberto Tisnés  
Presidente

### BANCO COMERCIAL ANTIOQUEÑO

Sr. Ancízar Muñoz E.  
Gerente Oficina Panamá

### BANCO DEL COMERCIO

Sr. Raúl Arias de la Guardia  
Gerente General

**BANCO INDUSTRIAL COLOMBIANO**

Sr. Jorge Durán Ospina  
Gerente General

**BANCO INTERNACIONAL DE COSTA RICA**

Sr. Edgardo Lasso Valdés  
Gerente General

**BANCO INTEROCEANICO DE PANAMA**

Sr. Guillermo Ronderos Durán  
Presidente

**BANCO LATINOAMERICANO**

Dr. Mario Luis del Valle  
Gerente

**BANCO POPULAR DEL ECUADOR**

Dr. Juan Octavio Silvera  
Gerente General Panamá

**BANCOSUR - CARIBAN**

Sr. Thad R. Chamberlain  
Director Vicepresidente Chairman

**BANQUE ANVAL**

Sr. Jaime A. Arosemena  
Vicepresidente Ejecutivo

Sr. Arturo Muller

Director

**BANQUE PARIBAS**

Sr. Max-Yves Vassal  
Gerente General

**CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE**

Sr. José Gaya  
Gerente General

**THE FIRST NATIONAL BANK OF CHICAGO**

Sr. James M. Mc Cord Jr.  
Vice President Gerente General

Sr. Mario Sanin Berger

Vice Presidente Representante

**THE ROYAL BANK OF CANADA**

Sr. William V. Wall  
Representante Regional

U.S.A.

EMBAJADA AMERICANA – BOGOTA

Sr. John Spillane  
Consejero Económico

Dra. Luz Marina Hernández  
Asesor Económico

AMERICAN SECURITY BANK

Sr. Guillermo E. García  
Assistant Treasurer

BANCO CAFETERO

Sr. Alfredo Quintero  
Gerente Miami

BANCO DE BOGOTA

Sr. Alberto Mejía Hernández  
Presidente

Sr. Roberto de Brigard H.  
Vicepresidente

BANCO DE BOGOTA TRUST

Sr. Gilman Burke  
Director Junta Directiva

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO

Sr. Tulio de Andrea  
Director Ejecutivo Alterno Colombia-Perú

BANK OF BOSTON

Sr. Roberto Angueira  
Vicepresidente

BANK OF NEW ENGLAND INTERNATIONAL

Sr. Heberto R.C. Espinosa  
Vicepresidente General Manager

Sr. Carlos A. García  
Banking Officer

BANKERS TRUST COMPANY

Sr. Ray Anderson  
Vicepresidente

Sr. Luciano Nicasio  
Vicepresidente

Sr. Gregorio Obregón  
Vicepresidente

BANQUE SUDAMERIS  
Sr. Giuseppe Mondini  
Miembro Junta Directiva

BARCLAYS BANK  
Sr. Evan Acosta  
Assistant Vice President

Sr. Enrique Arias  
Vicepresidente

BARNETT BANK  
Sr. Abraham Abramovich  
Vicepresidente Regional Manager

BEAR STEARNS & CO.  
Sr. David Swiatlo  
Vicepresidente

CHEMICAL BANK  
Sr. Terence C. Canavan  
Vicepresidente Ejecutivo

Sr. Emile E. Heredia  
Vicepresidente

Srta. Nancy J. Kuenstner  
Vicepresidente

Sr. Larry H. Miller  
Vicepresidente Senior

CITIBANK  
Sr. Héctor Noreña  
Vicepresidente Residente

COMMERCIAL CREDIT INTERNATIONAL  
Sr. Patricio C. Merino  
Vicepresidente

CONTINENTAL ILLINOIS BANK  
Sr. Carroll M. Rickard  
Vicepresidente Internacional Financ. Inst.

FIDELITY BANK  
Sr. Robert S. Kurek  
Assitant Vice President

IRVING TRUST COMPANY

Sr. Fernando Acosta  
Country Manager

Sr. Ronald Nock W.

Vice-president District Man

IRVING TRUST INTERNATIONAL BANK

Sr. René R. Maresma  
Vicepresidente

LLOYDS BANK INTERNATIONAL LIMITED

Sr. Henry Frederick  
Vicepresidente Ejecutivo New York

MARINE MIDLAND BANK N.A.

Sr. David Hicks G.  
Administrative Vice-president

Sr. Stephen Taber

Assitant Vice-president.

MELLON BANK

Sr. Thomas R. Ellis

MORGAN GUARANTY TRUST CO.

Sr. Francis W. Hunnewell  
Assistant Treasurer

NATIONAL BANK OF DETROIT

Srta. María Elena Disser  
Second Vice-president

Sr. John W. Fisher

First Vice-president

NATIONAL WESTMINSTER BANK

Srta. Bárbara C. Mayberry  
Assistant Treasurer

PAN AMERICAN BANK INTERNATIONAL

Sr. Félix H. Reyler  
Chairman of the Board

SECURITY PACIFIC INTERNATIONAL BANK

Srta. Antonietta Alleva  
Asistant Vice-president

SECURITY PACIFIC NATIONAL BANK

Sr. John W. Meyers  
Vice-president

**SOUTHEAST BANK**

Sr. Gustavo Quesada  
Assistant Vice President  
Sr. Mario M. Rodríguez  
Assistant Vice President

**SUN BANK MIAMI**

Sr. Ray Falcon  
Senior Internal. Loan Officer

**THE BANK OF CALIFORNIA**

Sr. Santiago A. Morera  
Vice President

**THE FUJI BANK**

Sr. Ikuro Morishita  
Joini General Manager

**Sr. Takashi Sakamoto**

Manager Latin American Dep.

**THE PHILADELPHIA NATIONAL BANK**

Sr. Jaime Court  
International Banking Office

**VENEZUELA**

**BANCA NAZIONALE DEL LAVORO**

Sr. Alberto Berti  
Representante

**BANCO DI ROMA**

Sr. Stefano Barberini  
Representante

**CREDITO ITALIANO**

Sr. Massimo Scatarzi  
Rep. para Venezuela y Colombia

**MELLON BANK - CARACAS**

Srta. Virginia Smallman  
Representante

**MIDLAND BANK**

Srta. Nancy Natilson  
Representante