

**Inflación, Tasas de  
Interés y Financiación  
del Sector Cafetero**

**Mauricio Carrizosa Serrano**

# Inflación, Tasas de Interés y Financiación del Sector Cafetero

*Mauricio Carrizosa Serrano\**

## A. Introducción

El sector cafetero, por su elevada contribución al valor agregado de la economía, tiene una importante inge-  
rencia en diversos aspectos de la política económica<sup>1</sup>. Este trabajo enfoca algunos problemas planteados por la financiación de la actividad económica generada en aquel sector. Se busca, de una parte, presentar una descripción cuantitativa de aquellas operaciones sectoriales de ahorro y crédito que contemplan tipos de interés significativamente inferiores al nivel vigente en un mercado financiero libre. Además se discute el significado e implicaciones de aquellas operaciones en términos de los propósitos de la política financiera y de su vínculo con la política monetaria, cambiaria y fiscal.

Como se apreciará más adelante, el análisis de la participación del sector

cafetero como usuario de la intermediación financiera conduce a planteamientos en materia de la dependencia que la política monetaria presenta frente a la actividad del sector, de la contribución de las tasas de interés subsidiadas a la eficiencia económica y a la redistribución del ingreso, de la incidencia de la política tributaria sobre el ahorro nacional y sobre la importancia del ahorro institucional en condiciones de inflación acentuada, y de la relación entre la política cambiaria y la política monetaria. Aquellos planteamientos son de utilidad para la formulación de ajustes en la política económica orientadas a sentar las bases para estimular el ahorro y la eficiencia en la asignación del crédito y para imprimirle mayor flexibilidad al manejo monetario.

Para resumir brevemente, en el presente estudio se señala de una parte la diferencia persistente entre las tasas de interés contempladas para el sector cafetero (y para el sector agropecuario en general) y la tasa de interés de mercado que resulta, principalmente, del crecimiento de la oferta monetaria. Se sostiene que este diferencial, si bien

\* El autor agradece los comentarios y sugerencias de los doctores Jorge García García, Jorge García Mujica, Alberto Hernández, Roberto Junguito Bonnet, y Eduardo Wiesner Durán. FEDESARROLLO agradece el apoyo financiero aportado por la Asociación Bancaria de Colombia.

<sup>1</sup> Por el sector cafetero se entiende el conjunto de agentes económicos que participan en la producción y distribución del grano.

puede asignar un estímulo moderado a la producción, difícilmente contribuye a los objetivos usuales de eficiencia y redistribución del ingreso. Además paralelamente al subsidio que recibe el sector cafetero a través de tasas de interés bajas, paga un impuesto, el llamado impuesto de la inflación, sobre el dinero que mantiene en su poder. Este impuesto es superior al subsidio y contribuye a financiar el déficit fiscal. Por otro lado, se analiza cómo la inflación, el régimen tributario sobre renta y complementarios, y las tasas de interés fijadas para el ahorro institucional, se conjugan para desestimular tanto el nivel de ahorro como la participación del sector financiero institucional en el mercado financiero agregado. Finalmente, se explica el origen del subsidio al crédito externo en términos del comportamiento de la tasa de cambio, lo cual ha dificultado el logro de los objetivos de política monetaria.

Las consideraciones anteriores conducen a las siguientes propuestas: a) diseñar una política de costo del crédito más consistente con las condiciones vigentes en el mercado financiero libre, con el objeto de lograr una mejor asignación de los fondos prestables; b) definir el impuesto de renta y patrimonio en términos del tipo real de interés, como instrumento para estimular el ahorro de largo plazo y facilitar el desarrollo de las operaciones de mercado abierto; c) introducir una tasa compensatoria sobre los créditos externos para igualar su costo en pesos al del crédito interno, cuando las condiciones cambiarias no coadyuvan al equilibrio entre las tasas de interés externa e interna.

La sección siguiente presenta las consideraciones teóricas necesarias sobre los mercados monetario y financiero. Se analiza la relación entre dinero, inflación y tasas de interés, así como el concepto del impuesto de la inflación y la participación del sector cafetero en los mercados de dinero y

crédito. Posteriormente se discuten las propuestas presentadas, apuntando su alcance y limitaciones. Se concluye con una sección de resumen y comentarios adicionales.

## B. Consideraciones teóricas

### 1. El mercado monetario y la inflación

El mercado monetario está comprendido por las funciones de oferta y demanda por dinero. La función de oferta de dinero indica la cantidad nominal de dinero que el sector monetario (Banco de la República y bancos comerciales) desean ofrecer. Es convencional identificar la cantidad existente de saldos nominales como aquella que corresponde a la función de oferta, aún cuando, conceptualmente, sean diferentes. De otra parte, la cantidad demandada de dinero se refiere al valor real de los saldos nominales que el público en general desea mantener, el cual no es necesariamente igual al valor real de los saldos nominales existentes.

El alza en los precios, en términos de los conceptos delineados en el párrafo anterior, es resultado de un exceso de dinero nominal sobre aquel que la gente desea mantener al nivel de precios existentes. Vale la pena destacar que el presente enfoque no afirma que la cantidad de dinero es la única variable que determina el nivel de precios. Además, la producción real y el tipo de interés nominal de equilibrio, son factores de enorme importancia para entender el comportamiento de los precios, pues son ellos precisamente los que determinan la demanda por los saldos monetarios reales<sup>2</sup>.

Para los fines contemplados en el presente trabajo corresponde destacar el vínculo existente entre el ritmo de

<sup>2</sup> Una elaboración formal de estas ideas se presenta en Carrizosa (1976).



la inflación y la tasa nominal de interés de equilibrio de largo plazo. Una mayor tendencia en los precios conduce a los ahorradores a exigir un rendimiento nominal más alto que los proteja contra la inflación, a la vez que los acreedores están dispuestos a pagarlo, en la medida que los bienes físicos en los cuales invierten se revalúan más rápidamente, en términos nominales.

En el caso colombiano se aprecia esta relación cuando se compara el ritmo de crecimiento del índice de precios al consumidor empleado con la tasa de interés implícita en el descuento cotizado sobre los Certificados de Ahorro Tributario (cuadro 1 y gráfica 1). De otra parte, la relación se presenta también entre el ritmo de crecimiento de los medios de pago y la tasa de interés, con el objeto de ilustrar el vínculo de la última y de la tasa de inflación con la política monetaria. En resumen, un mayor ritmo de expansión en los medios de pago eventualmente aumenta la inflación efectiva y la anticipada; pero como la tasa de interés de un mercado libre incorpora la inflación anticipada, aquella también se eleva<sup>3</sup>. Como se ilustra en la gráfica 1, el rendimiento nominal del CAT se comporta de acuerdo a lo esperado por las consideraciones teóricas. Es decir, mayores tasas de expansión monetaria han conducido a tasas de interés e inflación más elevadas.

<sup>3</sup> Véase Friedman (1968). Se utiliza el descuento del CAT (Certificado de Abono Tributario) para calcular "la" tasa de interés. Las cotizaciones del CAT en la Bolsa de Bogotá permiten observar el costo del dinero en un mercado financiero libre durante un período relativamente amplio (1968-1976). Las observaciones del cuadro 1 se computaron en base al descuento del CAT a seis meses de maduración, y su conversión a tasas anuales supone reinversión de la ganancia de capital. Es importante destacar que el rendimiento del CAT debe compararse con el de otros títulos de mercados libres, ajustando por las diferencias en factores tales como riesgo, liquidez y plazo.

Cuadro 1

**INFLACION Y TASA DE INTERES  
DEL CAT, 1968-1976  
(%)**

Año	Variación en índice de precios	Variación en los medios de pago	Tasa de interés del CAT
1968	7	20	18
1969	9	17	15
1970	7	19	14
1971	13	13	15
1972	14	17	17
1973	22	26	20
1974	25	24	23
1975	18	22	23
1976	25	28	25

Fuente: DANE, Bolsa de Bogotá y cálculos del autor.

## 2. El impuesto de la inflación y el subsidio al crédito

Desde hace ya algún tiempo se analiza el crecimiento de los medios de pago como el instrumento para recaudar un impuesto<sup>4</sup>. En la literatura, este gravamen se llama impuesto de la inflación, puesto que su cobro se hace efectivo por medio de la erosión en el poder adquisitivo del peso.

Para explicar el concepto del impuesto de la inflación, conviene formular un ejemplo no completamente fiel a la realidad colombiana. Se supone una economía en la cual un déficit fiscal permanente es la única fuente de emisión primaria, y donde no se da creación secundaria de liquidez. En esta forma, parte del gasto del gobierno en bienes y servicios reales se financia con créditos del emisor<sup>5</sup>. Sin embargo, en condiciones de ocupación plena, alguien tiene que abstenerse de

<sup>4</sup> Véase Keynes (1923), Friedman (1971) y Sjaastad (1975).

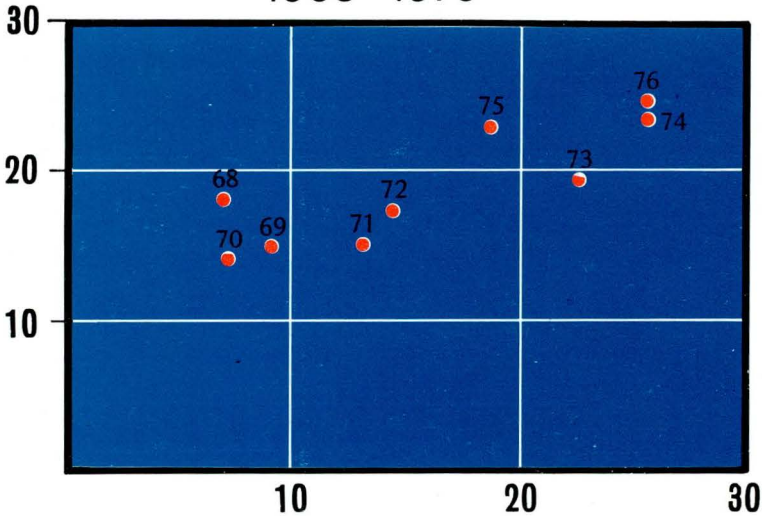
<sup>5</sup> Como se explica en Christ (1968), la restricción presupuestal del gobierno implica que un déficit puede financiarse por tres fuentes: a) creación de dinero base; b) impuestos; y c) endeudamiento.



GRAFICA 1

# INFLACION Y TASA DE INTERES 1968 - 1976

Tasa de  
interés  
(%)

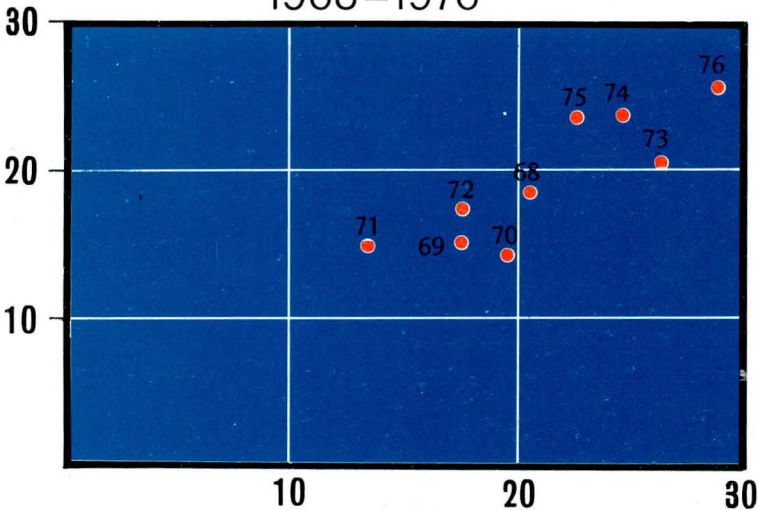


FUENTE: Cuadro 1.

Tasa de inflación (%)

# CRECIMIENTO EN LOS MEDIOS DE PAGO Y TASA DE INTERES 1968 - 1976

Tasa de  
interés  
(%)



Fuente: Cuadro 1.

CreCIMIENTO en los medios  
de pago (%)

adquirir bienes y servicios para que el gobierno lo pueda hacer. El mecanismo que permite la transferencia de poder de compra al gobierno del resto de la economía es precisamente la inflación, o sea la pérdida del poder adquisitivo del peso. Con una inflación del 10% anual, por ejemplo, cada persona pierde 10 centavos por cada peso que, en promedio, mantenga en su poder durante ese tiempo. Esta pérdida en la cual incurren los tenedores de dinero es lo que financia parte del gasto público, y se logra cuando se restringe a cero el rendimiento nominal de los medios de pago<sup>6</sup>.

Como se señaló anteriormente, el ejemplo no corresponde con precisión al caso colombiano. Sin embargo, parece ser una aproximación adecuada, al ser consistente con las conclusiones de Antonio Hernández sobre la importancia del déficit fiscal en la explicación de la expansión en los medios de pago: "...el déficit fiscal ha generado en promedio, desde 1967, más del 50% del crecimiento en los medios de pago: esta situación se agravó a partir de 1970, cuando el déficit fiscal generó más del 80%, en promedio, de la expansión de los medios de pago"<sup>7</sup>.

El crecimiento de la cantidad de dinero originado en créditos del emisor al sector público en general es el instrumento para recaudar parte de los recursos necesarios para financiar el déficit. El instrumento para **cobrarlo** es el control de las tasas de interés sobre algunos activos financieros, permitiendo la transferencia de recursos reales a través de la erosión en el poder adquisitivo del peso. Como se desprende de la cita textual anterior, no todo el impuesto de la inflación financia el gasto público. Con otra parte se financian las líneas de crédito subsidiadas

del sistema financiero. El subsidio se presenta en la forma de tasas de interés significativamente inferiores a la tasa que equilibraría la demanda y la oferta de crédito<sup>8</sup>.

De otra parte, la inflación se conjuga con el régimen tributario para establecer una relación inversa entre el rendimiento real de los activos financieros y el ritmo de inflación. Es decir, cuando la inflación y las tasas de interés aumentan, el régimen tributario aplica una tasa de tributación cada vez mayor a ingresos por intereses que son mayores sólo en términos nominales. Por ejemplo, con una inflación de 10%, tasa de interés de 15%, tasa de tributación a la renta de 33%, y sobre el patrimonio de 1%, el rendimiento real es de -1%. Con una inflación de 20%, tasa de interés de 25%, y el mismo tratamiento tributario, la tasa real es de -4%. Además, en el segundo caso el traslado a más elevadas escalas de tributación es más rápido, toda vez que la tendencia en el nivel de precios es más acelerada.

### 3. El crédito externo y la política cambiaria

De las diferentes dimensiones de la política cambiaria, se destaca el nivel de la tasa de cambio y el ritmo de devaluación. El primero contribuye, frente a los niveles internos y externos de precios, a determinar la balanza comercial. El segundo representa una variable importante, frente a las tasas de interés interna y externa, en la explicación del comportamiento de la cuenta de capital. Para fines del presente trabajo, interesa subrayar que el

<sup>6</sup> Como se explica más adelante, los medios de pago no son el único activo financiero que paga el impuesto de la inflación.

<sup>7</sup> Hernández (1974), p. 83.

<sup>8</sup> Además, la inflación puede contribuir a estimular el sector externo (exportaciones e importaciones) cuando financia diferenciales del precio de la divisa entre exportaciones e importaciones. De otra parte, en un mecanismo de ajuste a la Hume, en respuesta a una mejora en la balanza comercial, la inflación financia la acumulación de reservas en el banco emisor. Finalmente, es importante señalar que el crecimiento del nivel general de precios tiene otros efectos redistributivos importantes. Véase Laidler y Parkin (1975), pp. 786-94.

ritmo de devaluación es un posible instrumento para manejar el endeudamiento con el exterior. Sin embargo, aquél suele ser utilizado para otros propósitos que riñen con los objetivos en materia de estímulo al crédito foráneo. En consecuencia, un aspecto de interés para la financiación externa en general, y del sector cafetero en particular, es el diseño de instrumentos complementarios que permitan satisfacer aquellos objetivos.

En resumen, se contemplan tres elementos teóricos importantes para analizar la política financiera en general y la financiación del sector cafetero en particular. En primer término, se destaca la relación directa entre crecimiento de los medios de pago, inflación y tasas de interés nominales. Luego se señala el control de tasas de interés institucionales como instrumento para subsidiar el crédito y para cobrar el llamado "impuesto de la inflación", y se explica cómo la política tributaria desestimula el ahorro institucional cuando el crecimiento de los precios es elevado. Finalmente, se distinguen las funciones económicas de la tasa de cambio y del ritmo de devaluación respectivamente, destacando la necesidad de diseñar un instrumento de política cambiaria que coadyuve el equilibrio en la cuenta de capitales de la balanza de pagos. A continuación se describen las operaciones de crédito y ahorro financieros con el sector cafetero para evaluar el impuesto neto de la inflación pagado por aquel sector.

### C. El sector cafetero

En esta sección se examina el balance del sector cafetero, en lo que toca a sus operaciones con el sector financiero institucional. Se supone que las operaciones con sectores diferentes (mercado extrabancario, por ejemplo) contemplan tasas de interés cercanas a las de mercado. Sin embargo, más adelante se destaca una limitación im-

portante a este supuesto, cual es el costo del crédito externo cuando el ritmo de devaluación es indebidamente lento frente a la diferencia entre las tasas de inflación interna y externa.

#### 1. Financiación institucional del sector cafetero

A continuación se describen las fuentes y costos de los créditos institucionales destinadas al sector cafetero, para luego evaluar el subsidio que aquél recibe al beneficiarse de tasas de interés inferiores a las vigentes en los mercados financieros no intervenidos.

Como se explica más adelante la metodología empleada probablemente sobrestima el subsidio en consideración. Al calcular el producto del diferencial entre la tasa de interés de mercado y el costo del crédito, se le atribuye un beneficio exagerado a las unidades marginales de crédito, para aquellas personas que se financian totalmente con créditos subsidiados. Sin embargo, la lenta tasa de devaluación de 1976 ha generado un subsidio al crédito externo, "financiado" con parte de la emisión primaria originada en ingresos de divisas por la cuenta de capital. Como se dispone de cifras sobre crédito externo destinado al café, no es posible evaluar su impacto sobre el valor del subsidio analizado en la presente sección, el cual puede haber sido importante durante el año señalado.

Al contemplar aquellas operaciones de intermediación financiera que presentan distorsiones significativas en la tasa de interés y que son las que dan lugar al patrón de impuestos y subsidios descrito anteriormente, se han identificado diversas fuentes de financiación al sector cafetero. En primer término, se destacan los créditos directos del emisor a la Federación Nacional de Cafeteros, cuyo objeto es financiar la compra de la cosecha. El monto de financiación se decide de acuerdo al



Cuadro 2

## DESCUENTOS DEL BANCO DE LA REPUBLICA A LA FEDERACION NACIONAL DE CAFETEROS, 1970-1976

(millones de pesos)

Año	Promedio anual nominal	Promedio anual real <sup>1</sup>	Tasas de interés	
			Mínima	Máxima
1970	414.6	414.6	4.5	
1971	985.4	883.8	4.5	7.0 <sup>2</sup> 8.0 <sup>3</sup>
1972	218.8	166.0	4.5	8.0 <sup>3</sup>
1973	595.8	353.2	4.5	7.0 <sup>4</sup> 8.0 10.0 <sup>5</sup>
1974	69.6	30.3	7.0	10.0 <sup>5</sup>
1975	245.0	85.4	16.0 <sup>6</sup>	
1976	0.0	0.0	16.0	

Fuente: Banco de la República y Asociación Bancaria.

<sup>1</sup> Deflactado por el índice de precios promedio anual del comercio al por mayor.<sup>2</sup> Cuando el monto es superior a \$ 600 millones (Res. 3 de 1971).<sup>3</sup> Cuando el monto es superior a \$ 600 millones (Res. 78 de 1971).<sup>4</sup> Cuando el monto es superior a \$ 550 millones (Res. 56 de 1973).<sup>5</sup> Cuando el monto es superior a \$ 550 millones (Res. 56 de 1973).<sup>6</sup> Res. 45 de 1975.

NOTA: Las tasas de interés se aplican al descuento de bonos de prenda renglón que forma la mayor parte de los préstamos y descuentos a la Federación hasta 1973.

costo de la cosecha, a la participación de los intermediarios diferentes de la Federación en el mercado, y a los recursos disponibles en el Fondo Nacional del Café. Además, el diferencial entre las tasas de interés de equilibrio de mercado y aquellas cobradas por el emisor representa un estímulo al endeudamiento por parte de la Federación. En el cuadro 2 aparece el promedio anual de los créditos vigentes, conjuntamente con las tasas de interés cobradas por el Banco de la República. Se observa la clara tendencia a una disminución del endeudamiento de la Federación con el emisor, hasta llegar a ser nula durante el segundo semestre de 1976.

En lo pertinente a tasas de interés el diferencial con respecto a la tasa de equilibrio no presenta ninguna tendencia definida, antes bien, se ha mantenido fluctuante alrededor de nueve puntos (cuadro 3). La reducción en el endeudamiento parece ser resultado de los acuerdos del gobierno

con el gremio, los cuales han conducido a la autofinanciación de este último, apoyados por las favorables condiciones del mercado internacional<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Véase Coyuntura Económica, Vol. VI, No. 4, Diciembre de 1976, pp. 12-20.

Cuadro 3

## DIFERENCIA ENTRE TASA DE INTERES DE EQUILIBRIO Y TASA COBRADA POR EL BANCO DE LA REPUBLICA Y LA FEDERACION NACIONAL DE CAFETEROS, 1970-1975 (%)

Años	Diferencial	
1970	9.5	
1971	10.5	8.0 <sup>1</sup>
1972	12.5	9.0 <sup>1</sup>
1973	15.5	12.0 <sup>1</sup>
1974	16.0	13.0 <sup>2</sup>
1975	7.0	
1976	9.0	

Fuente: Cuadros 1 y 2

<sup>1</sup> Para créditos en exceso de \$600 millones.<sup>2</sup> Para créditos en exceso de \$550 millones.

Cuadro 4

## PRESTAMOS Y DESCUENTOS DE LOS BANCOS COMERCIALES DESTINADOS AL CAFE, 1970-1975

(millones de pesos)

Año	Préstamos y descuentos nominales	Préstamos y descuentos reales <sup>1</sup>	Banda de tasas de interés (%)	Diferencia entre CAT y tasas de interés (%)
1970	340.4	340.4	10	4
1971	417.9	374.8	10	5
1972	502.8	381.5	10	7
1973	209.1	123.9	11-15 <sup>3</sup>	5
1974	753.0	328.1	15	8
1975	902.7	313.7	15	8
1976 <sup>2</sup>	946.9	284.9	15	10

Fuente: Banco de la República y Asociación Bancaria.

<sup>1</sup> Deflactado por el índice de precios al por mayor del comercio en general.<sup>2</sup> Promedio del primer semestre.<sup>3</sup> Con la Ley 5a. de 1973, el costo del crédito cambió de 11% a 15%.

Además, el mayor precio de compra pagado por los exportadores privados ha conducido a una disminución en la fracción de la cosecha adquirida por la Federación.

El sistema bancario, particularmente en las operaciones del Banco Cafetero, constituye otra fuente importante de recursos de crédito para el sector cafetero. Sus fuentes incluyen cupos de redescuento en el Banco de la República, fondos captados a través de la actividad bancaria, y recursos del mismo sector cafetero. En el cuadro 4 se presenta el promedio anual de los préstamos y descuentos vigentes durante el período analizado, las tasas de interés cobradas, y el diferencial entre el CAT y estas últimas. Conviene destacar cómo los préstamos, expresados en términos reales, no acusan ninguna tendencia a través del tiempo. De otra parte, el diferencial entre el CAT y las tasas de interés estipuladas en la política de crédito agrícola se han incrementado hasta 8 puntos, reflejo de la lenta respuesta de esta política a las variaciones en las condiciones macroeconómicas.

Además, de los bancos comerciales, la Caja Agraria canaliza volúmenes im-

portantes de crédito al sector cafetero. Las fuentes de fondos que utiliza la Caja provienen de los bancos comerciales, a través de las inversiones de los últimos en bonos de aquella entidad, de recursos asignados por el Banco de la República, de empréstitos externos, y de su misma actividad bancaria. No

Cuadro 5

## PRESTAMOS NUEVOS DE LA CAJA DE CREDITO AGRARIO INDUSTRIAL Y MINERO, 1970-1975

(millones de pesos)

Año	Préstamos nuevos café	Préstamos nuevos totales	Préstamos café
			Préstamos totales
1970	297.9	3.324.2	0.09
1971	233.6	3.704.3	0.06
1972	278.1	4.645.4	0.06
1973	405.4	5.609.9	0.07
1974	755.4	6.422.2	0.12
1975	1.073.5	8.559.8	0.12
1976 <sup>1</sup>	286.0	2.553.0	0.11

Fuente: Banco de la República y el DANE.

<sup>1</sup> Primeros cuatro meses.

Cuadro 6

**PROMEDIO ANUAL DE PRÉSTAMOS VIGENTES TOTALES Y PARA CAFÉ DE LA  
CAJA DE CRÉDITO AGRARIO INDUSTRIAL Y MINERO, 1970-1976**

(millones de pesos)

Año	Préstamos vigentes totales	Préstamos vigentes para café		Rango de ta- sas de interés cobradas por la Caja (%)	Diferencia en CAT y tasas de interés (%)
		Nominal <sup>1</sup>	Real <sup>2</sup>		
1970	4.358.7	392.3	392.3	10	4
1971	4.776.4	286.6	257.0	10	5
1972	5.840.4	350.4	265.7	10	7
1973	7.011.3	490.8	290.0	12-14	6
1974	8.442.8	1.013.1	441.4	14-15	8
1975	9.752.1	1.170.3	406.6	14-15	8
1976 <sup>3</sup>	10.333.9	1.136.7	342.0	14-15	10

Fuente: Banco de la República y Asociación Bancaria.

<sup>1</sup> Se obtuvo multiplicando los préstamos vigentes totales por la tercera columna del Cuadro 5.

<sup>2</sup> Deflactado por el índice de precios al por mayor del comercio en el país.

<sup>3</sup> Promedio de los primeros cuatro meses.

se dispone de cifras directas sobre los préstamos vigentes sectorizados de la Caja. Por esta razón es necesario realizar un estimativo con base en los préstamos nuevos totales de la Caja y aquellos destinados al café, y el total de créditos vigentes. En el cuadro 5 aparecen los préstamos nuevos totales y aquellos destinados al café. En el cuadro 6 se registran los préstamos vigentes totales de la Caja y la estimación de los vigentes en café, basado en el porcentaje calculado en la última co-

lumna del cuadro 5. También se incluye el rango de tasas de interés que la Caja cobró y su diferencial con respecto al CAT. Se observa que el volumen de crédito canalizado por esta entidad presenta los mismos órdenes de magnitud que el de los bancos comerciales. Así mismo, el diferencial del costo de los créditos de la Caja con relación a la tasa de interés implícita en las cotizaciones del CAT se ha incrementado hasta 8 puntos.

Cuadro 7

**PRÉSTAMOS VIGENTES DEL FONDO ROTATORIO DE CRÉDITO CAFETERO A  
DICIEMBRE 31, 1971-1976**

(miles de pesos)

Año	Crédito básico	Crédito de promoción económica	Total	Tasas promedio de interés (%)
1971	132.090	7.107	139.197	8
1972	167.808	8.125	175.933	10
1973	239.961	29.340	269.301	10
1974	308.887	68.271	377.158	10
1975	304.405	114.581	418.986	13
1976	359.230	134.982	494.212	13

Fuente: Banco Cafetero.



Finalmente se destacan los créditos del Fondo Rotatorio de Crédito Cafetero, entidad financiada por la Federación Nacional de Cafeteros y por los presupuestos de los Comités Departamentales de Cafeteros (cuadro 7). Como la fuente directa de recursos de este Fondo es evidentemente el mismo sector cafetero, no se incluye en el análisis que sigue. Los beneficios originados en las condiciones de financiación de los préstamos otorgados por el Fondo son cubiertos directamente por el mismo sector cafetero. Con los créditos del emisor, del sistema bancario comercial, y de la Caja Agraria, se incluyen los principales fondos con tasas de interés subsidiadas destinados al sector cafetero. Conviene anotar, sin embargo, que se pueden haber excluido algunos créditos subsidiados destinados a entidades cafeteras como Almacafé y la Compañía Agrícola de Seguros, sobre los cuales no se obtuvo información.

## 2. Evolución del subsidio al crédito

En el cuadro 8 se presenta el valor del subsidio implícito en las operacio-

nes de crédito institucional con el sector cafetero. Este se define como el producto de las tasas de interés cobradas y la tasa de interés CAT y el valor real del crédito vigente en cada renglón institucional (Banco de la República, bancos comerciales y Caja Agraria). El valor del subsidio total real en las operaciones de crédito institucional al sector cafetero se ubica alrededor de los 70 millones de pesos de 1970 (con excepción del año 1971, cuando el subsidio fue significativamente mayor), cifra que representa entre el 0.5% y el 1.0% de la suma del valor del consumo interno y las exportaciones de café<sup>10</sup>. De otra parte, cabe destacar que el subsidio se ha canalizado principalmente a través de los bancos comerciales y la Caja Agraria durante los últimos tres años. Por razones atrás anotadas, los créditos directos del emisor a la Federación Nacional de Cafeteros han perdido im-

<sup>10</sup> Para efectos de este cálculo, las exportaciones se valoraron por los reintegros totales que aparecen en la balanza cambiaria y el consumo interno se evaluó al precio internacional promedio anual de robusta. Para convertir a pesos se utilizó la tasa promedio anual de compra del certificado de cambio.

Cuadro 8  
VALOR DEL SUBSIDIO EN EL CREDITO INSTITUCIONAL AL SECTOR CAFETERO,  
1970-1975

(millones de pesos de 1970)

Año	Banco de la República	Bancos Comerciales	Caja Agraria	Total
1970	39.4	13.6	15.7	68.7
1971	85.7	18.7	12.9	117.3
1972	20.8	26.7	18.6	66.1
1973	54.7	6.2	17.4	78.1
1974	4.8	26.2	35.3	66.3
1975	6.0	25.1	32.5	63.6
1976 <sup>1</sup>	0.0	28.5	34.2	62.7

Fuente: Cuadros 2, 3, 4 y 6.

<sup>1</sup> Cálculo realizado en base a la información de los primeros cuatro meses.

**METODOLOGIA:** El valor del subsidio en los tres casos se calculó multiplicando el correspondiente promedio anual de préstamos vigentes en términos reales por el diferencial entre las tasas de interés del CAT y las tasas de interés de cada una de estas modalidades de préstamos.

portancia. Finalmente, se observa que la diferencia entre la tasa de interés de CAT y el costo del crédito al sector cafetero (y el sector agrícola en general), registra un aumento en los años recientes a medida que el impacto de la inflación sobre las tasas de mercado rebasa el ajuste en las tasas de interés nominales sobre el crédito institucional. Ello significa un incremento en el subsidio al crédito, toda vez que el costo real de la financiación se ha disminuido con respecto a aquel vigente en el mercado financiero libre.

Los defectos de la información disponible limitan la confiabilidad del subsidio estimado. Sin embargo, la metodología utilizada posiblemente lo exagera al atribuirle un subsidio indebidamente elevado a aquellas personas cuya demanda por crédito se encuentra satisfecha a las tasas subsidiadas. Para estas personas el valor del subsidio en el margen es nulo, toda vez que tenderían a solicitar crédito en magnitudes tales que su beneficio marginal sea igual al costo. De otra parte, otras deben además contratar préstamos en el sector no institucional. Para ellas, el subsidio se aplica a unidades **intramarginales** de crédito, y la metodología utilizada no subestima el subsidio implícito<sup>11</sup>.

Es importante señalar finalmente que el sector cafetero no es el único que recibe subsidio de la forma contemplada en el presente análisis. En el cuadro 9 se presentan las bandas de tasas de interés sobre créditos institucionales destinados a diferentes sectores. Se observa en primer término que el rango de tasas de interés es notoriamente elevado para todos los

Cuadro 9  
TASAS DE INTERES SOBRE CREDITOS  
EN PESOS POR SECTORES  
DURANTE 1976  
(%)

Sector	Banda de tasas de interés anuales		
Agropecuario	12	—	27
Industrial	15	—	27
Vivienda y desarrollo urbano	9	—	26
Comercio y servicios	6	—	29
Externo	18	—	27

Fuente: Asociación Bancaria.

sectores, con excepción del externo. Como el cuadro 9 contempla solamente créditos en pesos, es importante recordar que el costo de los créditos en dólares fue especialmente reducido durante 1976, como resultado del lento ritmo de devaluación, aspecto que se analiza más adelante. Sin embargo, no existe información para precisar las actividades más beneficiadas por aquella modalidad de financiación.

### 3. Evaluación del impuesto sobre los activos institucionales

Corresponde ahora examinar el impuesto que paga el sector cafetero al mantener activos con una tasa de interés inferior a la del mercado libre. El conjunto de activos con esta característica ciertamente debe incluir los medios de pago (la suma del circulante y los depósitos en cuenta corriente), pues ellos contemplan una tasa de interés igual a cero. Pero tampoco es el único activo cuyo rendimiento es significativamente inferior a aquel consistente con las condiciones del mercado del crédito. En el cuadro 10 se presentan las diferencias entre los rendimientos de los activos institucionales y de los CAT. Se destaca cómo, además de los medios de pago, los depósitos de ahorro, las cédulas hipotecarias (sólidas) y los bonos de desa-

<sup>11</sup> El subsidio al crédito puede tener otros efectos indirectos. Por ejemplo, si aquel da lugar a mayor utilización de fertilizantes subsidiados, se presentan beneficios (privados) adicionales. Estos efectos se han ignorado en los cálculos del texto. De otra parte, algunos créditos contemplan tasas de interés de 20%, lo cual, contribuye a que la metodología utilizada subestime el subsidio.

Cuadro 10  
 DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS DE INTERES INSTITUCIONALES Y  
 Y LA DEL CAT, 1970-1976

(%)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
1. Medios de pago	-14	-15	-17	-20	-23	-23	-25
2. Depósitos de ahorro	-10	-11	-8	-11	-10	-6	-6
3. Dep. de ahorro en UPAC	—	—	3	6	3	1	-3
4. Dep. ordinarios en Corporaciones de Ahorro y Vivienda	—	—	—	—	—	—	-6
5. Depósitos a término							
a. En UPAC	—	—	4	7	5	3	-1
b. En bancos	—	-1	-3	-6	3	3	1
c. En corporaciones financieras	—	-1	-3	-6	-9	4	2
6. Cédulas hipotecarias							
a. Sólidas	-2	-3	-5	-5	-8	-8	-10
b. Confiables	—	—	—	—	—	0	-2
7. Bonos de desarrollo							
a. Clase B	-2	-3	-5	-3	-6	-6	-9
b. Clase F	—	—	—	—	—	3	2
8. Pagarsés semestrales	—	—	—	—	—	1	-1
9. Títulos de ahorro Cafetero	—	—	—	—	—	—	1

Fuente: Cuadro 1 y Coyuntura Económica, Volumen VI, No. 3, Octubre 1976, p. 57.

rollo (clase B), han registrado un rendimiento notoriamente inferior al CAT. Por esta razón, se incluyen estos otros activos en el análisis que sigue sobre el impuesto de la inflación.

En el cuadro 11 se presentan las tendencias anuales promedio de los diferentes activos que pagan algún gravamen originado en la inflación junto con la diferencia entre la tasa de interés de los CAT y sus rendimientos nominales respectivos. Esta última diferencia aproxima el impuesto de la inflación sobre aquellos activos. En el cuadro 12 se presenta el impuesto total pagado por el público y se aproxima el correspondiente al sector cafetero multiplicando el total por la participación del sector en el ingreso nacional. Si se compara los resultados de la última columna del cuadro 12 con

aquellos de la última columna del cuadro 8 se deduce que el sector cafetero no resulta beneficiado de la inflación, toda vez que el subsidio que recibe en el costo del crédito es significativamente inferior que el impuesto pagado sobre activos institucionales.

Las implicaciones de este resultado son interesantes. En primer término, el análisis no apoya la opinión popular que le atribuye al sector cafetero responsabilidad por la inflación. El impuesto neto contribuye a financiar el déficit fiscal y, posiblemente, las utilidades del sector financiero<sup>12</sup>. Sin em-

<sup>12</sup> El efecto sobre las utilidades del sistema financiero institucional depende de la relación entre la inflación, el diferencial entre las tasas de interés pasivas y activas de los intermediarios, los requisitos de encajes, y la importancia de los intermediarios no controlados.



Cuadro 11

TENENCIAS DEL PUBLICO EN ALGUNOS ACTIVOS FINANCIEROS Y  
DIFERENCIA EN SU RENDIMIENTO CON RESPECTO AL DE LOS CAT,  
1970-1976

(millones de pesos y porcentajes)

Año	Medios de pago	Diferencia en rendimiento	Depósitos de ahorro	Diferencia en rendimiento	Cédulas hipotecarias	Diferencia en rendimiento	Bonos de desarrollo	Diferencia en rendimiento
1970	19.694	-14	2.990	-10	3.089	-2	-	-2
1971	22.324	-15	3.739	-11	3.810	-3	-	-3
1972	26.088	-17	4.855	-8	4.577	-5	889	-5
1973	32.944	-20	6.824	-11	4.379	-5	837	-3
1974	40.819	-23	8.580	-10	3.792	-8	1.032	-6
1975	53.754	-23	10.863	-6	n.d.	-8	n.d.	-6
1976	64.770	-25	10.041	-6	n.d.	-10	n.d.	-9

Fuente: Asociación Bancaria y cuadro 10.

Cuadro 12

EVALUACION DEL IMPUESTO DE LA INFLACION SOBRE LOS ACTIVOS  
FINANCIEROS INSTITUCIONALES, 1970-1976

(millones de pesos)

Año	Impuesto total		Participación del sector cafetero en el ingreso nacional <sup>3</sup>	Impuesto sobre el sector cafetero	
	Nominal <sup>1</sup>	Real <sup>2</sup>		Nominal <sup>4</sup>	Real <sup>2</sup>
1970	3.118	3.118	0.09	280	280
1971	3.874	3.474	0.07	271	243
1972	5.097	3.867	0.08	408	309
1973	7.584	4.496	0.08	607	360
1974	10.612	4.624	0.07	743	324
1975	13.206	4.589	0.07	924	321
1976	17.034	4.816	0.09	1.533	433

<sup>1</sup> Suma del valor absoluto de los productos de las tenencias en activos y las diferencias en sus rendimientos con respecto a los de los CAT.

<sup>2</sup> Deflactado por el índice de precios anual promedio del comercio en general.

<sup>3</sup> La participación del sector cafetero se aproximó dividiendo el valor del consumo y las exportaciones (véase la nota 10) por el ingreso nacional que aparece en las cuentas nacionales. Para 1976 se supone que el ingreso nacional creció en 32%.

<sup>4</sup> Multiplicado por la participación del sector cafetero en el ingreso nacional. El impuesto está subestimado por dos razones principales. En primer término, no contempla el beneficio que el público deja de percibir por mantener un volumen de activos menor que aquel mantenido si el rendimiento correspondiera a las condiciones vigentes en el mercado libre. De otra parte, no se incluye el impuesto a la renta que se paga sobre ganancias nominales. La exclusión obedece a dificultades metodológicas originadas en la ausencia de información sobre algunos activos cuyas ganancias nominales son gravadas, sobre las tasas de tributación a la renta y el patrimonio, y sobre el alcance de la evasión tributaria aplicable al sector cafetero.

bargo, aún sin beneficiarse de la inflación, el sector cafetero puede presionar por créditos inflacionarios. Ello obedece a una asimetría en la naturaleza de los beneficios que recibe y los costos que paga. En tanto que los beneficios de un subsidio al crédito los percibe el sector a quien se destina el crédito, su costo, representado por la inflación, se reparte en toda la comunidad. En consecuencia, para un sector específico conviene, desde su punto de vista, presionar por emisión de dinero. Naturalmente, si toda la comunidad actúa de la misma forma, las ganancias de la inflación las percibe quien tenga un mayor acceso al crédito subsidiado<sup>13</sup>.

De otra parte, el ejercicio sugiere prestar atención a la política de tasas de interés. Se ha visto cómo el impuesto de la inflación se efectúa restringiendo los rendimientos de los pasivos del sistema financiero. Además, este impuesto contribuye a financiar el subsidio al crédito, el déficit presupuestal del gobierno, y probablemente utilidades adicionales en el sector financiero. Sin embargo, la congelación de los tipos de interés tiene otros efectos que, por su importancia, merecen señalarse. En las secciones siguientes se presentan algunas consideraciones sobre la bondad económica del subsidio al crédito y los impuestos de inflación, renta, y patrimonio, sobre el ahorro institucional.

#### 4. *Subsidio al crédito y el impuesto al ahorro institucional*

En **Para Cerrar la Brecha** la política financiera en materia de tasas de interés contempló el siguiente planteamiento:

“La orientación de la política para el sector (financiero) será la de propender por la organización del mer-

cado financiero para que éste constituya un mecanismo eficiente de asignación de recursos y contribuya a elevar el coeficiente de ahorro de la economía. Por lo tanto, los mercados monetario y financiero se considerarán estrechamente relacionados. El ordenamiento de ambos campos, al eliminar el divorcio entre los aspectos puramente monetarios de la política y aquellos propios del mercado de capitales, traerá con seguridad resultados muy favorables para la economía.

En cuanto a las tasas de interés se piensa que el costo del crédito, al estar determinado con mayor libertad por el mercado, permite un mejor ajuste entre la demanda y la oferta. Además, se consigue mayor homogeneidad dentro de las distintas tasas de interés. La disminución de los diferenciales entre diversas tasas de interés llegará a eliminar las dispersiones que fomentan la concentración del crédito y la mala asignación de éste. En efecto, son los prestatarios con mayor patrimonio los que debido a sus mejores garantías obtienen el crédito barato, y es la pequeña industria con su gran potencial de creación de empleo la que tiene que acudir al crédito caro o al mercado extrabancario.

El aumento en las tasas de interés al ahorro institucional también tiene efecto redistributivo al darle acceso a las familias de pocos recursos a documentos de ahorro con tasas de interés positivas en términos reales. Aunque existan diferentes tasas de interés al ahorro, éstas deben reflejar simplemente diferencias en liquidez y riesgo, y no mecanismos escondidos de subsidios innecesarios a ciertos sectores de la sociedad”<sup>14</sup>.

Esta presentación de principios de política financiera está respaldada por

<sup>13</sup> Ello sugiere formular una hipótesis de crecimiento monetario que contemple entre otras cosas las presiones políticas posibles dentro del proceso de creación de dinero primario y secundario.

<sup>14</sup> Departamento Nacional de Planeación (1975), pp. 7-8.

un acerbo de argumentos teóricos y evidencia empírica. Con excepción de los créditos supervisados del Incora, la asignación del crédito subsidiado en Colombia no puede defenderse como mecanismo redistributivo directo<sup>15</sup>, como tampoco la política de tasas de interés bajas sobre el ahorro institucional<sup>16</sup>. La distribución del crédito se concentra en las escalas elevadas de renta, en tanto que el ahorro institucional es la inversión principal del pequeño ahorrador.

De otra parte, las usuales consideraciones teóricas hacen suponer que las tasas de interés congeladas desestimulan la asignación eficiente de recursos, al producir discrepancias entre los costos sociales del crédito y de la producción subsidiada y los respectivos costos privados. El café, por ejemplo, es un cultivo de tardío rendimiento. FEDESARROLLO estima que en el primer año de cultivo (instalación y crecimiento) de un cafetal moderno, la participación del crédito en los costos es 26%, en el segundo es de 22%, y en el tercero de 10%. Estos números parecen lo suficientemente elevados para presumir algún efecto del crédito subsidiado sobre la intensidad de capital en los cultivos y sobre el nivel de producción. Incluso si se aceptara la eficiencia de estimular la producción de café, corresponde examinar si el crédito barato es el mejor instrumento para implementar una política de subsidio. La desventaja más destacada es su efecto discriminatorio sobre la utilización de procesos de producción, favoreciendo aquellos intensivos en la utilización de capital. Ella difícilmente se justifica en una economía que no puede permitir laxitud en el uso de sus recursos de financiación del crecimiento económico. Más razonable parecería utilizar el

precio interno como instrumento para el estímulo de la producción, toda vez que no distorsiona los precios de los diferentes factores.

Una política de tasas de interés acordes al costo real del capital puede contribuir eficazmente a una mejor asignación de los escasos recursos de ahorro de que dispone la economía. Hay quienes sostienen sin embargo, que la tasa de interés de mercado no representa, por decirlo así, el "costo social" del capital. Aún si se supone que existen argumentos válidos para subsidiar la tasa de interés, no parece justificado hacer el subsidio real sensible a los cambios en las condiciones inflacionarias en la economía. Por ejemplo, si con una tasa de interés de mercado del 20% se justifica una tasa de interés subsidiada de 15%, así entonces con una tasa de mercado 5 puntos más elevada como resultado de una inflación más acentuada parecería acertado elevar la tasa subsidiada en cinco puntos. Como se observa en la última columna de los cuadros 4 y 6, esta no parece ser la política que se ha seguido. De hecho, en 1974 y 1975 el subsidio al crédito parece más elevado que en años anteriores.

Es importante anotar que la política de tasas de interés sobre los créditos al sector cafetero debe diseñarse dentro de una visión de conjunto sobre la política general de crédito. No se dan bases para afirmar que tasas de interés de equilibrio para el crédito al sector cafetero sean más o menos eficientes, sin antes consultar otras distorsiones existentes en otros sectores. La propuesta sobre una política de tasas de interés más acorde a las condiciones monetarias se refiere al mercado de fondos prestables en general, del cual la financiación cafetera constituye un ejemplo importante.

Además de la eficiente utilización de los recursos de crédito, el estímulo al ahorro por parte del sector cafetero y del resto de la economía es una de

<sup>15</sup> Véase Thirsk (1975) p. 23; Tinnermeier (1972), pp. 17, 29 y 34; Dalrymple (1972), pp. 3-5; Urrutia y Berry (1975), pp. 250-253.

<sup>16</sup> Urrutia y Berry (1975) p. 254.



las mas urgentes tareas que debe atacar la política de crédito. El instrumento más obvio para inducir a los individuos a que se abstengan de consumir es el rendimiento sobre los títulos valores del sector financiero. Sin embargo, los rendimientos existentes sobre el ahorro institucional no son favorables. De hecho, en términos reales, resultan ser negativos. En el cuadro 13 se presenta el rendimiento nominal efectivo antes de impuestos para los principales activos financieros en 1976. Aplicando tasas de tributación de 30% (renta) y 1% (patrimonio), y una inflación de 25.9%, se obtuvieron las cifras de las otras columnas. Se aprecia cómo ninguno de los activos ofrece un rendimiento real positivo después de impuestos. Por cada peso invertido en el sector financiero, una persona pierde alrededor de 10 centavos en términos reales<sup>17</sup>. Con las tasas de tributación supuestas sería necesario un rendimiento nominal efectivo de 37.5%, para aquellos activos no exentos, si se quiere obtener un rendimiento real igual a cero. Una implicación importante del resultado anterior, adicional a los contemplados en la cita textual presentada al comienzo de la presente sección, es la menor participación del sector institucional en las operaciones financieras globales de la economía. Ello resulta de la natural canalización de fondos hacia intermediarios que de una forma u otra, pueden ofrecer un mayor rendimiento real sobre activos financieros. Esta implicación es importante a la luz de la prioridad que frecuentemente se le asigna a la institucionalización de la economía.

En resumen, a pesar de los argumentos que apoyan y del consenso que respalda una política de tasas de interés positivas en términos reales, la evidencia reciente sobre el mercado financiero institucional indica que las

reformas adecuadas están todavía por realizarse. Las propuestas que se discuten en la sección siguiente se orientan a hacer menos sensibles las tasas reales de interés manejadas por la política económica a fluctuaciones en la tasa de crecimiento de los precios. Con ellas se espera mejorar el aporte económico del sector financiero institucional no sólo por su mejor asignación del crédito, sino también por el mayor volumen de fondos canalizados.

#### **D. Tres propuestas para la corrección monetaria del sistema financiero institucional**

##### *1. Costo del crédito institucional*

Se ha visto cómo las tasas de interés institucionales registran niveles significativamente inferiores al costo del crédito en el mercado libre. Además, el ajuste durante los últimos cinco años ha sido lento frente a la creciente tendencia de los precios. De otra parte, el subsidio al crédito no parece ser la forma más adecuada de estimular renglones específicos de producción. Aún si se admite la necesidad de un subsidio, éste debe especificarse en términos reales, o sea, contemplando los efectos de la inflación sobre la rentabilidad nominal de la actividad económica. De los considerandos anteriores se sugiere que la política financiera fije las tasas de interés que considere pertinentes consultando más sistemáticamente la situación en los mercados financieros libres. Ello puede implementarse examinando la evolución de las cotizaciones anuales promedio de títulos como el CAT o el TAC. Este procedimiento eliminaría el subsidio al crédito o lo fijaría en términos reales. Si se elimina, se disminuyen las presiones sobre la autoridad monetaria para incrementar la cantidad de dinero, o para castigar los rendimientos de los activos financieros. De mantenerse el subsidio, las posibilidades de estimular el ahorro institucional o de disminuir los crédi-

<sup>17</sup> Se ignoraron efectos de segundo orden, correspondientes a la pérdida en el poder adquisitivo de los intereses.

**Cuadro 13**  
**RENDIMIENTO SOBRE DIVERSOS ACTIVOS FINANCIEROS EN 1976**  
 (%)

Título	Rendimiento nominal antes de impuestos	Rendimiento nominal después de impuestos	Rendimiento real después de impuestos
1. Depósitos de ahorro	19.3	12.5	-13.4
2. Depósitos de ahorro en UPAC	22.3	17.0	- 8.9
3. Depósitos ordinarios en Corporaciones de Ahorro y Vivienda	19.0	12.3	-13.6
4. Depósitos a término			
a. En Upac	23.5	17.9	- 8.0
b. En Bancos	25.6		
c. En Corporaciones financieras	26.8	17.8	- 8.1
5. Cédulas hipotecarias			
a. Sólidas	14.9	14.9	-11.0
b. Confiables	23.2	15.2	-10.7
6. Bonos de Desarrollo Económico			
a. Clase B	16.1	16.1	- 9.8
b. Clase F	26.2	17.3	- 8.6
7. Pagarés Semestrales de Emergencia Econó- mica	24.2	15.9	-10.0
8. Títulos de Ahorro Cafetero	32.0	21.4	- 4.5
9. Bonos cafeteros	22.0	14.4	-11.5

Fuente: COYUNTURA ECONOMICA, Vol. VI, No. 3, Octubre de 1976, p. 57 y cálculos del autor.

tos directos del emisor al público serían menores. De todas formas, parece mas acertado que congelar tasas de interés nominales frente a las fluctuantes condiciones monetarias.

## 2. *Tasas de interés reales positivas sobre el ahorro institucional*

La propuesta de definir las tasas impositivas en términos reales ciertamente no es nueva en la economía colombiana. Ella inspiró el sistema UPAC en su primera fase y la llamada Ley de Alivio Tributario de 1975. Posteriormente, el tope a la corrección moneta-

ria y el límite de la exención tributaria a sólo 8 puntos le restó dinámica al sistema UPAC. Además, no resulta clara la razón por la cual se deba restringir el sistema tan solo al sector construcción. De otra parte, la Ley de Alivio Tributario representó tan solo un paso moderado hacia una estructura tributaria expresada en términos reales.

Una alternativa a la corrección monetaria exenta consistiría en fijar algún nivel aproximado de la tasa de interés (neta del margen normal de utilidades del sector financiero), por ejemplo 7%, sobre el cual se aplique el impuesto sobre la renta, y hacer exento el resto

del interés nominal en la medida que se pueda evitar la evasión a través de la parte exenta.

La insistencia en mayores tasas de interés reales que las registradas en el cuadro 13 se inspira en su utilidad como instrumento para ampliar la tasa de ahorro de las personas. Mucho se ha dicho que la "bonanza cafetera" no se puede desperdiciar en bienes de consumo; sin embargo, no se ha utilizado el método más obvio para inducir a la gente a que se abstenga de consumir. Si se tiene en cuenta que los elevados precios del café no son permanentes, corresponde aprovechar el período de altos ingresos para elevar el nivel de riqueza de los individuos. Con la caída futura del precio internacional del grano será más difícil llevar a cabo este programa, toda vez que el menor ingreso de las personas deberá cubrir los gastos normales de consumo. Es bien probable que una modificación en la política tributaria orientada a definir las tasas impositivas en terminos reales representaría un estímulo importante al ahorro institucional de las personas. En la medida que ello conduzca a un aumento en el ahorro global, y no a una mera transferencia del sector financiero no institucional, la modifi-

cación sugerida contribuiría al crecimiento del ingreso nacional. Teniendo en cuenta el acentuado desestímulo representado por las tasas vigentes es bien posible que una política de tasas reales positivas efectivamente incremente el ahorro global<sup>18</sup>.

### 3. Política cambiaria y financiera externa

Se contempla ahora otra de las fuentes de crédito importante al sector cafetero. Se trata del endeudamiento con el exterior. En el cuadro 14 se registra una de sus modalidades importantes, representada por los reintegros anticipados, y se observa que durante 1975 cobró especial importancia como otra de las múltiples manifestaciones de las favorables condiciones en el mercado internacional del grano. A continuación se analiza el manejo del endeudamiento externo en el marco de la política cambiaria adoptada durante el período de bonanza cafetera.

Se destacan tres elementos de política económica que se han conjugado para crear una singular situación en el

<sup>18</sup> Véase Tun Wai (1972).

**Cuadro 14**  
**REINTEGROS ANTICIPADOS Y COSTO DEL CREDITO EN EL EXTERIOR, 1970-1975**  
(miles de dólares y porcentajes)

Año	Reintegros anticipados		Tasas de interés			Devaluación promedio	Diferen.
	Corriente	Real <sup>1</sup>	Externa	Interna <sup>2</sup>	Diferencial		
1970	160.345	145.240	8.5	13.8	5.3	6.9	-1.6
1971	173.303	152.154	6.5	15.2	8.7	9.5	-0.8
1972	252.488	211.992	5.5	17.3	11.8	9.0	2.8
1973	250.600	186.043	9.2	19.5	10.3	8.7	1.6
1974	307.405	190.009	11.0	23.1	12.1	15.3	-3.2
1975	402.130	229.920	7.0	22.9	15.9	15.3	0.6
1976			9.5	24.6	15.1	10.0	5.1

Fuente: Banco de la República e International Financial Statistics.

<sup>1</sup> Deflactado por el índice de precios al por mayor del comercio en Estados Unidos.

<sup>2</sup> Tasa de interés implícita en el descuento de CAT a seis meses.



mercado de crédito: acumulación de reservas en el emisor, creación de dinero primario y abundancia de divisas. La acumulación de reservas ha conducido a un elevado precio de la divisa, necesario para evitar que toda la moneda extranjera se destine a importaciones de bienes, adquisición de títulos financieros y atesoramiento en el sector privado. La abundancia de divisas se hubiera reflejado, de no ser por la acumulación de reservas, en un precio relativamente mas bajo del dólar y en un ritmo de devaluación aproximadamente igual a la diferencia entre las tasas de interés interna y externa. Sin embargo, la (mas alta) tasa de cambio trajo como consecuencia un menor ritmo de devaluación, la creación de dinero primario, y una mayor tendencia al alza en el nivel general de precios.

En el cuadro 14 se presentan las tasas de interés externa e interna. En la última columna se registra la diferencia entre el exceso de la interna sobre la externa y la tasa de devaluación. En 1976, como resultado de la elevada tasa de cambio, el lento ritmo de devaluación y el acentuado ritmo de inflación, la diferencia indicada fue especialmente alta. Se estimula así la contratación de préstamos en el exterior, fenómeno cambiario y monetario que no refleja las diferencias en el costo real social del crédito interno relativo al externo. La distorsión es de carácter temporal y cuando las importaciones reaccionen, la tasa de devaluación corresponderá mejor a las condiciones monetarias de la economía. Entre tanto, se ha detenido el endeudamiento externo explícito mediante normas de Junta Monetaria inspiradas en la necesidad de detener la emisión primaria.

En la medida en la cual el endeudamiento externo complementa los recursos de crédito interno parecería importante restituir el equilibrio cambiario monetario necesario para estimular el volumen adecuado de préstamos al exterior. Se puede actuar sobre dos frentes principales: ubicar la tasa de

cambio real a un nivel que equilibre la balanza comercial, elevar el ritmo de devaluación y disminuir la tasa de inflación. La política actual está aproximando la tasa de cambio real al nivel adecuado devaluando a un ritmo inferior al de la tendencia en el nivel general de precios. De otra parte, los instrumentos de política monetaria adoptados han sido insuficientes para atacar el problema inflacionario.

De no ser posible un aumento en el ritmo de devaluación, o una reducción en la tendencia de los precios, una posible vía de solución consistiría en combinar un impuesto sobre el endeudamiento registrado en el emisor, calculado de tal forma que se elimine el diferencial en el costo del crédito en pesos, con una mayor tasa de interés sobre operaciones de mercado en moneda extranjera (títulos canjeables por certificados de cambio). Actualmente, los títulos canjeables pagan 7%, lo cual con una devaluación del 10% difícilmente representa un rendimiento atractivo. El fundamento de la propuesta reside en la idea de compensar distorsiones. Como la situación cambiaria-monetaria hace el crédito externo indebidamente barato, corresponde elevarlo con un impuesto aplicable durante el período de tiempo que el acreedor mantenga el préstamo. De otra parte, como los títulos canjeables, por la misma razón, no pagan un rendimiento atractivo, corresponde elevarlo para agilizar su utilidad como instrumento de control monetario. Ello puede complementarse con aumentos en el rendimiento de otros títulos emitidos por el Banco de la República y el gobierno nacional.

## E. Resumen y conclusiones

En este trabajo, se ha examinado la situación del sector cafetero en sus operaciones de ahorro y crédito, y se han planteado conclusiones de carácter sectorial y general que se resumen a continuación.

Un resultado interesante, es que el sector cafetero no se beneficia directamente de la política inflacionaria. El sector cafetero como otros sectores, paga el impuesto de la inflación que contribuye a financiar el déficit fiscal. La pregunta mas interesante, desde el punto de vista de análisis de la inflación, se orienta a establecer los beneficios directos del gasto público, y a evaluar los méritos del impuesto de la inflación como instrumento para financiarlo.

En general, no parece justificada la política de controlar las tasas de interés pasivas y activas del mercado financiero institucional. Ella no es favorable a la utilización eficiente de los escasos recursos de crédito y desestimula el ahorro interno. Por lo menos, si se contempla un subsidio en el interés nominal sobre las operaciones de crédito, se

debe consultar las condiciones vigentes en el mercado libre de fondos prestables. Además, parece urgente revisar la ley tributaria en materia de tasas de interés, toda vez que en razón de élla, el mercado financiero institucional registra rendimientos francamente absurdos sobre los diferentes activos financieros.

Finalmente, la situación cambiaria-monetary es fuente de una significativa distorsión en la tasa de devaluación que ha impedido un curso adecuado a las operaciones de endeudamiento externo y a las operaciones de mercado abierto en moneda extranjera. Se sugiere, como instrumento complementario a la tasa de devaluación, instituir una sobretasa al endeudamiento externo que compense la distorsión originada en tasas de devaluación que son diferentes al ritmo interno de inflación.

## BIBLIOGRAFIA

Carrizosa, Mauricio (1976), "Dinero e Inflación en Colombia", *Coyuntura Económica* Vol. VI, No. 1, pp. 147-174.

Christ, Carl (1968), "A Simple Macroeconomic Model with a Government Budget Restraint", *Journal of Political Economy*, Vol. 76 No. 1, pp. 53-67.

Dalrymple, Dona G. (1972) "The Use of Incore Supervised Credit in Colombia in 1969" en *AID Spring Review of Small Farmer Credit*, Vol. V., febrero 1973.

Departamento Nacional de Planeación (1975), *Para cerrar la Brecha, Plan de Desarrollo Social, Económico y Regional 1975-1978*.

Friedman, Milton (1968), "Factors Affecting the Level of Interest Rates" en Boorman J.T. y Havrilesky T.M.

(eds.) *Money Supply, Money Demand, and Macroeconomic Models*, Allyn and Bacon, 1972.

Friedman, Milton (1971) "Government Revenue from Inflation", *Journal of Political Economy*, Vol. 79, No. 4, pp. 846-56.

Hernández, Antonio (1974) "Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución de Crédito" en *El Mercado de Capitales de Colombia* editado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia.

Keynes, John Maynard (1923), *A Tract on Monetary Reform*, The Royal Economic Society (ed.), Macmillan, 1971.

Lardler, D.E.W. y Parkin J.M. (1975), "Inflation: A Survey", *Economic Journal*, Vol. 85, diciembre, pp. 741-809.

Sjaastad, Larry (1975) "Why Stable Inflation Fail" en Parkin, J.M. y Zis, (eds.), **Inflation in the World Economy**.

Thirsk, Wayne R. (1975), "Rural Credit and Income Distribution in Colombia", **Journal of Economic Studies**, Vol. 2, No. 1, pp. 10-33.

Tinnermeier, Ronald L. (1972) "Small Farmer Credit Activities of the Co-

lombian Agricultural Bank" en **AID Spring Review of Small Farmer Credit**. Vol. V, febrero 1973.

Tun Wai, U. (1972), **Financial Intermediaries and National Savings in Developing Countries**, Praeger Publishers.

Urrutia, M. y Berry, A. (1975) **La Distribución de Ingresos en Colombia**, Editorial La Carreta.