

# SITUACION Y POLITICA MONETARIA — 1977

Por Fernando Montes Negret\*

## I — INTRODUCCION

El propósito de este ensayo es el de presentar en forma detallada la situación monetaria y las medidas de política que se tomaron durante 1977, evaluando los resultados obtenidos a la luz del principal objetivo de corto plazo planteado por el gobierno, cual era el de la estabilización de precios.

El estudio ha sido organizado en la siguiente forma:

a) En la sección II se presentan algunas consideraciones teóricas a fin de enmarcar dentro de un esquema interpretativo los eventos de la coyuntura que nos ocupa analizar. En primer lugar se plantea la conexión existente entre la oferta de dinero y el nivel de gasto y entre este último y las tasas de interés. Posteriormente se incorporan algunas de las imperfecciones que existen en el mercado monetario por la presencia de elementos monopolistas o aquellas que resultan de los mismos controles administrativos que se establecen. Las limitaciones que imponen estas imperfecciones sobre la política monetaria y sobre los instrumentos a su disposición, constituyen algunos casos particulares de la teoría económica en los cuales el ajuste de los mercados a un nivel de equilibrio se efectúa no a través del mecanismo de precios, sino que se presentan situaciones de racionamiento. La consecuencia del racionamiento es la asignación administrativa del recurso, en cuyo caso se puede estar sacrificando una mejor asignación del crédito en el mediano y largo plazos en aras del control de la liquidez en el corto plazo.

En seguida se contempla el efecto monetario del sector externo. El esquema simplificado que allí se desarrolla distingue entre un componente doméstico y un componente externo de la base monetaria. Este último refleja los resultados de la balanza cambiaria, cuya monetización a pesos se ve influida por el comportamiento de la tasa de cambio y las políticas de esterilización que siga la autoridad monetaria. El efecto final sobre la oferta de dinero doméstica dependerá igualmente del manejo compensatorio del crédito interno y de la capacidad de expansión secundaria del sistema financiero. El análisis anterior se empleará para examinar el comportamiento de la base monetaria en 1977. Finalmente se establecen algunos criterios generales para evaluar los resultados de las políticas de estabilización.

b) La sección III aboca el tema de la política monetaria durante 1977. El análisis de esta experiencia resulta de sumo interés ya que nunca antes había estado sujeta la economía colombiana, en un lapso tan corto, a perturbaciones

de la magnitud y variedad que debió enfrentar en ese año. Para comenzar, resulta imprescindible efectuar un breve análisis del panorama monetario hacia finales de 1976, ya que la rápida expansión de la liquidez de la economía ocurrida durante ese año, especialmente en el último trimestre, habría de imponer serias restricciones al manejo monetario de 1977 y pondría a prueba la efectividad y agilidad de los instrumentos tradicionales de control.

Sin duda el problema central que se le planteó a las autoridades monetarias durante 1977 fue el de la estabilización de precios. Con este objetivo en mente se tomaron drásticas medidas de contracción, a nivel secundario, las cuales fueron debilitadas, en parte, por el otorgamiento de cuantiosos créditos a través de los fondos financieros. Los mecanismos tradicionales de control resultaron insuficientes para limitar los enormes aumentos en la liquidez de la economía originados en el mayor valor de las exportaciones, dentro del régimen de control de cambios vigente. Ante esta situación se ideó el mecanismo de los certificados de cambio dirigido a afectar directamente el principal componente expansionista de la base monetaria. Alrededor de estos dos conjuntos de políticas se organiza la presentación de este capítulo.

## II — EL CONTROL DE LA LIQUIDEZ DE LA ECONOMIA

El principal factor determinante del aumento de la liquidez de la economía durante 1976 y 1977 fue sin lugar a dudas el saldo superavitario de la balanza de pagos. Este componente expansionista de origen exógeno plantea varios interrogantes acerca del esquema tradicional de control, en especial lo referente a su efectividad en el corto plazo. Antes de entrar al examen de las interrelaciones entre el sector monetario y el sector externo, resulta importante hacer algunas consideraciones acerca del mecanismo de transmisión a través del cual los cambios en la cantidad de dinero afectan el nivel general de gasto y el nivel de precios, tomando en cuenta algunas de las características institucionales del mercado financiero colombiano.

### 1 — La oferta de dinero y el nivel de gasto

Existe una marcada tendencia a establecer una relación directa entre la cantidad de dinero en circulación o el *stock*

\* Del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. El autor agradece la valiosa colaboración de la doctora Mary C. Berrio, del mismo Departamento.

de dinero y el valor, expresado en términos de pesos, que se gasta por unidad de tiempo en los diferentes bienes y servicios. Esta asociación directa entre lo que constituye un stock y un flujo lleva a esperar que las acciones que tome la autoridad monetaria para limitar el crecimiento del primero se traduzcan en una reducción en las presiones de la demanda agregada sobre la oferta de bienes y servicios, reducción que, seguramente, llevará a un menor ritmo de aumento en el nivel de precios. Si esto fuera así, el remedio a la inflación estaría en manos del Banco Central y esta podría ser controlada a través de medidas monetarias exclusivamente. Sin embargo esta asociación no es válida, ya que para poder pasar del stock de dinero (M) a un concepto flujo (gasto) se debe tomar en cuenta el número de veces por año que un peso participa en una transacción. Esto último se conoce como la "velocidad de circulación del dinero (V)". Si se buscara pasar del concepto stock al concepto flujo, habría que suponer que la velocidad de circulación permanece invariable cuando cambia la cantidad de dinero en circulación, es decir, que los factores que entran en la determinación de la velocidad son independientes de los determinantes de la oferta de dinero. Como ha sido señalado en numerosas oportunidades en la literatura sobre el tema, no existe ninguna razón para esperar que la velocidad sea constante y mucho menos para suponer que permanezca invariable ante cambios en M.

¿Cuál es la importancia de las precisiones hechas en el párrafo anterior? En primer lugar, las políticas restrictivas que siga la autoridad monetaria pueden ser parcialmente contrarrestadas (1) por aumentos en la velocidad de circulación del dinero, de tal forma que el nivel total de gasto no se reducirá proporcionalmente. Como ha sido señalado por Kaldor y por Tobin (2), existe una correlación negativa entre los cambios en el stock de dinero y los cambios en su velocidad de circulación.

En segundo lugar, dado que la política monetaria busca influir en el nivel de demanda agregada, debe tenerse presente que esta depende no solo de la oferta monetaria, en sentido restringido ( $M_1$ ) sino más bien de la liquidez global de la economía. Dado que sobre la primera se centra, principalmente, la acción restrictiva de la autoridad monetaria, su impacto final sobre el nivel del gasto se puede ver reducido no solo por los aumentos en la velocidad de circulación ya señalados, sino por la presencia de sustitutos cercanos, de tal forma que su efectividad será menor en el sentido de que habrá necesidad de efectuar una mayor contracción de la que se hubiera requerido en la ausencia de sustituciones.

¿Cuál es la relevancia de las anteriores consideraciones para el caso colombiano? En primer lugar hay que señalar que la velocidad de circulación es bastante inestable en el corto plazo, aunque para los últimos veinte años presenta variaciones promedio cercanas a cero (3). De tal forma que no parece válido suponer que la demanda por dinero sea estable durante periodos cortos. Igualmente se observa

una correlación negativa entre los cambios en los medios de pago y los cambios en la velocidad. Por otro lado, Sarmiento (4) encuentra que los "cambios en el nivel de precios y en el ingreso real pueden dar lugar a variaciones significativas en la velocidad de equilibrio y, por lo tanto, en la velocidad de corto plazo", de tal forma que la velocidad tenderá a aumentar con los precios y a disminuir con los incrementos en el ingreso real. En resumen, la velocidad se moverá en el mismo sentido de los precios (5) e inversamente a los cambios en los medios de pago y el ingreso real. Lo anterior implica que el éxito de una política de estabilización dependerá en parte de la posibilidad de compensar las variaciones en la velocidad con los cambios en M, como lo anota Sarmiento (6).

De la discusión anterior resulta claro que la velocidad no es una constante sino más bien la resultante de diferentes fuerzas que actúan sobre ella, provenientes principalmente, de las variaciones que experimente la oferta de dinero misma. La conexión entre estas dos variables requiere un comentario final.

La principal forma como la política monetaria afecta la velocidad de circulación es a través de las variaciones que induce sobre el nivel de las tasas de interés. Esta influencia se ejerce mediante los cambios que resultan en las tasas de interés de aquellos activos que son sustitutos cercanos del dinero (todos los llamados cuasi-dineros), de tal forma que cuando estos alcanzan mayores niveles de rentabilidad inducen al público a hacer economías en los medios de pago (efectivo y depósitos en cuenta corriente) y, por ende, a producir aumentos en la velocidad de circulación. Este comportamiento procíclico de la velocidad, como ya se anotó, contribuirá a contrarrestar, al menos parcialmente, los cambios en M.

Una vez aclarado que el impacto de los cambios en la oferta monetaria afectan tanto el nivel de gasto como la velocidad de circulación, conviene examinar los efectos indirectos sobre el nivel de la demanda resultante de las variaciones en M. Como ha sido señalado por Tobin (7) las políticas fiscales y monetarias afectan solo indirectamente el

(1) Solamente si se diera el caso de que la demanda por dinero fuera infinitamente elástica a la tasa de interés habría una neutralización total.

(2) Véase por ejemplo Kaldor, N., "Monetary Policy, economic stability and Growth", en *Money and banking*, Ed. A.A. Walters, Penguin, 1973 y James Tobin, "Monetary Policy, Inflation and Unemployment", Yale University.

(3) Véase J. C. Jaramillo y F. Montes Negret, Comentarios al enfoque monetario de la Balanza de Pagos. Segundo Simposio sobre financiamiento externo. Asociación Bancaria de Colombia, 1978.

(4) E. Sarmiento, "Comportamiento dinámico de los precios", en *Dinero, Precios y Salarios*, Anif, 1975.

(5) Esto puede no ser, así en la etapa inicial de un proceso inflacionario cuando es posible que la tasa de inflación efectiva supere a la tasa esperada.

(6) Cabe señalar que aunque es cierto que las variaciones promedio en la velocidad son aproximadamente cero para los últimos años, presentan una clara tendencia a aumentar a partir de 1970. Habría que investigar hasta qué punto dichos cambios reflejan las mayores tasas de interés nominales resultado de la aceleración de la inflación.

(7) Tobin, Op. Cit.

nivel de precios, el nivel de los salarios y aun el curso del proceso inflacionario. Lo que ellas hacen es "... ayudar a determinar la presión global de la demanda agregada sobre los recursos de la economía", mientras que los precios tienen, hasta cierto punto, su propia dinámica que no resulta fácil modificar en el corto plazo sin un elevado costo social en términos de desempleo y menores tasas de crecimiento del ingreso (8).

## 2 — El nivel de gasto y las tasas de interés

La principal forma en que los cambios en la oferta de dinero inciden sobre "la presión global de la demanda agregada" es a través de las modificaciones resultantes en las tasas de interés (9). Así, una restricción en la oferta monetaria, que induzca aumentos en las tasas de interés de corto plazo, puede llevar a que se pospongan gastos de consumo y se reduzcan inventarios, dependiendo las elasticidades de estos de cambios en el costo del crédito. Si la elasticidad de los inventarios es alta, se reducirán las presiones de demanda, aunque posiblemente este será solo un efecto temporal. El efecto será temporal si el ajuste se lleva a cabo solamente a través de valores *stock*, ya que una vez estos alcancen su nuevo nivel de equilibrio, el efecto restrictivo de las mayores tasas de interés se habrá agotado. Si, por el contrario, el impacto de los mayores intereses afecta variable flujo (por ejemplo gasto en bienes de consumo) el efecto puede ser permanente (10).

Si se produce el primer tipo de ajuste (a través de variables *stock*), resultará imposible compensar en forma continua, mediante restricciones al crédito y los consecuentes aumentos en las tasas de interés, las presiones inflacionarias que enfrente la economía, a menos que los excesos de demanda se originen en la acumulación de *stocks*. Salvo esta excepción anotada, resulta poco probable que a través de restricciones al crédito, exclusivamente, se pueda compensar la insuficiencia del ahorro frente a la inversión o frente al superávit de la balanza de pagos. Como se anotó anteriormente si el ajuste se produce a través de las variables flujo, es más factible que los aumentos en las tasas de interés reduzcan en forma permanente los excesos de demanda, dadas unas elasticidades apropiadas.

Las dos formas de ajuste mencionadas arriba no son excluyentes; sin embargo, su importancia depende de la elasticidad con que respondan a los cambios en las tasas de interés.

De los comentarios anteriores se concluye que, en una economía de mercado, la efectividad de la política monetaria en reducir las presiones de la demanda agregada depende, en buena parte, de los cambios que se presenten en las tasas de interés como resultado de la reducción en la oferta de dinero y de la respuesta de las variables *stock* y flujo a los mayores costos financieros.

A pesar de la carencia de información para Colombia sobre el valor de las elasticidades relevantes, podemos plantear algunas hipótesis, que de ser ciertas, implicarían una menor efectividad de la política monetaria como instrumento de estabilización en el corto plazo a través del mecanismo de las mayores tasas de interés.

a) Debido a la aceleración reciente del proceso inflacionario se podría afirmar que las tasas de interés de los activos financieros se han rezagado respecto a las tasas de interés implícitas en la tenencia de activos reales. Si esto es así, los ahorradores preferirán demandar activos reales (11) (por ejemplo *stocks* de bienes, tierras...), lo cual acentuaría las presiones sobre la demanda agregada.

b) Durante un proceso inflacionario, como el que ha enfrentado Colombia desde el "boom" de los precios internacionales del café, es de esperar que el margen de utilidad de los empresarios, resultante de la diferencia entre las tasas de rentabilidad y las tasas de interés de los préstamos bancarios, tienda a aumentar. De ser esto así, la demanda por crédito será sumamente inelástica a las variaciones en la tasa de interés nominal, o dicho en otra forma se requerirán variaciones muy grandes en las tasas de interés para que estas tengan un efecto significativo en el sentido de restringir la demanda agregada. De ahí que los aumentos en las tasas de interés de mercado puedan no tener un efecto contraccionista importante. Este, bien, pudo haber sido el caso de 1975.

c) Una vez iniciado el proceso inflacionario es difícil cambiar las expectativas acerca del comportamiento futuro de los precios, de ahí que la gente sea renuente a posponer sus gastos de consumo en bienes y servicios, disminuyendo en esa forma los excesos de demanda.

Las anteriores consideraciones ponen de presente que la brecha existente entre el ahorro y la inversión deseados no puede manipularse fácilmente mediante modificaciones en las tasas de interés o, como se anotó arriba, las variaciones que se requerirían en estas últimas para lograr el ajuste serían de tal magnitud que introducirían una inestabilidad

(8) Tobin es categórico en afirmar que "La tendencia de los precios está sólidamente integrada a la economía, con una poderosa y persistente inercia. Pero obviamente, la velocidad de la inflación cambia, aunque es más difícil reducirla que acelerarla"; Op. Cit. p. Véase Mauricio Cabrer y Fernando Montes N., "La dinámica de las series de tiempo: El caso del Índice Nacional de Precios al Consumidor", Revista del Banco de la República, agosto, 1978.

(9) Además de este canal de transmisión de la política monetaria, el sector real de la economía, de inspiración netamente keynesiana, posteriormente se ha elaborado una argumentación más sofisticada con base en "efecto riqueza". Igualmente se ha reconocido la presencia de imperfecciones en el mercado financiero que han llevado a la introducción de restricciones cuantitativas en la forma de racionamiento del crédito (Véase Sub-Sección 3).

(10) Para Friedman la existencia de una "tasa natural de desempleo" hace que de todas maneras el efecto sea temporal. Igualmente, si se acepta la "hipótesis de las expectativas racionales" en la cual los agentes económicos forman sus expectativas acerca del comportamiento futuro de las diferentes variables económicas, haciendo el uso más eficiente posible de la información, puede ocurrir que lleguen a anticipar y descontar las acciones de política fiscal y monetaria que se tomen haciendo que estas últimas se vuelvan totalmente inoperantes.

(11) Lo que equivale a una reducción de la demanda por dinero.

intolerable (12). Las variaciones en las tasas de interés que serían necesarias para lograr un efecto contraccionista importante han creado un gran escepticismo acerca de las posibilidades de control monetario a corto plazo mediante el uso de señales de precios (mayores tasas de interés). Esta tendencia se observa no solo para países con la estructura financiera de Colombia sino aun para los mismos Estados Unidos. A este respecto la evaluación de algunos de los principales modelos estructurales construidos para la economía americana (Thomson-Pierce, Reserva Federal-MIT-Penn) y de las formas reducidas en boga (Schadrock-Skinner, St. Louis) llevan a la conclusión de que "... el control mensual de  $M_1$ ... requerirá una variación sustancial de las tasas de interés. En realidad, los modelos mensuales implican que la variación necesaria es infinita. Cuando se contempla un horizonte de control más dilatado, los modelos siguen indicando que se requerirían grandes movimientos en las tasas de interés para lograr el control sobre la oferta monetaria" (13). Las limitaciones al control monetario, a través de las tasas de interés, llevan a acudir a controles administrativos en el corto plazo, sin que esto quiera decir que se deba renunciar a buscar en el **más largo plazo un nivel y una estructura de tasas de interés que sea más compatible con mayores niveles de ahorro y con una asignación más eficiente de los recursos.** Es en el logro de una mejor asignación de los recursos de la economía donde reside la principal importancia de unas tasas de interés realistas, más que el papel que puedan jugar como complemento de la política monetaria (14).

Con lo anterior no se está negando la importancia de la política monetaria en el esfuerzo de estabilización, sino planteando la hipótesis acerca de la poca efectividad de las mayores tasas de interés en lograr reducciones importantes en la demanda agregada en el corto plazo.

Además del vínculo entre el sector monetario y el sector real que se establece a través de los cambios en las tasas de interés, se ha hecho mucho énfasis (15) en el "efecto riqueza" como determinante del flujo de gasto. La idea de este efecto se deriva del llamado "efecto Pigou" en el cual cambios en el stock de dinero real podrían afectar directamente la demanda agregada aun sin necesidad de que se modificaran las tasas de interés. Posteriormente, el "efecto Pigou" se generalizó a otras formas de riqueza y ha sido materia de innumerables discusiones teóricas (16). De todas maneras la evidencia parece indicar que la mayor o menor tenencia de activos tiene de por sí una influencia directa sobre el comportamiento de la demanda efectiva.

### 3 — Política monetaria y controles administrativos.

En la sección anterior se presentaron en forma bastante resumida los dos canales a través de los cuales se transmiten las decisiones de política monetaria al sector real de la economía. El primero fue el de las modificaciones en las tasas de interés inducidas por los cambios en la oferta de di-

nero. En cuanto a estas variaciones se planteó la hipótesis de su poca efectividad en lograr modificaciones sustanciales y relativamente rápidas sobre los principales componentes de la demanda agregada (consumo e inversión), a menos que se produjeran cambios bastante drásticos en los niveles de dichas tasas. Igualmente se puso en duda la posibilidad de igualar la inversión y el ahorro deseados a través de variaciones en las tasas de interés. En esta sección nos proponemos profundizar sobre esta última hipótesis.

En varias oportunidades se ha cuestionado la función de inversión que se asume tradicionalmente en los modelos IS-LM, en la cual se supone que el volumen de inversión deseado es función de la tasa de interés. Esta formulación asume implícitamente que los inversionistas pueden obtener tanto crédito como deseen a la tasa de interés corriente. Es decir, el inversionista se mueve en un mercado de capitales en el cual el ajuste se produce a través de mecanismos de precios. Sin embargo, cuando estos mecanismos de ajuste no operan, ya sea por serias imperfecciones en los mercados financieros o por una crónica deficiencia del ahorro resultante de los bajos niveles de ingreso, el ajuste se ve impedido no por la falta de demanda de crédito por parte de los inversionistas a las tasas de interés vigentes, sino por la limitación de los fondos disponibles. Cuando este tipo de racionamiento ocurre, "... la política monetaria puede afectar el gasto total directamente cambiando el grado de racionamiento del crédito y consecuentemente el volumen de préstamos, aun si los controles monetarios no cambian las tasas de interés en forma apreciable o si la demanda agregada es inelástica a la tasa de interés" (17). Esta situación de racionamiento en el mercado financiero institucional bien puede llevar a aumentos en las tasas de interés del "mercado extrabancario del dinero" hasta niveles que permitan que allí se logre un equilibrio. Tal puede ser el caso colombiano.

Partimos del supuesto de que existe un exceso de demanda por crédito en el mercado institucional de tal forma que la restricción relevante la impone el volumen de recur-

(12) El principal problema que se produciría en el mercado de capitales sería la inestabilidad que resultaría en el precio de los papeles financieros. Véase Sarmiento, E., "Ilusión y realidad del crédito externo", *El Sector Externo*, Asociación Bancaria de Colombia y Banco de la República, 1977.

(13) Ciccolo, J.M., "Is short-run monetary control feasible?", *Monetary Aggregates and Monetary Policy*, Fed. New York octubre 1974. Publicado en español en el Boletín del Cemla, marzo/abril, 1977.

(14) Esta afirmación se cualifica en la subsección 4.

(15) Véase Park, Y.Ch., "Some current issues on the transmission process of Monetary Policy", *Staff Papers*, IMF, marzo de 1972. Igualmente Tobin, J., "Asset holding and spending decisions", *AER*, mayo de 1952.

(16) Véase Tobin, J., "A General Equilibrium approach to Monetary Theory", *JMCB*, febrero, 1969. El autor concluye que "De acuerdo con este enfoque la principal manera como las políticas financieras... afectan la demanda agregada es a través de cambiar la valoración de los activos físicos en relación con sus costos de reemplazo. La política monetaria puede lograr tales cambios, pero otros eventos exógenos también".

(17) Park Y. Ch., "Some current issues on the transmission process of monetary policy" en *Current Issues in Monetary Theory and Policy*, Th. M. Havrilesky y J. T. Boorman, AHM Publishing Corp, 1976, pág. 54.

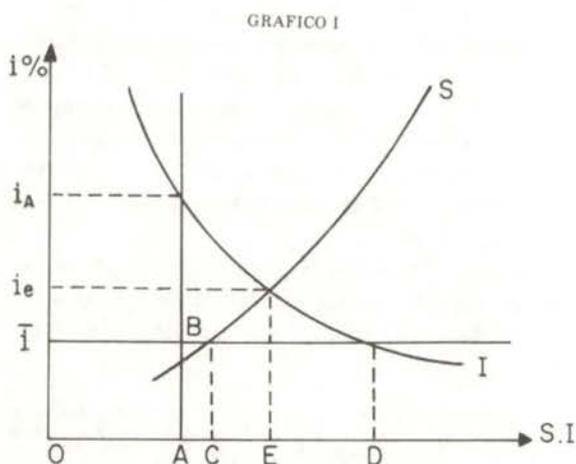
tos disponible y su distribución entre los dos segmentos del mercado financiero (el institucional y el extrabancario) De ahí que no sea exagerado suponer que en el corto plazo la política monetaria es el determinante fundamental del crédito. El racionamiento del crédito puede presentar dos formas no excluyentes (18):

a) La primera se presenta cuando la inversión (tanto en bienes de capital como en capital de trabajo) está limitada por la disponibilidad de crédito;

b) La segunda forma ocurre cuando se impone una limitación a las tasas de interés institucionales por debajo de lo que sería la tasa de equilibrio. Cuando esto ocurre la inversión deseada resulta mayor que el ahorro y que la inversión que efectivamente se podrá realizar. Este caso resultaría ser el más pertinente para una economía como la colombiana. Como lo anota Sarmiento, "la inversión realizada ha sido tradicionalmente inferior a la deseada debido a las restricciones del ahorro" (19).

Los dos casos de racionamiento merecen un análisis más detallado del que se puede realizar aquí, pero de todas formas vale la pena hacer algunos comentarios adicionales.

En el caso a) el racionamiento que resulta no se debe a una escasez de ahorro propiamente sino a una decisión de los intermediarios financieros o de la autoridad monetaria de otorgar un volumen de préstamos inferior a aquel que igualaría la inversión y el ahorro deseado. Este caso se puede ilustrar en el siguiente gráfico:



En el gráfico I el volumen total de préstamos otorgados solo permite financiar un volumen de inversión efectiva (OA), inferior al volumen de inversión de equilibrio (OE). Nótese que los inversionistas estarán dispuestos a invertir OA siempre que la tasa de interés no exceda  $i_A$ . En este caso resultaría que la inversión y la demanda agregada serían función de la cantidad de crédito disponible. La autoridad monetaria y/o los intermediarios financieros, pueden afectar directamente el nivel de inversión y de ingreso a través de modificaciones en la disponibilidad de crédito (20). Ciertamente este modelo es sumamente simplificado

al suponer que la inversión es función solamente del volumen de crédito, pero sí creo que ilustra una de las características de la economía colombiana y plantea la importancia de la política monetaria en su manejo (21).

La segunda forma de racionamiento b) ocurre cuando la autoridad monetaria fija el nivel de la tasa de interés ( $\bar{i}$ ) por debajo del nivel de equilibrio  $i_e$  (Véase gráfico I). Cuando esto ocurre, el nivel de inversión deseado (OD) será superior al ahorro que se generaría (OC) resultando una brecha de recursos de una magnitud igual a CD en el gráfico. En este caso la inversión efectiva no podrá ser mayor de OC. Esta inversión se hará a una tasa de interés  $\bar{i}$  a pesar de que los inversionistas estarían dispuestos a pagar una tasa mayor por ese volumen de recursos. Al fijarse la tasa de interés a un nivel artificialmente bajo se presentarán ineficiencias en la asignación de recursos desde el punto de vista privado, ya que estos no irán necesariamente a las actividades que el mercado señala como más rentables y productivas. Así, la política de tasas de interés que se siguió a partir de la reforma financiera, y aun antes con la creación del sistema UPAC, buscaba niveles más cercanos a los de equilibrio. El planteamiento era el siguiente:

"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" (22).

Sin embargo esta política sufriría modificaciones de importancia, especialmente durante 1977. Basta aquí con señalar que la aceleración de las tasas de inflación llevaron a bajas sustanciales en las tasas de interés reales, de ahí que los problemas que señala el segundo tipo de racionamiento que hemos venido discutiendo mantengan su vigencia.

Finalmente, nótese que una de las conclusiones aparentemente paradójica que resulta del racionamiento del crédito cuando las tasas de interés se fijan por debajo de las de equilibrio, es la de que el ingreso nacional será mayor entre mayor sea el nivel de estas tasas. Como lo explica Johansen (23) "podemos interpretar este resultado de la siguiente manera: es el crédito el que limita la inversión. Un aumento en la tasa de interés no frena la inversión, si-

(18) En esta sección se sigue el análisis de L. Johansen, "The role of the banking system in a Macroeconomic Model", *International Economic Papers*, No. 8, 1961. Desafortunadamente ambas restricciones no se introducen simultáneamente. Cuando se hace el modelo, excepto por pura coincidencia, resulta por lo general inconsistente. Se requiere un modelo dinámico para lograr un ajuste.

(19) Op. Cit. pág. 67.

(20) Existe también un efecto indirecto, ya que las decisiones de la autoridad monetaria afectarán el volumen de crédito que se otorga en cada segmento del mercado y los plazos de los mismos. En este análisis tan agregado y simplificado no se discuten estos aspectos.

(21) Nótese que el resultado no es diferente al del caso monetario extremo, en el que se enfrenta una función IS completamente horizontal y una LM vertical.

(22) Ortega, Francisco J., "Comentarios a la Reforma Financiera", *El Mercado de Capitales en Colombia*, 1975, Banco de la República - Asociación Bancaria de Colombia, pág. 39.

(23) Op. Cit., pág. 312.

no que induce a las unidades familiares a llevar una mayor proporción de su dinero a los bancos. . . los cuales prestan el dinero a las empresas pudiendo estas aumentar su inversión, con el resultado de que el ingreso nacional crece". Este fenómeno sin duda se ha dado en Colombia en la medida en que las tasas de interés institucionales se aproximaron a niveles más realistas. Sin embargo, con la aceleración del proceso inflacionario en los últimos años y la consecuente reducción en las tasas de interés reales, es de esperarse que el proceso se invierta o por lo menos no continúe con igual dinamismo.

Anteriormente se dijo que las dos modalidades en que se presenta el racionamiento del crédito no son excluyentes. Sin embargo, en un marco estático, la imposición de ambas restricciones lleva a dos valores diferentes para la tasa de interés y la inversión realizada. Esta dificultad se podría obviar en un modelo dinámico. Considérese el punto B.

En esta intersección las dos restricciones se satisfacen simultáneamente, pero no sobre la función de inversión inicial. Aceptando que existe toda una familia de estas curvas con un parámetro de desplazamiento (por ejemplo el nivel de ingreso o sus variaciones), es posible interpretar a B como un punto en el cual la inversión realizada y la inversión deseada son iguales a un menor nivel (o para un menor crecimiento) del ingreso nacional.

Para terminar resulta evidente que algunos de los planteamientos teóricos hechos en esta sección requieren un grado mucho mayor de elaboración, esfuerzo que resulta esencial, ya que los modelos tradicionales en los que el ajuste ocurre a través de mecanismos de mercado no constituyen una descripción adecuada de un mercado financiero tan imperfecto y tan intervenido como el colombiano.

#### 4 — Dirección del crédito

En la sub-sección 3 se presentaron algunos de los mecanismos de intervención del Estado en el mercado financiero. Esta intervención resulta tanto en el racionamiento directo como en el indirecto del crédito a través de la fijación de la tasa de interés por debajo de su nivel de equilibrio. En ambos casos el resultado es una inversión efectiva inferior a la deseada. Estas políticas no son independientes de los desarrollos del sector externo como se verá posteriormente; más aún, los cambios en el crédito doméstico del Emisor y de los intermediarios financieros constituyen los principales instrumentos de regulación de los *stocks* provenientes del sector externo (24). Sin embargo, el llamado "síndrome intervencionista" refleja también una concepción acerca del mercado como instrumento de asignación de recursos que resulta importante discutir.

El resultado lógico del racionamiento del crédito es la asignación sectorial o por actividades del mismo, ya que por definición existe un exceso de demanda por este recurso. Este proceso de asignación administrativa del crédito,

en numerosas ocasiones lleva a un debilitamiento de los controles monetarios. Es en este último aspecto en que estamos especialmente interesados, pero antes cabe preguntarse ¿por qué no se le asigna un mayor papel a las fuerzas del mercado en el proceso de asignación de recursos y como complemento del control monetario?

La decisión de intervenir en el mercado financiero se fundamenta en que si se deja al mercado la tarea de asignar recursos no se logra una distribución eficiente debido a la presencia de numerosas imperfecciones y distorsiones. De ahí la necesidad de que el Estado intervenga en forma activa.

En teoría, el mercado no lleva a una asignación óptima de recursos (Pareto óptimo) a menos que se satisfagan todas las condiciones de competencia perfecta. Cuando una o más de estas condiciones Paretianas no se puede satisfacer debido a la presencia de algún tipo de restricción, resulta que las demás condiciones de Pareto óptimo, aunque si sean alcanzables, ya dejan de ser necesariamente deseables. En otras palabras, si no se pueden satisfacer todas las condiciones de un óptimo de Pareto, se puede llegar a un óptimo solamente si nos desviamos en todas las demás condiciones. Este planteamiento se conoce en la literatura como la teoría del "Second best" (25). Un importante corolario de estos desarrollos es el de que "no hay forma de juzgar a priori entre varias situaciones en las cuales algunas de las condiciones de Pareto óptimo se satisfacen mientras que otras se dejan de cumplir. Específicamente no es cierto que una situación en la cual un número mayor de las condiciones óptimas se satisface, pero no todas, sea superior a una situación en la cual se satisface un número menor de estas" (26).

La conclusión que se saca de la teoría es la de que siempre se estarán comparando subóptimos, respecto a los cuales no se puede decir a priori cuál es el mejor. Así, cuando se enfrenta un mercado en el cual son evidentes las distorsiones monopolísticas, no es posible decir que una mayor o menor intervención del Estado lleve a una mejora, empeore o deje invariable el bienestar ("welfare") de la comunidad. Aún más, la teoría afirma que la aplicación de las recomendaciones que de acuerdo a la Teoría del Bienestar moverían la economía hacia un óptimo Paretiano al ser aplicadas en forma parcial sobre una pequeña parte de ésta no garantizan la aproximación a una situación óptima. Resulta pues bastante inútil la discusión entre intervencionistas versus partidarios de una mayor libertad de mercado, ya que ambos en cierta forma tienen razón. Precisamente una de las áreas de aplicación de la teoría del "Second Best" es la de economías mixtas o fragmentadas en las cuales los controles se aplican en forma muy desigual.

(24) Además de la restricción del gasto público.

(25) Lipsey R. G. y K. Lancaster. "The General Theory of Second Best", *Review of Economic Studies*, No. 63, 1956.

(26) *Ibid*, Pág. 12.

Tal vez sea ilustrativo mencionar un ejemplo sobre este punto citado por Lipsey y Lancaster: "Considérese, por ejemplo, un caso en el cual una parte de la economía está rigidamente controlada por la autoridad central, mientras que otra permanece virtualmente sin ningún control. Hay generalmente acuerdo respecto a que la economía no está funcionando eficientemente, pero existe desacuerdo acerca del remedio apropiado. Un grupo argumenta que se requiere un mayor control sobre el sector no regulado, mientras que otro recomienda un relajamiento de los controles que se ejercen en el sector intervenido. Los principios de la teoría general del 'Second Best' (subóptimo) sugieren que ambos lados en la controversia pueden estar abogando por una política apropiada para alcanzar el fin propuesto. Dado el alto grado de control en un sector y la casi ausencia de control en el otro, es muy poco probable que hayamos alcanzado un subóptimo. Si esto es así, resulta que la eficiencia se incrementaría ya sea a través de aumentar el grado de control que se ejerce sobre el sector no controlado o relajando el control sobre el controlado. Ambas políticas moverán la economía en dirección de un subóptimo ('Second best optimum')".

Los planteamientos de esta sección ponen de presente que la controversia sobre política económica en una economía tan desigualmente regulada como la colombiana no deben plantearse simplemente como intervencionismo versus no intervencionismo, sobre lo cual no cabe decir gran cosa. Lo que sí se puede hacer es reseñar las preferencias que se han seguido en materia de política tendientes a conducir a la economía hacia mayores niveles de eficiencia.

Sin lugar a dudas en Colombia ha habido una marcada preferencia por el intervencionismo estatal en prácticamente todos los sectores de la actividad económica. En el caso del sector financiero son pocas las experiencias que se pueden citar en cuanto al otorgamiento de un mayor papel a los intermediarios financieros y a las tasas de interés (o en forma más general a los mecanismos de precios) en la asignación de los recursos del crédito. Cabe preguntarse en qué se basa el diagnóstico de que sea necesario acudir a mecanismos administrativos (redescuento, ...) a fin de asignar este recurso. Las premisas básicas parecerían ser dos: a) la primera se refiere al carácter altamente monopolista del sistema financiero nacional, de tal forma que si se le deja sin regular los intermediarios preferirán otorgar un volumen de crédito inferior al de equilibrio de competencia a unas tasas de interés mayores; b) la segunda premisa básica es la de que la rentabilidad privada y la social difieren significativamente con respecto a los diferentes sectores económicos, en especial en aquellos llamados de "alta prioridad" (27). Esta diferencia de rentabilidades resulta, fundamentalmente, de la presencia de externalidades que no pueden ser captadas por el intermediario, pero que benefician al resto de la economía.

Las anteriores razones, sumadas al convencimiento que tiene la autoridad monetaria de que el crédito es un insu-

mo básico en la función de producción de los sectores de "alta prioridad", llevan a que se maneje la política monetaria dentro de un marco que busca compatibilizar el control de la liquidez con la preasignación de los recursos crediticios a tasas de interés subsidiadas. Este compromiso obra por lo general en detrimento del control, pero podría justificarse si la variable en la cual se busca influir es la oferta de bienes, con el claro propósito de reducir la tasa de inflación. Es decir, en la medida en que el mayor crédito dirigido compense los efectos expansionistas que se van a producir simultáneamente sobre la demanda, el menor control monetario que se deriva de esta política puede justificarse (28). Esta estrategia se enfrenta a dificultades bien conocidas, como son, por un lado, la desviación de recursos hacia actividades "menos prioritarias", beneficiándose el prestatario del interés subsidiado, y por el otro, dada la existencia de unidad de caja de los productores, conlleva a que estos busquen sustituir, hasta donde sea posible, recursos propios o de otras fuentes por recursos subsidiados en detrimento del control monetario. A los puntos anteriores habría que agregarle algunas de las consideraciones que se hicieron en la sección 2.

Finalmente, vale la pena señalar que buena parte de la argumentación empleada para demostrar la conveniencia de otorgar mayor libertad al mercado financiero en el proceso de asignación de recursos, se elaboró en los diferentes simposios sobre Mercado de Capitales, con el convencimiento de que en esa forma mejoraría la eficiencia de la economía (29). Sin embargo, esto solo sería cierto con respecto a mercados competitivos, pero no necesariamente cuando se enfrentaban las imperfecciones que se observan en la economía colombiana. De la discusión que hemos hecho sobre la teoría del "Second Best", resulta que a priori no podríamos decir si la asignación a través de un mercado altamente imperfecto, sin intervención del Estado, resulta superior en términos de eficiencia a la asignación que produce ese mercado con intervención estatal.

## 5 — Efectos monetarios del sector externo

Las medidas intervencionistas en el mercado financiero nacional no son independientes de los desarrollos del sector externo. Por el contrario, las autoridades monetarias enfrentan la necesidad de actuar sobre la expansión del crédito interno, como una forma de contrarrestar los efectos expansionistas originados en el superávit de la balanza de pagos. Obviamente, el nexó que existe en Colombia

(27) Johnson, O.E.G., "Los controles del crédito como instrumentos de la política de desarrollo desde el punto de vista de la teoría económica", *Boletín Mensual*, CEMLA, agosto de 1974.

(28) Véase Hernández, Antonio, "El control monetario en un marco de asignación de los recursos crediticios: El caso colombiano", ILPES, Documento de Trabajo No. 2, 12 de septiembre de 1975.

(29) Además de esta razón se adujo la imposibilidad de efectuar un control efectivo del crédito dirigido.

entre los resultados de la balanza de pagos y la oferta monetaria, está dado por el régimen cambiario vigente. Así, desde la adopción del Estatuto Cambiario (Decreto-Ley 444 de 1967), las reservas se concentran en el Banco de la República, conservando este el monopolio en la adquisición de los reintegros que ingresen al país por concepto de las exportaciones de bienes y servicios, por los créditos obtenidos por el Estado y los particulares para gastos en moneda nacional, etc., convirtiendo los ingresos en moneda extranjera a moneda nacional. Como lo anota Wiesner (30), el régimen de control de cambios vigente plantea un difícil dilema para la política económica: o bien "abandonar el control de cambios, y permitir que el futuro superávit cambiario sea adquirido por el sector privado o, por el contrario, mantener el control oficial sobre las divisas y buscar que sea el Banco de la República el comprador de los dólares". La adopción de la primera alternativa equivale a permitir una revaluación del peso con sus consecuencias indeseables en términos de una mayor reducción en la competitividad internacional de nuestras exportaciones. Esta opción parece a todas luces inconveniente, como respuesta a un fenómeno eminentemente coyuntural. De seguirse el segundo camino, se corre el riesgo de incrementar la oferta monetaria en forma sustancial, como resultado de la monetización de los incrementos en las reservas internacionales, con los peligros inflacionarios que esto conlleva.

La decisión a la que se llegó fue en cierta forma intermedia ya que, como discutiremos en la sección III, el régimen de los certificados de cambio, inaugurado por la Resolución 25 de 1977 de la Junta Monetaria, representó una revaluación del peso, pero sin que se hubiera sacrificado el control de cambios para enfrentar una situación transitoria como la de la "bonanza cafetera" (31).

El aumento de US\$ 664 millones en las reservas internacionales durante 1977, hubiera producido una monetización del orden de los \$ 24.568 millones, (a una tasa de cambio de \$ 37 por dólar), tanto por la adquisición directa de divisas, como por la eventual monetización de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios. Antes de entrar al análisis de las medidas que se tomaron para hacer frente a las presiones expansionistas provenientes del sector externo, conviene señalar brevemente los principales determinantes que inciden sobre las políticas de crédito interno. El primero, que ya hemos señalado, es la interdependencia del comportamiento de la oferta monetaria de los resultados del sector externo. El segundo obedece a una convicción acerca de la necesidad de que el Estado intervenga en la asignación del crédito. La discusión del primer determinante es el tema de esta sección.

Lo primero que debemos señalar es la importancia del componente externo dentro de la oferta de dinero de la economía. Se parte del supuesto de que el resultado de la balanza de pagos está dado en forma exógena (32). Este componente externo de la base denominado en moneda extran-

jera ( $B_e$ ), será igual a las reservas internacionales del Emisor (33). Sobre  $B_e$  entrarán a actuar dos instrumentos de política cuyo comportamiento dependerá discrecionalmente de las autoridades monetarias. El primero de estos instrumentos es la variación en la tasa de cambio ( $dr$ ) para un año dado. El segundo instrumento corresponderá al grado de esterilización que aplique el gobierno sobre el ingreso de divisas. Esta esterilización puede ser permanente (como en el caso de la imposición de un impuesto) o temporal si simplemente hay un cambio entre el agente que genera las divisas y el agente que las monetiza (cuando por ejemplo el producto del impuesto a las exportaciones se monetiza en forma de gasto público). Igualmente este "coeficiente de esterilización" ( $s$ ) puede llevar solamente a que la monetización se difiera en el tiempo como ocurre con el mecanismo de los certificados de cambio. De todas formas el coeficiente ( $s$ ) debe reflejar hasta qué punto la autoridad monetaria logra reducir el impacto monetario del sector externo (34). Si este coeficiente llega a ser igual a cero ( $s = 0$ ), habrá una esterilización total de los resultados de la balanza de pagos rompiéndose el vínculo entre esta y la oferta monetaria.

En resumen, el efecto monetario del sector externo sobre la base está dado por el término ( $rs B_e$ ).

Además del componente externo de la base monetaria se debe considerar el componente interno ( $B_i$ ), el cual será determinado básicamente por el crédito doméstico neto que otorgue el Banco Emisor.

Con las consideraciones anteriores se puede definir la base monetaria ( $B$ ) como la suma de un factor de origen externo ( $rs B_e$ ) y otro de origen interno ( $B_i$ ), o sea  $B = (B_i + rs B_e)$ .

Los medios de pago ( $M$ ) pueden definirse como el producto de la Base Monetaria por el multiplicador, esto es:  $M = kB = k(B_i + rs B_e)$ . Dado que se busca descomponer el cambio en los medios de pago ( $dM$ ) de un año dado en sus principales componentes, se puede expresar la ecuación anterior en forma de diferenciales:

(30) Wiesner, E., "Devaluación y mecanismos de ajuste en Colombia", Segundo simposio sobre Financiamiento Externo, Asociación Bancaria de Colombia, Medellín, marzo de 1978, Pág. 129.

(31) Las bondades de esta decisión han sido tema de mucho debate. Algunos economistas hubieran preferido enfrentar el problema inflacionario con una revaluación sustancial. Véase *Coyuntura Económica*, abril de 1978, Vol. VIII, No. 4.

(32) En un análisis más detallado sería esencial distinguir entre el componente puramente autónomo de la balanza de pagos  $B_e$  (por ejemplo el aumento en las reservas internacionales resultante de las exportaciones de café), de un segundo componente que sería función de las variaciones en la tasa de cambio (por ejemplo el incremento de reservas que resulte de las demás exportaciones  $B_e$  ( $dr$ )).

(33) Nótese que al definir a  $B_e$  como las reservas internacionales del Emisor (stock), conlleva a que cualquier variación en la tasa de cambio aumente la base monetaria.

(34) Sería interesante distinguir por lo menos dos coeficientes de esterilización, uno para las exportaciones de café ( $s_1$ ) y otro para las no tradicionales ( $s_2$ ), haciendo  $s_1 > s_2$ . Nótese que de todas formas  $s$  deberá estar entre uno y cero ( $0 \leq s \leq 1$ ).

$$\begin{aligned}
dM &= k d B + B dk \\
&= k d (B_i + r s B_e) + B dk \\
&= k dB_i + k d (r s B_e) + B dk \\
dM &= k [ dB_i + r (s dB_e + B_e ds) + s B_e dr ] + B dk \quad (1)
\end{aligned}$$

Si fuera posible esterilizar completamente los desequilibrios de la Balanza de pagos, es decir, si  $s = 0$ , tendríamos que  $dM = (k dB_i + B_i dk + k r B_e ds)$ .

Lo anterior querría decir que el crecimiento de los medios de pago estaría determinado por las políticas que adopte la autoridad monetaria acerca del crecimiento del crédito doméstico, de los cambios que ocurran en el multiplicador y de la variación que se haya producido en el coeficiente de esterilización hasta hacerlo igual a cero. Si la relación de efectivo a depósitos permanece relativamente constante, la autoridad monetaria podrá controlar básicamente los cambios en el multiplicador. Si esto es así, parecería que la autoridad monetaria puede controlar totalmente los cambios en  $M$  (35).

En la ecuación (1) arriba, el efecto monetario del sector externo presenta tres componentes: a) un componente flujo que refleja los resultados de la balanza de pagos en dólares ( $dB_e$ ) y su contraparte que efectivamente se monetiza a pesos ( $rs dB_e$ ), sobre la cual actúa el multiplicador ( $krsdB_e$ ) para producir un efecto final sobre el cambio en los medios de pago.

b) Igualmente entra en juego un componente *stock* que resulta de la variación en la valoración de las reservas internacionales cuando se modifica la tasa de cambio ( $B_e dr$ ). Sobre la parte de este ajuste que no se esteriliza habrá un efecto multiplicador que incide sobre  $dM$ . Este efecto está representado por el término ( $k s B_e dr$ ).

c) Finalmente se puede hablar de un segundo componente *stock* dado por ( $k r B_e ds$ ) el cual representa el efecto sobre el componente externo de la base de un cambio en las políticas de esterilización ( $ds$ ).

Para un análisis coyuntural como el que se propone en este ensayo, el efecto flujo es el que resulta esencial neutralizar para efectos de lograr una política de estabilización. Consideremos el caso extremo en que la autoridad monetaria busque compensar totalmente el efecto expansionista del sector externo manipulando las variables de política bajo su control, a fin de lograr que  $dM = 0$ . Podemos reescribir la ecuación (1) como:

$$k (dB_i + r B_e ds + s B_e dr) + B dk = -k rs dB_e \quad (2)$$

Como se mencionó anteriormente suponemos que la autoridad monetaria no tiene ningún control sobre el resultado de la balanza de pagos y este debe tomarse como exógeno. Esta es obviamente una simplificación, ya que el ritmo de devaluación afectará a las exportaciones y en esta forma a  $dB_e$ .

La ecuación (2) pone de presente que el esfuerzo compensatorio que tiene que realizarse para neutralizar el efecto

monetario de la balanza de pagos sería menor si se mantuviera invariable la tasa de cambio ( $dr = 0$ ) o aún mejor si se permitiera la revaluación del peso ( $dr < 0$ ). Igualmente, la autoridad monetaria buscaría cambiar el coeficiente de esterilización como instrumento adicional de control monetario. Sin embargo, si por razones políticas, tales como el poder de los gremios de exportadores para resistir cualquier intento por aumentar el "coeficiente de esterilización" a través de mayores impuestos o de cualquier otra medida que tienda a reducir sus ingresos en pesos, ( $s$ ) no puede modificarse, tendríamos que  $ds = 0$ , de tal forma que si

$ds = dr = 0$  la ecuación (2) se convierte en:

$$\begin{aligned}
k dB_i + B dk &= -k rs dB_e \\
dB_i + B \dot{K} &= -rs dB_e \quad (3)
\end{aligned}$$

En donde  $\dot{K}$  = cambio porcentual en el multiplicador. Esta última ecuación indica que la autoridad monetaria puede recurrir solamente a dos instrumentos compensatorios del efecto expansionista del sector externo: una reducción del crédito doméstico y una baja en el multiplicador de los medios de pago. Este resultado no es una simple especulación teórica, sino que a pesar de los supuestos simplificadores y del hecho de que no podemos captar los efectos secundarios involucrados constituye una herramienta útil que permite ver en forma clara las opciones de política que enfrenta la autoridad monetaria en su esfuerzo de estabilización.

Igualmente explica el hecho de la existencia de una "relación inversa entre la creación de crédito y la fluctuación de los activos externos" (36) que se observa en la economía colombiana.

El análisis presentado en esta sub-sección plantea en forma esquemática las opciones de política que enfrenta la autoridad monetaria al elaborar un programa de estabilización en una economía sujeta a *shocks* de origen externo.

La extensión más inmediata de este trabajo es la de desarrollar una metodología, a fin de cuantificar la efectividad de las políticas seguidas y elaborar en más detalle sus efectos económicos. Un aspecto de sumo interés sería el de tomar en cuenta el creciente grado de integración financiera del país con el exterior, ya que entre mayores sean los flujos internacionales de capital más débil puede ser el impacto de la política monetaria sobre la base monetaria y mayor la parte del ajuste que corresponde a las reservas internacionales (37).

(35) Aunque no resulta tan claro que pueda controlar totalmente los cambios en el crédito del Banco Emisor al sector público, ni siquiera al sector privado. Nótese también que los cambios en  $M$  no son independientes del nivel previo del coeficiente ( $s$ ). Seguramente el término ( $k r B_e ds$ ) será negativo y contribuirá a compensar un efecto expansionista del crédito doméstico.

(36) Fedesarrollo, *Coyuntura Económica*, abril de 1978.

(37) Véase Argy V. y Pentti J.K. Kouri, "Sterilization Policies and the Volatility in International Reserves", en *National Monetary Policies and the International Financial System*, Robert Z. Aliber, Editor Universidad de Chicago, 1974, Págs. 209-229.

En esta sección se han hecho algunas consideraciones generales acerca de la forma como la política monetaria afecta el nivel de demanda agregada. Igualmente se reseñaron las principales características del mercado financiero colombiano, como son la fijación administrativa de las tasas de interés institucionales por debajo de los niveles de equilibrio, con el consecuente racionamiento y dirección del crédito a que esto conduce. Finalmente, se desarrolló un esquema simplificado a fin de tomar en cuenta la importancia que han venido adquiriendo los resultados de la balanza de pagos en la determinación de la oferta monetaria interna y las opciones de política que enfrentan las autoridades monetarias en el establecimiento de un plan de estabilización. La anterior síntesis, por demás bien conocida, presenta un esquema analítico útil, a fin de enmarcar los eventos de la coyuntura reciente.

Hasta el momento no se ha dicho gran cosa acerca de los objetivos, que persigue la política monetaria y de qué criterios emplear en la evaluación de los resultados alcanzados a la luz de los mismos. En esta subsección se hacen algunos comentarios a este respecto, sin pretender entrar en detalle en un área que es tema del mayor debate entre los economistas.

Partimos del supuesto de que la economía no es estable de por sí y de que un manejo discrecional, tanto de la política fiscal como de los instrumentos monetarios, puede conducir a reducir las fluctuaciones bruscas en el crecimiento del ingreso, del empleo y de los precios. Dentro de estos objetivos generales y más bien remotos, cabe preguntarse qué papel debe jugar la oferta de dinero en la formulación y ejecución de la política monetaria. La respuesta a esta pregunta depende de si uno cree con los monetaristas que los cambios en la oferta de dinero son un factor decisivo en la determinación del nivel de actividad económica en el corto plazo y de los cambios en el nivel de precios. Es decir, si uno está de acuerdo con Friedman en que "la inflación es en todo momento y en todo lugar un fenómeno monetario". Aunque no se acepte una posición tan extrema, no hay duda de que los cambios en la liquidez de la economía tienen una influencia importante, de ahí que las autoridades monetarias en Colombia hayan tratado de lograr un crecimiento moderado de la oferta de dinero en sentido restringido (entre el 18 y el 20% anual) como un objetivo que permite compatibilizar un crecimiento "normal" de la economía consistente con una relativa estabilidad de precios. Este ha sido sin duda el objetivo más inmediato que se ha perseguido (38).

A este objetivo se llega tomando en cuenta el comportamiento probable del presupuesto nacional, del crédito del Banco de la República, de los intermediarios financieros, del sector externo y del público. Con lo anterior sobra señalar que existirá una gran incertidumbre para alcanzar la meta propuesta, pero de todas maneras los presupuestos

semestrales que se elaboran y su confrontación con los resultados juega un papel definitivo en la formulación de la política económica.

Resulta interesante señalar que en vista de las deficiencias y los retardos en la información suministrada por las Cuentas Nacionales y por los datos de empleo, la meta principal que se busca es la de la estabilidad de precios.

En conclusión, el objetivo fundamental de la política monetaria durante 1977 era el de aminorar el ritmo de crecimiento de los precios y en forma más directa el de impedir la monetización del enorme superávit cambiario resultante de los mayores precios internacionales del café. Es frente a estas intenciones (I) del "policy-maker" que se deben evaluar los resultados (R) y el éxito o fracaso del programa de estabilización (P), habida cuenta la limitación de los instrumentos a disposición de las autoridades monetarias.

Siguiendo a Brunner (39), se puede evaluar lo adecuado de un programa de estabilización, y la efectividad de las medidas tomadas por la autoridad monetaria, por la existencia de una correlación satisfactoria entre las intenciones y la evolución posterior (resultados) de la economía. Es decir, si denotamos dicha asociación como  $A(I,R)$  y la existencia de una "correlación satisfactoria" como  $S[A(I,R)]$  podemos decir que:

$$S[A(I,P)]. S[A(P,R)] \supset S[A(I,R)] \quad (4)$$

La falsificación de la anterior afirmación (39) implica: o bien que la asociación entre, I y P es deficiente (el programa de estabilización o los instrumentos son inadecuados) o que el resultado R difiere de lo programado P (la política monetaria es impotente o ha habido cambios en la estructura de la economía que explican esta desviación).

Un supuesto implícito en (4) es el de que al formular el programa de estabilización las autoridades monetarias conocen la verdadera estructura de la economía (E) y no de que P corresponde al conocimiento que se tiene de ésta (C). Esta distinción es importante por cuanto no hay ninguna razón para pensar que  $E = C$ . Si esto es así los programas se adecúan a las intenciones dado el conocimiento que se tiene de la economía  $A(I,P/C)$ , mientras que la asociación entre P y R refleja la verdadera estructura de ésta  $A(P, R/E)$ .

Los planteamientos hechos en esta subsección pueden ser de utilidad para una evaluación general del éxito o fracaso de las políticas que se siguieron durante 1977.

(38) Para una discusión de los objetivos de corto y largo plazos véase Lombra R. E. y R. G. Torto, "The Strategy of Monetary Policy", en *Current Issues in Monetary Theory and Policy*, th. Havrilesley y O. T. Boorman Editores, A. H. M. 1976, Págs. 422-433.

(39) Brunner, K., "Monetary Management, Domestic, Inflation and Imported Inflation", en *National Monetary Policies and the International Financial System*, R. Z. Aliber, Editor, Universidad de Chicago 1974, Págs.179-208. Es decir, una asociación satisfactoria entre intenciones (I) y resultados (R), requiere que el programa de estabilización (P) haga coincidir las primeras con los segundos. O dicho en otras palabras que el programa sea capaz de traducir las intenciones en resultados.

Para concluir este capítulo cabe enfatizar que el breve repaso de algunas proposiciones teóricas fundamentales no debe interpretarse aisladamente de la tarea que me ocupa, cual es la de reseñar la situación y política monetaria del año 1977. Por el contrario creo de suma importancia tener un marco teórico de referencia que permita interpretar globalmente los eventos de la coyuntura que se va a analizar.

### III — LA POLÍTICA MONETARIA

#### 1 — Introducción

El análisis de la experiencia vivida por el país en materia de política monetaria durante 1977 es especialmente interesante e ilustrativo. Nunca antes había estado la economía sujeta, en tan corto plazo, a perturbaciones de la magnitud que debió enfrentar el país en ese año. Las drásticas medidas de contracción monetaria adoptadas y las políticas seguidas en cuanto al manejo de la política cafetera, del crédito de fomento, de las importaciones oficiales y privadas, del presupuesto nacional, del endeudamiento externo, etc., constituían un paquete de políticas, a la vez que un compromiso entre objetivos no siempre compatibles, destinados a enfrentar las dificultades provenientes no solo del sector externo, sino también del sector real de la economía y del comportamiento pasado del mismo sector monetario. Nunca fue más cierta la afirmación de J. K. Galbraith que encabeza este ensayo, acerca de que "la vida económica . . . es una matriz en la cual el resultado se vuelve la causa y la causa se vuelve el resultado". De tal forma que una comprensión de lo sucedido durante 1977 y de las medidas tomadas debe consultar lo sucedido en años anteriores y las expectativas que se tenían acerca de la evolución de los diferentes sectores y su incidencia sobre el comportamiento de variables cruciales como el nivel de precios y la liquidez de la economía. Dentro de las principales variables e instrumentos que estaban interactuando e incidiendo sobre el comportamiento del sector monetario cabe señalar las siguientes:

a) La enorme acumulación de activos líquidos resultante de la rápida expansión de los medios de pago y de los cuasi-dineros ocurrida durante 1976, como se reseñará en seguida. Esta acumulación de activos de alta liquidez introduce una mayor volatilidad al mercado de capitales y hace menos predecible y más bruscos los posibles cambios en la demanda agregada. Debe recordarse también que el hecho de que estos activos se traduzcan en presiones adicionales sobre la demanda agregada depende en buena parte de la inflación misma, ya que la gente preferirá demandar activos reales al ver que el aumento de precios reduce el poder adquisitivo de los activos monetarios. En esta forma puede iniciarse una espiral inflacionaria.

b) Las malas cosechas de alimentos del primer semestre de 1977 debidas, en parte (40), a las sequías y a la consecuente demora en las siembras (además de la falta de existencias reguladoras) llevaron a que el índice de precios de los alimentos subiera en un 41,1% durante ese semestre (41).

c) Las expectativas de mayores aumentos en las reservas internacionales, principalmente como resultado del mayor valor de las exportaciones de café, divisas que necesariamente habrían de monetizarse dado el sistema cambiario vigente.

d) Por el lado de los instrumentos tradicionales de control existía la preocupación de su limitado potencial contraccionista dado su nivel de utilización. No puede ignorarse que el año comenzaba con un nivel de encajes en moneda nacional del 43,5%, nivel ya de por sí bastante alto.

Ante estas perspectivas la autoridad monetaria habría de recurrir a la máxima utilización del potencial de contracción a nivel secundario, pero dado que esto no parecía suficiente para restarle exceso de liquidez a la economía, debería también acudir a nuevos mecanismos de contracción a nivel primario. Alrededor de estos dos conjuntos de medidas organizaremos la presentación en este capítulo del ensayo. Sin embargo, antes de esto resulta importante examinar la evolución de los medios de pago a finales de 1976.

#### 2 — La situación monetaria a finales de 1976

El crecimiento de los medios de pago ( $M_1$ ) desde la iniciación del reciente ciclo de "bonanza cafetera", ha alcanzado tasas claramente atípicas, dada la experiencia colombiana reciente. Así, las tasas de crecimiento anual promedio de  $M_1$  en los periodos de 1967-1970, 1971-1974, 1975-1976 y durante 1976, han sido como sigue:

CUADRO 1

Periodo	Variación % anual promedio	
	Junio - Junio	Diciembre - Diciembre
1967-1970	18,5	18,4
1971-1974	15,8	16,8
1975-1976	25,3	31,3
1976	29,9	34,7

El principal componente de este rápido crecimiento de la liquidez interna a partir de mediados de 1975 ha sido el aumento acelerado de las reservas internacionales, y dentro de estas el crecimiento sin precedentes de los ingresos por café y servicios. Además del comportamiento glo-

(40) Véase, "El sector agropecuario colombiano: Problemas actuales y perspectivas", *Coyuntura Económica*, Vol. VII, No. 1, mayo 1977.

(41) *Coyuntura Económica*, Vol. VIII No. 1, abril 1978.

bal de los medios de pago ya señalado, se debe resaltar la creciente tendencia a que los aumentos en la liquidez se concentren cada vez más en la segunda mitad del año y en particular durante el último trimestre. Por ejemplo, durante 1976, de una variación absoluta de \$ 20.468 millones en los medios de pago el 81,3% de esta se produjo durante el segundo semestre del año. Igualmente, la concentración del crecimiento de  $M_1$  durante el último trimestre de 1976 se ilustra con el hecho de que hasta finales de septiembre los medios de pago habían crecido, en lo corrido del año, tan solo en cerca de un 11% y el año habría de cerrar con un crecimiento total de 34,7%. (Véase cuadro 2).

Cabe agregar que los aumentos en la liquidez de la economía fueron aún mayores de lo que reflejan los aumentos en los medios de pago, debido al rápido crecimiento de los cuasi-dineros, en particular los certificados de depósitos a término y los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda, y en menor proporción los depósitos de ahorro, para un crecimiento durante 1976 de \$ 14.722 millones, o sea un 47,1%. A diferencia de los cambios en  $M_1$ , el crecimiento de los cuasi-dineros fue bastante parejo durante el año, de tal forma que aproximadamente el 50% del aumento se produjo durante el segundo semestre.

En varias oportunidades se ha señalado que el dinamismo de los cuasi-dineros resulta, en parte, del mayor costo de oportunidad de conservar dinero en efectivo y en cuenta corriente a medida que el proceso inflacionario se acelera (42). Es de esperar que esta mayor conciencia acerca del costo de mantener efectivo y depósitos en cuenta corriente haya originado un proceso de sustitución importante en favor de los cuasi-dineros. En esta sustitución seguramente participó no solamente el público sino también pudo ser inducida en parte por los mismos intermediarios financieros, ya que las diferencias de encaje aplicables a los depósitos constituyó un poderoso incentivo para efectuar estos traslados de fondos. La presencia de encajes diferenciales implica que dichas sustituciones producen aún mayores aumentos en la oferta monetaria ampliada, como en efecto ocurrió durante 1976, al crecer  $M_2$  en un 39%. Nótese que la mayor liquidez de la economía como resultado de la importancia que han adquirido los cuasi-dineros al llegar a finales de 1976 a un 37% de la oferta monetaria ampliada, no se capta en los medios de pago. Si la autoridad monetaria emplea como indicador el crecimiento de  $M_1$  para lograr una determinada reducción en la liquidez en sentido más amplio, habrá necesidad de seguir políticas aún más restrictivas de las que habría sido necesario tomar en la ausencia de sustituciones importantes entre medios de pago y cuasi-dineros, acompañadas de medidas como la reducción en los diferenciales de los encajes aplicables que atenúen el incentivo para que el intermediario financiero induzca ese tipo de sustituciones (43).

Para efectos del objetivo propuesto, en este ensayo, resulta importante tener en cuenta la existencia de rezagos tanto entre el momento en que se toma alguna medida

correctiva y el momento en que se producen sus efectos, como el tiempo que toma el que los cambios en las variables monetarias se transmitan a otros sectores de la economía. La existencia de estos rezagos hace necesario explicar las causas del desbordamiento monetario ocurrido durante la última parte del año pasado y las medidas tomadas para afrontarlo ya que, como señalamos en la introducción, los efectos habrían de reflejarse en el año 1977 (44). Conviene entonces hacer un breve análisis de los principales factores de expansión de la base monetaria y del componente estacional que puede haber en ellos.

CUADRO 2

Comportamiento trimestral de los medios de pago  
1970 - 77

Trimestre	Variación 1970		Variación 1971		Variación 1972		Variación 1973	
	% Acumulada	% Acumulada						
I ....	1,8	1,6	-0,7	-0,7	2,6	2,6	2,0	2,0
II ....	4,4	6,1	2,6	1,9	3,5	6,2	7,3	9,4
III ....	2,1	8,3	2,5	4,4	4,7	11,2	3,6	13,4
IV ....	8,2	17,2	6,3	10,9	11,8	24,4	13,9	29,3

Trimestre	Variación 1974		Variación 1975		Variación 1976		Variación 1977	
	% Acumulada	% Acumulada						
I ....	2,1	2,1	2,4	2,4	2,9	2,9	2,0	2,0
II ....	1,5	3,7	2,3	4,7	3,5	6,5	11,7	13,9
III ....	1,8	5,7	6,5	11,6	4,0	10,8	0,2	14,2
IV ....	13,2	19,6	14,5	27,8	21,6	34,7	14,1	30,3

a) Principales factores de expansión de la base

Sin duda, el principal factor expansionista fue el aumento tan considerable de las reservas internacionales, con un crecimiento de US\$ 619 millones, 113%, en año completo. Este incremento se concentró en el último trimestre del año, de tal forma que desde finales de septiembre hasta concluir el año se incrementaron las reservas en US\$ 315 millones, lo que quiere decir que aproximadamente el 50% de la acumulación de reservas se produjo durante esos meses. Como ya se señaló, el aumento sin precedentes de las reservas fue en gran parte resultado del aumento en el precio externo del café, que situó el valor de los reintegros durante 1976 en US\$ 918 millones. Del total de reintegros cafeteros hechos durante el año, el 37% se efectuaron durante el último trimestre, siendo especialmente elevados en

(42) En realidad se deben distinguir dos tipos de sustituciones. La primera de activos financieros que no devengan interés hacia activos financieros que sí lo devengan. La segunda de activos financieros en general hacia activos físicos o activos financieros en monedas extranjeras. Este último tipo de sustitución resulta de la pérdida de poder adquisitivo de los activos denominados en pesos a medida que se acelera la inflación.

(43) Se podría inclusive llegar a presentar el caso comentado en Coyuntura Económica (Vol. VII, No. 3 de noviembre de 1977) en el cual "un aumento del encaje sobre los depósitos en cuenta corriente podría no ser contraccionista en la medida en que los intermediarios financieros estén en capacidad de reasignar sus pasivos hacia exigibilidades con encajes reducidos, mitigando así el efecto de la contracción crediticia perseguido".

(44) Inclusive se llegó a afirmar que "la inflación para 1977 está en buena parte ya determinada, como consecuencia del desbordamiento monetario ocurrido a finales del año anterior". Coyuntura Económica, Vol. VIII, No. 1, mayo de 1977.

noviembre, (US\$ 125,8 millones) y diciembre (US\$ 148,3 millones). El segundo rubro que explica el acelerado crecimiento de las reservas lo constituyen los ingresos corrientes por concepto de servicios y transferencias. Esta última cuenta alcanzó a los US\$ 873 millones durante el año, con un aumento de 87,6% con respecto a 1975. De este aumento sin precedentes, US\$ 253 millones ingresaron durante el cuarto trimestre. Además de la elevada concentración del ingreso de divisas en la última parte del año, su monetización automática a pesos se efectuó a las mayores tasas de cambio, con el consecuente efecto sobre la expansión de los medios de pago. Aunque el certificado de cambio presentó una variación anual de sólo 10,2%, variación inferior a la alcanzada en 1975 (15,3%) y en 1974 (15,2%), el proceso devaluatorio de la tasa de cambio implicó una monetización adicional a pesos por concepto de las mayores reservas de \$ 2.079,8 millones (45).

#### b) Principales factores de contracción de la base

Al efecto expansionista de las reservas internacionales sobre los medios de pago, se debe agregar el comportamiento de los demás componentes domésticos del dinero base, componentes a través de los cuales se buscó contrarrestar, en lo posible, la expansión originada en el sector externo. El primer elemento contraccionista de importancia estuvo representado por el crédito neto del Banco de la República. Este resultado se explica principalmente por la reducción en el crédito al gobierno nacional, al cancelar la Tesorería los préstamos concedidos el año anterior, por la colocación en el mercado de los PAS que se encontraban en el portafolio del Banco de la República, y por el mayor nivel de depósitos congelados que mantuvo la Tesorería, tanto de sus recursos ordinarios, como de menores utilidades de la CEC (Cuenta Especial de Cambios). El efecto contraccionista de la Tesorería se situó en \$ 3.409 millones al finalizar el año, el cual hubiera sido mayor si a partir de octubre no se hubiera reducido por razones estacionales, tan aceleradamente el saldo de la CEC a su favor al pasar de \$ 1.500 millones a \$ 143 millones en diciembre. A pesar de lo anterior, no puede desconocerse la importancia del buen manejo fiscal.

Las demás operaciones con el resto del sector público dan lugar a un efecto expansionista moderado (\$ 201 millones), principalmente como resultado de la utilización de créditos externos (BID).

El financiamiento bruto otorgado por el Banco de la República a los bancos comerciales llegó al finalizar 1976 a \$ 7.318 millones, saldo inferior en \$ 935 millones al presentado a finales de 1975. Este resultado se obtuvo al reducirse el redescuento de bonos de prenda y por una menor utilización de los cupos (Resolución 40 de 1976 de la Junta Monetaria). La menor utilización de los cupos, en particular el de baja de depósitos, se debe, principalmente, a que el rápido crecimiento de la oferta monetaria durante el año

compensó la baja estacional de los depósitos en cuenta corriente, además de que la forma de cómputo de la base en algunos casos puede hacer difícil demostrar la baja de estos (46).

El efecto contraccionista del crédito de los bancos comerciales fue más bien ilusorio si se tiene en cuenta que a 31 de diciembre los bancos presentaban un defecto de encaje de \$ 2.852 millones, de tal forma que para esa fecha el impacto neto del sistema bancario fue expansionista en \$ 1.917 millones. Estos resultados requieren un examen más detallado de la utilización de los cupos y del manejo de la posición de encaje (47).

Las directrices trazadas por la Resolución 49 de 1974 de la Junta Monetaria para el manejo del cupo ordinario del Banco de la República tuvieron efectos positivos y conjuntamente con la prohibición de utilizar simultáneamente el cupo ordinario y el de baja de depósitos a fin de año (Resolución 40 de 1976), llevaron en 1976 a una utilización de recursos (\$ 975 millones) sustancialmente inferior a la alcanzada en 1975 (\$ 2.252 millones). A pesar de tratarse de un aspecto bastante específico del manejo monetario, vale la pena señalar dos rasgos implícitos en las medidas anteriores:

a) Dado que no hay una correspondencia entre las necesidades de liquidez de un intermediario financiero y el límite máximo de utilización del cupo ordinario (50% o 100% de capital pagado y reserva legal del Banco de acuerdo a la época del año en que se acude al cupo) existe un sesgo en el sentido de que el intermediario financiero por lo general tratará de utilizar una elevada proporción del cupo asignado por la Resolución 49 de 1974. Lo anterior lleva a que se facilite emplear los recursos obtenidos a través del cupo

(45) Si la cotización del certificado de cambio se hubiera mantenido constante al nivel alcanzado en diciembre de 1975, la monetización del incremento en reservas hubiera llegado a \$ 20.414,6 millones. Dado que el año finalizó con una tasa de \$ 36,34, la monetización adicional por efecto de la devaluación superó los \$ 2.000 millones.

(46) La base de comparación para establecer si ha habido o no baja de depósitos se establece tomando el promedio de los depósitos de los bancos (con exclusión de los depósitos de ahorro y de los certificados de depósito a término) durante los cuatro viernes anteriores al último viernes de noviembre.

(47) La Resolución 49 de 1974 de la J. M. estableció el llamado cupo ordinario de crédito cuyo objeto era crear un recurso temporal al que pudieran acudir los bancos para solucionar problemas de liquidez. La norma fue muy clara en especificar que el destino de los recursos no podría ser la creación de nuevos préstamos, no podía constituirse en un recurso permanente de los bancos. El sistema permite a los intermediarios financieros redescantar obligaciones en las que se hayan pactado tasas de interés inferiores por lo menos en dos puntos a la tasa de descuento vigente para los primeros cinco días de utilización del cupo (Res. 40 de 1976 de la J. M.). De tal forma que aquellas obligaciones redescantables sólo pueden tener tasas de interés hasta del 18%. La norma que creó el cupo ordinario especificó que su utilización sólo podría hacerse por quince días hábiles en cada oportunidad y hasta por treinta días cuando la utilización se hiciera entre el primer miércoles de diciembre y el segundo martes de enero de cada año, de todas formas se limitó la utilización del cupo a un máximo de noventa días al año. En cuanto al monto susceptible de redescantarse, se limitó al 50% del capital pagado y la reserva legal de los bancos para períodos ordinarios y hasta el 100% de los rubros anteriores, cuando se acudiera al cupo entre el primer miércoles de diciembre y el segundo martes de enero. El costo de estos recursos se fijó inicialmente en 16% para los primeros cinco días y en 21% para los diez días restantes. (Res. 53/74), elevándose posteriormente a 20% y 25%, respectivamente (Res. 40/76 J.M.). Las anteriores reglamentaciones también previeron que los bancos deberían dejar transcurrir entre una u otra utilización del cupo por lo menos quince días, y en casos especiales el banco debería presentar una solicitud motivada al gerente del Banco de la República.

ordinario para generar nuevos préstamos o suplir deficiencia de encaje. Es decir, mientras el costo del cupo resulte inferior al interés que puede obtener el intermediario en sus colocaciones y el costo del desencaje, será racional utilizar esos recursos del Banco de la República para expandir el crédito y/o generar los sobreencajes necesarios para pasar con una posición mensual positiva.

b) La situación de la posición de encaje de un banco en un mes dado no es independiente de la decisión de acudir o no al cupo ordinario. Es decir, dadas las drásticas sanciones por desencaje previstas en la Resolución 50 de 1974 de la Junta Monetaria (2,5% mensual sobre los defectos de encaje liquidados con base en los saldos diarios, además de que si hay desencaje en un mes se pierde el acceso al redescuento de bonos de prenda y fondos financieros, y la posibilidad de utilizar las líneas especiales de crédito del Banco de la República), el intermediario financiero acudirá al cupo ordinario independientemente de su costo. Esto implica que la utilización del cupo debe ser bastante inelástica con respecto a la tasa de interés que cargue el Banco de la República, hipótesis que puede confrontarse frente al aumento del interés, al pasar de 16% y 20% (Res. 53/74) a 20% y 25% (Res. 40/76) para los cinco primeros días y para los diez días siguientes, respectivamente. Dado que la Resolución 49 de 1974 no distingue si el Banco llegó a una situación de iliquidez como resultado de una expansión de sus colocaciones o de una baja de sus depósitos (48), bien puede suceder que el cupo ordinario sea un factor más de expansión (49).

Una de las posibles situaciones de mal manejo del cupo que se pueden presentar es la siguiente: El Banco provoca una situación de desencaje inicial colocando los aumentos de depósitos que logre, para luego acudir a una elevada utilización del cupo ordinario corriente y generar sobreencajes que le permitan lograr una posición mensual positiva cancelando luego los cupos para volver a repetir el ciclo. En esta forma el cupo se convierte en un generador indirecto de crédito, pues el intermediario financiero no tiene ningún incentivo para contraer o dejar de aumentar sus colocaciones y cubrir sus deficiencias de encaje, ya que la tasa de interés que se cobra por utilizar el cupo está por debajo de la tasa de interés que el Banco puede lograr en sus colocaciones, como se anotó anteriormente. En conclusión, la hipótesis que se debe explorar es la de que el cupo puede estar siendo utilizado para generar indirectamente nuevos créditos especialmente a finales de año.

La evidencia analizada para algunos bancos confirma que no es raro el caso de que bancos que se encuentran en una posición de desencaje destinen los aumentos de depósitos a generar nuevos créditos, cuando podrían destinar esos aumentos para sanear sus deficiencias de encaje. En vez de hacer esto, recurren al cupo ordinario para sobreencajarse y presentar una posición de encaje positiva en el mes. Por ejemplo, durante el mes de diciembre de 1976 las colocaciones crecieron de semana a semana independiente-

mente del comportamiento de los depósitos en cuenta corriente y de la situación de encaje que enfrentaba el sistema. Igualmente, resulta interesante observar que los depósitos en cuenta corriente no presentaron bajas en las semanas 2, 3 y 4 de este mes y solamente se cayeron en forma notoria en la última semana. Así, se puede pensar que si los bancos no hubieran continuado incrementando sus colocaciones durante el mes y hubieran destinado los aumentos en los depósitos en cuenta corriente para sanear su posición de encaje, la necesidad del cupo hubiera sido menor en cuantía y en número de días de utilización. En conclusión dado que la Resolución 49 de 1974 no exige explicación de por qué se llegó a una difícil situación de liquidez, (baja de depósitos o incremento de colocaciones) el resultado parece ser que el acceso a los cupos facilita la creación de nuevos créditos.

Los resultados anteriores no son concluyentes, ya que se debe examinar el comportamiento de las colocaciones de bancos que estuvieran utilizando el cupo. De todas maneras, la evidencia analizada en forma más desagregada confirma que por lo general el cupo se utiliza para cubrir deficiencias de encaje, incrementando a la vez el crecimiento de las colocaciones. Este patrón de comportamiento es especialmente evidente para algunos de los bancos de mayor tamaño.

El crédito bruto del Banco de la República a las entidades de fomento, se constituyó en un factor expansionista importante al incrementarse los préstamos en \$ 2.514 millones con relación a 1975. El 86% de este incremento se canalizó a través de los fondos financieros, especialmente como resultado de los mayores préstamos al FFAP y el resto estuvo representado por créditos a las corporaciones financieras. El principal efecto contraccionista dentro del crédito a las entidades de fomento lo constituyeron las cancelaciones de PROEXPO por concepto de los préstamos de la Resolución 43 de 1975 (50).

Finalmente, el crédito al sector privado aumentó en \$ 527 millones de un año a otro, principalmente por los mayores créditos a los fondos ganaderos, a Financiacoop y por el aumento en la cuenta de deudores varios en moneda nacional y extranjera.

(43) La Resolución 49 de 1974 en su artículo 3o. numeral c) prevé un cupo por baja de depósitos a fin de año, cuya utilización si requiere de dicha demostración. La base de comparación se reglamentó en la circular número 3784/74 del Banco de la República en la siguiente forma: Tomando el promedio aritmético de los cuatro viernes anteriores al último viernes de noviembre de los renglones 02, 12, 22 y 32 del SB -1 y 2, 4 y 6 del Anexo 1. Esta base permanece fija.

(49) Dado que en el momento de la solicitud de acceso al cupo el Banco de la República no dispone de la información necesaria se requerirá una demostración posterior del buen uso de los recursos. De encontrarse un manejo inadecuado, se podría pensar en cargar un interés punitivo y suspender el acceso del Banco al cupo.

(50) Sin duda el examen del crédito de fomento requiere mucho más análisis.

### c) Pasivos no monetarios del Banco de la República

Hecho el análisis de las principales fuentes de creación de la base nos quedaria faltando examinar brevemente los pasivos no monetarios del Banco de la República.

Como se mencionó en el Informe del Gerente del año 1976, el aumento de los pasivos no monetarios durante el año se debió fundamentalmente a dos hechos:

1. El avance de los pasivos con entidades de fomento, particularmente por el aumento en las disponibilidades de algunos fondos financieros (FFAP, FIP y FAVI), y por los mayores intereses sobre préstamos concedidos por éstos, y

2. Por la congelación de recursos resultantes de la colocación, por parte del Banco de la República, de títulos de participación y en particular de títulos canjeables por certificados de cambio. Estas operaciones del Banco difícilmente podrian denominarse de "mercado abierto", ya que la contracción resultante fue resultado de acuerdos entre el gobierno y Federacafé tendientes a evitar una monetización inmediata de los mayores ingresos por café. En esta forma el 92% del total de títulos canjeables fue suscrito por dicha entidad gremial. La principal reducción en los pasivos no monetarios resultó del desmonte del sistema de consignaciones anticipadas de las Resoluciones 21 y 72 de 1973. En efecto, mediante Resolución 6 de 1976, la Junta Monetaria decidió eliminar el requisito de consignación del 35% del valor del registro para la obtención de licencias de cambio destinadas al pago de importaciones, como una forma de fomentar las importaciones (51). Sin duda el efecto monetario de esta medida fue de gran importancia durante el primer semestre de 1976, al liberar en forma acelerada gran parte del saldo de \$ 1.900 millones (aproximadamente) que estaba congelado a finales de enero en el Banco de la República. Estas consignaciones anticipadas llegaron a \$ 68 millones al finalizar el año. Como forma alternativa de contraer circulante la Junta Monetaria estableció mediante Resolución 53 de 1976 el requisito de constituir un depósito previo del 10% para la obtención de licencias de cambio, destinada al pago de importaciones que se nacionalizarán a partir del 1o. de octubre, consignación que debería hacerse no con anterioridad a la solicitud del registro de importación, sino con anterioridad a la nacionalización de la mercancía. En esta forma se logró una contracción de \$ 827 millones en el cuarto trimestre, aunque el efecto combinado de las dos medidas (Resoluciones 6 y 53) fue una expansión de \$ 1.047 millones.

Como señalamos anteriormente, las medidas de supresión de las consignaciones anticipadas se tomaron, buscando agilizar las importaciones. Sin embargo, esto no parece haber ocurrido. Si se observan las cifras de registros de importación reembolsables durante los años 1974, 1975

y 1976 tenemos los siguientes valores: \$ 1.529 millones, \$ 1.279 millones y \$ 1.521 millones, respectivamente. Las cifras anteriores indican que el nivel de 1976 apenas llega al alcanzado en 1974, ya que la comparación con 1975 no es muy relevante por haber sido un año de una severa recesión. Parecería, pues, que la hipótesis de que "la demanda por importaciones responde más a los cambios en la actividad económica general (cambios en el gasto nacional) que a los estímulos de precios", dado que la elasticidad precio es sustancialmente menor en valor absoluto a la elasticidad gasto, bien puede ser una mejor explicación del comportamiento de las importaciones (52).

### d) Conclusiones

El crecimiento del 35% en los medios de pago experimentado durante 1976 es el más elevado de los últimos 25 años. Como se señaló, esta expansión de la liquidez de la economía se concentró en la última parte del año, determinando en un alto porcentaje los resultados monetarios del primer semestre de 1977.

Los esfuerzos contraccionistas que se llevaron a cabo, especialmente a través del presupuesto nacional, del incremento en los encajes, y de la reducción en el crédito del Banco de la República, entre otros, no fueron suficientes para compensar la expansión de origen externo resultante, principalmente, del mayor valor de las exportaciones de café y servicios.

Algunas de las medidas compensatorias que se tomaron durante el año no siempre obraron en el sentido adecuado o no produjeron los efectos esperados al debilitarse su efectividad, ya sea por otras decisiones de la autoridad monetaria o por acciones de los intermediarios financieros. Por ejemplo, los mayores encajes sobre las exigibilidades de los bancos fueron contrarrestados en parte mediante el uso del cupo ordinario, de los mayores desencajes y del traslado de depósitos hacia exigibilidades con menores encajes.

Igualmente, la decisión de eliminar la consignación anticipada del 20% que estaba vigente a principios del año tuvo un efecto neto expansionista a pesar de haberse restablecido en octubre. Tampoco se lograron los aumentos esperados en las importaciones reembolsables, ni se logró que los títulos canjeables por certificados de cambio y otras operaciones de mercado abierto jugaran el papel contraccionista que se había previsto. En 1976 se hizo evidente la insuficiencia e inflexibilidad de los instrumentos tradicionales de control para enfrentar perturbaciones de la magnitud que experimentaba la economía colombiana.

(51) Informe del Gerente del Banco de la República 1976, Pág. 211.

(52) Véase Fernando Montes Negret, "El Control y la Financiación de las Importaciones", en *El Sector Externo, Asociación Bancaria y Banco de la República*, Pág. 258. Este tema se analiza con más detalle en el capítulo sobre el sector externo.

Las perspectivas que se veían al iniciarse 1977 contemplaban una creciente acumulación de reservas internacionales, con su consecuente efecto sobre la liquidez interna, y una aceleración del proceso inflacionario como resultado del aumento en la demanda agregada y del deterioro de la producción agropecuaria.

A comienzos de 1977 todos los estimativos del aumento de reservas internacionales para el año apuntaban hacia una cifra no inferior a los US\$ 1.000 millones (53), basados fundamentalmente en el mayor valor de las exportaciones de café\*. Igualmente, se pensaba que el efecto monetario de esta acumulación de divisas podía llegar a ascender a ese mismo monto. Como lo señalaba a comienzos de año Coyuntura Económica "El impacto monetario de la acumulación de reservas puede ascender hasta US\$ 1.000 millones. . ."

No solo se esperaba una acumulación enorme de activos internacionales sino que el año se iniciaba con un crecimiento de los medios de pago de casi un 35%. Estas fuerzas, combinadas con las ya mencionadas dificultades en el abastecimiento interno, condujeron a estimativos de inflación para el año del orden del 35% al 40%. Tal vez sea ilustrativo citar como se veía en el exterior, a mediados de marzo de 1977, el panorama de precios en Colombia para el año, aun después de tomadas las drásticas medidas sobre encajes del sistema bancario.

"En efecto, parecería que el aumento proyectado de la liquidez primaria como resultado del continuo incremento en las reservas internacionales, es probable que exceda en forma apreciable la efectividad deflacionaria de las medidas. Es significativo señalar a este respecto que el costo de vida para los trabajadores creció a una tasa récord del 4% en febrero, lo que representa en base anual un aumento del 33%. Este nivel de inflación es poco probable que muestre alguna reducción apreciable durante 1977 y como resultado los observadores en el sector privado están proyectando una tasa total de inflación para 1977 en la región del 35 al 40%. Si esta predicción resulta correcta el impacto y el costo en términos socio-políticos debe dar serias bases de preocupación" (54).

Las perspectivas con que se iniciaba el año eran bastante alarmantes, y como bien lo anotaba el ministro de Hacienda, Dr. Espinosa Valderrama, ". . .era menester adoptar medidas calculadamente drásticas para contener el desbordamiento inflacionario y estimular la producción de artículos de consumo popular" (55). Estas medidas habrían de dirigirse tanto a controlar la expansión secundaria como el ritmo de expansión primaria resultante del crecimiento de la base monetaria. Pasemos pues a hacer un breve examen de las principales disposiciones monetarias.

## a) Medidas de contracción a nivel secundario.

Las primeras medidas monetarias que se tomaron durante el año buscaron afectar la capacidad de expansión secundaria del sistema financiero. Así, la Resolución 2 de la Junta Monetaria estableció un encaje marginal del 100% sobre los aumentos que experimentarían a partir del 31 de enero de 1977 los principales depósitos (56) de los establecimientos bancarios. De esta congelación de recursos por encima de la base establecida por la resolución, se excluyeron los recursos propios que aportaran los establecimientos bancarios en las operaciones de los fondos financieros (57) y en el descuento de los bonos de prenda de la Resolución 64 de 1974. Esta medida refleja típicamente el compromiso entre control monetario y asignación del crédito que se comentó a finales de la sección II. El efecto de esta excepción hecha para el llamado "crédito de fomento" implicó que el encaje marginal efectivo se redujera considerablemente, como se detalla en el cuadro 3, hasta llegar a representar un encaje marginal efectivo de solo el 45% en diciembre.

CUADRO 3

## Encaje marginal efectivo del sistema bancario\*

	%
Enero .....	98
Febrero .....	86
Marzo .....	84
Abril .....	82
Mayo .....	84
Junio .....	81
Julio .....	72
Agosto .....	61
Septiembre .....	60
Octubre .....	54
Noviembre .....	45
Diciembre .....	45

\* El encaje marginal efectivo (EME) se obtiene del siguiente cálculo:

(53) Fedesarrollo efectuó una proyección de reservas para el año, cuyo estimativo bajo y alto colocaban el saldo de divisas en poder del Banco de la República al finalizar 1977 en US\$ 2.252 millones y US\$ 2.784 millones, respectivamente. Tomando en cuenta que el saldo de reservas en 31 de diciembre de 1976 era de US\$ 1.618 millones para el año. Véase Coyuntura Económica, Vol. VII, No. 1, mayo, 1977.

\* El volumen de exportaciones estimado pasaría de 6,8 a 7,2 millones de sacos de 60 kilogramos para el año 1977. Coyuntura Económica, Vol. VIII, No. 1, mayo de 1977.

(54) Quarterly Economic Review of Colombia and Ecuador, 1st. Quarter 1977, The Economist Intelligence Unit Ltd., Pág. 7.

(55) "Exposición del Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia, Dr. Abdón Espinosa Valderrama, ante el Grupo de Consulta", París, Junio 27 de 1977, mimeógrafo, Pág. 12.

(56) Comprende los depósitos en cuenta corriente, a la vista, a término, de otros bancos del país, especiales del gobierno nacional, de bancos del exterior, en garantía por créditos y/o garantías bancarias, exigibles antes y después de treinta días. Estos depósitos representan alrededor del 43% del total de pasivos del sistema bancario.

(57) Incluye Fondo Financiero Agropecuario, Fondo Financiero Industrial, Fondo de Desarrollo Urbano, Fondo de Desarrollo Eléctrico y a PROEXPO.

$$\text{EME (\%)} = \frac{\text{EMP}}{B_{t_0+i} - B_{t_0}}$$

en donde:  $B_{t_0+i}$  = Depósitos sujetos al encaje marginal  $i$  meses después de enero 31 de 1977.

$B_{t_0}$  = Base para el cómputo del encaje marginal.

EMP = Encaje marginal presentado.

Cuando se excluye la Caja de Crédito Agrario (cuadro 4) el encaje marginal efectivo se eleva a 50,9%. De todas formas el precio, en términos de control de la liquidez de la economía, de haber permitido a los intermediarios financieros computar como disponibilidad para efectos del encaje marginal los recursos propios que aportaran a partir de la base de cómputo, parece haber sido alto. Claro está que se buscaba incentivar la inversión productiva y aumentar la oferta de bienes con fines anti-inflacionarios. Sin embargo, debido a las deficiencias y dificultades en la supervisión de estos créditos dirigidos, la desviación de recursos hacia actividades diferentes parece haber sido sustancial.

Si el encaje marginal hubiera sido efectivo en un 100% habría logrado congelar las sumas que aparecen en la columna (2) del cuadro 5 y hubiera alcanzado a representar un máximo de algo más del 18% del encaje requerido total de los bancos.

La segunda medida sobre encajes elevó en doce puntos el encaje sobre las exigibilidades en moneda extranjera reducidas a moneda legal, a la vista y antes y después de treinta días (58), con exclusión de las obligaciones con instituciones de financiamiento internacional (Res. 3 de 1977 de la J. M.). El aumento en el encaje dispuesto por la resolución debería hacerse en dos puntos por mes a partir del 10. de marzo, hasta alcanzar el nivel del 18%. Esta medida parece haber sido muy efectiva para limitar el endeudamiento externo de los bancos comerciales, ya que conjuntamente con una disposición complementaria sobre aceleración de pagos por importaciones reembolsables (Resolución 4 de 1977 de la Junta Monetaria), logró reducir el saldo de la deuda comercial externa de corto plazo destinada a la financiación de importaciones. A finales de 1977 estas financiaciones llegaban a US\$ 464 millones, esto es US\$ 200 millones por debajo del saldo que presentaba el sistema financiero en diciembre de 1976 (59).

CUADRO 4

Encajes en moneda nacional del sistema bancario - Diciembre 1977\*

Tipo de exigibilidad	Resoluciones Junta Monetaria	Encaje legal % (1)	Encaje nominal ponderado (2)	Inversiones de encaje autorizadas (3)	Préstamos recursos propios (4)	Encaje monetario 5=(2)-(2)-(4)	Inversión del encaje presentada (6)	Encaje efectivo 7=(2)-(6)
<b>I—Antes de treinta días</b>								
1. Sobre los primeros \$ 100 millones	7 de 1976	18,0	46,45	2,0(2)		44,45	1,86(8)	44,59
2. Más de \$ 100 millones	42 de 1977	46,5(1)						
3. Depósitos oficiales	50 de 1974	80,0	80,00	Variable(3)		Variable	4,60	75,40
4. Superior a saldo en enero 31/77	2 de 1977	100,0	100,00		Variable(7)	Variable	49,09	50,91(9)
<b>II—Después de treinta días</b>								
1. Depósitos a término	50 de 1974	29,0	29,00	14,0(4)		15,00	0,58	28,42
2. Otras exigibilidades	50 de 1974	29,0		29,0		29,00		
<b>III—Ahorros</b>								
1. De particulares	32 de 1975	20,0	20,01	19,5(5)		0,51	18,80	1,21
2. Oficiales	56 de 1975	80,0						
<b>IV—Certificados de depósito a término</b>								
	53 de 1977	20,0	20,00	20,0(6)			19,23	0,77
<b>V—Sección fiduciaria</b>								
	50 de 1974	21,0	21,00			21,00		21,00

(1) A partir del 1° de Julio. (2) 1% corresponde a pagarés proviniendo ICT, 1% para capital de trabajo de empresas exportadoras (excepto café petróleo crudo y derivados). (3) 0,5% en títulos del FFOP; esta inversión voluntaria del encaje se congeló a partir de la Resolución 49 de 1974 de la Junta Monetaria. (4) 14% en títulos de Fondo Financiero Industrial o en bonos de la Caja Agraria. (5) 19,5% en cédulas del B. C. H., documentos del ICT, préstamos de fomento agropecuario. (6) Hasta 20% en títulos canjeables por certificados de cambio. (7) De acuerdo al monto que el Banco desee liberar de sus recursos propios a través de redescuento. (8) Inversiones voluntarias presentadas/total de las exigibilidades a la vista y antes de 30 días, excluyendo los depósitos oficiales. (9) El encaje marginal de 100% una vez deducida la liberación a que se hace mención en la nota (7), equivale a un marginal efectivo del 50,91%. \* Excluye Caja de Crédito Agrario.

La tercera medida de contracción a nivel secundario aplicable a los bancos, elevó el encaje sobre las exigibilidades en moneda nacional, a la vista antes y después de treinta días, para los montos que excedieran los \$ 100 millones, en tres puntos. Este incremento se haría en un punto mensual a partir del 10. de julio, hasta llegar al nivel más alto alcanzado por este encaje del 46,5% (Resolución 42 de 1977 de la Junta Monetaria). Esta medida buscaba fundamentalmente compensar la expansión de la liquidez de la economía resultante de la desinversión de títulos canjeables por certificados de cambio hecha a mediados del año por la Federación Nacional de Cafeteros.

En el año se tomaron dos medidas adicionales sobre encajes, una aplicable a las corporaciones de ahorro y vivienda y otra sobre los depósitos a término de los bancos. La primera elevó en cinco puntos, a partir del 10. de abril, el encaje sobre las exigibilidades representadas en depósitos a término y en cuentas de ahorro de valor constante

(58) La Resolución 5 de 1977 de la J. M. mantuvo en 6% el encaje legal sobre estas exigibilidades para los primeros US\$ 2,5 millones.

(59) Véase J. C. Jaramillo y Fernando Montes N., "El comportamiento del endeudamiento privado externo para la financiación de importaciones", *Revista del Banco de la República*, marzo, 1978.

CUADRO 5

## Composición del encaje legal\*

	(1) Requerido total (Millones de pesos)	(2) Requerido marginal (Millones de pesos)	(3) (2) — (1) %
1977 Enero .....	33.019	-0-	—
Febrero .....	33.222	974	2,93
Marzo .....	35.620	2.137	6,00
Abril .....	36.112	2.570	7,12
Mayo .....	38.452	4.486	11,67
Junio .....	41.764	7.439	17,81
Julio .....	42.721	7.477	17,50
Agosto .....	44.119	7.991	18,11
Septiembre .....	43.853	7.274	16,59
Octubre .....	44.954	8.213	18,27
Noviembre .....	46.242	8.113	17,54
Diciembre .....	41.610	3.669	8,82

\* No incluye a la Caja de Crédito Agrario.

(Decreto 676 de 1977). La segunda elevó en diez puntos el encaje de los depósitos en moneda nacional a término mayor de treinta días, sobre los cuales se hubieran emitido certificados de depósito a término (Resolución 53 de 1977 de la Junta Monetaria) (60).

Algunas de las anteriores medidas inciden directamente sobre el multiplicador de los medios de pago y llevaron a que este continuara con su tendencia decreciente llegando a su nivel histórico más bajo. La reducción del multiplicador promedio (61) de 1976 a 1977 fue aproximadamente de 9%, colocándose en un nivel de 1,43 en noviembre y de 1,38 en diciembre. Cuando se considera un período más largo se pueden apreciar mejor las bajas que ha sufrido la capacidad de expansión secundaria de los bancos, basta señalar que durante la década de los sesenta el multiplicador tenía en promedio un valor de 2,2. A partir de 1970 ha continuado en descenso, con excepción de 1974, cuando gracias a la reducción de encajes presentó un cambio en la tendencia, para luego decrecer en forma sustancial durante 1976 y 1977. Esta baja en el multiplicador de los medios de pago se explica por el rápido incremento de la relación de reservas, cuyo aumento llega a 17,3% y 16,2%, en los dos últimos años.

Las marcadas reducciones en el multiplicador de los medios de pago van acompañadas de una considerable pérdida en la participación de estos dentro de la oferta monetaria ampliada. Los medios de pago representaban al comienzo de la década más del 85% de la oferta de dinero y tan solo llegan al 60% en 1977 (62). Esta reducción en la importancia relativa de  $M_1$  se debe en parte al mismo aumento de los encajes, ya que los cambios que han ocurrido en la estructura del mercado de capitales con la aparición de los llamados "grupos financieros", han facilitado enormemente el que los bancos modifiquen la composición de sus pasivos en favor de exigibilidades sujetas a meno-

res requisitos. Igualmente, al público se le ofrecen hoy varios sustitutos de los depósitos en cuenta corriente que con un mínimo de incomodidad lo protegen de las mayores tasas de inflación.

Parecería entonces que las autoridades monetarias ejercer cada vez un mayor control sobre un valor cada vez menos importante dentro de la liquidez global de la economía.

En el cuadro 4 presentamos los encajes en moneda nacional del sistema bancario a diciembre de 1977. Los diferenciales en los encajes efectivos aplicables a las diferentes exigibilidades indican el incentivo que tienen el intermediario financiero para inducir a su clientela a adoptar una determinada composición de su portafolio bancario. Claro está que el banco deberá sopesar el costo de estas sustituciones, ya que a pesar de los menores encajes el costo de captación por el pago de intereses se sube sustancialmente.

## b) Medidas de contracción a nivel primario

Las medidas sobre encajes tomadas a comienzos del año llevaron a que durante el primer semestre de 1977 los medios de pago se incrementaran tan solo en 2%. Sin embargo, las perspectivas para el segundo trimestre habían sufrido modificaciones importantes, fundamentalmente, por los cambios que se observaban en el mercado cafetero. Ya no se debían tomar medidas sobre la base de café a US\$ 2 la libra sino a US\$ 3,20. Claro está que esta elevación del precio externo del café no se veía como un fenómeno que habría de mantenerse durante el año, pero de todas maneras tendría un efecto monetario importante. Estos mayores ingresos en divisas se estaban reflejando en una acumulación sin precedentes de activos internacionales en poder del Banco de la República.

Al finalizar marzo el aumento de reservas internacionales netas en lo corrido del año, llegaba a US\$ 292 millones y a finales de abril ya alcanzaba a US\$ 437 millones. Es decir, en los cuatro primeros meses del año se había logrado una acumulación superior al 70% del aumento de reservas netas de todo el año 1976. La evolución de los ingresos externos puso de presente la necesidad de actuar directamente sobre las fuentes primarias de expansión (63). Las

(60) La aplicación de este aumento se haría en la siguiente forma: Tres puntos a partir del 1.º de octubre, tres puntos a partir del 1.º de noviembre y los cuatro puntos restantes a partir del 1.º de diciembre.

(61) Tomando promedios mensuales.

(62) En la oferta de dinero ampliada se incluyen los depósitos de ahorro, los certificados de depósito a término y los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda.

(63) El establecimiento del encaje marginal del 100% y los mayores encajes para las operaciones en moneda extranjera hacían políticamente muy difícil aumentar el encaje promedio en ese momento.

medidas tomadas se pueden clasificar en dos grupos (64), aunque deben tratarse conjuntamente:

i) Por un lado se buscó diferir la monetización de los ingresos externos. Para este fin se implantó el sistema de los certificados de cambio de la Resolución 25 de la Junta Monetaria.

ii) Por el lado de los egresos se buscó agilizar e incentivar los pagos al exterior y se actuó sobre los depósitos de importación.

#### a) Sistema de los certificados de cambio

Como se mencionó en la sección II, se descartó la política de abandonar el control de cambios y permitir una revaluación del peso, por considerarse que la mejora en los términos de intercambio, resultado de los mayores precios del café, era un fenómeno esencialmente coyuntural y exógeno que no debía llevar a desmontar una política que había dado buenos resultados durante sus 10 años de vigencia. El camino que se siguió no estuvo exento de críticas, sugiriéndose reexaminar "la bondad de un régimen cambiario que conduce a ajustes tan costosos en términos de la tendencia del costo de vida" (65).

El Estatuto de Cambios Internacionales y de Comercio Exterior (Decreto-Ley 444 de 1967) autoriza al Banco de la República para expedir certificados de cambio en canje por divisas. Estos certificados son títulos representativos de monedas extranjeras, los cuales pueden emplearse para efectuar giros al exterior, previa presentación de las licencias de cambio (Art. 124). Sin embargo, "en la práctica de acuerdo con una autorización de esa misma norma, estos títulos se convirtieron en asientos contables de los establecimientos de crédito y nunca fueron físicamente emitidos. La Junta Monetaria en uso de sus atribuciones ordinarias, reafirmó la vigencia real de tales títulos, por los demás libremente negociables..." (66). Dentro de sus atribuciones (Art. 22 del Decreto-Ley 444 de 1967), la Junta Monetaria también podía señalar el término de vencimiento de los certificados de cambio "o sea el plazo dentro del cual pueden canjearse por giros al exterior". Una vez cumplido dicho plazo "el Banco de la República adquirirá en moneda legal colombiana, los certificados de cambio vencidos, a la tasa más baja que se hubiere registrado en el mercado bancario de tales títulos, entre la fecha de su expedición y la de su adquisición por dicho banco, con el descuento que señale la Junta Monetaria" (Art. 23 del Decreto-Ley 444 de 1967).

En uso de las atribuciones anteriores la Junta Monetaria expidió la Resolución 25, la cual buscaba posponer la monetización de las divisas generadas en las exportaciones de café y servicios, sin afectar, inicialmente, los ingresos por exportaciones de otros productos. En esta forma se crearon dos mercados de divisas. En el primero, el Banco de la República intervendría a fin de sustentar la cotización de los certificados adquiriendo aquellos origina-

dos en reintegros de café y servicios con menos de treinta días de expedidos, aplicando un descuento de 10% sobre la tasa de cambio del día de la compra. Aquellos certificados con más de treinta días de expedidos serían adquiridos "a la cotización que registre el mercado de certificados el día de la compra".

En el segundo el Banco de la República adquiriría los certificados originados en reintegros de exportaciones diferentes a café y servicios sin ningún descuento, independientemente de su fecha de expedición. En la práctica, este mercado mantenía el sistema que se venía aplicando con anterioridad a la Resolución 25.

El mecanismo establecido por la Resolución 25 congelaría durante un mes la diferencia entre los ingresos provenientes de las exportaciones de café y servicios, que no se sometieran al descuento del 10% (67), y los giros de divisas. El saldo de los certificados de cambio emitidos y no utilizados nos indica el efecto contraccionista de la medida en comparación con el sistema anterior (68), siempre y cuando los ingresos del sistema (oferta de divisas) sean mayores que los egresos (demanda de certificados).

En conclusión, la medida produjo una revaluación de la tasa de cambio que enfrentan las exportaciones de café y servicios, y para aquellos que contraigan créditos externos, dejando invariable la situación de las demás exportaciones. Por otra parte condujo a que se abaratara el costo de importar y se hiciera más atractivo el pago de la deuda externa.

Pasaremos ahora a analizar el efecto del sistema de certificados de cambio sobre el mercado de capitales. La oferta total de certificados vendrá dada por los reintegros de café y servicios. Sin embargo, esta puede diferir de la oferta de certificados en el mercado, en la medida que los exportadores prefieran conservar estos títulos hasta su maduración. Si el plazo es relativamente corto seguramente

(64) Dentro de las medidas tomadas para actuar sobre la expansión primaria no incluimos ningún comentario sobre las modificaciones que se hicieron al precio mínimo de reintegro y la retención cafeteras. Estos temas se tratan en el Capítulo del sector externo. De todas maneras no sobra señalar que hasta mediados de agosto la Junta Monetaria había expedido trece resoluciones modificando el reintegro. A este respecto se ha señalado que desde finales de abril el precio mínimo de reintegro por libra se ha ubicado consistentemente por encima de la cotización externa. Siendo esto así los exportadores tendrían que entregarle al Banco de la República una cantidad de divisas superior a las obtenidas en las ventas de café, de tal manera que tendería a acelerar la acumulación de reservas (véase "Disposiciones legales y comentarios", Banca y Finanzas, Asociación Bancaria de Colombia, No. 157, septiembre 1977, Pág. 127). En cuanto a la retención cafetera, esta pretende captar la diferencia entre la cotización externa y la interna, llevando el excedente al Fondo Nacional del Café, el cual utiliza parte en sus programas y el resto debe congelarse en títulos canjeables por certificados de cambio, según los acuerdos con el gobierno nacional. El efecto monetario de estas operaciones será discutido posteriormente.

(65) Coyuntura Económica, Vol. VII, No. 1, mayo de 1977.

(66) Exposición del Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia, Dr. Abdón Espinosa Valderrama, ante el Grupo de Consulta, París, junio 27 de 1977.

(67) En la práctica el monto de certificados que se cambió a pesos antes del plazo de los treinta días fue pequeño.

(68) El efecto sobre la base monetaria es cero, ya que en el nuevo sistema a cambio de las divisas se entregan certificados en vez de pesos.

una mayor proporción de los certificados permanecerá en poder de los exportadores, pero si el plazo se incrementa estos tendrán que acudir al mercado para obtener liquidez. Así, la autoridad monetaria mediante modificaciones en el plazo de maduración puede afectar la oferta de certificados en el mercado e indirectamente el descuento con que se colocan.

La demanda por certificados está representada por los importadores y por aquellos que buscan cancelar deuda externa. Sin embargo, dado que la oferta de divisas superaba a la demanda, en la coyuntura que analizamos, necesariamente se requería de un grupo de inversionistas que estuviera dispuesto a adquirir los certificados con algún descuento y esperarse hasta su maduración. Con un mercado de capitales relativamente pequeño, como el colombiano, no sería fácil introducir un nuevo activo financiero en los montos requeridos por el esfuerzo contraccionista en que estaba empeñado el gobierno. Tampoco se podía permitir que la diferencia entre la cotización en bolsa y la cotización oficial condujera a una rentabilidad desproporcionada, ya que esto llevaría a que se produjeran traslados inconvenientes de otros papeles hacia certificados. Igualmente, si el margen de estas dos cotizaciones era demasiado pequeño se corría el riesgo de que un porcentaje elevado de los certificados se vendiera directamente al Banco de la República sin que se lograra posponer la monetización de los mayores ingresos externos.

Como lo anotaba el señor Gerente del Banco de la República (69) "el margen entre estas dos tasas (cotización de Bolsa y cotización oficial del certificado) dependerá de las expectativas sobre el precio de la divisa y la tasa de interés del dinero. Lo más probable es que en condiciones de normalidad cambiaría, como la presente, la colocación del 'certificado de cambio' para fines de inversión depende esencialmente de esta última. Sin embargo, el comportamiento del certificado de cambio no puede determinarse fácilmente debido a que su periodo de maduración no es precisable, puesto que puede emplearse para giros al exterior en cualquier momento, o sea que, en teoría, es un papel con liquidez inmediata". Esto pone de presente la dificultad en calcular la verdadera rentabilidad de los certificados, ya que esta dependerá no solo de la oferta y demanda de estos papeles, sino también de la estructura de tasas de interés de la economía, de las expectativas acerca de la evolución de la tasa de cambio y del plazo durante el cual se mantenga el título. Antes de pasar a examinar estos aspectos conviene reseñar los diferentes ajustes que se le hicieron a la Resolución 25.

La Resolución 32 de 1977 de la Junta Monetaria amplió el plazo de maduración de los certificados de cambio a noventa días y amplió el descuento que aplicaría el Banco de la República a los títulos que se redimieran antes de este plazo al 15%. Con la ampliación del plazo se buscaba incrementar el efecto monetario al obligar a los inversionistas a mantener los títulos por sesenta días más. Como anota-

mos arriba, con esta medida los exportadores se verían obligados a aumentar la oferta de certificados colocándolos con un mayor descuento. Así, se volvía cada vez más el mercado de certificados un mercado de compradores, beneficiando a los importadores. El mayor efecto contraccionista de la medida no vendría a reflejarse inmediatamente, sino después de un mes de puesta en vigencia. De tal forma que su efecto se sentiría solamente desde finales de junio. El segundo trimestre del año habría de cerrarse con una muy elevada expansión de los medios de pago. Como se presenta en el cuadro 1 del Capítulo I el crecimiento durante el trimestre alcanzó un 11,7%.

Simultáneamente con la resolución que acabamos de comentar, la Junta Monetaria expidió la Resolución 33 la cual generalizó el sistema de los certificados de cambio para las divisas que se reintegrarán por cualquier concepto. A fin de no afectar la tasa de cambio que enfrentaban las exportaciones menores autorizó a PROEXPO a adquirir certificados de cambio originados en reintegros de exportaciones diferentes de algodón, café, flores, ganado en pie, carne vacuna, metales preciosos y piedras preciosas (Art. 2o.). Para tal efecto autorizó al Banco de la República para otorgar un cupo de crédito a favor de PROEXPO cuando sus recursos propios no fueran suficientes para efectuar dichas compras. De esta forma, el efecto contraccionista se incrementó por la ampliación del plazo y por la inclusión de nuevos productos dentro del sistema de certificados de cambio no sujetos a recompra por parte de PROEXPO.

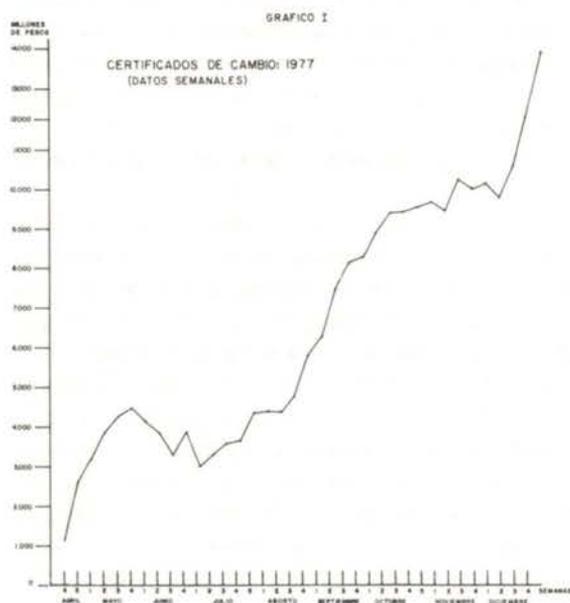
Finalmente, la Resolución 64 de la Junta Monetaria redujo el descuento que aplica el Banco de la República para la adquisición de los certificados que se le ofrezcan con menos de noventa días de expedidos. El objetivo principal de la medida fue el de elevar la cotización secundaria de los certificados de cambio en la Bolsa a fin de reducir su rentabilidad.

Como se observa en el gráfico 1, el efecto contraccionista del sistema de los certificados de cambio fue de gran importancia a lo largo del año, especialmente durante el segundo semestre, alcanzando a finales de diciembre un monto cercano a \$ 14.000 millones.

Como se anotó anteriormente, las autoridades monetarias buscaron influir por el lado de la demanda de certificados, a fin de regular el descuento y, por ende, el rendimiento de los mismos. Estas medidas consistieron en estimular la demanda por certificados ampliando su utilización, tanto para efectuar giros al exterior como para la constitución de depósitos previos a la nacionalización. También se influyó en forma directa al autorizar a los establecimientos públicos del orden nacional a utilizar los depósitos a término y de ahorro trasladados al Banco de la República de acuerdo a lo dispuesto por la Resolución 15 de 1977 de la Junta Monetaria para adquirir en el mercado títulos valo-

(69) Véase "Notas Editoriales" Revista del Banco de la República", abril de 1977.

res, pudiendo optar por la compra de certificados. Las primeras medidas merecen un análisis más detallado que haremos una vez discutamos el comportamiento de la rentabilidad de los certificados.



En el cuadro 6 se presenta la rentabilidad de los certificados, incluyendo la devaluación (70), a partir del mes de abril. Su comportamiento fue inicialmente bastante errático y hasta mediados de julio presentaba tasas de interés sustancialmente inferiores a las del mercado. Como aparece en el cuadro 5 la diferencia entre la tasa de compra de los certificados (cotización oficial) y la tasa a la cual se estaban negociando en Bolsa era bastante pequeña en los meses siguientes a la iniciación del sistema. Posteriormente el rendimiento continuó en ascenso hasta alcanzar un máximo a finales de agosto con rentabilidades muy por encima de las tasas de interés del mercado.

El alza en la rentabilidad de los certificados de cambio, a partir de mediados de julio (cuadro 6), se debió, fundamentalmente a dos decisiones de la Junta Monetaria (71). La primera, ya comentada, fue el aumento de 10 a 15% en el descuento con que el Banco de la República adquiría los certificados antes de su maduración y la ampliación de este plazo de treinta días a noventa días. La segunda causa obedeció a las mayores restricciones en la utilización de los certificados establecidas por la Resolución 46, limitaciones que entraron en vigencia a partir del 14 de julio (V. cuadro 8). Con anterioridad a esta medida los importadores podían traer al Banco de la República certificados adquiridos en su totalidad en el mercado. Con la Resolución 46 el importador se vio obligado a adquirir certificados de cambio directamente en el Emisor, congelando pesos en cuantía del 40% del valor en moneda extranjera de las licencias de cambio para productos de utilización inme-

diata, incluyendo materias primas y bienes de consumo, o por un 60% cuando se tratara de otros giros al exterior (bienes de capital, servicios, . . .). En esta forma se redujo la demanda de certificados en el mercado y se produjo una contracción adicional en el monto de circulante congelado. El efecto de la medida sobre el costo de las importaciones dependerá de qué tanto se reduce el precio del certificado en el mercado, ya que aunque los importadores pueden adquirir un porcentaje menor de certificados en el mercado, ahora es posible que los adquieran con un mayor descuento.

Una vez la rentabilidad de los certificados alcanzó su máximo a finales de agosto, comenzó a descender en forma más bien rápida durante septiembre y parte de octubre. Esta baja en la rentabilidad seguramente obedeció a la entrada de grupos importantes de inversionistas, no ya solamente de importadores, atraídos por las buenas rentabilidades alcanzadas en agosto (72). Además, la demanda por certificados se vio incrementada por la ampliación en sus posibilidades de utilización para el pago de préstamos externos. A partir del 21 de septiembre, la Resolución 59 de la Junta facultó a la Oficina de Cambios del Banco de la República "para autorizar licencias de cambio sin el requisito de la consignación del 60% establecido por . . . la Resolución 46 de 1977" cuando se destinaran al pago anticipado de préstamos externos a particulares (artículos 128 y 131 del Estatuto Cambiario), préstamos registrados bajo el artículo 132 del Estatuto y para la cancelación de deudas de importaciones de bienes de capital.

La demanda por certificados también se vio incrementada por las compras que efectuó ECOPETROL para cubrir el pago de la deuda externa con los fondos liberados, al ser exceptuada de la constitución del depósito para la obtención de licencias de cambio de que trata la Resolución 53 de 1976 (Resolución 58 de 1977 de la Junta Monetaria).

Finalmente, en las últimas semanas de octubre se observó una tendencia del descuento a aumentar, llevando a tasas de rentabilidad bastante por encima de las tasas de interés del mercado. A pesar de esto no se produjeron transferencias importantes de otros activos financieros, los cuales continuaron creciendo rápidamente. En efecto durante 1977, los cuasi-dineros (73) crecieron aproximadamente un 33%. Aunque esta tasa fue inferior a las alcanzadas en años anteriores, no deja de ser bastante elevada.

(70) Véanse las notas de pie del cuadro 4. La tasa de devaluación ciertamente no presentaba un incentivo apreciable, ya que durante todo el año se registraría la más baja devaluación desde la iniciación del sistema de devaluaciones graduales llegando solamente al 4,52%. El incentivo del papel está en el descuento con que se negocie.

(71) Por el lado de la oferta de certificados, la reanudación de las ventas de café y el consecuente aumento de los reintegros en agosto también influyó en que el margen de descuento y la rentabilidad de estos títulos aumentara.

(72) Además de la facilidad para evadir impuestos.

(73) Incluye depósitos de ahorro, certificados de depósito a término y depósitos en corporaciones de ahorro y vivienda.

CUADRO 6

Rendimiento de los certificados de cambio

(Pesos por US\$)

Periodo	Cotización oficial	Cotización con descuento (1)	Cotización Bolsa (2)	Rentabilidad % (Incluye devaluación)	
1977 Abril (3)	22 ...	36,50	32,85	36,00	18,00
	29 ...	36,50	32,85	36,00	18,00
Mayo	6 ...	36,50	32,85	36,29	7,19
	13 ...	36,50	32,85	36,40	3,35
	20 ...	36,50	32,85	36,40	3,35
	27 ...	36,50	31,03(4)	36,29	7,19
Junio	3 ...	36,50	31,03	36,20	7,26
	10 ...	36,50	31,03	36,14	8,58
	16 ...	36,50	31,03	36,01	11,20
	24 ...	36,50	31,03	36,10	11,07
Julio	1 ...	36,50	31,03	35,93	14,17
	8 ...	36,50	31,03	35,63	18,43
	15 ...	36,50	31,03	34,70	32,37
	22 ...	36,52	31,04	34,63	34,14
	29 ...	36,54	31,06	33,95	46,46
Agosto	5 ...	36,59	31,10	34,19	42,72
	12 ...	36,63	31,14	34,17	43,98
	19 ...	36,71	31,20	34,08	46,15
	26 ...	36,77	31,25	33,91	49,90
Septiembre	2 ...	36,84	31,31	34,42	41,63
	9 ...	36,89	31,36	34,65	38,79
	16 ...	36,98	31,43	34,69	39,66
	23 ...	37,06	31,50	34,81	39,61
	30 ...	37,14	31,57	35,00	38,37
Octubre	7 ...	37,17	31,59	35,54	30,99
	14 ...	37,22	31,64	35,55	30,83
	21 ...	37,27	31,68	35,10	37,97
	28 ...	37,35	31,75	35,00	39,81
Noviembre	4 ...	37,37	31,76	35,00	40,12
	10 ...	37,43	31,82	34,90	42,33
	18 ...	37,47	33,72(5)	35,19	38,27
	25 ...	37,52	33,77	35,20	38,56
Diciembre	2 ...	37,55	33,80	35,18	39,61
	9 ...	37,61	33,85	35,38	37,17
	16 ...	37,71	33,94	35,31	38,84
	22 ...	37,80	34,02	35,21	41,31*

(1) Representa el precio de compra por parte del Banco de la República el mismo día de su expedición y de acuerdo a los descuentos vigentes en cada fecha. (2) Ultimo precio de la semana para certificados con vencimiento a noventa días. (3) De acuerdo a la Resolución 25 de 1977 de la Junta Monetaria a partir del 20 de abril el Banco de la República adquirirá los certificados de cambio que tengan menos de treinta días de expedidos aplicando un descuento del 10% sobre la tasa que registre el mercado de certificados el día de la compra. Cuando los certificados de cambio tengan más de treinta días de expedidos serán adquiridos sin descuento al precio que registre el mercado de certificados el día de la compra. Para el cálculo de rentabilidad (R) tenemos:

$$R_{30} = \left( \frac{\infty_{t+30} - CB_t}{CB_t} \right)$$

$$R_{360} = (1 + R_{30})^{12} - 1$$

en donde:

$\infty_{(t+30)}$  = Cotización oficial treinta días después de expedido el certificado.

$CB_t$  = Cotización de la Bolsa en t.

(4) La Resolución 32 de 1977 de la Junta Monetaria amplió el plazo para la adquisición de los certificados de cambio por parte del Banco de la República a noventa días y aumentó el descuento para aquellos que se adquirieran antes de ese plazo a 15%. Para el cálculo de la rentabilidad tenemos:

$$R_{90} = \left( \frac{\infty_{t+90} - CB_t}{CB_t} \right) \quad y$$

$$R_{360} = (1 + R_{90})^4 - 1$$

(5) La Resolución 64 de 1977 de la Junta Monetaria redujo a partir del 16 de noviembre el descuento a 10% manteniendo invariable el plazo de los noventa días. \* Ultimo día de movimiento en el año en la Bolsa de Bogotá.

Al finalizar el año la Junta Monetaria redujo el descuento aplicable a los certificados que se redimieran antes de noventa días a 10%, a la vez que permitió constituir hasta diez puntos porcentuales del depósito previo a la nacionalización de las mercancías de que trata la Resolución 53 de 1976 en certificados de cambio (Resolución 64 de la Junta Monetaria). Estas medidas, junto con la autorización dada al Banco de la República para intervenir los depósitos de los establecimientos públicos de la Resolución 15 en títulos valores, buscaban aumentar la demanda por certificados y reducir así su descuento y su rentabilidad. Estas disposiciones tuvieron algún efecto, pero aún así la rentabilidad de estos títulos sigue estando por encima de los demás papeles del mercado.

b) Depósitos previos

Además de las medidas ya discutidas, como por ejemplo, la que autorizó constituir un porcentaje de los depósitos de la Resolución 53 de 1976 en certificados, cabe señalar que los depósitos previos jugaron un papel importante en el esfuerzo contraccionista. Estos fueron de dos clases, los depósitos previos a la solicitud de la licencia de cambio (Resoluciones 30 y 46 de 1977 de la Junta Monetaria) y los depósitos de importación previo a la nacionalización de la mercancía (Resolución 53 de 1976 de la Junta Monetaria). Como se observa en el cuadro 9, estos depósitos en moneda nacional (no incluye el porcentaje que puede constituirse en certificados de cambio) alcanzaron a congelar un monto importante de recursos, sin que se viera afectado mayormente el ritmo de importaciones, ya que los mayores costos financieros de estos encajes se compensaron por el ritmo lento de devaluación de la tasa de cambio y por el descuento con que los importadores podían obtener los certificados de cambio.

5 — Efecto monetario del sector externo.

En el cuadro 10 se presenta una cuantificación lo más exacta posible de la esterilización aplicada por las autoridades monetarias sobre los diferentes componentes de la base. El procedimiento seguido corresponde a la exposición teórica hecha en el numeral 5) de la sección II. Dado que no se trata de cambios infinitamente pequeños como lo requiere el análisis diferencial, se debe trabajar con incrementos, tomando en cuenta los diferentes términos de interacción (74).

Partiendo de la información contenida en el cuadro 10, podemos calcular los coeficientes de esterilización (s) para 1976 y 1977. Este coeficiente debe captar la menor expansión de la base monetaria como resultado de las acciones

(74) Por ejemplo en vez de hablar de  $dM = K dB + B dk$ , tendríamos:  $\Delta M = k \Delta B + B \Delta k + \Delta k \Delta B$ . El término de interacción ( $\Delta k \Delta B$ ) complica un tanto el álgebra, pero el análisis no se modifica.

CUADRO 7

## Cotizaciones del certificado de cambio, 1977 - Datos de los bancos comerciales y de la Bolsa de Bogotá

(Pesos por US\$)

	Abril		Mayo		Junio		Julio		Agosto		Septiembre		Octubre		Noviembre		Diciembre	
	Compra	Bolsa	Compra	Bolsa	Compra	Bolsa	Compra	Bolsa	Compra	Bolsa								
1.....	36,59	—	—	—	36,50	35,98	36,50	35,93	36,54	34,00	36,92	34,25	—	—	—	—	37,55	35,20
2.....	—	—	36,50	36,00	36,50	36,20	—	—	36,56	34,02	36,84	34,42	—	—	37,37	35,00	37,55	35,18
3.....	—	—	36,50	36,00	36,50	36,20	—	—	36,56	33,90	—	—	37,14	35,06	37,37	35,00	—	—
4.....	36,59	—	36,50	36,09	—	—	36,50	35,80	36,59	34,03	—	—	37,14	35,37	37,37	35,00	—	—
5.....	36,59	—	36,50	36,14	—	—	36,50	35,65	36,59	34,19	36,84	34,41	37,14	35,53	—	—	37,58	35,24
6.....	36,59	—	36,50	36,29	36,50	36,20	36,50	35,70	—	—	36,87	34,56	37,14	35,55	—	—	37,61	35,25
7.....	—	—	—	—	36,50	36,15	36,50	35,65	—	—	36,80	34,61	37,17	35,54	37,37	35,00	37,61	35,35
8.....	—	—	—	—	36,50	36,11	36,50	35,63	36,61	34,17	36,89	34,60	—	—	37,40	35,00	—	—
9.....	—	—	36,50	36,29	—	—	—	—	36,61	34,15	36,89	34,65	—	—	37,40	34,96	37,61	35,38
10.....	—	—	36,50	36,39	36,50	36,14	—	—	36,63	34,20	—	—	37,17	35,60	37,43	34,90	—	—
11.....	36,59	—	36,50	36,40	—	—	36,50	35,50	36,63	34,20	—	—	37,19	35,55	—	—	—	—
12.....	36,59	—	36,50	36,40	—	—	36,50	35,46	36,63	34,17	36,92	34,60	—	—	—	—	37,61	35,35
13.....	36,55	—	36,50	36,40	36,50	36,10	36,50	35,43	—	—	36,94	34,60	37,19	35,56	—	—	37,64	35,35
14.....	36,52	—	—	—	36,50	36,10	36,50	35,15	—	—	36,96	34,60	37,22	35,55	37,43	34,90	37,64	35,39
15.....	36,50	—	—	—	36,50	36,10	36,50	34,70	—	—	36,96	34,60	—	—	37,43	34,90	37,68	35,35
16.....	—	—	36,50	36,40	36,50	36,01	—	—	36,63	34,20	36,90	34,69	—	—	37,43	34,93	37,71	35,31
17.....	—	—	36,50	36,40	—	—	—	—	36,66	34,20	—	—	37,22	35,55	37,47	35,20	—	—
18.....	36,50	—	36,50	36,40	—	—	36,50	34,80	36,69	34,20	—	—	37,22	35,46	37,47	35,19	—	—
19.....	36,50	—	—	—	—	—	36,50	34,82	36,71	34,08	37,00	34,70	37,22	35,39	—	—	37,74	35,33
20.....	36,50	—	36,50	36,40	36,50	36,10	—	—	—	—	37,00	34,70	37,25	35,23	—	—	37,74	35,30
21.....	36,50	36,00	—	—	36,50	36,10	36,52	34,80	—	—	37,02	34,70	37,27	35,10	37,50	35,15	37,77	35,24
22.....	36,50	36,00	—	—	36,50	36,10	36,52	34,63	36,73	34,00	37,04	34,75	—	—	37,50	35,12	37,80	35,21
23.....	—	—	36,50	36,35	36,50	36,10	—	—	36,73	33,90	37,06	34,81	—	—	37,50	35,22	37,84	—
24.....	—	—	36,50	36,35	36,50	36,10	—	—	36,75	33,93	—	—	37,27	35,00	37,52	35,24	—	—
25.....	36,50	36,00	36,50	36,39	—	—	36,52	34,48	36,75	33,90	—	—	37,30	35,00	37,52	35,20	—	—
26.....	36,50	36,00	36,50	36,38	—	—	36,52	34,42	36,77	33,91	37,06	34,86	37,32	35,00	—	—	37,88	—
27.....	36,50	36,00	36,50	36,29	36,50	36,00	36,54	33,90	—	—	37,09	34,92	37,32	35,00	—	—	37,92	—
28.....	36,50	36,00	—	—	36,50	35,98	36,54	33,88	—	—	37,11	35,00	37,35	35,00	37,52	35,12	37,96	—
29.....	36,50	36,00	—	—	—	—	36,54	33,95	36,79	33,90	37,14	35,00	—	—	37,55	35,01	—	—
30.....	—	—	36,50	35,82	36,50	35,90	—	—	36,79	33,86	37,14	35,00	—	—	37,55	35,08	—	—
31.....	—	—	36,50	35,85	—	—	—	—	36,82	33,91	—	—	37,35	35,00	—	—	—	—

Fuente: Departamento Extranjero y Bolsa de Bogotá. Nota: La cotización suministrada por la Bolsa se refiere al promedio ponderado de los certificados emitidos y negociados en el mismo día.

CUADRO 8

## Movimientos de la cuenta de certificados de cambio (1)

(Miles de US\$)

	1 Saldo inicial	2 Emitidos	Compras			4 Giros uti- lizados (3)	5 Otros (2)	6 Saldo final
			Sin descuento	Con descuento	3 Total			
1977 Junio .....	116.002	170.523	62.265	570	62.835	133.183	-13.913	76.594
Julio .....	76.594	155.415	10.136	207	10.343	115.553	7.773	113.886
Agosto .....	113.886	171.404	7.154	129	7.283	98.429	-3.327	176.251
Septiembre .....	176.251	170.016	7.470	326	7.796	89.673	8.547	257.345
Octubre .....	257.345	155.802	28.940	373	29.313	96.005	-11.690	276.139
Noviembre .....	276.139	192.400	72.223	646	72.869	112.295	-695	282.680
Diciembre .....	282.680	279.350	58.084	4.193	62.277	154.848	8.172	353.077

(1) Saldo inicial + emitidos - compras - giros - otros = saldo final. (2) Incluye el movimiento neto de operaciones por concepto de: fraccionamiento, traspaños y consignaciones entre las diferentes sucursales. (3) Para diciembre aproximadamente US\$ 7.666.000 se giraron con cargo a los recursos de la Resolución 63 de 1976, constituidos según lo dispuesto en la Resolución 64 de 1977.

de política tomadas, tendientes a neutralizar el efecto del superávit cambiario.

El coeficiente de esterilización (s) se calculó de la siguiente manera:

a) al incremento de las reservas internacionales netas (ajustadas) se le dedujo el valor de las operaciones efectuadas durante el año con cargo a: los certificados de cambio colocados, el saldo no utilizado a favor del gobierno (Tesorería General), la inversión en certificados de cambio con recursos depositados en el Banco de la República (FAVI y depósitos de entidades oficiales nacionales) y el monto congelado en depósitos previos (para solicitar licencias de cambio y previos a la nacionalización de la importación). El saldo resultante corresponde al incremento en reservas que efectivamente se monetizó.

b) El resultado anterior se divide por la variación absoluta de la base a fin de obtener el coeficiente de esterilización.

Una vez efectuadas las operaciones anteriores encontramos que para 1977 el valor incremental de (s) fue de, 517, aproximadamente. Es decir, solamente un 51,7% del superávit cambiario se tradujo efectivamente de la base. Ante el aumento sin precedentes en las reservas internacionales experimentado por el país en 1977, el valor del coeficiente de esterilización pone de presente el esfuerzo contractionista realizado.

CUADRO 9

**Depósitos por importaciones**

(Millones de pesos)

Fin de:	Imp. y exp.	Res. 21/73	Res. 53/76	Res. 72/73	Res. 30/77	Res. 46/77
1977 Enero	16,1	20,4	1.487,3	45,7	—	—
Febrero	15,2	20,3	2.078,3	43,0	—	—
Marzo	14,4	20,2	2.523,5	41,4	—	—
Abril	14,2	20,2	2.990,8	38,7	—	—
Mayo	13,4	20,0	3.367,9	35,9	—	—
Junio	11,0	19,8	3.495,5	35,6	—	—
Julio	10,8	19,7	3.957,7	34,2	21,3	922,4
Agosto	10,6	18,3	4.296,4	33,6	65,6	1.431,3
Septiembre	7,7	18,1	4.494,0	32,6	70,8	1.398,1
Octubre	7,7	18,1	4.484,3	32,4	110,2	1.386,3
Noviembre	7,6	18,1	4.409,2	30,5	132,4	1.548,8
Diciembre	7,5	18,0	3.755,4	28,6	181,8	1.109,9

**6 — Crédito interno.**

Las colocaciones de los bancos crecieron a un ritmo satisfactorio durante 1977, llegando a presentar un incremento cercano a 42% en el año. Dentro de esta evolución del crédito interno se destaca la creciente participación de los préstamos con recursos del Banco de la República y de los fondos financieros. Así, al finalizar 1977, estos dos componentes llegaban a representar un 42,3% del total de las colocaciones de los bancos comerciales, mientras que esta participación era de solo 35% en diciembre de 1973.

CUADRO 10

**Efecto del coeficiente de esterilización**

(Millones de pesos)

	Base monetaria		Variación absoluta	Participación %
	Dic. 31/76	Dic. 31/77		
<b>I—Reservas internacionales netas - ajustadas</b>	<b>39.939</b>	<b>65.808</b>	<b>25.869</b>	<b>119,73</b>
a) Reservas internacionales netas (1)	39.939	62.681	22.742	106,08
b) Ajuste cambiario (2)	—	2.927	2.927(5)	13,65
<b>II—Efecto coeficiente de esterilización (3)</b>	<b>-1.323</b>	<b>-15.912</b>	<b>-14.589</b>	<b>-68,05</b>
a) Certificados de cambio colocados - Ajustados	-268	-12.799	-12.531	-58,45
b) Saldo a favor del gobierno	-143	-576	-433	-2,02
c) Inversión en certificados de cambio - recursos en el Banco de la República	—	2.564	2.564	11,96
d) Depósitos previos de importación	-912	-5.101	-4.189	-19,54
<b>III—Crédito interno neto (4)</b>	<b>14.810</b>	<b>25.169</b>	<b>10.359</b>	<b>48,32</b>
<b>Total base monetaria</b>	<b>53.426</b>	<b>74.865</b>	<b>21.439</b>	<b>100,00</b>

(1) (Be) contabilizadas a \$ 38 por dólar. (2) Correspondiente a la diferencia entre la contabilización de (Be) a \$ 38 por dólar y la tasa de cambio promedio de adquisición de divisas; 34,26 para diciembre de 1976 y 35,86 para diciembre de 1977. (3) Efecto compensatorio de la monetización de divisas. (4) (Bi) incluye crédito sectorial y pasivos no monetarios con excepción de lo correspondiente a la nota (3). (5)  $(Be_{77}) \times \Delta r_1$ , donde  $\Delta r_1$  es equivalente al incremento anual en la tasa de cambio promedio.

Un aspecto que vale la pena resaltar es el rápido crecimiento de las colocaciones con recursos del Banco de la República. Estos recursos se triplicaron durante el año, pasando de \$ 5.193 millones al finalizar 1976 a \$ 15.957 millones en diciembre de 1977. El rápido crecimiento de estas financiaciones resulta del cupo concedido al IDEMA dentro del marco establecido por las Resoluciones 56 y 59 de 1976, por el cupo hasta US\$ 95 millones para el redescuento de préstamos concedidos por los establecimientos de crédito a ECOPETROL (Resolución 28 de 1977 de la Junta Monetaria), por la utilización del cupo de la Resolución 11 de 1976 de la Junta Monetaria, para el redescuento de préstamos para la adquisición de propiedades de inversionistas extranjeros, por el redescuento de bonos de prenda (Resolución 48 de 1977 de la Junta Monetaria) y por la utilización del cupo de la Resolución 49 de 1976 de la Junta Monetaria y otros cupos especiales, además del FDE.

Igualmente, los créditos otorgados a través de los fondos financieros, en particular aquellos que se canalizan a través del Fondo Financiero Agropecuario, y del Fondo de Desarrollo Eléctrico, presentaron aumentos sustanciales. Respecto al primero, fue política deliberada del gobierno incrementar la financiación dirigida al sector agropecuario, buscando incrementar la oferta de alimentos. Como se observa en el cuadro 11, el efecto de estos mayores cupos de redescuento fue un debilitamiento importante de las medidas de control a la expansión de la liquidez de la economía. Respecto al FFAP, la Junta Monetaria había tomado medidas desde finales de 1976 (Resolución 79 de 1976) tendientes a superar la situación deficitaria de este

Fondo, modificando las condiciones de la suscripción de títulos de fomento agropecuario. El efecto de esa disposición se observa en el cuadro 11, al incrementarse sus disponibilidades a partir de marzo en cerca de \$ 1.000 millones. Sin embargo, a partir de mayo, el financiamiento del FFAP supera en forma creciente las disponibilidades, con un efecto expansionista que llegó a superar los \$ 2.500 millones al finalizar el año, a pesar de las medidas que se tomaron para incrementar sus recursos propios. Con este fin, la Junta Monetaria elevó en tres puntos el porcentaje de suscripción en títulos de fomento agropecuario de la clase "A" y modificó la base de cómputo para el ajuste trimestral de esta inversión, a partir de octubre (Resolución 54 de la Junta Monetaria). Sin embargo, la Resolución 56 redujo el porcentaje de suscripción de los bancos a 16,5%. Esta reducción en la suscripción de títulos por parte de los bancos fue compensada con la Resolución 57.

Así, mediante la Resolución 57 y el Decreto 2175 de 1977 se obligó a los bancos Cafetero y Ganadero invertir el

6% de sus colocaciones en títulos de fomento agropecuario de la clase "B".

A pesar de los anteriores esfuerzos por dotar al FFAP de mayores disponibilidades, el año terminó con un déficit cuantioso debido al rápido crecimiento del financiamiento otorgado.

En cuanto a los demás fondos, el FDE y el FFI fueron deficitarios y el Fondo de Obras Públicas y el FAVI fueron superavitarios, para un efecto monetario global expansionista de \$ 4.317 millones al finalizar 1977.

Las numerosas disposiciones existentes sobre cupos y el deseo de canalizar una proporción creciente de las colocaciones bancarias a través del crédito dirigido de los fondos financieros, imponen restricciones adicionales a los esfuerzos de control monetario.

CUADRO 11

**Expansión primaria efectiva a través de redescuentos de los fondos financieros**

(Millones de pesos)

Fin de:	FFAP			FFI			FFOOP			FDE			FAVI		
	Disponibilidad	Financiamiento	Neto (1)												
1977 Enero .....	5.539	5.966	-427	752	1.119	-367	363	208	155	60	3	57	2.783*	—	2.783
Febrero .....	5.542	5.669	-127	855	1.104	-249	288	207	81	240	242	-2	4.102*	—	4.102
Marzo .....	6.530	6.037	493	926	1.148	-222	288	207	81	488	386	82	4.182*	—	4.182
Abril .....	6.494	6.209	285	991	1.195	-204	285	206	79	618	569	49	4.824*	273	4.551
Mayo .....	6.562	6.729	-167	1.087	1.196	-109	284	200	84	688	994	-306	4.770*	385	4.385
Junio .....	6.566	7.111	-545	1.174	1.238	-64	276	193	83	808	1.312	-504	4.839*	406	4.434
Julio .....	6.516	7.110	-594	1.250	1.284	-34	274	187	87	961	1.755	-794	4.912*	265	4.647
Agosto .....	6.345	7.872	-1.527	1.321	1.350	-29	270	187	83	1.061	1.942	-881	5.144*	101	5.043
Septiembre .....	6.285	8.465	-2.180	1.336	1.399	-63	253	185	68	1.141	2.058	-917	5.280*	375	4.905
Octubre .....	6.249	9.136	-2.887	1.520	1.486	34	253	185	68	1.150	2.391	-1.241	5.206	718	4.488
Noviembre .....	7.558	9.745	-2.187	1.547	1.592	-45	240	180	60	1.150	2.614	-1.464	5.200	1.622	3.578
Diciembre .....	7.681	10.257	-2.576	1.564	1.716	-152	210	177	33	1.150	3.270	-2.120	5.100	4.602	498

(1) (-) Expansión; (+) Contracción. \* Incluye títulos de encaje.

**7 — Operaciones en el mercado monetario.**

En 1977 no jugó ningún papel importante el incipiente sistema de operaciones de mercado abierto que había iniciado en años anteriores la Tesorería General de la República, mediante el remate de PAS. Sin duda, la operación más importante efectuada en el mercado monetario, estuvo representada por la introducción del sistema de certificados de cambio ya comentada.

En cuanto a los papeles del Banco de la República, cabe resaltar la pérdida de competitividad frente a los demás papeles del mercado, de ahí que las únicas transacciones importantes hayan estado representadas por la adquisición de títulos canjeables por certificados de cambio

hechas por la Federación Nacional de Cafeteros con base en los acuerdos con el gobierno.

Como se observa en el cuadro 12, la congelación de recursos alcanzó un máximo en el mes de mayo, con una captación total de \$ 10.108 millones, de los cuales \$ 6.596 millones correspondieron al Fondo Nacional del Café y \$ 1.406 millones al Fondo Nacional para el Desarrollo Cafetero. Estas inversiones habrían de reducirse drásticamente durante el segundo semestre de 1977, hasta el punto de que el Fondo Nacional del Café terminaría el año con una suscripción de solo \$ 26 millones. La desinversión acelerada de estos recursos obedeció a las necesidades financieras para la compra de la cosecha y el elevado ritmo de acumulación de inventarios por parte del Fondo, como consecuencia del retiro de los exportadores privados del merca-

do de café. Esta acelerada monetización de los títulos canjeables llevó a que la autoridad monetaria tomara algunas de las medidas compensatorias (Elevación de encajes. . .) discutidas anteriormente.

Infortunadamente, no se dispone de información

sobre el monto de certificados de cambio en poder de la Federación, ya que, dada la mayor rentabilidad de estos frente a los títulos, seguramente prefirieron monetizar inicialmente estos últimos antes de acudir a la venta de los certificados en la Bolsa.

CUADRO 12  
Títulos canjeables

(Millones de pesos)

Fin de:	Federación Nacional de Cafeteros				Personas jurídicas						
	Fondo Nacional del Café	Fondo de Sustentación TAC	Fondo Nacional de Desarrollo Cafetero	Respaldo bonos cafeteros	Total	Bancos	FAVI	Empresas	Total	Personas naturales	Total
1975 Diciembre	790	—	—	—	790	28	—	109	137	3	930
1976 Diciembre	2.597	1.066	—	—	3.663	41	—	262	303	16	3.982
1977 Enero	3.433	1.351	—	—	4.784	45	—	266	311	18	5.113
Febrero	5.107	1.172	—	—	6.279	43	—	268	311	16	6.806
Marzo	7.083	1.298	474	—	8.855	36	—	247	283	16	9.154
Abril	7.222	772	1.168	146	9.308	35	1.195	194	1.424	14	10.746
Mayo	6.596	680	1.406	—	8.682	33	1.220	165	1.418	8	10.108
Junio	3.517	644	1.406	—	5.567	—	1.240	236	1.476	7	7.060
Julio	969	727	1.406	—	3.102	10	1.252	229	1.491	6	4.599
Agosto	441	605	1.406	—	2.452	10	1.300	176	1.486	4	3.942
Septiembre	39	367	1.406	—	1.812	1.136	1.340	171	2.647	4	4.463
Octubre	39	—	317	—	356	1.568	1.314	202	3.084	3	3.443
Noviembre	39	—	—	—	39	2.309	1.301	45	3.655	3	3.697
Diciembre	26	—	—	—	26	2.529	326	32	2.887	4	2.917

#### 8 — Consideraciones finales

Si como lo señala Friedman "la inflación es en todo momento y en todo lugar un fenómeno monetario", cabría esperar que el remedio también estuviera en manos del Banco Central. Sin embargo, como se mencionó en la sección II de este ensayo, la conexión entre la oferta de dinero y el nivel de gasto está lejos de ser directa; así, seguramente, las medidas contraccionistas tomadas durante 1977 fueron en alguna medida atenuadas tanto por aumentos en la velocidad de circulación como por sustituciones entre activos financieros. Tampoco podía esperarse que las mayores tasas de interés indujeran reducciones importantes en la demanda agregada, aunque no debe olvidarse el papel que estas juegan en la asignación del recurso y en la generación de ahorro. A este respecto se ha optado por tratar de compatibilizar el control monetario con la preasignación de recursos, por razones que ya se mencionaron.

Los puntos anteriores seguramente se tuvieron en cuenta en el establecimiento del programa de estabilización de 1977, pero el problema central que se debió enfrentar fue el de cómo manejar la muy probable monetización de un

aumento muy considerable de divisas, habida cuenta de un reducido margen de maniobra por el lado de los instrumentos tradicionales de control. Sin duda, la innovación fundamental fue la implantación del régimen de los certificados de cambio, con un éxito indudable al esterilizar cerca de \$ 14.000 millones. Expresado en términos del coeficiente de esterilización desarrollado y cuantificado en este trabajo, las autoridades monetarias lograron impedir la monetización de 48,3% del superávit cambiario de este año (75). Este esfuerzo fue sumamente importante dado el incremento sin precedentes de los ingresos por exportaciones. Visto en estos términos, las intenciones de política ciertamente lograron resultados muy satisfactorios. O si se considera la desaceleración del ritmo de inflación, los resultados también fueron notables aunque no se pueden atribuir exclusivamente a la política monetaria sino en forma muy importante a la respuesta de la oferta agregada y en particular a la oferta de alimentos.

(75) Es decir por cada peso adicional que se generaba en la balanza de pagos, solamente 51,7 centavos se traducían efectivamente en aumentos de base.