

# EL PAPEL DEL BANCO DE LA REPUBLICA EN LA POLITICA DE ESTABILIZACION

CONFERENCIA DICTADA POR EL DOCTOR RAFAEL GAMA QUIJANO, GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPUBLICA, EN EL SEMINARIO DE OPERACION DESARROLLO\*

## 1. INTRODUCCION

El objeto central de la política económica durante el periodo de 1976 a 1980 ha sido el de neutralizar los efectos monetarios de la gran acumulación de divisas para evitar el aceleramiento del proceso inflacionario. Como es conocido, los altos ingresos externos provinieron fundamentalmente de un alza súbita en los precios internacionales del café, del mayor volumen de exportación del grano, del incremento de las exportaciones menores y de la entrada de flujos externos de capital. La combinación de estos factores expansivos llevaron a que las reservas internacionales pasaran de US\$ 547 millones en 1975 a US\$ 5.416 millones en 1980.

### Superávit o déficit en cuenta corriente de la balanza cambiaria y reservas internacionales netas

(Millones de US\$)

Años	Superávit o déficit (-) en cuenta corriente (1)	Reservas internacionales netas	
		Saldo (2)	Variación
1970	-59	152,0	55,3
1971	-109	170,4	18,4
1972	3	345,2	174,8
1973	69	515,9	170,7
1974	-112	429,4	-86,5
1975	30	547,3	117,9
1976	682	1.165,8	618,5
1977	827	1.829,6	663,8
1978	820	2.481,8	652,2
1979	1.134	4.105,9	1.624,1
1980	735	5.416,0	1.310,1

(1) Bienes, servicios y transferencias. (2) Al fin de cada año.  
Fuente: Banco de la Republica.

El gobierno consideró prudente acumular las cuantiosas divisas adicionales que estaba recibiendo el país. Esta decisión se tomó pensando en que la bonanza del sector externo sería transitoria y en que, por tanto, las divisas acumuladas servirían para financiar las importaciones cuando el precio del café y otros productos de exportación declinaran y el de los hidrocarburos alcanzaran niveles muy elevados.

Para acumular divisas sin afectar significativamente el nivel de precios, fue necesario poner en marcha un plan de

estabilización, en el que, para formularlo y ejecutarlo, ha intervenido activamente el Banco de la República. La institución participa en la formulación general de la política económica y más específicamente en el diseño de la política financiera y cambiaria, puesto que sus directivos son parte integrante de los organismos de donde emanan las orientaciones en materia cambiaria, monetaria y crediticia, entre otras. Es, pues, evidente la directa injerencia del Banco de la República en los anotados aspectos de formulación y ejecución de la política de estabilización.

La finalidad estabilizadora ha descansado en forma creciente en las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, diseñadas, en alto grado, para lograr que la irrigación de liquidez a la economía se adecúe a las cambiantes necesidades del sector productivo y para que la mayor disponibilidad de ahorro entre a sustituir la creación de dinero como fuente o modo de financiar la inversión.

## 2. LA POLITICA MONETARIA Y CREDITICIA COMO ELEMENTOS DEL PLAN DE ESTABILIZACION

**El crédito de fomento.** El plan de estabilización debía no solo atenuar el efecto expansivo del superávit cambiario sobre la demanda, sino también eliminar la creación inflacionaria de dinero para financiar los fondos financieros administrados por el Banco de la República. Es así como al comenzar el año de 1978 se habían creado las condiciones para que el ahorro sustituyera las emisiones monetarias como fuente de aquel financiamiento de los fondos. En efecto, la bonanza del sector externo y el fortalecimiento de los diversos sectores productivos durante 1978, dotaron al país de abundantes ahorros adicionales, parte de los cuales debían ser encauzados al financiamiento de actividades prioritarias fomentadas por el Banco de la República. Basta con mencionar aquí que la relación entre ahorro financiero y producto interno bruto —comúnmente denominado índice de profundidad financiera— aumentó de 10,2 en 1975 a 16,1 en 1978 y a 18,2 en 1980. Este aumento en esa relación ha obedecido a que el promedio de la tasa de crecimiento del ahorro financiero ha sido superior a la del producto, lo cual ha permitido aumentar el financiamiento para inversión productiva. Esa mayor disponibilidad de ahorro se ha destinado al crédito de fomento.

\* El Seminario fue organizado por la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, FEDESARROLLO.

## Saldos y tasas de crecimiento de los principales documentos de ahorro financiero

(Millones de pesos)

	Promedio 1977-1979		Diciembre 1980	
	Saldo	Crecimiento anual %	Saldo	Crecimiento anual %
Ahorro transferible	121.346	34,6	237.933	56,2
Ahorro no transferible	21.794	99,6	38.386	44,7
Ahorro total (AT)	143.140	39,0	276.319	54,5
Coefficiente de profundidad financiera AT/PIB	15,2		18,2	

En 1978, al elevarse los encajes para los bancos y corporaciones financieras sobre fondos captados mediante certificados de depósito a término, se dispuso que los recursos de ese mayor encaje podían invertirse en bonos emitidos por el Banco de la República para financiar al Fondo Financiero Agropecuario. Esos bonos (denominados títulos, de la Resolución 39 de 1978) tenían un rendimiento nominal del 21% (elevado posteriormente al 25%), lo cual los hizo altamente atractivos para los intermediarios financieros; así, la colocación de esos bonos ascendió a \$ 3.005 millones en 1979 y a \$ 6.598 millones en 1980. El cuadro muestra la evolución del origen de las disponibilidades de los fondos financieros.

### Origen de las disponibilidades de los fondos financieros (1)

	Diciembre 1976	Diciembre 1980
<b>Saldos (millones de pesos)</b>		
Recursos internos (2)	8.907	39.248
Recursos externos (3)	2.302	4.402
Total de disponibilidades	11.209	43.650
<b>Tasas anuales de crecimiento</b>		
Recursos internos (2)	24,7	39,7
Recursos externos (3)	7,1	9,1
Total de disponibilidades	20,6	35,8
<b>Participación porcentual</b>		
Recursos internos (2)	79,5	89,9
Recursos externos (3)	20,5	10,1
Total de disponibilidades	100,0	100,0

(1) Incluye FFAP, FFI, FAVI, FIP, FDE. (2) Hace referencia a recursos de ahorro interno y a capitalización de utilidades. (3) Corresponde a créditos externos.

En él se aprecia considerable aumento del ahorro doméstico transferible como una de las fuentes de recursos para el crédito de fomento durante 1977 y años subsiguientes. Lo más significativo es que el ahorro interno haya aumentado, y disminuido el crédito externo su participación como fuente de financiamiento de los fondos financieros.

Los títulos de la Resolución 39 (se denomina así el mecanismo de traslado de CDT de bancos y corporaciones al crédito de fomento) se destinaron inicialmente, como se dijo, a la financiación del Fondo Financiero Agropecuario. Su dinámico crecimiento permitió, sin embargo, que en

1980 y 1981 parte de los recursos captados por ellos pudieran ser canalizados a financiar también el Fondo Financiero Industrial y el Fondo de Desarrollo Eléctrico, fondo este último cuya importancia en la actualidad no se discute.

El objetivo de financiar el crédito de fomento con ahorro más que con emisiones monetarias, facilitó asimismo la eliminación del encaje marginal del 100%, lo que se hizo efectivo en febrero de 1980. En efecto, al reducirse del 100% al 50% el encaje sobre incrementos de depósito a partir de ese mes, se devolvía a los bancos la capacidad crediticia restringida de tiempo atrás. De esta manera los préstamos del sistema bancario aumentaron un 45% durante 1980 al paso que el promedio en la tasa de crecimiento para el periodo 1977-1979 fue del 27%.

### Colocaciones

Años	Variación %		
	Saldo	Mensual	Año completo
1977	93.437	3,1	40,9
1978	116.367	3,1	24,5
1979	136.252	1,4	17,1
1980 (1)	198.314	10,0	45,5

(1) Cifras provisionales a 27 de diciembre.

Al recobrar su dinamismo las colocaciones del sistema bancario, se aumentó la colocación de Ley 5a., debido a que estos títulos deben representar el 16,5% de las colocaciones del sistema. De este modo, los bonos de Ley 5a. suscritos por los bancos comerciales mostraron una tasa de crecimiento del 35% en 1980, mientras que la tasa para el periodo 1977-1979 fue, en promedio anual, de 29%. Los fondos captados mediante la suscripción de títulos de Ley 5a. deben destinarse a financiar el Fondo Financiero Agropecuario por fuerza de la misma ley; de este modo, la reducción en encajes para depósitos en cuenta corriente permitió sustituir la creación de dinero del Banco de la República por recursos del sistema bancario, como una de las fuentes de financiamiento del FFAP. La evolución en la colocación de bonos de Ley 5a. fue la siguiente, para el periodo 1977-1980:

Años	Colocación de bonos (Ley 5a.) (Millones de \$)
1977	7.558
1978	8.980
1979	11.872
1980	16.070

Otro mecanismo no inflacionario para financiar los Fondos Industriales, Agropecuario y de Desarrollo Eléctrico, lo constituye la colocación de bonos agroindustriales en el mercado de capitales, iniciada en 1979. Esta fuente de financiación para el crédito de fomento difiere de las dos anteriores en dos aspectos importantes: el primero, en cuanto significa la intervención del Banco de la República en el

mercado de capitales, lo cual podría dar lugar a que el emisor tuviera que competir con el sector privado por los recursos disponibles en el mercado financiero; sin embargo, esta competencia no significó una disminución en las fuentes de financiamiento para el sector privado, toda vez que el crédito de fomento, en último término y en una alta proporción, se destina a ese sector. Además, la tasa de crecimiento del ahorro ordinario tradicional, esto es, excluido el ahorro destinado para financiar los fondos financieros, mostró un incremento del 56% en 1980, muy superior a la de cualquier otro año.

Los bonos agroindustriales también difieren de los títulos de la Resolución 39 y, en especial de los de la Ley 5a., en lo que respecta a la tasa de interés. La captación de ahorro por medio de los agroindustriales fue muy dinámica durante 1979, al llegar a un monto de \$ 4.310 millones hacia finales de ese año; la captación fue, sin embargo, lenta durante 1980 como resultado de la elevación en la tasa de interés de los certificados de depósito a término, elevación esta última necesaria para evitar el traslado de recursos del sector financiero a los títulos de participación.

Los títulos de la Resolución 39 y de la Ley 5a., así como los bonos agroindustriales, llegaron a constituir prácticamente la única fuente de financiamiento de los fondos financieros en 1980, con lo cual se logró eliminar del panorama monetario la necesidad de que el Banco de la República emitiera dinero para crédito de fomento. Así, las emisiones para financiar a los fondos se redujeron de \$ 6.648 millones en 1978 a \$ 2.420 millones en 1979 y a \$ 674 millones en 1980. Esta apreciable rebaja en la creación de dinero, contribuyó en forma importante a la política de estabilización, pues se eliminó uno de los orígenes de los excedentes de liquidez que había vivido el país en los últimos años.

Por otra parte, el control a la expansión monetaria no se detuvo en el saneamiento de las fuentes de recursos del crédito de fomento. A dicho control contribuyó también la mayor y más efectiva vigilancia sobre las corporaciones de ahorro y vivienda, ejercida a partir de 1979, y que logró que la relación entre préstamos para vivienda y recursos captados en UPAC se redujera y se ajustara a las normas de prudente y buen manejo financiero. Como consecuencia de este ajuste, y de medidas complementarias, se eliminó el acceso neto de las corporaciones de ahorro y vivienda a los cupos de crédito del FAVI. Así, este Fondo, que había mostrado un déficit de \$ 1.208 millones en 1978, pasó a tener un superávit de \$ 2.249 millones en 1979 y de \$ 7.542 millones en 1980. Estos superávits se utilizaron para atender las bajas estacionales de depósitos. De este modo, el FAVI ya no es una fuerza de expansión monetaria, como lo había sido en el pasado.

La captación de recursos no inflacionarios (esto es, recursos distintos a los obtenidos con emisión monetaria del Banco de la República) para ser utilizados en el llamado crédito de fomento, implicó una elevación en las tasas de interés de captación y de préstamos de los fondos finan-

cieros. Sin embargo, la elevación en aquellas tasas cobradas a los usuarios del crédito de fomento fue inferior a la reconocida por los recursos, debido a que los títulos de la Ley 5a., por cuyo medio se captan los mayores volúmenes de fondos —cuatro veces superiores a los obtenidos mediante los títulos agroindustriales—, tienen una tasa de interés de solo el 8%. Si a esto se agrega que mediante los títulos de la Resolución 39 (cuya tasa de interés es del 21%) se captaron menos de la mitad de los recursos que los obtenidos con los títulos de la Ley 5a., se tiene que el promedio en la tasa de interés sobre préstamos de fomento resulta subsidiada, puesto que es significativamente menor que la que rige en el mercado; por ejemplo, la tasa que cobra actualmente el FFAP a los intermediarios financieros es del 18% y la que éstos pueden cargar a los usuarios finales de estos créditos es alrededor del 21%. Asimismo, la tasa de interés cobrada a los últimos prestatarios de los recursos del FFI y del FIP es aproximadamente del 26% en la actualidad.

Se ha indicado que la tasa de interés sobre préstamos de fomento, aunque aun subsidiada, se ha elevado en los últimos tiempos para poder asegurar un suministro adecuado de financiamiento. Cabe destacar que esta elevación no tiene por qué afectar la producción; en efecto, el costo de los créditos de fomento continúa siendo muy bajo, o aun negativo en términos reales, ya que es apenas ligeramente superior a la tasa de crecimiento en los precios o no alcanza ese nivel. Por eso, el aumento en el costo de estos recursos para actividades de fomento simplemente significa menor subsidio para sus usuarios. Este menor subsidio hace buscar y elegir las actividades más rentables, esto es, las que generen la máxima producción; ahora bien, lograr mayores volúmenes de producción significa contribuir a la política de estabilización, puesto que una oferta más abundante de bienes impide o limita las presiones favorables al alza en los precios.

De este modo, el haber logrado sustituir la creación primaria de dinero por ahorro como fuente de financiación del crédito de fomento y al elevarse moderadamente su costo, se ha contribuido en forma importante a la política de estabilización, especialmente al reducir los excedentes de liquidez para la economía en su conjunto y de ahí los excedentes de demanda, que inciden en el crecimiento de los precios.

**Las operaciones de mercado abierto.** Aparte del saneamiento de las fuentes de recursos del crédito de fomento y la eliminación de la creación de dinero como fuente de recursos para préstamos de las corporaciones de ahorro y vivienda, la política de estabilización se ha centrado cada vez más en las operaciones de mercado abierto.

Desde fines de 1979, el instrumento básico de las operaciones de mercado abierto ha sido el de los títulos de participación, diseñados para captar excedentes de liquidez sin competir con el sector privado por el ahorro financiero de que dispone la economía. El objetivo se ha logrado, pues la

tasa de crecimiento de ese ahorro transferible, esto es, del ahorro que puede canalizarse al financiamiento de las actividades productivas, aumentó apreciablemente más durante 1980 (56%), primer año de plena vigencia de los títulos de participación, que en el periodo de 1977 a 1979, cuando la tasa anual de crecimiento fue del 34%<sub>1</sub>; de otra parte, los recursos captados por esos títulos crecieron algo más de \$ 7.000 millones en 1979 y llegaron a \$ 14.306 millones en 1980, lo que contribuyó a que la tasa de crecimiento del ahorro no transferible, esto es, que el ahorro esterilizado en el banco emisor con el fin de estabilizar la economía creciera significativamente durante los últimos años. Así, su tasa de crecimiento ascendió al 57,6% en 1980. Por lo tanto, las operaciones de mercado abierto han permitido absorber excedentes de liquidez y limitar los de demanda, además de contribuir efectivamente a la política de estabilización sin afectar negativamente la tasa de crecimiento del ahorro del sistema financiero institucional.

### Operaciones en el mercado con documentos del Banco de la República

1979-1980

(Millones de pesos)

Documentos	1979	1980	Variación	
			Absoluta	%
Títulos canjeables netos (1)	4.673	5.540	867	18,6
Certificados de cambio	12.166	12.529	363	3,0
Títulos de participación	7.066	21.372	14.306	202,5
Bonos agroindustriales	4.273	4.959	686	16,1
Total	28.178	44.400	16.222	57,6

(1) Excluye títulos emitidos en poder del FAVI y la re conversión de títulos de participación en estos documentos.

FUENTE: Banco de la República.

Claro está que la intervención del Banco de la República en el mercado monetario con los títulos de participación se ha hecho mediante tasas competitivas de interés, esto es, de las tasas que equilibran la oferta y la demanda de fondos en el mercado. Es del caso mencionar aquí que el éxito logrado en la colocación de los títulos de participación desde su origen en 1979, permitió reducir del 100% al 50% el encaje sobre los aumentos de depósitos a partir de febrero de 1980. Esta apreciable disminución del encaje facilitó a la banca poder aumentar sus préstamos. Ya se ha anotado que la tasa de incremento de las colocaciones bancarias pasó de un 27% anual para el periodo de 1977 a 1979 a un 45% en 1980. Este aumento en la oferta de crédito y en los préstamos moderó las presiones que existían para elevar la tasa de interés.

La esterilización de los excedentes de liquidez se ha logrado no sólo mediante los títulos de participación sino con otros mecanismos como son:

a) El certificado de cambio, por cuyo instrumento se difiere la monetización de parte de los ingresos en divisas. Su importancia relativa ha decrecido como consecuencia de los menores precios del café, los cuales hicieron aconsejable eximir de descuentos a los certificados de cambio emitidos para adquirir divisas provenientes de las exportaciones del grano.

b) Los títulos canjeables por certificados de cambio, cuyo principal comprador es el Fondo Nacional del Café. Con este otro instrumento de intervención monetaria se han congelado principalmente excedentes de liquidez provenientes de la exportación de café.

c) Depósitos de importación. Su principal efecto es el congelar recursos en cuantía equivalente al 35% del valor de las importaciones, desde el momento en que se nacionaliza la mercancía hasta cuando se hace al exterior el pago por la compra.

**Política cambiaria.** De 1976 a 1979 el manejo de la política cambiaria contribuyó al objetivo de estabilización porque la tasa de devaluación sumada a la de inflación mundial fue inferior a la de inflación interna. La revaluación así resultante, en términos reales no implicó deterioro de los ingresos de la mayor parte de los exportadores. Los cafeteros, de su lado, experimentaron súbitos aumentos de sus ingresos en términos reales; el grupo de exportadores menores, de otro lado, fue compensado primero con el aumento en el crédito concedido por PROEXPO a una tasa de interés subsidiada equivalente al 17%; así, las Resoluciones 23, 33 y 39 de la Junta Monetaria (correspondientes a 1977) y el Decreto 211 de 1978 establecieron nuevos cupos de crédito en PROEXPO por valor superior a los \$ 1.000 millones a favor de los exportadores. Estas medidas trajeron como resultado que, entre 1977 y 1979, el crédito a los exportadores aumentara en un 80%. Es bien significativo el tratamiento preferente que en materia crediticia recibió el sector exportador. Además, en 1976 el subsidio al exportador de manufacturas correspondiente al CAT se elevó al pasar la tasa de este subsidio del 5 al 8%; en 1977 se volvió a elevar del 8 al 12% o del 8 al 9%, según que el exportador genere valor agregado alto o bajo, respectivamente.

Durante 1980 los subsidios ya establecidos de tiempo atrás no se aumentaron a los exportadores. Para que el sector conservase el poder de compra de sus exportaciones se resolvió variar la estrategia de los subsidios por ajustes en el tipo de cambio de modo que hiciera aumentar los ingresos del exportador paralelamente al aumento de los costos. El manejo cambiario de los últimos años logró, pues, contribuir al objetivo de estabilización sin incidir negativamente sobre el margen de utilidad del sector exportador, en particular en el margen del exportador de manufacturas.

En resumen, puedo decir que la contribución a la política de estabilización ha descansado durante los últimos años sobre tres pilares. El primero, la sustitución de la creación de dinero por ahorro como fuente de recursos para el crédito.

to de fomento, sustitución que ha limitado los excedentes de liquidez y de ahí los desbordamientos en la demanda cuya incidencia sobre el crecimiento de precios es incuestionable. El costo de los préstamos de fomento se ha elevado moderadamente en los últimos años, lo cual se refleja en eficiencia mayor en el uso de los recursos, en oferta mayor de bienes y, por lo tanto, en menores presiones inflacionarias.

El segundo pilar en la política de estabilización está constituido por las operaciones de mercado abierto, las cuales han permitido congelar abundantes excedentes de demanda sin competir con el ahorro privado. Estas operaciones están llamadas a jugar papel cada vez más preponderante, puesto que su continuo crecimiento permitirá absorber los fondos excedentes que ahora son esterilizados con elevados encajes. Ya se ha andado en esta vía, puesto que el éxito en la colocación de títulos de participación durante 1979 y 1980 permitió reducir el encaje sobre aumentos de depósitos en cuenta corriente del 100% al 50%; a medida que sean más voluminosas las operaciones de mer-

cado abierto, se podrá reducir más el encaje sobre depósitos bancarios, lo cual aumenta, para los bancos, la rentabilidad por peso captado y colocado. Este aumento en rentabilidad limita presiones al alza en las tasas de interés. De este modo, las operaciones de mercado abierto han coadyuvado en la política de estabilización, en forma directa, mediante el control a los excedentes y liquidez y, podrán aumentar su contribución a ese objetivo cuando hayan hecho posible una reducción apreciable de los encajes, lo cual incidirá en menores presiones al alza y, quizá, en reducciones de la tasa de interés del mercado.

El tercero y último de los pilares en la política de estabilización está en que la política cambiaria también ha hecho aportes importantes a la de estabilización toda vez que el manejo del tipo de cambio en ciertos momentos ha limitado o diferido la monetización de los reintegros al Banco de la República. Con el fin de no deteriorar los ingresos rurales del sector exportador —en particular los de los exportadores menores— se ampliaron los subsidios a ese gremio.