

POLITICA MONETARIA Y SECTOR FINANCIERO

Por Francisco J. Ortega,
Subgerente Técnico-Secretario del Banco
de la República*

*Texto de la conferencia dictada por el autor, en la clausura del Simposio sobre Mercado de Capitales, realizado en la ciudad de Cali, bajo el auspicio de la Asociación Bancaria de Colombia.

La Asociación Bancaria ha tenido la inmensa amabilidad de invitarme a clausurar este simposio. Desde el primer momento encontré muy interesante y oportuna la ocasión para elaborar algunas reflexiones en torno a la evolución actual del sector financiero y de la política monetaria. El sugestivo título del simposio resulta estimulante para revisar lo ocurrido en el pasado reciente y tratar de aprovechar las experiencias de esta década para utilizarlas en la próxima. Es por ello que la oportunidad de dirigirme a un foro de tan alta calidad compromete mi gratitud para con los directivos de la Asociación.

Es mi deseo tratar en esta charla, así sea en forma muy general, uno de los temas que con seguridad constituye preocupación del sector privado y también de las autoridades monetarias. Me refiero a si el obligado control de los medios de pago para evitar mayores presiones inflacionarias tiene necesariamente que ocasionar serias y permanentes dificultades al funcionamiento del sistema financiero, debido a las restricciones que es forzoso imponerle. O si, por el contrario, se pueden armonizar los dos propósitos para conseguir al mismo tiempo una operación eficiente del sistema y mejores resultados en el frente de la regulación monetaria. Desde luego, no pretendo decir nada nuevo que ustedes no conozcan. Simplemente busco hacer una exposición ordenada de los hechos. Para ello pienso hacer primero un breve recuento histórico de los principales acontecimientos monetarios de la presente década, analizar luego las bases teóricas sobre las cuales se ha apoyado la orientación general de política y, en tercer lugar, exponer algunas ideas sobre la situación actual.

1 - ANTECEDENTES

De todos es ampliamente conocido que la preocupación central de la década pasada fue el desequilibrio externo de la economía. Por su efecto en el crecimiento económico y en el empleo, predominó frente a otros problemas también graves como el déficit fiscal, la deficiencia de ahorro, la desocupación de la mano de obra, o la diversificación de la agricultura. En esa época la política de regulación de la

oferta monetaria se había facilitado por el déficit de balanza de pagos y solamente tenía perturbaciones provenientes de la financiación del gasto público y de la cosecha cafetera.

A comienzos de la presente década se fue concretando la aplicación de un nuevo enfoque en materia de política monetaria y financiera. Las principales ideas, debatidas exhaustivamente en su oportunidad, se encuentran reunidas en las publicaciones del primer seminario sobre Mercado de Capitales auspiciado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria y en el Informe al señor Presidente de la República del Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras convocado por el presidente Pastrana, para estudiar una reorganización del sector financiero.

Un mayor impulso al desarrollo económico exigía, además de suficientes divisas para importar, el aumento del ahorro interno. La situación ventajosa que los tradicionales créditos externos cumplían, es decir, la de aliviar las necesidades de divisas y al mismo tiempo financiar inversiones del sector público, no se daría más. Como tantas veces lo han dicho diferentes autores, la brecha predominante pasaba a ser la interna y dejaba de ser la externa. Esta situación justificaba y exigía una acción importante de la política monetaria para estimular la formación de ahorro y su utilización más eficiente. Tales planteamientos han servido de orientación, en forma relativamente estable por cierto, a la política financiera.

El problema principal que se enfrentaba, en un comienzo, era la rígida posición frente a la flexibilidad de las tasas de interés. Estas se veían exclusivamente como determinantes del nivel de inversión, dentro de una clásica visión keynesiana de su papel. La influencia que podía tener en la movilización del ahorro era subestimada. La actividad del sector financiero se caracterizaba por la fijación de tasas de interés por debajo de las condiciones del mercado, debido a la propensión a otorgar subsidios al costo del crédito, y por una amplia gama de tasas que dificultaba enormemente su funcionamiento. Su eventual elevación para hacerlas positivas en términos reales se asociaba únicamente con efectos inflacionarios por aumento de costos. El primer gran esfuerzo de la política monetaria, al cual contribuyeron en gran medida seminarios como este, consistió entonces en convencer a los dirigentes de los secto-

res público y privado acerca de la importancia de permitir un funcionamiento más libre de las tasas de interés.

La política que recién se esbozaba con un propósito claro y adecuadamente enmarcada dentro de las características de la economía en ese momento, sufrió numerosos altibajos y se vio dominada por varios hechos principales ocurridos en 1972. En primer término, la presencia de un déficit fiscal que, al financiarse con crédito externo (1) cuando la economía estaba mostrando superávit de su comercio exterior, ocasionó presiones sobre los medios de pago hasta elevarlos a tasas de 24,4% a fines de 1972. En segundo lugar, cabe señalar la creación del sistema UPAC, instrumento de ejecución de la estrategia de fomento a la construcción (2). Si bien la UPAC ha sido un mecanismo de captación de ahorro que reconoce la importancia de tasas de interés reales positivas, su implantación y puesta en marcha se hizo no por la urgencia que había de reestructurar el sector financiero, ni tampoco por la necesidad de contar con un mercado de capitales amplio, y, menos aún, frente al desafío de la política monetaria de controlar los nuevos brotes inflacionarios. Este fue el resultado de las prioridades adoptadas por el sector real, donde se le asignaba a la construcción el papel preponderante. Sus fines de carácter sectorial dificultaron un funcionamiento aceptable del mercado de capitales. Por eso no se pudo concretar la modificación de otras tasas de interés. Tampoco la creación de los CDT de los bancos, o la elevación de la tasa de interés de las cédulas del BCH, no obstante que el ahorro captado por estas también tuviera la construcción como destino. Con la UPAC se limitó el libre funcionamiento del mercado y se marginó prácticamente la competencia por el ahorro con destino al resto de la economía. Sin embargo, sirvió para consolidar las ideas que se venían debatiendo ya sobre la conveniencia de las tasas de interés flexibles para la generación de ahorro. Se podría decir que la UPAC contribuyó en forma definitiva a romper el mito de las bajas tasas de interés. Obviamente también ha cumplido el propósito de recoger cuantiosos ahorros para financiar la construcción. Como resultado de estos hechos la política monetaria y su papel en la reorganización del sector financiero se vieron demorados considerablemente, perdiéndose la ocasión de aprovechar periodos de baja inflación para la liberación del mercado y de las tasas de interés.

2 - LA LIBERACION FINANCIERA

En 1974 el gobierno del presidente López ejecutó una reforma financiera de carácter integral. Con ello se reconocía la trascendencia para el desarrollo económico de contar con un sistema financiero ordenado que contribuyera a la movilización del ahorro y a su mejor utilización. Según se deduce de la literatura y de la experiencia de otros países, el ahorro existe pero por carencia de mecanismos para conducirlo y orientarlo a la financiación de inversiones pro-

ductivas se pierde. Además, se utiliza improductivamente cuando no hay un mercado de capitales ampliado. Se aceptaba que la tradicional insuficiencia de recursos sanos para financiar la capitalización de la economía se podía solucionar con la organización del sistema financiero y la creación de un mercado de capitales. Por el contrario, en ausencia de tales requisitos una gran cantidad de ahorro se queda inmovilizado y se pierde para usos productivos. También puede ocurrir que no se genere por destinarse a consumos innecesarios. Por lo tanto, la existencia de un mercado de capitales facilita a que se escojan las inversiones más eficientes; es decir, aquellas que generen el mayor valor posible de producción. O sea que la barrera al desarrollo no está tanto en la falta de ahorro como en la carencia de un sistema para utilizarlo adecuadamente.

La reforma financiera de 1974 consistió básicamente de los siguientes hechos: En primer término se modificó la tradicional política de tasas de interés para permitir un funcionamiento más flexible de estas, así como una apreciable disminución de la heterogeneidad que existía dentro de cada uno de los conjuntos de tasas activas y pasivas. Los subsidios vinculados a la tasa de interés se redujeron apreciablemente. El paso definitivo se dio al eliminar el tradicional tope máximo del 14% que regía para los préstamos ordinarios de los bancos dejando libre la determinación de esta tasa. El sistema UPAC fue parcialmente integrado al resto de la estructura por medio del establecimiento de un límite a la corrección monetaria (3). Igualmente, se modificó el manejo de las tasas de redescuento para aplicarlas con criterio de política monetaria y no con fines de crédito dirigido. En segundo lugar, se reestructuró a fondo la política de crédito del Banco de la República en forma tal que la utilización de cupos quedara limitada al ordinario para fines de liquidez y el redescuento a través de los fondos financieros Agropecuario, Industrial y de Exportaciones. Varias otras líneas y fondos fueron suprimidos. Lo mismo ocurrió con algunas inversiones forzadas. En tercer lugar, se redujeron y modificaron los requisitos de encaje para que el sistema bancario tuviera mayor libertad en la distribución del crédito, manteniendo el financiamiento dirigido únicamente para los sectores anotados. Por último, se abrió la posibilidad de introducir nuevos mecanismos de control con la puesta en práctica de operaciones de mercado abierto, las cuales difícilmente pueden ejecutarse bajo condiciones de un mercado financiero reprimido.

(1) Cabe recordar que en la primera parte de 1971, se presentó una ligera baja de reservas, US\$ 34 millones, que hizo pensar en la conveniencia de estos créditos desde el punto de vista de la balanza de pagos.

(2) Su creación no fue tratada en el Informe al señor Presidente de la República, del Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras.

(3) Los ahorros en UPAC evolucionaron también muy favorablemente cuando tuvieron competencia, demostrando la bondad de la reforma.

Al mismo tiempo la reforma tributaria aumentaba los recursos del gobierno. Esto permitió romper con las ataduras del crédito externo. De esta manera se facilitaría el control de la inflación porque no se necesitaba emitir para el gobierno ni tampoco acumular reservas por endeudamiento público. Fue así como al comenzar 1975 había buenas bases para adelantar una sana política de estabilidad con crecimiento, en la cual jugaría un papel importante la nueva orientación de libre funcionamiento del sistema financiero.

Hay muchas formas de analizar los resultados de la política de liberación financiera. No pretendo ser exhaustivo sobre esta materia. Me limitaré a señalar dos procedimientos de medición que dan una idea clara de la evolución favorable del sector financiero. En primer lugar conviene ver lo que ha ocurrido con el ahorro financiero real. Este crecía a tasas del 6.5% anual promedio para el trienio 1972-1974. En 1975 aumenta el 15% anual; al 21,1% en 1976. Y comienza a descender a partir de 1977 con tasas de 14,6% para ese año y 13,6% en 1978. En el primer semestre de este año posiblemente haya continuado la reducción. Esto indica que los principales componentes del ahorro si respondieron a la política de liberación.

TABLA 1

Total ahorro a precios reales de mercado (1)

(Millones de pesos)

Años	Total ahorro	
	Valor	Variación %
1972	9.951	5,6
1973	10.933	9,9
1974	11.383	4,1
1975	13.088	15,0
1976	15.849	21,1
1977	18.170	14,6
1978	20.540	13,6

Fuente: Revista del Banco de la República y documentos de Investigaciones Económicas. Para 1978 cálculos Sub-Gerencia Técnica. (1) Deflactado por el Índice de Precios al por Mayor.

La metodología anterior no es satisfactoria porque no vincula el ahorro con agregados del sector real de la economía. Este problema se soluciona estimando las relaciones entre diferentes conceptos de ahorro real y el producto bruto interno a precios constantes. Si se toma simplemente el ahorro financiero a que me venía refiriendo, se encuentra que este era un poco superior al 6% del producto bruto en los primeros años de la década. A partir de 1975 sube 17% y sigue ascendiendo hasta cerca del 10% en 1978. Si al ahorro financiero se le agregan los medios de pago se observa un fenómeno similar. O sea que el país ha experimentado una notable mejoría en su grado de "profundidad financiera". Este mayor volumen de ahorro debe haberse reflejado en la inversión contribuyendo a reducir la brecha interna (4).

TABLA 2

Participación de algunos rubros en el PBI (1)

Junio de cada año

Año	Relación ahorro/PBI	Relación M2/PBI (2)	Relación M3/PBI (3)
1970	.065	.188	.227
1971	.068	.172	.215
1972	.067	.168	.207
1973	.069	.168	.196
1974	.067	.153	.173
1975	.071	.167	.183
1976	.086	.179	.196
1977	.095	.192	.209
1978	.095	.193	.209

(1) Se tomó el PBI a precios reales de mercado a diciembre del mismo año. (2) M2 comprende: depósitos de ahorro, a término de bancos y corporaciones financieras, y UPAC además de medios de pago. (3) M3 es igual a M2 más cédulas hipotecarias y bonos cafeteros y TAC.

3 - ACELERACION DE LA INFLACION Y DESAJUSTE MONETARIO

En la segunda mitad de 1976 se presentaron de lleno los efectos del creciente aumento de los precios del café. La acumulación rápida de reservas comienza a dificultar en forma extrema el control monetario. La inflación se acelera como consecuencia también de la elevación del ingreso cafetero interno. Se discuten entonces varias alternativas de política para contener la inflación. La conveniencia de modificar la política cambiaria para que el ajuste se produjera vía tasa de cambio fue obviamente una de ellas. Esta alternativa se desechó por varias razones. En primer lugar porque el ingreso adicional de divisas del café tenía un origen ajeno a la economía colombiana y su carácter era transitorio. En segundo término porque se habría puesto en peligro los logros muy importantes alcanzados en materia de diversificación y competitividad de nuestras exportaciones menores. Finalmente, se tuvo en cuenta también que el ritmo de inflación era ya elevado (17,4% en junio de 1976) y su actividad importadora seguía sujeta a restricciones.

El aumento excesivo de los medios de pago y la mala producción agrícola explican la espiral inflacionaria. El control monetario se hacía extremadamente difícil por la rápida acumulación de reservas provenientes de los mayores ingresos de café y servicios. Frente a este complejo panorama se convino atacar los efectos del superávit cambiario que podían ser "neutralizados por una reducción del gasto proveniente de un exceso de ahorro sobre la inversión... La mayor parte del exceso debía provenir del ahorro y la inversión privada". Para lograr este fin se emplearon "controles cuantitativos y el manejo de las ta-

(4) El hecho de que la inversión real calculada por las cuentas nacionales y el ahorro financiero no muestren tasas similares no permite concluir que este último no se destine a la inversión. La inversión real se financia en cuantías apreciables por medio de instrumentos que no pertenecen al ahorro financiero ni se originan en él y el ahorro financiero incluye, estadísticamente, componentes que no tienen relación con la inversión real.

sas de interés" (5). La estrategia que se adoptó ante la tasa creciente de inflación ha sido brillantemente resumida por Eduardo Sarmiento en dos estudios recientes (6). La adopción de esta política significaba la aplicación de todos los instrumentos de control monetario disponibles para una acción rápida y masiva. La urgencia ante lo repentino del fenómeno cafetero no permitía que un mecanismo *standard* de operaciones de mercado abierto se aplicara en forma masiva, como se requería. La utilización del certificado de cambio fue una variante exitosa.

La orientación adoptada desde comienzos de 1977 obviamente alteró el desarrollo del modelo de libertad financiera iniciado tres años antes. No podía ser de otra manera frente a un crecimiento de los medios de pago de 35% en 1976 y una tasa de inflación que se situaba en 25,4% con tendencia al alza. En 1977 los precios crecieron aún más, estimulados como se indicó antes, por las dificultades que experimentó la producción de alimentos, registrando hacia mediados de año un máximo de 43,5%. En igual periodo el crecimiento de los medios de pago era de 42,9%. Fue necesario, por lo tanto, imponer fuertes restricciones al crecimiento de los componentes de crédito de la base monetaria. Los encajes debieron ser elevados hasta implantar a comienzos de 1977 el marginal del 100% que todavía hoy rige. Se aplicó también una tasa de cambio diferencial en contra de los sectores que estaban recibiendo el excedente de ingreso para obligarlos a ahorrar. Para ello se utilizó con éxito el "certificado de cambio". Las tasas de interés tuvieron que soportar límites máximos para que su crecimiento no resultara excesivo.

Así pues, las áreas más afectadas fueron precisamente aquellas donde se consideró esencial la intervención. Las tasas de interés, tanto activas como pasivas quedaron sujetas a topes máximos. Los encajes se extendieron a los depósitos de ahorro de bancos, corporaciones y demás intermediarios financieros. El crédito de libre utilización se restringió y en cambio el de fomento se estimuló basado en la aplicación de algunos encajes como inversión forzosa.

La congelación de dinero por operaciones del Banco de la República se limitó al certificado de cambio y a acuerdos con el Fondo Nacional del Café, con resultados positivos. Los depósitos de importación en sus diferentes modalidades volvieron a prestar su siempre socorrido aporte. Finalmente, el sector público hizo un esfuerzo encomiable aplicando una política de superávit que ha significado la estabilización de sumas cuantiosas durante los últimos años.

Desde el punto de vista de regulación monetaria se consiguió quebrar la tendencia creciente de los medios de pago y rebajarla un poco, infortunadamente no tanto como se deseaba, hasta el nivel de 25% anual en julio del año pasado. Más tarde y a partir de marzo del presente año descendió a 20% pero a finales de junio subía de nuevo a 25%. Igualmente, los resultados en materia de precios tuvieron la evolución esperada, reduciéndose la tasa anual a su nivel mínimo, 11,4%, en julio del año pasado. A la baja de la

inflación contribuyeron incuestionablemente también factores de tipo real, como fueron el aumento de la producción agrícola y de la oferta de alimentos.

En la segunda mitad de 1978 los principales factores del panorama económico presentaban las siguientes características. Los precios externos del café bajan llegando a US\$ 1,30 en diciembre (7). El aumento del PBI alcanzó la tasa más alta de toda la historia, 8,8%. La situación fiscal siguió siendo buena. Del lado cambiario continuó el fortalecimiento de las reservas internacionales, no obstante la continua revaluación del peso en términos reales. Indudablemente la estrategia seguida desde comienzos de 1977 dio sus frutos. El efecto más notorio fue el referente a la baja de la inflación a partir de julio de ese año.

4 - LA SITUACION ACTUAL Y EL MODELO DE ESTABILIDAD

Las características que mostraba la economía a comienzos de 1977 han cambiado para la segunda mitad del presente año. El superávit externo tiende a ser relativamente menor si se tiene en cuenta que existe déficit en la balanza comercial y las importaciones de crudo y gasolina aumentan rápidamente. En términos reales ha habido una apreciación del peso, aunque precisamente lo que se ha buscado es que el ajuste no recaiga excesivamente sobre la tasa de cambio. Las perspectivas cafeteras han variado sustancialmente. La acumulación de reservas por mayores ingresos de exportaciones del grano son pequeñas; estas generarán un monto de reintegros algo superior al del año pasado. La causa no será ahora la tendencia alcista de los precios internacionales sino un mayor volumen de producción exportable (8). De ahí que sea razonable pensar que la economía cafetera no ocasionará una presión similar de demanda como la que se gestó en 1976 y tuvo su plena manifestación al año siguiente. En cuanto a importaciones, su ritmo anual de aumento está alrededor de 45% en términos de registros nominales, lo que indica un elevado crecimiento que tiene relación con el de la economía y con los esfuerzos de liberación del comercio exterior realizados durante los últimos años. Al mismo tiempo, la deuda comercial externa tiende a estabilizarse, e inclusive a reducirse,

(5) Sarmiento Eduardo, "Estabilización de la Economía Colombiana-Dic./76-Junio/73". En Revista del Banco de la República - Agosto/78.

(6) Sarmiento Eduardo, op. cit. "Interpretación de la Política Monetaria en la Década del 70". Mimeógrafo 1979.

(7) Precio del café centrales, según la OIC.

(8) El repunte que tuvieron los precios a partir de mayo se debió a las posibles heladas en Brasil, las cuales ya quedaron descartadas por este año. En cambio las ventas al exterior pueden superar los once millones de sacos contra 5,3 millones en 1977 y 9 millones en 1978.

según se desprende de la aceleración de giros al exterior en los últimos dos meses. Los medios de pago han estado bastante controlados durante el año; en mayo bajaron a 20,5% y en junio se situaron en 25%. Hasta junio 20 habían aumentado menos de 1% en el semestre; la evolución que han mostrado es muy satisfactoria, si se tiene en cuenta que las reservas internacionales aumentaron US\$ 500 millones los primeros seis meses y US\$ 600 millones en los primeros ocho meses del año (9). El mantenimiento de todos los controles monetarios y su ulterior refuerzo con medidas como las de depósitos sobre bienes distintos de los de consumo y materias primas, han producido los efectos buscados. Además, la oferta monetaria ampliada M2 crece menos que los medios de pago (23,6% anual a 31 de agosto) debido a las disposiciones sobre congelación de ahorros.

La producción y el empleo presentan índices satisfactorios para los sectores de la manufactura y la agricultura, con reducción de las tasas de desocupación en las principales ciudades excepto Medellín. No obstante, la inflación mantiene niveles muy desfavorables. Su tasa anual es de 24,4% para los empleados y 26,1% para obreros en el mes de agosto. El problema inflacionario de este año tiene orígenes distintos de los puramente monetarios; tal el efecto del rápido aumento de salarios decretado a comienzos del año y la significativa elevación del precio del petróleo de importación, con sus consecuencias directas e indirectas sobre el costo del transporte (10). Sin embargo, cualesquiera que sean las causas su tendencia es preocupante. Por otra parte, el fenómeno anotado de los bajos precios de los productos alimenticios ocurrido el año pasado no podía tener carácter permanente, y era de esperarse que los precios relativos volvieran a su nivel, o de lo contrario habría que esperar una baja de la producción. De manera que, en conjunto y con la sola excepción de la inflación, los indicadores de producción, monetarios y cambiarios presentan un cuadro distinto al de hace dos años, en general más favorable. La tendencia de la inflación tiene además explicaciones diferentes.

Todo parece indicar que el tratamiento de choque, como se ha dado en llamar, fue conveniente en 1977 y 1978. Los resultados en materia de inflación a mediados del año pasado lo comprueban. Las condiciones generales de la economía, precisamente debido a los buenos efectos de la política seguida, se ha modificado. Posiblemente también algunos de los instrumentos de la política de estabilización podrían enmendarse. Ello es apenas natural, si se tiene en cuenta que el esfuerzo de estabilización de hace dos años no se concebía como una política permanente, sino como una acción muy drástica para obtener resultados a corto término. Su naturaleza era por lo tanto transitoria.

En adición a las consideraciones propiamente económicas hay varias otras razones para apoyar una reforma gradual de algunos de los objetivos de la política de los últimos dos años. La principal tiene que ver con el funcionamiento del sistema financiero y con la generación de

ahorro. Como ya se indicó, en su momento fue necesario congelar los aumentos de ahorro. Para ello se usaron diferentes tipos de mecanismos, la mayoría vinculados con el sistema de encaje. Pero la formación de ahorro y su colocación de títulos, depósitos a término y otras formas de captación institucional se debe haber visto menoscabada. Además, la excesiva y permanente intervención ha ocasionado que alguna parte del ahorro fluya por fuera del sistema financiero organizado. La existencia de límites a las tasas de interés de captación de varias actividades, junto con los encajes, cuando estos no son remunerados adecuadamente (11), dan lugar a que los ahorros se salgan del sistema financiero. El mismo efecto proviene del régimen fiscal sobre el ahorro, que al gravar la parte de la tasa de interés que corresponde a la elevación de los precios, y no solamente el componente real, estimula la elevación patrimonial, la cual se hace incontrolable por el Estado cuando el procedimiento empleado es el de ahorrar por fuera de las entidades vigiladas. De mantenerse por mucho tiempo la congelación permanente del ahorro, la formación de capital podría retrasarse y la economía sufriría una merma en su expansión. También el proceso de movilización del ahorro se haría cada vez más ineficiente por los altos costos de intermediación y la asignación de recursos se alejaría de los objetivos óptimos.

Otro argumento es el de la utilización de controles administrativos drásticos sobre el sistema financiero. Estos han cumplido sus propósitos pero también han creado innumerables distorsiones. Las más graves ocurren con el crédito y las tasas de interés. En cuanto al crédito ya se observa con extrañeza cómo el aumento de las colocaciones bancarias de los bancos privados y mixtas, es inferior en cerca de once puntos a las de los bancos oficiales. Situación similar ocurre con los depósitos. Operaciones como la venta de cartera, la captación a través de las secciones fiduciarias y, en ciertos intermediarios, las llamadas "transacciones fuera de balance" se han generalizado (12). Estos fenómenos están vinculados a la prolongada existencia del encaje marginal del 100%. Todas estas figuras han sido ideadas para reducir el valor efectivo de los depósitos (del encaje requerido) y, de paso, rebajar ciertas

(9) Esta cifra excluye el préstamo del gobierno nacional con el Chemical Bank por US\$ 400 millones que no ha tenido implicaciones monetarias.

(10) La posición monetarista diría a este respecto que si se tuviera un absoluto control de los medios de pago y su velocidad fuera constante, aumentos de precios como estos se reflejarían en cambios de los precios relativos pero no en el nivel general de precios.

(11) A este respecto, la actual administración ha dado un paso decisivo en el sentido de remunerar los ahorros congelados en el Banco de la República con tasas de interés de mercado.

(12) A los bancos oficiales les resulta más difícil, o menos atractivo, hacer el mismo tipo de contorsiones.

inversiones forzosas como las de los títulos clase "A" de la Ley 5*. Lo ocurrido en la última semana de junio, cuando los medios de pago y los depósitos en cuenta corriente subieron más de cuatro puntos por ciento en pocos días, (en parte por empleo de las llamadas "cuentas convenio") demuestra cómo han surgido múltiples prácticas para evadir los controles. Los hechos que se están presentando han llegado a tener tanta importancia que inclusive las estadísticas monetarias y financieras pueden no estar midiendo adecuadamente las variables más importantes de la actividad monetaria, por las deformaciones que se presentan en las fuentes primarias de datos. Según se desprende de estos comentarios la acción diseñada para contrarrestar las fuentes exógenas de expansión monetaria no ha dejado de producir traumatismos secundarios.

5 - COMPATIBILIDAD DE OBJETIVOS

Se han descrito algunos de los problemas existentes como consecuencia de los controles monetarios que afectan el ahorro. Estos hacen pensar en la posibilidad de una reorientación gradual y moderada de la política. La estrategia de liberación financiera constituye una alternativa interesante que ha tenido aplicaciones ventajosas aun en casos de economías con alta tasa de inflación. Los ejemplos de Taiwan, Corea y Singapur, suficientemente conocidos, constituyen una prueba interesante que no se debe desconocer. En Colombia también ha mostrado efectos favorables aunque su aplicación ha sido parcial (13). El objetivo central de la estrategia es el aumento del ahorro, en vista de la insuficiencia de capital que caracteriza estas economías. No se puede olvidar que continuamos padeciendo los efectos de una brecha interna de ahorro. La elevación de la tasa de ahorro, siempre y bajo todo tipo de modelos, ha sido considerada antiinflacionaria. Su aporte al crecimiento económico es definitivo. Para lograrlo hay que eliminar los obstáculos a la formación de un flujo creciente y evitar que el ahorro que se genera no se ponga al servicio de la inversión. El sistema financiero y la política de tasas de interés pueden romper esta barrera movilizándolo un mayor volumen de ahorro; permitiendo que se generen cantidades adicionales, y dándoles un mejor uso. Los modelos de liberación financiera, aplicados en las oportunidades correctas, han producido estos resultados, estimulando el crecimiento económico bajo condiciones de estabilidad de precios.

Para todos es claro que últimamente se han dado algunos pasos en la dirección de volver a liberalizar el sistema. Esto es notorio en el caso de las tasas de interés. La conveniencia o inconveniencia de una determinada política de tasas de interés se miden siempre en términos de los resultados de política que se obtienen. Así ocurrió hasta 1977. Una determinada tasa de interés no es una meta en sí misma. Como dice un conocido economista "la escogencia de

la tasa de interés sigue siendo un juicio de valor" (14). Las tasas de interés de varios fondos financieros, las de redescuento, y las de algunos tipos de títulos se han elevado para que reflejen la situación inflacionaria. En esta forma se han corregido algunas de las fallas existentes. Los efectos han sido positivos, permitiendo la colocación de títulos del Banco de la República, el mantenimiento de los certificados de cambio en el mercado, y una cierta regulación de la demanda de crédito de los fondos. De manera que, al menos en este campo de las tasas de interés, ya se han dado pasos importantes, aunque parciales, para permitir el funcionamiento más libre del sistema.

Evidentemente los pasos adicionales que habría que dar para mejorar la operación del mercado financiero son complejos y exigen un cuidadoso examen con relación a la coyuntura monetaria. Cualquier acción que dificulte el cumplimiento de las metas monetarias tendría que desecharse así fuera muy atractiva desde otro ángulo. No hay que olvidar que la expansión de los medios de pago aún sigue siendo alta para los fines de estabilidad. La congelación adicional de liquidez para mantener los medios de pago dentro de metas inferiores al 25% anual es cuantiosa. El proceso de acumulación de reservas seguramente continuará, aunque a un menor ritmo. Sin embargo, no sería imposible regular la oferta de dinero, en el evento de cambios en otros frentes de la política como sería el del ahorro. Se podría ser razonablemente optimistas al respecto. La política monetaria ha conseguido durante este año algunos logros de gran significación que conviene destacar. Se ha alcanzado un excelente control sobre el crédito del Banco de la República debido al cierre o marchitamiento de varios cupos y líneas (15). Ha habido un notorio avance en la financiación del Fondo Financiero Agropecuario y el Fondo Financiero Industrial con la colocación, a tasas de interés de mercado, de los títulos agroindustriales (16). Por último el impacto expansionista tradicional de los cupos de bancos y corporaciones de ahorro y vivienda al finalizar el año debe ser menos grave que el año pasado, debido a la modificación del costo de su uso y a la limitación de las cuantías máximas utilizables. Cabe recordar que el año pasado solamente el FAVI causó un gran desajuste, al emplear el cupo de baja de depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda en \$ 8.400 millones.

(13) Ver, por ejemplo, S. C. Taisang. "Fashions and Misconceptions in Monetary Theory and Their Influences on Financial and Banking Policies", Cornell University. First International Conference on The Financial Development of Latin American and the Caribbean, Caraballeda, Venezuela, febrero 26 a 28 de 1979.

(14) Frase del profesor Otto Eckstein.

(15) Tal el caso de los bonos de prenda, Fondo de Desarrollo Eléctrico, fondos ganaderos, y PROEXPO en parte del cupo de la Resolución 59 de 1972.

(16) A 10 de agosto se habían colocado \$ 4,7 millones de los \$ 5 millones autorizados por la Resolución 12 de 1979.

La compatibilidad de un proceso de liberación financiera con el objetivo de la estabilidad de precios depende del manejo de la política monetaria. Si con la aplicación de nuevos instrumentos monetarios se logra congelar el crecimiento del dinero base que se origina en las mayores reservas internacionales, se contribuye a evitar la inflación y a estimular el ahorro. Pero si, por el contrario, se pierde capacidad de control, el proceso inflacionario recibiría un estímulo altamente perjudicial. La encrucijada está entonces en mantener el mismo grado de regulación modificando los instrumentos monetarios. Esto parece factible. La conclusión que se extrae del análisis que se ha hecho tiene que ver con la importancia y la factibilidad de reorientar la política nuevamente hacia un funcionamiento más libre del sistema financiero, de manera que las tasas de interés reflejen el verdadero costo del dinero y las instituciones del sector adquieran mayor participación en el mercado de ahorro.

La conciliación de objetivos y políticas está planteada alrededor de la posibilidad de llevar a cabo operaciones de mercado abierto. Este tema ha sido traído y discutido por muchos años. Sobre la importancia de emplear dicho instrumento se puede decir que ha habido consenso. El empleo de los certificados de cambio con este fin así lo demuestra. Pero una aplicación más generalizada y con papeles especiales para este fin ha tropezado siempre con problemas de orden económico y también de tipo político. Los primeros tienen que ver fundamentalmente con el costo de estas operaciones, ante la carencia de un título de tesorería a través del cual intervenir y con el efecto que tengan sobre las tasas de interés relativas. Los segundos, se refieren a las complejidades de operación en un mercado excesivamente regulado, donde el Banco Emisor difícilmente puede actuar a través de los bancos comerciales para esterilizar la liquidez excedente, sino que se ve forzado a captar ahorros del público como ha ocurrido con los títulos agroindustriales.

Las autoridades monetarias han determinado iniciar una acción importante en materia de control monetario con la expedición de la Resolución 60 del presente año. Ella establece la autorización para que, utilizando los títulos de participación del Banco de la República, creados a raíz de la reforma financiera de 1974, se capte liquidez de

la economía. Dadas las condiciones de corto plazo que muestra el mercado en Colombia, se ha autorizado expedir títulos con vencimiento desde quince días, hasta tres meses. Igualmente, y como aspecto crucial del mecanismo, se ha autorizado que el descuento al cual se coloquen sea libremente determinado. En esta forma se conseguirá reducir la tasa de crecimiento de los medios de pago, evitando que durante el período estacional de alta expansión que coincide con el fin de año, se llegue a tasas que sobrepasen la meta establecida por la Junta Monetaria. Además se dará un paso decisivo para el funcionamiento del mercado financiero al intervenir con tasas de interés flexibles. Sin duda alguna de esta manera la política podrá ser perfectamente armónica, y al control de los medios de pago se podrá agregar un mejor funcionamiento y liberalización del sector financiero.

6 - CONCLUSIONES

Un gradual proceso de liberación del sector financiero no solo parece factible sino que puede ser perfectamente compatible con los objetivos del control monetario.

Existen factores de tipo económico que hacen pensar en la conveniencia de introducir algunos cambios a la política de choque aplicada en los últimos años. Diferentes indicadores muestran una evolución favorable que haría más fácil el tránsito. Se justifica corregir las múltiples distorsiones que presenta el sistema, para que este contribuya a la movilización de un mayor flujo de ahorro y a su mejor asignación. El fortalecimiento de la competencia entre instituciones y el fomento de su especialización se verá estimulado con la política que se sugiere. No se observan razones para mantener exactamente la misma orientación del pasado.

La armonización de las políticas con los objetivos se consigue empleando mecanismos de control que tengan efectos neutrales sobre el mercado, y que solucionen las distorsiones hoy día existentes. Pero por sobre todo que garanticen un adecuado control de los medios de pago. Se espera que la colocación de los títulos de participación del Banco de la República autorizados por la Resolución 60 cumpla este importante cometido.