

ESTABILIZACION DE LA ECONOMIA COLOMBIANA

DICIEMBRE 1976 - JUNIO 1978

POR EDUARDO SARMIENTO PALACIO *

I. INTRODUCCION

El propósito de este artículo es analizar la política de estabilización aplicada en la economía colombiana durante diciembre de 1976 y junio de 1978. En ese período la tasa de inflación llegó a 43,5% y luego se redujo en un año a 13,1%. La estrategia antiinflacionaria partía de aceptar la existencia de una estrecha relación entre la oferta monetaria y la inflación y reconocía la enorme influencia de pequeñas fluctuaciones de la producción agrícola sobre el nivel de precios. Fue orientada, en efecto, con el triple propósito de modificar radicalmente la elevada tasa de crecimiento de los medios de pago que había antecedido la aceleración del proceso inflacionario, estimular la recuperación de la producción agrícola y contrarrestar los factores de recesión industrial que podían resultar de la contracción de la demanda.

La acumulación de reservas internacionales que había sido la principal causa de la alta expansión monetaria durante 1976 y que determinó la rápida aceleración de la tasa de crecimiento de los medios de pago, constituía también la principal restricción para revertir esta tendencia creciente. Entre diciembre de 1976 y junio de 1978 originó una emisión comparable a la base monetaria existente a finales de 1976. La política adoptada para contrarrestar esta emisión se apartó de la ortodoxia que dictaba una elevación de las tasas de interés o una eliminación del control de cambios. Se ciñó a una estricta concepción de intervención financiera y cambiaria que se ejecutó mediante la aplicación coherente de distintos instrumentos que cumplían varios objetivos simultáneamente. En tal sentido, el modelo aplicado a la economía colombiana constituye un enfoque realista y original al control de los efectos monetarios de la acumulación de reservas, y contradice los planteamientos recientes de la literatura en los cuales se supone que la presencia de cuantiosos superávits cambiarios conduce inevitablemente a una ampliación de la demanda agregada, para demostrar que la inflación es un fenómeno externo.

El artículo contempla cuatro partes. En la primera se presenta una descripción del proceso inflacionario. En la segunda se analizan, a la luz de las características de la economía colombiana, las opciones que existían para enfrentar la crisis inflacionaria y las razones que condujeron a una estrategia de intervención financiera y cambiaria. En la tercera se resumen los resultados globales de la política de estabilización. Finalmente, con base en la experiencia reciente, se hace una serie de consideraciones sobre los principales elementos desestabilizadores de la economía colombiana y sobre el control de procesos inflacionarios crecientes.

II. CARACTERISTICAS DEL PROCESO INFLACIONARIO

La economía colombiana se vio enfrentada desde mediados de 1975, fecha en que ocurrió la helada en el Brasil y se inició el ascenso de los precios externos del café, a una expansión sin precedentes de las reservas internacionales. Como consecuencia, la tasa de crecimiento de los medios de pago aumentó progresivamente y llegó a 35% en diciembre de 1976. Esto fue seguido, con un retraso relativamente corto, de una elevación de la tasa de inflación. En el gráfico 1 se ilustra el comportamiento de estas dos variables. Es evidente que se había entrado en un proceso creciente de expansión monetaria y elevación de precios que podía conducir rápidamente a una situación similar a la de otros países de América Latina.

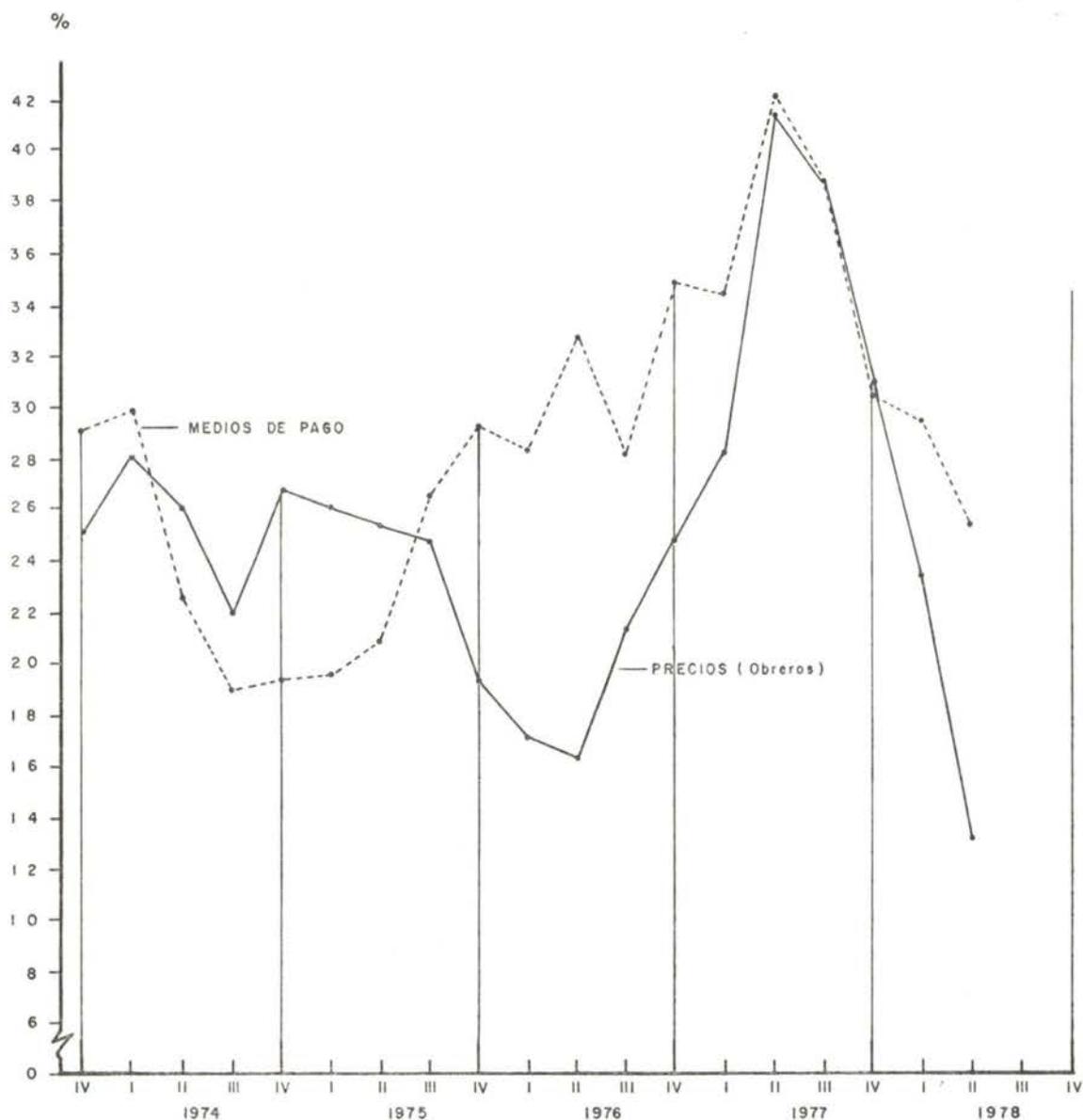
El proceso hizo crisis en 1977. La expansión de los medios de pago en el segundo semestre de 1976, cuando crecieron 27%, incremento nunca antes registrado en semestre alguno, se manifestó en una enorme ampliación de la demanda agregada en el primer semestre de 1977. En el mismo período, la producción agrícola disminuyó drásticamente como consecuencia de una de las sequías más severas de los últimos años. Se había configurado una situación altamente propicia para la elevación de los precios agrícolas. La reducción de la oferta se origina-

* Economista Ph.D, Universidad de Minnesota. Ex-asesor de la Junta Monetaria.

ba en el sector agrícola y los efectos de la expansión de la demanda debían ocurrir con mayor intensidad y rapidez en los alimentos por su baja elasticidad precio y por la alta flexibilidad de sus precios. Así fue como la tasa de crecimiento anual del índice de precios de alimentos pasó de 27,8% en diciembre de 1976 a

58,1% en junio de 1977. El comportamiento de los otros productos no alcanzó, sin embargo, a modificarse durante ese período. La tasa de crecimiento anual del índice de precios al consumidor, sin alimentos, se mantuvo aproximadamente constante entre diciembre 31 de 1976 y junio de 1977.

GRAFICO 1
TASAS ANUALES POR TRIMESTRES DE:
MEDIOS DE PAGO Y PRECIOS (Obreros) 1974-1978



El índice general de precios experimentó un comportamiento sin precedentes en la economía colombiana. Aumentó 2,3% en enero, 4% en febrero, 4,1% en marzo, 7,6% en abril, 4,7% en mayo y 3,3% en junio. La tasa anual de inflación pasó de 25,9 a 43,5% entre diciembre y junio de 1977.

La aceleración del proceso inflacionario se había manifestado en un cambio en los precios relativos en favor de los productos agrícolas. Esta situación no podía mantenerse por mucho tiempo. Las cifras muestran que la relación entre el índice de precios de alimentos y el índice de precios sin alimentos tiende a moverse según una tendencia histórica. Cuando se aparta de dicha tendencia en un momento dado, se vuelve a aproximar a ella dentro de un período relativamente corto. No es un resultado casual, sino, por el contrario, se sustenta sobre bases sólidas de teoría económica. Cuando la variación del precio de un producto es originada por factores temporales, surgen fuerzas económicas que operan en la dirección de retornar los precios relativos a su tendencia histórica (1).

El proceso de ajuste que seguiría al aumento de los precios relativos de los productos agrícolas habría de ocurrir por diversos conductos. La elevación del nivel general de precios, originada por los artículos alimenticios, induciría a los sindicatos a demandar aumentos de salarios tendientes a mantener los salarios reales, lo cual, a su turno, presionaría el alza de los productos manufacturados. El aumento de los precios relativos de los alimentos, al estimular la expansión de la producción agrícola, generaría fuerzas que operarían en la dirección de retornarlos a su nivel inicial. Lo que no se conocía en ese momento era la forma como se llegaría a tal situación. Bien podía ocurrir que los precios industriales aumentaran hasta alcanzar las tasas de crecimiento de los productos agrícolas, o bien que la tasa de crecimiento de los precios agrícolas bajara hasta igualar la de los precios industriales, o una combinación de los dos. El resultado final dependía de la producción agrícola, la política monetaria y la política de ingresos.

El control del proceso inflacionario no podía recaer totalmente en la política monetaria ni en la producción agrícola. No cabía esperar que los efectos de la sequía sobre las actividades agrícolas fueran contrarrestados por la disminución de la demanda agregada. Dada la magnitud de la caída de la producción y la inelasticidad de la demanda por alimentos, hubiera sido menester una contracción monetaria tan grande que habría ocasionado una severa recesión en los otros sectores. Asimismo, el

solo restablecimiento de la normalidad en la agricultura no era suficiente. De haberse mantenido el proceso de crecimiento de la liquidez, la tasa de inflación hubiera continuado acelerándose, aunque no ya por conducto de los alimentos sino por los artículos industriales. Era menester, entonces, que simultáneamente se recuperara la producción agrícola y se redujera la liquidez de la economía. El primer fenómeno debía ocurrir, principalmente, por sí solo. La experiencia muestra que una elevación de los precios agrícolas de las características registradas en el primer semestre de 1977 estimula a los agricultores a aumentar la producción en el siguiente período. Por ello las acciones de política se orientaron principalmente a facilitar este comportamiento. Se amplió así considerablemente el crédito agrícola del Fondo Financiero Agropecuario —FFAP—, especialmente el destinado a cultivos de corto plazo. Adicionalmente, se facilitaron las importaciones y se suspendieron provisionalmente las exportaciones de algunos artículos para aumentar temporalmente el abastecimiento de alimentos.

La política monetaria no gozaba, en cambio, de condiciones que permitieran esperar una recuperación automática. La expansión de las reservas internacionales, que había sido la principal causa de la aceleración de la oferta monetaria en 1975 y 1976, aparecía acentuada en 1977. Al principio del año, las exportaciones de servicios crecían 82% con relación al mismo período del año anterior. La evolución del mercado externo del café permitía inferir un aumento del precio externo promedio con relación al año anterior. El comportamiento de los giros de importación no se compadecía con la expansión de la demanda agregada. Todo ello llevaba a proyectar un aumento de las reservas internacionales cercano a US\$ 1.000 millones, una expansión de los medios de pago muy superior a la del año anterior y, como consecuencia, una aceleración del proceso inflacionario. Dentro de este marco de referencia se puso en marcha durante 1977 una severa política de restricción monetaria tendiente a reducir la liquidez de la economía y, por ende, a contener las fuerzas inflacionarias.

(1) Este resultado tiene su origen en el hecho de que las demandas de los individuos por los distintos bienes y las ofertas de los productores dependen de los precios relativos y no de los precios absolutos. En tales condiciones, los cambios de los precios relativos pueden provenir únicamente de modificaciones en la estructura de la producción o en las preferencias de los individuos, fenómenos que tienden a presentarse en forma lenta. Las variaciones súbitas de los precios relativos, que son ocasionadas usualmente por factores temporales, originan desajustes en los distintos mercados de bienes, los cuales a su turno inducen movimientos en el sistema general de precios. Este proceso tiene lugar hasta que las demandas y los precios relativos recobran sus valores iniciales.

A) Diagnóstico

Nunca antes la economía colombiana se había enfrentado a una expansión de las reservas internacionales de la magnitud anotada. El manejo de situaciones similares ha sido, sin embargo, materia de serio análisis en la literatura económica. Los defensores del enfoque monetarista de la balanza de pagos, inspirado en la más pura concepción de la libertad del mercado y la ineficacia de la intervención del Estado, sostendrían que el aumento de las reservas internacionales se manifestaría inevitablemente en una elevación de los precios que, a su vez, operaría en la dirección de corregir el desequilibrio de la balanza de pagos. (2) Había que esperar, entonces, que las fuerzas del mercado, a través de la inflación, corrigieran los desequilibrios que la habían estimulado. Esta alternativa era, desde luego, inaceptable dentro de los propósitos de la política de estabilización.

Dentro de este enfoque, las presiones inflacionarias se podían controlar únicamente mediante una reducción de los precios relativos internacionales que estimulara la demanda por importaciones hasta eliminar el superávit cambiario. Propósito que se podía adelantar por medio de una reducción general de los aranceles, una revaluación del peso o una liberación del cambio. Es preciso calificar la viabilidad de tal política a la luz de las características de la economía colombiana. El desarrollo del sector externo ha dado lugar a una estructura en la cual la mayor parte de las importaciones corresponde a bienes que no son producidos en el país. Esto es corroborado por estudios econométricos en los que se muestra que la elasticidad de las importaciones de materias primas con relación a la tasa de cambio efectiva es pequeña y la de las importaciones de capital prácticamente nula (3). Las importaciones son, entonces, altamente complementarias de los bienes producidos internamente. Las de materias primas dependen principalmente de la producción y las de bienes de capital de la inversión, variables que no son susceptibles de expandirse significativamente de un momento a otro. Por eso, cualquier política orientada a compensar el aumento de ingresos mediante un aumento masivo de las importaciones estaba condenada a fracasar, a menos de que existiera la decisión política de modificar la estructura del sector externo. Había que abandonar la protección del sector importador, creando las condiciones para que resultara rentable adquirir en el exterior los bienes producidos internamente. De esa manera las importaciones pasarían a ser sustitutos

cercanos de la producción nacional y pequeñas reducciones de la tasa de cambio determinarían grandes aumentos en las importaciones. El costo de una política de tales características podía ser enorme. Sometía la producción nacional a una competencia desfavorable de un momento a otro, estimulando el desplazamiento del consumo y el empleo hacia el exterior. Entraba, entonces, en conflicto abierto con objetivos de largo plazo que habían sido perseguidos desde hacía mucho tiempo. Era, en nuestra opinión, un precio muy alto para combatir la inflación. Estábamos seguros, además, que tal estrategia sería derrotada desde sus comienzos por factores políticos, porque afectaba intereses privados que coincidían con el bienestar común. Creíamos, asimismo, que requería un tiempo relativamente largo para manifestarse. Si bien el incremento de las importaciones opera inmediatamente en la dirección de aumentar el abastecimiento, se requiere un tiempo prudencial para que se manifieste en la demanda. Existe un rezago, que varía entre seis meses y tres años, entre el momento en que ingresa una mercancía y se hace el pago. Podía ocurrir, entonces, que la aceleración de los giros se representara en el momento en que habían dejado de obrar los factores expansionistas.

De otra parte, no era conveniente gastar la totalidad de los ingresos de divisas. Se requería una serie de condiciones en materia de ahorro e inversión, que no podían crearse de un momento a otro, para

(2) Los defensores del enfoque monetarista de la balanza de pagos se fundamentan en la premisa de que la tasa de interés interna no puede ser controlada por las autoridades monetarias. Sostienen que ella es regulada por las fuerzas de la oferta y la demanda que tienden a igualar el ingreso y el gasto o por los flujos de capital que tienden a nivelar la tasa de interés externa con la interna. Como consecuencia, el gasto es determinado por el ingreso y por la tasa de interés cuyo control está más allá de los poderes de la autoridad monetaria. En tales condiciones, un aumento del ingreso, originado por un incremento de las reservas internacionales, se manifiesta en una expansión del gasto y este, al no poder ser regulado por medidas de política económica, en una elevación del nivel general de precios que tendrá lugar mientras subsista el superávit cambiario. Se supone, además, que el aumento de la demanda agregada y la reducción de la tasa de cambio efectiva resultante de la misma inflación, o de una revaluación de la tasa de cambio nominal, operan en la dirección de reducir el superávit cambiario.

Ver: Johnson, H. G. "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory", en Swoboda, A. K. and Dornbusch, R. "International Adjustment, Policy and Monetary Equilibrium". Ambos artículos están publicados en MB Conolly and A. K. Swoboda (Editores), *International Trade and Money*. (London: George Allen & Unwin).

(3) Reyes, Kugler, Ramírez, Sarmiento, Rubio. "Modelo de Corto Plazo de la Economía Colombiana". (Publicación mimeografiada del Centro Regional de Población). En este modelo, que fue elaborado teniendo en cuenta las interrelaciones entre las distintas variables económicas, se derivan los parámetros de las funciones de demanda por importaciones. La elasticidad de la tasa de cambio se estima en $-0,81$ para las materias primas y en 0 para los bienes de capital. Se encuentra, de otro lado, que las importaciones de materias primas están estrechamente relacionadas con el ingreso y las de bienes de capital con la inversión privada y la inversión pública.

modificar el comportamiento de la producción y de las importaciones esenciales (4). El aumento súbito de las importaciones solo podía provenir de bienes de consumo y la sustitución de artículos producidos internamente. Era una asignación de las divisas difícil de justificar. El superávit cambiario se explicaba, principalmente, por factores transitorios como la elevación del precio externo del café y el ingreso de capitales especulativos. Se estimaba que, una vez cesaran esos fenómenos, los egresos de divisas llegarían a ser superiores a los ingresos y que ello se acentuaría a medida que se elevara la tasa de crecimiento económica que distaba mucho de ser satisfactoria. En nada contribuía a acelerarla una importación masiva de bienes suntuarios y bienes producidos domésticamente. Era preferible, entonces, acumular las divisas y aplicarlas lentamente para adquirir las materias primas y los bienes de capital requeridos para una mayor expansión de la producción. Esto no significaba, sin embargo, mantener la misma estructura del sector externo del pasado. El aumento de las reservas era compatible con un incremento de la proporción de las importaciones en el mediano plazo. Para tal efecto bastaba relajar las restricciones cuantitativas y reducir gradualmente los precios relativos de los bienes importados a través del manejo de la tasa de cambio.

Por fortuna las premisas sobre las cuales se sustenta el enfoque monetarista de la balanza de pagos no se ajustaban a la realidad de la economía colombiana. Creíamos que el efecto de un superávit cambiario sobre la demanda agregada podía ser neutralizado por una reducción del gasto proveniente de un exceso de ahorro sobre la inversión (5). (6). No existían, sin embargo, muchos medios para lograr este resultado. Los mecanismos tradicionales de crear un superávit fiscal o elevar las tasas de interés hasta hacer el ahorro superior a la inversión no eran viables. El primero, aunque debía contribuir a generar el excedente de ahorro, se hallaba limitado por las posibilidades institucionales de reducir el gasto público. La mayor parte del exceso de ahorro debía provenir del ahorro y la inversión privada. La elevación de las tasas de interés era una alternativa que apenas podía calificarse de especulación teórica. La economía colombiana ha operado, usualmente, bajo condiciones en las cuales la inversión deseada es superior al ahorro. Existe, además, clara evidencia de que las elasticidades del ahorro y de la inversión con respecto a la tasa de interés son muy bajas. En tales condiciones, habría sido necesario efectuar una elevación insospechada de las tasas de interés para que el ahorro deseado hubiera llegado a ser mayor que la

inversión deseada. Era menester, por lo tanto, acudir a acciones directas tendientes a regular la inversión y orientar el ahorro.

La aplicación de tales acciones debía hacerse dentro del marco de una intervención financiera y cambiaria. Se trataba, en cierta manera, de crear compulsivamente un exceso de ahorro sobre la inversión, bien aumentando el ahorro o desviando el existente. Propósito que se adelantó a través de la aplicación de controles cuantitativos y del manejo de la estructura de tasas de interés. Se partía de dos premisas básicas. Primero, las tasas de interés podían ser controladas efectivamente por la autoridad monetaria. Segundo, no era menester elevar el nivel general de tasas de interés para regular la parte del ahorro financiero que se manifestaba en crédito y la que se congelaba en el Banco de la República, ni para mantener los controles cuantitativos. Bastaba actuar sobre los niveles relativos de tasas de interés, introduciendo pequeñas diferencias según las características de los activos, y diseñar los controles cuantitativos de acuerdo con las propiedades específicas de los sectores económicos afectados. Ciertamente, la ejecución de una política de tales características estaba sujeta a serias dificultades administrativas. El racionamiento de la inversión no se efectuaba a través del nivel general de tasas de interés, sino por acciones directas sobre sectores específicos. De esa manera se ampliaba la diferencia entre los recursos disponibles para el gasto y la demanda y aumentaban los inversionistas dispuestos a pagar una tasa de interés superior a la prevaleciente. Algunos acudirían al crédito externo adquiriendo nuevos préstamos o no

(4) Este argumento se desarrolla en detalle en mi artículo "Ilusión y Realidad del Crédito Externo", en *Financiamiento Externo 1977* (Banco de la República y Asociación Bancaria). Ver: págs. 65-68.

(5) La distinción entre bienes de consumo e inversión es conveniente precisarla. La línea divisoria, que ha sido materia de grandes debates en la literatura económica, no deja de ser una cuestión de criterio que depende del tipo de problema en consideración. Dentro de esta formulación agregada parece lógico incluir en la definición de inversión los bienes de consumo durable que son altamente dependientes del crédito. Sin embargo, los efectos económicos de los bienes de consumo durable y los de la inversión empresarial en maquinaria y equipo no son siempre los mismos. Por ello en varias partes del artículo se tratan separadamente.

(6) Este resultado se deriva de la bien conocida ecuación Keynesiana que establece la igualdad entre la producción y la demanda agregada: $Producción = Consumo + Inversión + Gastos del Gobierno - Impuestos + Exportaciones - Importaciones$.

Esta relación puede ser transformada sin mayores dificultades en la siguiente: $Ahorro - Inversión + Gastos del Gobierno - Impuestos = Exportaciones - Importaciones$.

Lo anterior significa que la igualdad entre la producción y el gasto equivale a la igualdad entre el superávit cambiario y la suma del exceso de ahorro sobre la inversión y el superávit fiscal. De ahí es evidente que el equilibrio entre la oferta y la demanda agregada no es incompatible con un superávit cambiario. Pueden subsistir simultáneamente si se presenta un exceso de ahorro sobre la inversión o un superávit fiscal.

pagando los viejos. Otros a los mercados extrabancarios originando transferencias que, en ciertos casos, se traducirían en crédito del Banco de la República. Todos estos factores operarían en la dirección de aminorar el efecto de las acciones directas. Se hacía necesario, entonces, ampliar la intervención a diversos frentes estratégicos para evitar la utilización de fuentes alternativas de emisión.

No estaban ausentes, desde luego, los temores de que las fuerzas del mercado hicieran ineficaz la intervención financiera y cambiaria. Había, sin embargo, varias razones que los disipaban. La política no planteaba una aplicación desordenada y generalizada de controles cuantitativos. Estos debían establecerse selectivamente según las características de los sectores económicos y complementarse con un manejo de la estructura relativa de tasas de interés (no del nivel general de tasas de interés) que minimizara los incentivos económicos de evadirlos. No era, además, una situación nueva. La economía colombiana, según hemos visto, ha operado usualmente bajo condiciones en que la inversión deseada supera el ahorro deseado. De ahí que la demanda por crédito haya sido superior a los recursos disponibles, que esta diferencia haya sido regulada mediante controles cuantitativos y que siempre ha habido intentos de evadirlos a través de fuentes alternativas de emisión. La duda no residía, entonces, en la utilidad de tales mecanismos, porque ya habían operado satisfactoriamente, sino en su capacidad para soportar una presión mayor, es decir, para afrontar una situación de crisis. Aunque esta experiencia no existía en materia monetaria, sí la había en materia de comercio exterior. En las épocas de crisis cambiarias se mantuvieron controles cuantitativos que dieron lugar a situaciones en que los beneficios económicos de evadir las reglamentaciones eran superiores a los que podían resultar de una política de control monetario.

B) Políticas

Las soluciones generalistas no garantizaban el logro de los objetivos propuestos y, en cambio, sí podían originar efectos negativos sobre la actividad económica, el empleo y el desarrollo futuro del país. La estrategia tenía que consultar inevitablemente las características específicas de la economía colombiana tanto en materia financiera como cambiaria. La acción para elevar el ahorro debía concentrarse primordialmente sobre los sectores que, por sus características especiales, estuvieran generando excesos de ingreso. La congelación del ahorro debía efectuarse en forma selectiva, minimizando el efecto de la reducción del crédito sobre la producción.

Tampoco era conveniente concederle un tratamiento igual a los distintos ingresos externos. En ese momento se justificaba recibir únicamente las divisas que significaran un fortalecimiento real de las reservas internacionales. No así los flujos de capital de corto plazo que venían estimulados por la diferencia entre la tasa de interés interna y la externa y que, luego, volverían a salir cuando se invirtiera la situación de reservas internacionales. La política de estabilización otorgaba, por otro lado, prioridad a las divisas que tenían una mayor incidencia sobre el desarrollo económico del país, como era el caso de la continuación y consolidación de los esfuerzos que se habían realizado en materia de exportaciones menores.

1. Intervención en el ahorro

La política de ahorro fue diseñada con el propósito de elevar el ahorro y congelar una parte importante de los recursos financieros. Ambos objetivos se adelantaron dentro de una política selectiva de intervención. La experiencia del pasado mostraba que las acciones para elevar el ahorro en el largo plazo mediante la aplicación de políticas generales no habían logrado los resultados propuestos. La posibilidad de hacerlo con los mismos medios en el corto plazo era, entonces, mucho menor. Las condiciones específicas de la coyuntura señalaban, en cambio, la presencia de sectores que estaban percibiendo aumentos de ingresos muy superiores a los del promedio de la economía. Estos excedentes podían traducirse en ahorro si se actuaba compulsivamente sobre ellos. De ahí surgieron el sistema de certificados de cambio y los depósitos de importación, los cuales cumplían el doble papel de imponer un ahorro forzoso y congelarlo. Era menester, sin embargo, ir más allá para alcanzar los objetivos monetarios, congelando una parte importante de los aumentos de los depósitos en cuenta corriente y de los activos financieros, que, de otra manera, se traducirían en crédito. Existía, desde luego, el riesgo de reducir la financiación para la inversión empresarial en maquinaria y equipo y para el capital de trabajo y, como consecuencia, afectar negativamente la producción. Se trataba, sin embargo, de un fenómeno susceptible de ser prevenido mediante una política selectiva. La restricción del crédito podía concentrarse primordialmente en el crédito de consumo que venía creciendo significativamente de tiempo atrás. Para tal efecto se diseñó una política simultánea de encaje y crédito dirigido.

a) Certificados de cambio

La expansión de las reservas internacionales obedecía a un aumento de los ingresos provenientes de

las exportaciones de café y servicios superior al promedio de la economía. La regulación de tales ingresos se llevó a cabo mediante modificaciones en el régimen cambiario. Inicialmente se estableció que las divisas provenientes de las exportaciones de café y servicios se canjearían por certificados de cambio que podían utilizarse inmediatamente para efectuar giros al exterior o redimirse en el Banco de la República después de un mes de su expedición. Luego se extendió a las exportaciones de algodón, flores, carne y piedras preciosas, y el período de maduración se amplió a tres meses. Más tarde se restringió su utilización para pagos al exterior a 25% del valor del giro para las importaciones de materias primas y a 40% para las importaciones restantes. El sistema así diseñado estaba en capacidad de efectuar una contracción igual a los certificados en poder del público, que correspondía, aproximadamente, a la diferencia entre los certificados emitidos durante el período de maduración y las utilidades para giros al exterior.

Lo anterior colocaba a los exportadores ante dos alternativas. Primera, mantener el título hasta el final del plazo de maduración, produciéndose así un ahorro que de otra manera, probablemente, no se había originado. Segunda, venderlo con un descuento a los importadores o a los inversionistas, asumiendo una pérdida de ingreso que se transfería a quien estuviera dispuesto a mantenerlo durante el período de maduración.

En el desarrollo del mercado de certificados es posible distinguir dos etapas. La primera, comprendida entre la fecha de creación de los certificados y el 15 de julio de 1977 cuando se restringió su utilización al 25% de los giros por materias primas y al 40% de los giros por otros conceptos. En ese período se estableció inicialmente un plazo de maduración de un mes y luego se amplió a tres meses, el saldo de certificados llegó a \$ 3.800 millones y la rentabilidad anual fluctuó entre 7 y 11%. El descuento se determinaba en un mercado conformado principalmente por exportadores e importadores. De otra manera no se explica por qué la rentabilidad del certificado resultaba inferior a la tasa de interés prevaleciente en el mercado de capitales. Solo a los importadores, que se encontraban ante la alternativa de efectuar los giros con certificados de cambio adquiridos en el Banco de la República o en el mercado de capitales, les bastaba un pequeño descuento para optar por esta última opción.

Las condiciones del mercado se modificaron radicalmente el 15 de julio. La restricción al uso de los certificados de cambio para efectuar giros al exterior aumentó la parte de los mismos que debía man-

tenerse hasta el final del período de maduración y redujo la demanda de los importadores. La capacidad contraccionista del sistema se amplió considerablemente, de tal suerte que el saldo de los certificados en poder del público aumentó a razón de \$ 2.500 millones mensuales en los tres meses siguientes. La súbita disminución de la demanda de los importadores se manifestó en una rápida elevación del descuento que dio lugar a una rentabilidad muy superior a las tasas de interés del mercado. Fue precisamente en este momento cuando el certificado entró de verdad en el mercado de capitales. La alta rentabilidad, así como sus características que lo hacían un sustituto muy cercano de los activos existentes en el mercado de capitales, indujo a los inversionistas a adquirirlos con los recursos provenientes de la liquidación de otros papeles. Era un típico fenómeno de corto plazo. A menos que la oferta se hubiera expandido permanentemente, se tenía que llegar al punto en que las nuevas emisiones se compensarían con las maduraciones de los certificados emitidos anteriormente. Por otro lado, la elevación de la rentabilidad, al aumentar la demanda por certificados, crearía fuerzas en la dirección de reducirla. Por ello la rentabilidad del certificado en el mediano plazo tendería inexorablemente hacia los niveles predominantes en el mercado de capitales. Así ocurrió. A medida que el saldo se estabilizó, la rentabilidad descendió aproximándose a las tasas de interés institucionales.

A finales de diciembre el sistema de certificados había originado una contracción monetaria de \$ 13.821 millones. Esta provenía de dos fuentes. Por un lado, de los exportadores que los conservaban para evitar el descuento y de los importadores que los mantenían para hacer los pagos al exterior. Por otro lado, de los inversionistas que, probablemente, los habían adquirido con recursos provenientes de la liquidación de otros activos que se manifestaban en su mayor parte en crédito.

b) Depósitos de importación

La situación de los importadores también era privilegiada en ese momento. Los productos importados, debido a la baja devaluación de la tasa de cambio y al sistema de certificados de cambio, habían experimentado un aumento de precios inferior al de los productos domésticos. Además, habían recibido de tiempo atrás un tratamiento especial en materia de financiación externa e interna. Los depósitos de importación reducían este privilegio, obligando a los importadores a cubrir una mayor parte de los giros con recursos propios. La contracción moneta-

ria por tal conducto fue de \$ 4.190 millones en el período comprendido entre diciembre de 1976 y diciembre de 1977.

c) Encaje

El crecimiento de la base monetaria, no obstante las medidas para neutralizarla, resultaba superior a las metas de crecimiento de los medios de pago. El ahorro financiero institucional venía experimentando de tiempo atrás un aumento notable por la sustitución que se había operado con los activos físicos y con los otros activos financieros, comportamiento que se había acentuado por la enorme expansión primaria. Estos dos factores, en conjunto, habrían de originar una expansión del crédito que, al exceder las necesidades de la producción, iría en buena parte a financiar la adquisición de bienes de consumo durable. Mediante la regulación del ahorro financiero y la orientación de los diferentes depósitos, era posible, entonces, efectuar una contracción significativa sin afectar mayormente la actividad productiva. Hemos visto que el primer objetivo se llevó a cabo por medio de los certificados de cambio que, al inducir traslados de otros papeles, lograron aminorar la expansión de aquellos activos que se reflejan en su mayor parte en crédito. El control del destino de los depósitos en cuenta corriente y de ahorro se efectuó a través de acciones directas sobre los encajes y las inversiones forzosas. En primer lugar, se estableció un encaje marginal de 100% sobre los depósitos en cuenta corriente a fin de neutralizar totalmente la expansión secundaria de la base monetaria sobre los medios de pago y se exceptuaron de este los recursos propios de los bancos destinados para el redescuento de operaciones de fomento. Se introdujo un encaje para las operaciones en moneda extranjera de los bancos y se aumentó gradualmente hasta 18%. El encaje promedio de los depósitos en cuenta corriente se elevó en tres puntos, el de los certificados de depósito a término en diez puntos y el de la UPAC en cinco puntos. Por otro lado se incrementó considerablemente la inversión forzosa en títulos del FFAP mediante la aplicación de distintos mecanismos y se ejecutó uno de los programas agrícolas más ambiciosos de los últimos años. Todo ello estaba orientado a lograr una expansión del crédito acorde con las necesidades de la producción y los objetivos de la política monetaria. Propósito que se consiguió a la luz de las cifras. Las colocaciones bancarias crecieron 40% durante 1977, incremento que se explica en un 80% por la expansión del crédito dirigido. El crédito destinado a la inversión

empresarial y a la producción tuvo un aumento significativo en términos reales, mientras que el de consumo disminuyó.

2. Intervención cambiaria

a) Flujos de capital

El aumento de las reservas internacionales registrado en 1976 no se explicaba solamente por la elevación de los precios del café, sino también por las exportaciones de servicios y los giros de importación. Los ingresos por concepto de exportaciones de servicios empezaron a acelerarse a mediados de 1975, cuando se adoptó una política por medio de la cual el Banco de la República adquiría por ventanilla todas las divisas que le presentaran sin exigir requisito alguno (7). Los portadores de las divisas no estaban obligados siquiera a identificarse y mucho menos a registrar el origen de las mismas. Como consecuencia, se generó un rápido crecimiento de los ingresos por concepto de exportaciones de servicios, el cual se hizo mayor a medida que se adoptaron decisiones para suspender el crédito externo privado y restringir el interno. A finales de 1976 y en los dos primeros meses de 1977 crecían a una tasa anual de 82%. Los giros por importaciones mostraban, por otro lado, un comportamiento irregular. El crecimiento en 1976 fue negativo con respecto a 1975, no obstante que los registros de importación aumentaron 32,3% en el mismo año.

El comportamiento anotado estaba íntimamente relacionado con la política económica general. Las condiciones cambiarias y financieras habían creado una situación en que la tasa de interés externa, que resultaba de adicionar la tasa vigente en los mercados externos y la variación de la tasa de cambio, era muy inferior a la tasa de interés institucional interna. La restricción monetaria determinaba, por otra parte, un costo de oportunidad del crédito mayor que la tasa de interés institucional. Los usuarios que no obtenían los fondos en los bancos podían estar dispuestos a pagar una tasa de interés superior. En tales condiciones, resultaba altamente atractivo el crédito externo privado que se hallaba suspendido en ese momento. La forma más fácil de evadir tal prohibición era a través de las exportaciones de servicios y de los giros de importación. En el primer caso bastaba presentar las divisas, o a lo sumo, fraccionarlas para disipar cualquier sospecha. En el segundo incumpliendo los plazos máximos de

(7) Estas decisiones administrativas coincidieron con la aparición de un fenómeno desconocido en la economía colombiana. En ese momento el precio del dólar oficial se encontraba por encima del precio en el mercado paralelo.

giro, a sabiendas que la sanción, en el caso que se estableciera, implicaba un costo inferior a los beneficios.

Mientras existiera esta estructura, la política monetaria estaba llamada a fracasar. Cualquier medida que se adoptara para restringir el crédito, resultaría compensada por un aumento igual del capital especulativo, tal como ocurrió en 1976. Había, desde luego, fórmulas generalistas para enfrentar tal situación. Una consistía en elevar la tasa de cambio hasta eliminar el estímulo de traer crédito externo. Para ello no bastaba nivelar la tasa de interés externa con la institucional, sino con el costo de oportunidad del crédito que era mucho más alto por la restricción monetaria. Se requería, entonces, una devaluación superior a la diferencia entre la inflación interna y la externa. Era un manejo que difícilmente se podía justificar en esa coyuntura. Implicaba, por una parte, un aumento de los precios relativos a las importaciones, que se habría traducido en un factor adicional de empuje de costos y, por otra, un aumento de los precios de las exportaciones que, al elevar los ingresos provenientes del exterior, ampliaba la demanda agregada y reducía el abastecimiento interno. Otra alternativa que consistía en fijar la tasa de interés interna en los niveles internacionales, entraba en conflicto con la política monetaria. Aumentaba las presiones por los recursos financieros, haciendo más difícil el manejo institucional de la política de control de crédito. De nuevo, se hacía necesario operar con medidas que atacaran directamente el problema.

Los movimientos especulativos se enfrentaron con medidas directas sobre las exportaciones de servicios y los giros de importación. Las primeras fueron, principalmente, de tipo administrativo. Se establecieron requisitos de diversa índole para la compra de divisas por parte del Banco de la República, con el propósito de identificar la procedencia y el destino de las divisas y seguir las investigaciones tendientes a verificar la idoneidad de la información solicitada. Aunque los controles cuantitativos inducen, en general, a buscar procedimientos para evadirlos, en las épocas de crisis cambiarias probaron ser altamente eficaces para controlar la fuga de capitales. No había razón para que no operaran en la dirección contraria, es decir para regular su ingreso. Apreciación que luego resultó confirmada por los hechos. En el gráfico 2, donde se presenta la evolución de las exportaciones de servicios en los últimos tres años, se observa un cambio drástico de la tendencia en febrero, cuando entraron en vigencia las medidas administrativas. La tasa de crecimiento

anual que era de 82% en esa fecha, disminuyó rápidamente hasta llegar a 5,7% en diciembre. El sistema de certificados de cambio contribuyó, sin duda, a este comportamiento. Antes de entrar en vigencia el sistema, los inversionistas estaban en capacidad de predecir con cierta certeza el movimiento de la tasa de cambio oficial. Después la rentabilidad de las operaciones era determinada fundamentalmente por las cotizaciones del certificado en la bolsa, que dependían de elementos inciertos que reducían el atractivo económico.

Una de las virtudes más importantes de la modificación cambiaria residía en su automaticidad. La política de regulación de crédito creó condiciones económicas que inducían a evadirla mediante la adquisición de crédito externo. Inevitablemente, algunos flujos de capital escaparían a los controles administrativos, neutralizando, al menos en parte, el efecto de las medidas contraccionistas. Los certificados garantizaban que los efectos directos y los compensatorios no se presentaban simultáneamente. Estos últimos, en caso de tener lugar, ocurrían como mínimo tres meses después. Se eliminaba así uno de los elementos que podía hacer inoperante la política monetaria.

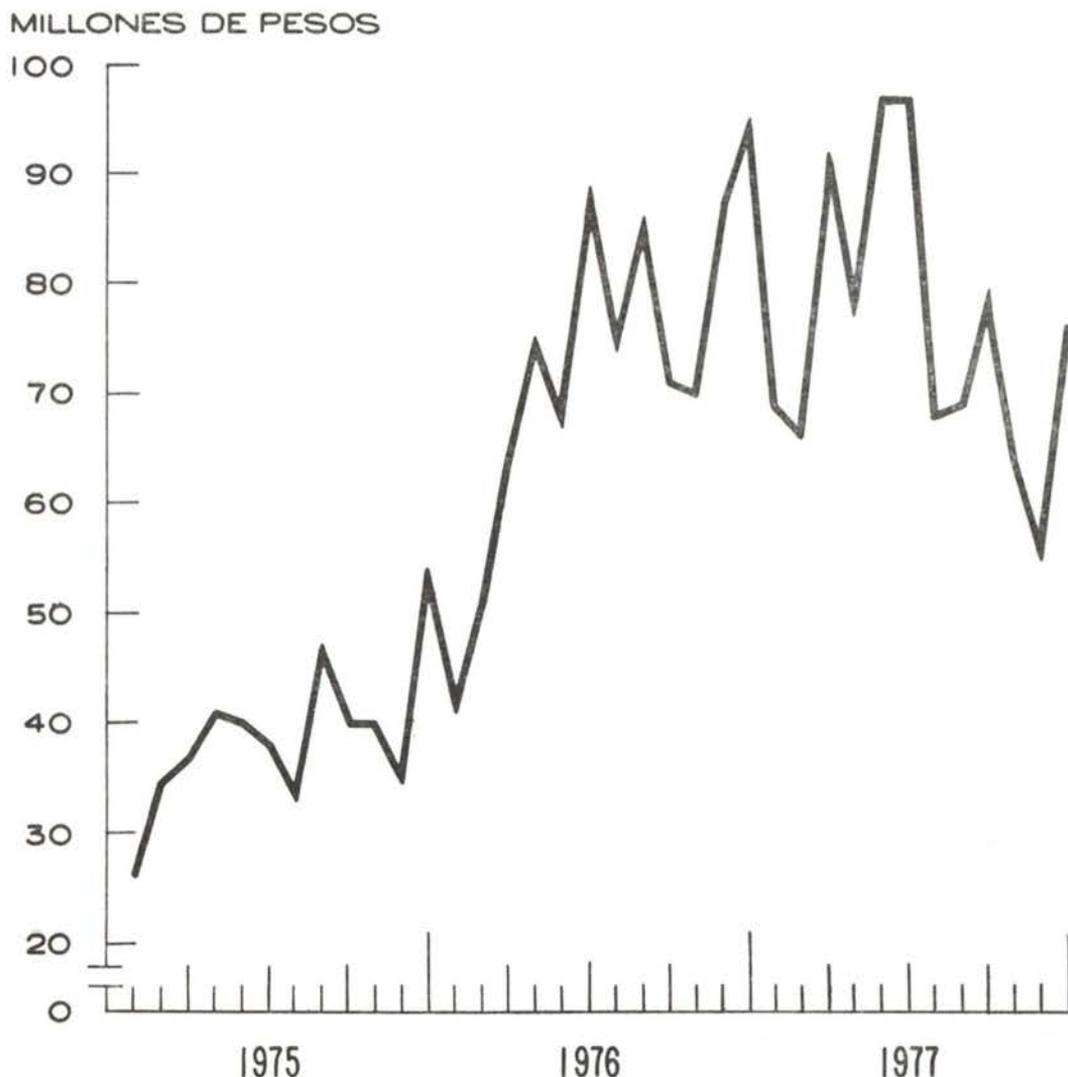
El control de los giros de importación dependió en un menor grado de decisiones administrativas. Estas se limitaron, prácticamente, a fortalecer los procedimientos institucionales para hacer efectivas las multas a los importadores que incumplieran los plazos máximos de giro. La regulación se efectuó, en su mayor parte, a través de medidas que encarecían la financiación externa. Por un lado, se actuó directamente sobre los importadores por medio de los depósitos previos a la nacionalización. Se estableció que el importador que no efectuara los pagos dentro de los plazos establecidos debía mantener los depósitos durante dos años, lo cual representaba un sobre costo superior a la diferencia entre la tasa de interés interna y la externa. Por otro lado, se operó sobre el sistema bancario. Las operaciones de crédito externo no significaban ningún sacrificio de recursos internos para los bancos. La diferencia entre la tasa de interés que obtenían del usuario y la que reconocían en el exterior representaba una ganancia neta para ellos. Los clientes, a su turno, pagaban una tasa de interés inferior a la del mercado institucional. Existía, entonces, un enorme estímulo para incrementar el endeudamiento externo del sistema bancario. El encaje sobre las operaciones en moneda extranjera los contrarrestaba de dos maneras. Imponía un límite al endeudamiento externo en términos de los recursos internos. Determinaba un costo para los bancos que, al ser trasladado al usuario, redu-

cía la brecha entre los intereses de las operaciones internas y externas. Los resultados de esta política fueron ampliamente satisfactorios. En el cuadro 1 se presenta la evolución de los giros en los últimos dos años. La tasa anual de crecimiento que había disminuido en 1976, aumentó 43% en 1977. De otro lado, la relación entre los giros y los registros de los dos años anteriores, alcanzó uno de los niveles más altos en 1977. Los resultados del endeudamiento de los bancos no son menos significativos. Los pasivos en moneda extranjera, que habían crecido entre 1971 y 1976 a una tasa promedio de 24%, pasaron de US\$ 610 millones a US\$ 431 millones entre enero de 1976 y diciembre del mismo año, lo cual corresponde a una disminución de 31%.

CUADRO 1
Giros y registros de importación
(Millones de US\$)

	Registros	Registros en los últimos dos años	Giros	Relación entre los giros en un año y los registros en los dos últimos años
1969.....	755	1.380	474	0.343
1970.....	921	1.676	558	0.333
1971.....	784	1.705	613	0.359
1972.....	902	1.686	655	0.388
1973.....	1.226	2.128	774	0.364
1974.....	1.701	2.927	1.049	0.358
1975.....	1.503	3.204	1.317	0.411
1976.....	1.991	3.494	1.236	0.354
1977.....	2.665	4.656	1.778	0.381

GRAFICO Nº 2
EXPORTACIONES DE SERVICIOS



b) Tasa de cambio

Las condiciones coyunturales exigían un manejo especial de la tasa de cambio. El desarrollo de las exportaciones menores, cuya importancia para el desarrollo económico del país es ampliamente aceptado, requería un ajuste de la tasa de cambio que permitiera mantener su competitividad en los mercados externos. Se consideraba que la salida de ciertas exportaciones de los mercados externos por razones de precios podía llevar a la pérdida permanente de los mismos. Esta política era, sin embargo, difícil de justificar a la luz de las condiciones de corto plazo. El aumento de los ingresos de algunas exportaciones era la principal causa de la expansión de las reservas internacionales que originaba la presión sobre la oferta monetaria y sobre los precios. El proceso inflacionario, a su turno, se manifestaba en alzas salariales que, al elevar los costos, operaban a través de los productos manufacturados como un factor tendiente a perpetuar la inflación. En ambos casos el descenso de la tasa de cambio real actuaba como un factor estabilizador. En el primero reduciendo la monetización de los ingresos de divisas y en el segundo bajando el precio de los insumos importados. Las perspectivas a mediano plazo tampoco favorecían una aceleración de la devaluación. La rápida acumulación de reservas indicaba la conveniencia de reducir gradualmente el precio relativo de los bienes importados con el propósito de estimular un aumento lento de su participación en la producción nacional. Este conflicto aparente entre los objetivos de corto, mediano y largo plazo era susceptible de conciliarse mediante un sistema de tasas de cambio diferenciales. Ello se hizo, precisamente, con los certificados de cambio. Los descuentos resultantes de la negociación del papel dieron lugar a tasas de cambio distintas para los exportadores que estaban percibiendo ingresos excepcionales, para las exportaciones menores y para las importaciones. De esa manera se disminuyó la monetización de los ingresos de divisas provenientes del café, servicios, algodón, etc., se redujo el precio relativo de los bienes importados y se generaron condiciones propicias para aplicar una política de devaluación compatible con el desarrollo de las exportaciones menores.

3. Política fiscal

El presupuesto nacional ha sido tradicionalmente uno de los principales elementos desestabilizadores de la política monetaria. La inelasticidad de los ingresos tributarios y la estructura presupuestal, que induce a realizar gastos por encima de los recursos, se reflejaron en el pasado en déficit presupuestales

de caja crecientes que fueron conjugados con crédito externo y crédito del Banco de la República. Esta situación se enfrentó sin mayores dificultades mientras que la balanza comercial fue deficitaria. En 1972 y 1973, cuando fue ligeramente superavitaria, se manifestó en una alta expansión de la oferta monetaria. No cabía esperar, entonces, que los instrumentos monetarios pudieran absorber simultáneamente un faltante presupuestal y una expansión de las reservas de las magnitudes anotadas. El presupuesto debía contribuir a la política de contracción monetaria con un excedente de ingresos tributarios sobre los gastos. Las condiciones económicas eran propicias para ello. Los mayores ingresos provenientes de la reforma tributaria corrigieron, en buena parte, la estructura fiscal y en 1976 ya se había generado un superávit de caja. Se requería, simplemente, adelantar una ejecución presupuestal austera y ajustada a los ingresos tributarios reales. Así se hizo. En 1977 la amortización de la deuda externa del gobierno excedió los desembolsos en US\$ 122 millones y el crédito del Banco de la República disminuyó \$ 2.000 millones.

IV. RESULTADOS GLOBALES

La política de estabilización monetaria se fundamentó en los certificados de cambio, los depósitos de importación y el encaje. Cada uno de estos instrumentos cumplía diversos papeles. El propósito final era contener los flujos especulativos de capital y efectuar una contracción significativa. Objetivos que se lograron a la luz de las cifras. Las exportaciones de servicios, luego de haber experimentado tasas de crecimiento de 83% en 1975 y de 88% en 1976, aumentaron solamente 5,7% en 1977. Los giros por importaciones, que habían tenido un comportamiento estático en los últimos dos años, aumentaron 43% con relación a 1976. De haberse mantenido el comportamiento de estos dos rubros durante 1975 y 1976, el aumento de las reservas hubiera superado los US\$ 1.000 millones. Las cifras señalan, en cambio, un aumento de US\$ 665 millones en 1977 (8).

Los resultados en materia monetaria fueron espectaculares. En el cuadro 2 se muestra que en 1977 los certificados de cambio originaron una contracción de la base monetaria de \$ 13.821 millones, los depósitos de importación de \$ 4.190 millones, el superávit fiscal de \$ 6.500 millones y los depósitos de ahorro de \$ 2.000 millones. El efecto conjunto corresponde al 50% de la base monetaria existente a

(8) El efecto monetario de las reservas internacionales fue superior al indicado por esta cifra. En ese año se autorizaron cupos de redescuento para el IDEMA y ECOPETROL, los cuales permitieron efectuar giros al exterior por US\$ 110 millones con recursos del Banco de la República.

finales de 1976. De otro lado, la elevación del encaje determinó una baja de 7,2% en el multiplicador bancario.

La magnitud de estos resultados se ilustra con un ejemplo simple. Si estas medidas no se hubieran adoptado, el crecimiento de los medios de pago habría sido superior a 100%. No es necesario profundizar mucho para entender lo que ello hubiera implicado. De los estudios existentes sobre la relación entre los medios de pago y los precios se deduce que la tasa de inflación habría podido alcanzar niveles cercanos a 100%. Como veremos más adelante, las cifras fueron totalmente distintas.

CUADRO 2
Medidas de contracción monetaria

	Aumentos en 1977 (Millones de pesos)	Variación con relación a la base monetaria existente en diciembre de 1976 %
1. Base monetaria	21.403	40,1
2. Medidas contraccionistas sobre la base monetaria		
a) Certificados de cambio	-13.821	25,8
b) Depósitos de importación	-4.190	7,8
c) Encaje depósitos de ahorro	-2.400	4,5
d) Superávit fiscal	-6.500	12,3
i) Crédito externo ..	-4.500	
ii) Crédito interno ..	-2.000	
Total	-26.911	50,4
3. Variación del multiplicador bancario por la elevación del encaje en los depósitos en cuenta corriente	-7,7%	

La acción de la política monetaria sobre la liquidez de la economía puede ilustrarse con ayuda del gráfico 1. En él se muestra que la tasa de crecimiento de los medios de pago pasó de 35% a 41,9% entre diciembre de 1976 y junio de 1977 y la de inflación de 25% a 43,5%. De ahí se desprende que durante ese período la tasa de inflación correspondía a una proporción cada vez mayor de la tasa de crecimiento de los medios de pago. Una parte de este comportamiento se explica por el hecho empírico de que la incidencia de la política monetaria sobre el nivel de precios es mayor en los períodos de expansión que en los de depresión (9). La mayor parte se explica, sin embargo, por las características del proceso inflacionario. Este había sido originado en buena parte por la caída de la producción agrícola. Dada la alta inelasticidad de la demanda por bienes agrícolas y la rápida respuesta de sus precios a los desajustes entre la oferta y la demanda, era apenas natural que el aumento de los precios con relación a los medios de pago fuera mayor que en las épocas normales. En ese sentido la

misma elevación de los precios había operado en la dirección de agotar el aumento de la oferta monetaria.

El comportamiento de los medios de pago, tal como se muestra en el gráfico 1, se revertió en el segundo semestre de 1977. La tasa anual de crecimiento de los medios de pago descendió de 41,9% a 30,3% entre junio y diciembre. Esto, en conjunto con la disminución de la liquidez originada por la elevación de los precios agrícolas durante el primer semestre, se manifestó en una reducción de la demanda agregada. Por otro lado, la producción agrícola, como se preveía, aumentó rápidamente durante dicho semestre. Como consecuencia, se modificó drásticamente el comportamiento de los precios agrícolas. La tasa de crecimiento del índice de precios de alimentos bajó de 58,1% a 35% entre junio y diciembre de 1977.

Los fenómenos en materia de precios industriales ocurrieron lentamente. La elevación del índice general de precios del primer semestre dio origen a presiones salariales superiores al aumento de precios no agrícolas. El salario mínimo se elevó 50% durante 1977 y en algunas convenciones colectivas se lograron ajustes del mismo orden. Parecían estar dadas las bases para el desarrollo de una inflación de costos de productos industriales. No ocurrió así por dos razones. Primero, la política de tasa de cambio y la reglamentación de los certificados de cambio determinaron una reducción de los costos relativos de los insumos importados que compensó parte de los aumentos salariales. Segundo, la reducción de la demanda agregada no les permitió a los productores trasladar la totalidad de los mayores costos a los consumidores. Una parte de ellos fue absorbida a través de menores utilidades. Esto fue factible, sin originar una recesión industrial, porque las ganancias se habían acrecentado durante la aceleración del proceso inflacionario y porque la disminución de las mismas no fue muy grande. Lo cierto es que la tasa de crecimiento de los productos industriales no varió mayormente durante el segundo semestre de 1977.

Los resultados a finales de 1977 eran altamente satisfactorios. La tasa de inflación había bajado de 43,5% a 29,3% entre junio y diciembre (ver gráfico 1). De otro lado, los factores desestabilizadores que habían originado la crisis inflacionaria tendían a desaparecer. La producción agrícola a principios

(9) Los estudios empíricos sobre la economía colombiana muestran que la demanda por dinero disminuye con la tasa de inflación. La incidencia de esta variable, evaluada con base en modelos econométricos, explicaba solo una fracción de la variación de la demanda por dinero que ocurrió a lo largo del año.

de 1977, aunque no experimentaba la rápida expansión del segundo semestre de 1976, podía calificarse como normal. La tendencia creciente de aumento de los medios de pago había sido quebrada y la liquidez a finales de 1977 era satisfactoria.

Las condiciones cambiarias no estaban, sin embargo, totalmente despejadas para el primer semestre de 1978. Las reservas internacionales aumentaron US\$ 277 millones durante este período. No fue menester, sin embargo, adoptar decisiones contraccionistas adicionales. Las medidas tomadas en 1977 dieron lugar a operaciones compensatorias que impidieron que sus efectos se manifestaran totalmente durante ese año. Los certificados de cambio habían estimulado desplazamientos de los depósitos de UPAC, lo cual llevó a las corporaciones a utilizar el cupo del Banco de la República. Las medidas de encaje e inversiones forzosas indujeron al sistema bancario, que no hizo las provisiones adecuadas para ajustarse a ellas, a acudir al cupo del Banco de la República y estimularon a los fondos a utilizar exageradamente la excepción del encaje marginal. Cabía esperar que estos desajustes se corregirían en el primer semestre, cuando se presenta el mayor crecimiento de los depósitos en cuenta corriente y de ahorro. De ahí que las acciones se orientaron exclusivamente a facilitar estos movimientos y a impedir la evasión de las reglamentaciones vigentes. Se amplió la utilización de los certificados de cambio con el fin de situar su rendimiento en los niveles predominantes en el mercado de capitales y evitar traslados adicionales; se bajó el encaje ordinario y se fortaleció el encaje marginal limitando la capacidad de los fondos para computar como parte de este los recursos propios del redescuento. Como consecuencia, los bancos y las corporaciones de ahorro y vivienda cubrieron en el primer semestre la totalidad de las obligaciones adquiridas en el año anterior con el Banco de la República. De otro lado, el aumento de los ingresos fiscales, en conjunto con la austeridad en el manejo del gasto público, se manifestó en un superávit fiscal que determinó una contracción significativa.

El comportamiento de los intermediarios financieros y el manejo presupuestal permitieron neutralizar satisfactoriamente la expansión de las reservas internacionales durante el primer semestre de 1978. La tasa de crecimiento de los medios de pago continuó disminuyendo hasta situarse en 25,4% a finales de junio. Esto, en conjunto con las condiciones adecuadas de liquidez a finales de 1977, operó en la dirección de reducir la tasa de inflación durante el semestre. En efecto, la tasa anual de crecimiento del índice de precios del consumidor obrero llegó a

13,1% en junio, cifra que corresponde al nivel más bajo registrado desde agosto de 1972.

Los objetivos del plan de estabilización se cumplían cabalmente a finales del primer semestre de 1978. Los peligros de un proceso inflacionario acelerado se habían despejado y la tasa de inflación registraba uno de los niveles más bajos de América del Sur. La rápida disminución de la inflación no había afectado negativamente la actividad económica. El crecimiento del PIB en 1977 fue similar al de 1976 y en 1978 se espera un ritmo superior; la tasa de desempleo descendió de 10,2% a 9,7% entre marzo de 1977 y abril de 1978.

V. LECCIONES PARA EL FUTURO

Los fenómenos económicos se presentan usualmente en forma regular. Esta es una de las principales dificultades del análisis económico. Si todas las variables siguieran una tendencia histórica, resultaría imposible observar el grado de dependencia entre unas y otras. Solo cuando los fenómenos ocurren en forma distinta es factible aislar sus causas e identificar sus efectos. En ese sentido la experiencia del período comprendido entre diciembre de 1976 y junio de 1978 es de gran interés. La inflación llegó al nivel más alto de la historia del país desde que se registran cifras de precios. La política coyuntural adoptada para contrarrestarla es también la más drástica que se haya aplicado en el país. Los resultados modifican muchas de las concepciones tradicionales sobre la economía colombiana y dejan una experiencia para el manejo de situaciones similares en el futuro. No gozan, sin embargo, de la generalidad que permita adaptarlos fácilmente a otros países. Una de las principales enseñanzas es que el manejo de tales situaciones debe consultar las características específicas de cada país.

La economía colombiana es altamente sensible a la expansión monetaria y a las fluctuaciones de la producción agrícola. El aumento de la liquidez se manifiesta dentro de períodos relativamente cortos en una aceleración de la tasa de inflación. La caída de la producción agrícola se refleja rápidamente en un aumento de los precios agrícolas y, por conducto de ellos, en un alza general de precios. No es este, sin embargo, un fenómeno que se mantenga por mucho tiempo. Origina, por sí solo, estímulos que operan en la dirección de recuperar la producción en el siguiente período.

La aceleración de la inflación no lleva necesariamente a un proceso irreversible. Por el contrario, acciones rápidas y oportunas en los frentes neurálgicos permiten revertir la tendencia en períodos relativamente cortos.

El aumento de los ingresos de divisas no se traduce en el corto plazo en una expansión de las importaciones esenciales. La estructura del comercio exterior, que se fundamenta en una protección razonable de la industria nacional, ha configurado una situación en la cual la elasticidad de demanda de las materias primas con relación a la tasa de cambio es pequeña y la de bienes de capital prácticamente nula. La primera depende, principalmente, de la producción nacional y la segunda de la inversión, variables que no son susceptibles de modificarse de un momento a otro. Por ello un aumento intempestivo de las importaciones solo puede lograrse mediante una modificación de la estructura del comercio exterior orientada a facilitar la importación de bienes de consumo y la sustitución de artículos producidos internamente. Es una acción que difícilmente puede justificarse en un país que todavía no ha logrado condiciones en materia de comercio exterior que permitan atender las necesidades de divisas requeridas para alcanzar una tasa de crecimiento económico satisfactoria. Parece más lógico adaptar las políticas cambiarias y financieras para que los aumentos temporales de divisas puedan ser acumuladas sin originar efectos desestabilizadores y aplicados progresivamente a la adquisición de bienes esenciales.

El aumento de las reservas internacionales no ocasiona inevitablemente una elevación de los precios. El efecto de un superávit cambiario sobre la demanda agregada puede ser neutralizado mediante un exceso de ahorro sobre la inversión. La elevación del nivel general de tasas de interés no garantiza tal resultado. Es preciso aplicar una política de intervención financiera y cambiaria orientada a regular la inversión y dirigir el ahorro. La ejecución de esta política no está exenta de dificultades administrativas. Frecuentemente induce a los inversionistas a buscar financiación a través de fuentes alternativas de emisión, entre las cuales el crédito externo es el más atractivo en épocas de expansión de reservas por la diferencia entre las tasas de interés internas y externas. De esa manera la contracción que se hace por un conducto puede dar lugar a desplazamientos que llevan a compensarla por otro lado. No se trata, sin embargo, de fenómenos inevitables. Los medios a través de los cuales se eluden las reglamentaciones monetarias son conocidos y pueden ser regulados, dentro de ciertos límites, mediante la aplicación de controles adecuadamente diseñados.

La intervención monetaria y cambiaria, fundamentada en controles cuantitativos y en el manejo de los niveles relativos de las tasas de interés, es

altamente efectiva para neutralizar la expansión de las reservas internacionales. Los encajes, los depósitos de importación, el superávit fiscal y los certificados de cambio permitieron efectuar una contracción sin precedentes en la economía colombiana y contribuyeron, junto con las prohibiciones administrativas, a contener los flujos especulativos de capital. Los certificados de cambio probaron ser, sin embargo, el instrumento más adecuado para esterilizar la expansión monetaria de las reservas internacionales. En virtud de ellos, las divisas, en lugar de monetizarse inmediatamente, se traducen en títulos negociables en el mercado de capitales. De esa manera el superávit cambiario genera automáticamente un excedente de ahorro que neutraliza los efectos sobre la demanda agregada.

La reducción drástica de la inflación no conduce necesariamente a una recesión económica. Esto se explica, principalmente, por la naturaleza de los ajustes que tienen lugar en la economía colombiana. La contracción de la demanda agregada, tras un proceso de aceleramiento de la inflación, se manifiesta en el sector agrícola especialmente en los precios por el alto grado de competencia prevaleciente en los mercados de productos y de trabajo. En el sector industrial, al encontrarse con la elevación de los salarios resultante de la inflación anterior, se refleja tanto en los precios como en la producción. Esta rigidez de los salarios industriales, que podría ser la causa primordial de una recesión industrial, no es incontrolable ni permanente. El efecto de una alza de los salarios sobre los costos es susceptible de compensarse mediante la disminución de la tasa efectiva de cambio de las importaciones y una reducción razonable de las utilidades que resulta de la misma contracción de la demanda. La presión de los sindicatos por mayores salarios nominales tiende a bajar a medida que los precios agrícolas se traducen en una menor tasa de inflación. Existen, entonces, los medios para encauzar los precios y los costos de los artículos industriales sin configurar situaciones en que la mejor alternativa es suspender la producción. Las limitaciones son de orden técnico, ya que se trata de un manejo que requiere un gran conocimiento de los rezagos entre la política monetaria, los precios y los salarios, de las interrelaciones entre el sector agrícola y el sector industrial y del comportamiento de los sindicatos. De otro lado, las repercusiones de la política monetaria sobre el crédito y las de este sobre la inversión y la producción pueden impedirse mediante una política selectiva que le conceda prioridad al crédito de fomento.