

LA CUENTA ESPECIAL DE CAMBIOS Y LA BASE MONETARIA

POR FERNANDO MONTES N. Y RAFAEL PRIETO D. *

El presente ensayo tiene por objeto analizar algunos aspectos de la Cuenta Especial de Cambios (CEC), en particular, sus implicaciones monetarias. Para esto se discrimina su saldo en lo que es propiamente efecto monetario (crédito a la Tesorería General) y lo que representa efectos contables (ajuste cambiario).

El trabajo también desarrolla una metodología para el ajuste de las cuentas en moneda extranjera del Banco de la República; este aspecto que se presenta hacia fines de año por el cambio en la tasa de contabilización de reservas (TCR) no tiene efectos monetarios pero sí repercusiones en la composición de la base monetaria. De ahí que sea necesario idear métodos que garanticen la comparabilidad a través del tiempo. Este punto es el tema de la última sección.

Finalmente, se presenta una serie de conclusiones específicas, en cuanto a la presentación de la CEC y a los ajustes de las cuentas en moneda extranjera tendientes a una mejor comprensión de la situación monetaria.

1. Antecedentes (1)

Las dificultades cambiarias de los años treinta plantearon la necesidad de buscar procedimientos tendientes a restaurar el equilibrio de la balanza de pagos. Dentro de estos, cabe destacar las prácticas de control cuantitativo y cualitativo, las cuales dieron nuevas responsabilidades a los bancos centrales con relación a las operaciones cambiarias.

Lo anterior condujo, a su vez, a la creación de fondos o cuentas especiales tendientes a la estabilización de la cotización de las divisas. En el ámbito doméstico se procuraba también que el producto de la variación del tipo de cambio constituyera un recurso para fines de estabilización, estipulando que las utilidades resultantes de la devaluación, en presencia de reservas positivas, se destinaran a cancelar la deuda externa o interna del gobierno, o en caso de pérdida, financiarla con recursos presupuestales. En todo caso, estas cuentas se alimentarían con el producto de las devaluaciones o con recursos presupuestales.

El sistema escogido en Colombia, para tales propósitos, fue la Cuenta Especial de Cambios (CEC) la cual data del año 1935, cuando se dictó la Ley 7 que aprobó el contrato entre el gobierno nacional y el Banco de la República, mediante el cual se autorizaba a este último a llevar a una cuenta especial las utilidades o pérdidas en la "compra, exportación y venta de oro físico y giros sobre el exterior". Los resultados favorables se destinarían, en primer término, a la cancelación de la deuda del gobierno para con el Banco.

Sin entrar a hacer un recuento detallado de las diferentes disposiciones que regulaban el destino de las utilidades de la CEC, se debe anotar que el propósito inicial de la CEC se fue perdiendo. La Ley 167 de 1938 destinó parte de la utilidad cambiaria a la cancelación de la deuda del gobierno (\$ 8 millones); pero dejó \$ 5 millones a libre disposición del Estado y \$ 3 millones para la estabilización del precio de bonos de este último.

Posteriores utilidades, por el reavalúo de reservas, se destinaron en su totalidad a la capitalización de entidades de fomento como la Caja de Crédito Agrario (Ley 90 de 1948) o al pago de gastos del Estado (Decretos 2347 de 1954 y 196 de 1957). En aquellos años en que las reservas netas presentaban un saldo negativo se hizo necesario buscar nuevos recursos para la cuenta, con el fin de absorber las pérdidas; es así como se le asignaron recursos fiscales (impuesto a las exportaciones) para cubrir los déficit, pero fundamentalmente estos fueron financiados con recursos de emisión.

Las dificultades cambiarias de los años sesenta y las experiencias anteriores hicieron evidente la necesidad de hacer apropiaciones, tanto fiscales como cambiarias, para garantizar que esta cuenta no tu-

* Del Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas. Agradecemos al doctor Francisco Ortega sus valiosos comentarios en la elaboración de este documento. Igualmente, el doctor Luis Carlos Rincón, del Departamento Extranjero, y los asistentes al seminario sobre temas monetarios del Departamento de Investigaciones Económicas, merecen nuestros agradecimientos por sus sugerencias.

(1) "Cuenta Especial de Cambios", separata del LI Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva. 1974. Banco de la República.

viera un efecto monetario expansionista (Decreto 2322 de 1965). Por último, estas apropiaciones se reglamentaron en forma precisa en el Decreto-Ley 444 de 1967.

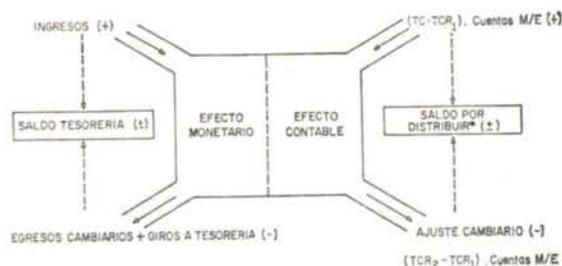
2. Estructura actual de la CEC

La CEC opera como un "recipiente" que recoge, por un lado el movimiento de la cuenta (ingresos-egresos), presentando un saldo a favor o en contra de la Tesorería, según el caso.

Por otra parte, la cuenta recoge como ingreso contable el producto de la diferencia entre la tasa promedio del certificado de cambio (TC) y la tasa de contabilización de reservas de ese año (TCR_1) por el saldo de las cuentas en moneda extranjera, o sea $(TC - TCR_1) \times$ cuentas en moneda extranjera. La principal reducción en la CEC, también de tipo contable, ocurre al hacerse el ajuste del balance del Banco de la República a una nueva TCR. Este ajuste reduce la CEC en un monto equivalente al producto de la diferencia entre TCR_2 (nueva tasa de contabilización de reservas) y TCR_1 , por las cuentas en moneda extranjera $(TCR_2 - TCR_1) \times$ cuentas en moneda extranjera. Debido a que $TCR_2 < TC$, el ajuste es incompleto dando lugar a un saldo por distribuir el cual deberá repartirse entre las cuentas activas y pasivas que tengan algún componente en moneda extranjera. El monto del saldo por distribuir equivale a la suma algebraica de los ingresos y egresos contables, esto es, $[(TC - TCR_1) - (TCR_2 - TCR_1)] \times$ cuentas en moneda extranjera = $[TC - TCR_2] \times$ cuentas en moneda extranjera.

Estos aspectos globales de la CEC (monetario y contable) se ilustran en el siguiente gráfico y serán discutidos en detalle en las secciones que siguen.

GRAFICA 1
ESTRUCTURA DE LA CEC



* Los signos correspondientes a los ingresos y egresos de tipo contable serán opuestos a los que se ilustran en el gráfico en caso de presentarse reservas internacionales negativas, como fue el caso de 1966.

Así pues, para propósitos contables la CEC se lleva en forma de flujo para registrar el movimiento mensual de las principales cuentas y en forma de

stock, cuyo valor aparece luego en el balance del Banco de la República. La suma algebraica de los ingresos y egresos constituye el movimiento mensual, que adicionado al saldo presentado en el mes anterior y deducidas las entregas que se hayan hecho a la Tesorería General produce el saldo débito o crédito a fin de mes. En la cuenta de stock se lleva, además del saldo anterior, el ajuste cambiario a que da lugar la diferencia entre la TC y la TCR. Ahora bien, el aspecto más importante desde el punto de vista económico, lo constituye el movimiento de la cuenta, el cual se analiza a continuación.

2.1 Ingresos. A partir de 1967, la CEC está constituida por dos tipos de recursos: los de origen fiscal y los de origen cambiario (ver apéndice 1).

Los primeros tienen por objeto garantizarle a la CEC recursos no inflacionarios para compensar las pérdidas que resultaren del manejo de reservas; están representados por el impuesto ad valorem sobre el producto en moneda extranjera de las exportaciones de café (Decreto 444 de 1967, artículo 226) (2) y por el impuesto de remesas sobre el valor nominal de las transferencias al exterior de rentas y ganancias ocasionales (Decreto 2053 de 1974, artículo 130) (3). Los recursos de tipo cambiario se originan en las operaciones por compraventa de divisas y por los ingresos del manejo de reservas; en este último quedan incluidos los intereses sobre depósitos a término y bonos en el exterior; los intereses sobre saldos convenios-ALALC y los intereses de líneas especiales y cupos de redescuento en moneda extranjera.

Una aclaración que es importante hacer es la de que algunos de los principales ingresos de la cuenta están sujetos a rezagos, de modo que, por ejemplo, un aumento en el reintegro cafetero no se traduce inmediatamente en mayores recaudos fiscales para la cuenta, sino cuando se cumple el ciclo del contrato, el embarque y el reintegro del café. Otro tanto ocurre con las utilidades por el manejo de reservas; cuando aumenta el volumen de reservas en moneda extranjera (4) parte de ellas se invierte en certificados de depósito en el exterior, sin que se reciban intereses sino hasta el vencimiento de los términos. Los ingresos de la cuenta también están sujetos a fluctuación ya sea por variaciones

(2) En la actualidad este impuesto asciende a 18% de los cuales 14% van a la CEC y 4% al Fondo Nacional del Café (Decreto 2374 de 1974).

(3) Equivalente al 12% del valor nominal de la solicitud de giro.

(4) Paradójicamente la acumulación de reservas puede resultar en pérdidas para la CEC debido a que se están, por definición, adquiriendo más divisas de las que se venden, lo cual redundará en pérdida en la compraventa de moneda extranjera.

en los precios del café, que repercuten en los recursos fiscales, o por oscilaciones en las tasas de interés en los mercados internacionales, lo cual puede afectar el resultado por el manejo de reservas. Todos estos factores que afectan los ingresos dificultan la elaboración de estimativos confiables; de ahí que deba seguirse una política prudente en cuanto a comprometer en pagos específicos las utilidades que resulten.

2.2 Egresos. Además de los giros a la Tesorería General, los principales desembolsos de la CEC se originan por el manejo de reservas y por las pérdidas en las operaciones de compraventa de divisas, en particular las que ocasiona el diferencial petrolero y el ajuste por concepto de reintegros anticipados. Dentro del manejo de reservas se incluye el diferencial cambiario de los "títulos canjeables por certificados de cambio" y de los "títulos de consignación para pagos al exterior" (5).

Por el lado de los egresos también existen rezagos importantes, en especial los del subsidio petrolero. Como es sabido, el 75% de la producción destinada a refinación interna (a excepción de la Concesión de Mares) se paga en dólares vendidos a la tasa del dólar petrolero que fije la Junta Monetaria. El 25% restante se paga en pesos liquidados también a la tasa del dólar petrolero. Sin embargo, el cargo de la diferencia entre la TC y el dólar petrolero no se hace inmediatamente, pues en un mes dado se estará pagando a tasas petroleras inferiores a las vigentes. Por ejemplo, para el mes de marzo de 1976 se autorizaron pagos por US\$ 8,4 divididos así:

Período	Dólar petrolero (Pesos)	Venta de dólares CEC (Millones)
1975—Agosto	20	1.5
Septiembre	22	0.3
Octubre	23	0.5
Noviembre	24	0.7
Diciembre	25	5.4
Total		8.4

O sea que el grueso de los dólares vendidos en el mes de marzo correspondía a pagos de petróleo del año anterior hechos a la tasa petrolera vigente en diciembre y montos menores a la tasa prevaleciente meses antes.

El costo del subsidio petrolero por unidad de divisa y el incremento en este subsidio por rezagos administrativos se ilustran en términos algebraicos a continuación:

$$(1) \quad S_o = TCo - TP_o$$

$$(2) \quad \Delta S_o = TCt - TCo$$

$$(3) \quad S = S_o + \Delta S_o = TCt - TP_o$$

donde:

TCo y TCt = Certificado de cambio en el período o y t

TP_o = Dólar petrolero en el período o

S_o = Valor del subsidio si se pagara el petróleo al momento de su adquisición.

ΔS_o = Incremento en el costo del subsidio por retrasos en el pago, dado que $TCt > TCo$

S = Valor total del subsidio.

Tal como se ilustró anteriormente, la existencia de un retraso entre la fecha de adquisición (período o) y la de pago (período t) eleva el costo del subsidio con cargo a la CEC (6).

Al eliminarse el dólar petrolero desaparece el subsidio dado por la ecuación (1). Sin embargo, subsistirá el subsidio adicional que arroja la ecuación (2).

En conclusión, los retardos en el pago del subsidio petrolero son relativamente amplios y la mayor parte de las ventas de dólares viene haciéndose tres meses más tarde. La eliminación del dólar petrolero se reflejará en un menor costo por compraventa de divisas con un retardo de por lo menos igual lapso. No obstante, los mayores ingresos en la CEC por este concepto no representarán un incremento neto en los recursos del gobierno, puesto que dada la unidad de caja del presupuesto, habrá un mayor egreso para atender el mayor costo del subsidio al transporte. Además, el costo del subsidio petrolero no desaparecerá completamente puesto que aún permanece el originado por el rezago entre la fecha de adquisición del petróleo y la del pago.

La tabla 1 muestra el resultado acumulado (enero a diciembre de 1975) de la CEC en donde se puede observar el origen y composición de sus recursos. Allí puede verse que el recurso fiscal, por

(5) Eliminados por Resolución 6 de 1976 de la Junta Monetaria.

(6) Una aclaración que vale la pena mencionar es la de que la formulación anterior en cierta forma sobrestima el costo del subsidio petrolero, ya que los ingresos por manejo de reservas también se verán aumentados por la demora en hacer los pagos. Si se hiciera una apropiación en la CEC para el pago del subsidio petrolero, tendríamos que el subsidio total S sería igual a:

$$S = TCt - TP_o - iTCo$$

En donde i representa la tasa de interés que se obtendría en el exterior por invertir TCo durante el lapso comprendido entre la fecha de adquisición y la fecha de pago del petróleo. Este ingreso para la CEC representa el costo de oportunidad para el productor de petróleo.

concepto del impuesto a las exportaciones de café, representa el 61,3% de los ingresos totales de la cuenta.

3. Efecto monetario

Al realizar el análisis del efecto monetario de la CEC se pueden distinguir tres situaciones:

- a) $(F+C) > E$
- b) $(F+C) = E$
- c) $(F+C) < E$

Donde: F = Ingresos fiscales; C = Ingresos cambiarios; y E = Egresos (cambiarios + giros a Tesorería).

El primer caso caracteriza una situación en la cual los ingresos de la cuenta superan a los egresos; de donde el saldo no utilizado por la Tesorería juega un papel contraccionista. En el segundo caso la CEC presenta un saldo de cero y como tal tiene un efecto monetario neutral.

TABLA 1

Resultados de la cuenta especial de cambios. 1975

Conceptos	Millones de pesos	%
I—Saldo anterior	134,5	
II—Movimiento	-79,3	
A. Ingresos	3.962,2	100,0
1. Fiscales	2.474,6	64,1
Impuesto café	2.369,0	61,3
Impuesto remesas	105,6	2,8
2. Cambiarios	1.387,6	35,9
Manejo reservas	978,3	25,3
Compraventa divisas	409,3	10,6
B. Egresos	3.941,5	100,0
1. Manejo de reservas	301,5	7,6
2. Entregas a Tesorería	3.640,0	92,4
III—Saldo final-Dic. 31 (I+II=III)...	55,2	

Fuente: Elaborado con base en datos del Departamento Extranjero, Banco de la República.

El tercer caso presenta una situación en la cual los egresos de la cuenta superan a los ingresos. El efecto monetario dependerá del modo como se financie esta pérdida. Si el déficit se financia con recursos del presupuesto el efecto monetario será neutral y expansionista en el evento de que se haga con recursos de emisión. Esta última situación predominó con anterioridad a 1965, años en que no se hizo una provisión suficiente para contrarrestar las pérdidas de la cuenta, dando lugar a financiaciones inflacionarias. A partir de 1965 y en especial después del Decreto-Ley 444 de 1967, se aseguró el carácter no deficitario de la CEC, mediante la asignación de los recursos fiscales provenientes del impuesto a las exportaciones de café.

En resumen, el efecto monetario de esta cuenta va a depender de la forma como se apropien recursos

en caso de presentarse un saldo deficitario, o de la velocidad con que se hagan entregas a la Tesorería. Cabe anotar que esta cuenta puede llegar a jugar un papel contraccionista importante al esterilizarse las utilidades que arroje, destinándolas al pago de deuda pública del gobierno. En el caso de la deuda externa, la ley orgánica del presupuesto (Decreto-Ley 294 de 1973) prevé en su artículo 97 la celebración de un contrato entre el gobierno y el Banco de la República para la constitución y administración de un fondo de monedas extranjeras para asegurar el pago puntual de dicha deuda. Una de las formas alternativas para financiar este fondo son los recursos de la CEC. De esta forma se daría cumplimiento a uno de los objetivos fundamentales de este mecanismo.

4. Efecto contable

El segundo punto de la CEC que merece un análisis detallado es el referente al aspecto contable, el cual se origina por el proceso de devaluación. La variación del tipo de cambio no se refleja automáticamente en todas las cuentas en moneda extranjera del balance del Banco de la República, ya que para facilitar la mecánica contable la Junta Monetaria fija una TCR que se mantiene constante durante todo el año (7). De ahí que el balance del Banco de la República sea ajustado, hacia fines de año, para tomar en consideración la nueva TCR.

La gráfica 2, ilustra la divergencia entre TCR y TC a lo largo del año. Esta diferencia la absorbe, por unidad de divisa, la CEC; de ahí que de presentarse una aceleración de la tasa de devaluación esta discrepancia tienda a crecer a lo largo del año (8).

(7) No sobra aclarar que aquellas cuentas en moneda extranjera, que tienen una contrapartida también en moneda extranjera, no entran a la CEC y por lo tanto no se ven afectadas por cambios en TC. Ej.: aumentos en reservas internacionales que se compensan con aumentos en certificados de cambio.

(8) En este sentido, un manejo puramente fiscal de la tasa de cambio aconsejaría una aceleración de la tasa de devaluación ya que esto conduce a un aumento de las utilidades de la CEC. (Obviamente la aceleración de TC produce tan solo una utilidad contable debido a la valorización de un activo (reservas internacionales) pero dicha utilidad solo se hará efectiva en el momento de la venta de las divisas). Sin embargo, desde el punto de vista del sector público como un todo, la devaluación acelerada bien puede no favorecer al Estado. El resultado final dependerá del aumento de los ingresos fiscales (CEC, impuesto sobre las importaciones; impuestos resultantes de las mayores utilidades de exportadores, etc.), comparados con los mayores egresos del gobierno por conceptos tales como el mayor costo del servicio de la deuda externa y de las importaciones oficiales. Además de estas consideraciones, no debe olvidarse que la devaluación tiene otros efectos importantes como son los cambios en la distribución del ingreso.

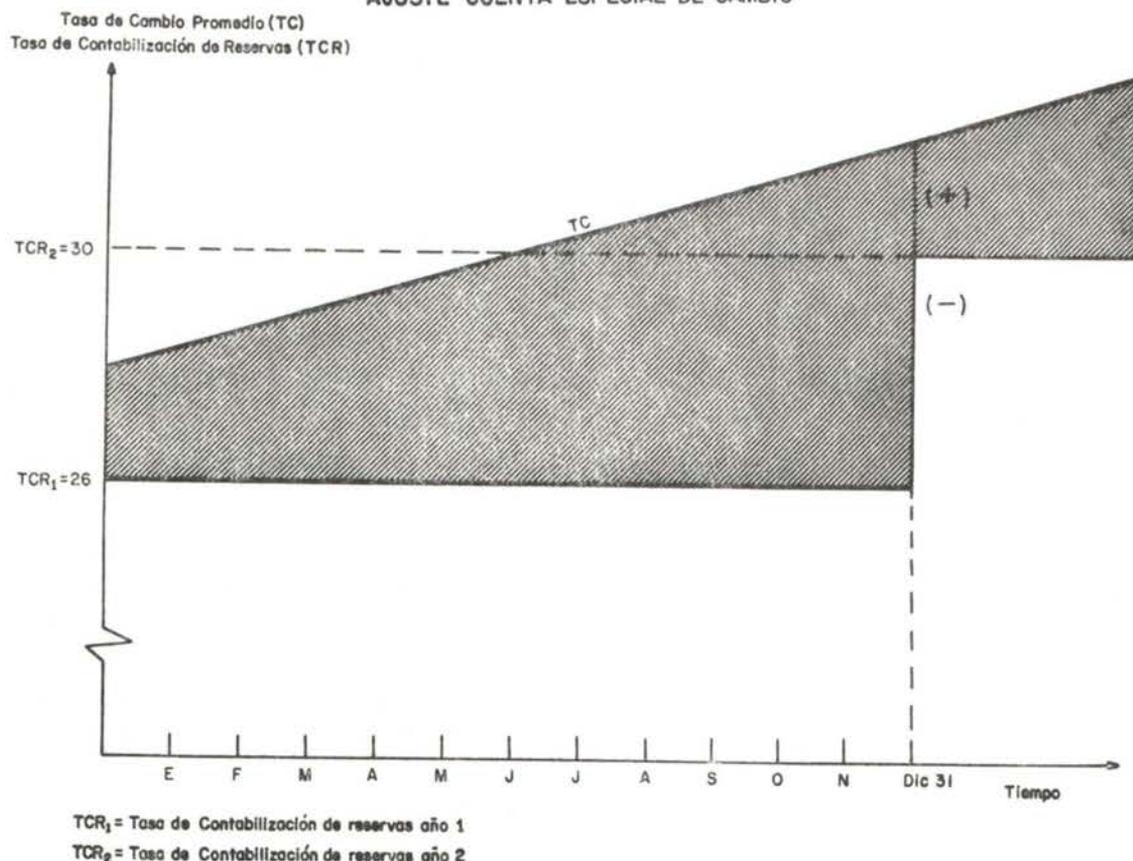
A fines de año al fijarse una TCR superior a la del período anterior ($TCR_2 > TCR_1$) y ajustarse las cuentas del balance en moneda extranjera, la CEC se reducirá, por dólar, en la magnitud de la diferencia entre TCR_1 y TCR_2 quedando como remanente la diferencia entre TC y TCR_2 , o sea $(TC - TCR_2)$.

El aspecto anotado solo tiene efectos contables pero no monetarios, pues el ajuste consiste simplemente en trasladar parte del saldo de la CEC a las cuentas en moneda extranjera, lo que a su vez implica un cambio en la estructura del balance del Banco de la República. Tal situación se ilustra en la tabla 2 con las cifras de diciembre de 1975, la cual muestra los componentes de la base monetaria va-

luados a \$ 26 (TCR_1) y \$ 30 (TCR_2) por dólar. la base monetaria es idéntica en cada caso, por el efecto compensatorio de la CEC. Por otra parte, la columna de ajuste refleja la diferencia entre los saldos de cada rubro en moneda extranjera computados a las dos tasas (TCR_1 y TCR_2). Estos valores conforman las cuentas activas y pasivas en moneda extranjera que aparecen en la tabla 3. La discrepancia entre el activo y el pasivo determina la magnitud de la disminución (\$ 1.785,2 millones) que debe hacerse al saldo de la CEC liquidada a \$ 26 por dólar (\$ 2.661,5 millones). El nuevo saldo de la CEC una vez hecho el ajuste será de \$ 876,3 millones (\$ 2.661,5 — \$ 1.785,2 millones).

GRAFICA 2

AJUSTE CUENTA ESPECIAL DE CAMBIO



Es de anotar que si la nueva TCR fuera similar a la TC en la fecha de presentación del balance, el saldo de la CEC solo reflejaría la situación con la Tesorería (efecto monetario); puesto que ello no ocurre el saldo de la CEC refleja, por una parte,

el ajuste cambiario (efecto contable) dado por la diferencia entre la nueva TCR y la TC, y por otra, el efecto monetario, tal como se ilustró en la gráfica 1.

TABLA 2

Fuentes y usos de la base monetaria - Diciembre 1975

(Millones de pesos)

A C T I V O			
Cuentas	\$ 26	\$ 30	Ajuste
I—Reservas internacionales....	14.229,1	16.418,3	2.189,2
Activos	14.367,9	16.578,5	2.210,6
Pasivos	138,8	160,2	21,4
II—Crédito doméstico	41.660,2	40.360,7	-1.299,5
A. Crédito al gobierno nacional	8.885,2	8.821,6	-63,6
1. Tesorería-Presupuesto	9.595,1	9.595,1	—
Crédito	10.058,7	10.058,7	—
Depósitos	463,6	463,6	—
2. Crédito resto gobierno	-803,9	-858,7	-54,8
Crédito	614,9	614,9	—
Obligaciones moneda nacional	1.066,1	1.066,7	0,6
Obligaciones moneda extranjera....	352,7	406,9	54,2
3. Crédito entidades oficiales	94,0	85,2	-8,8
Crédito	270,1	270,1	—
Obligaciones moneda nacional y extranjera	176,1	184,9	8,8
B. Cuenta especial de cambios	2.661,5	876,3	-1.785,2
C. Bancos comerciales	7.607,8	8.070,9	463,1
Créditos moneda nacional	4.597,8	4.597,8	—
Crédito moneda extranjera en moneda nacional	3.010,0	3.473,1	463,1
D. Entidades de fomento....	19.172,9	19.244,1	71,2
1. Caja Agraria (moneda nacional)	2.805,9	2.805,9	—
2. Fondos financieros (moneda nacional y extranjera)	13.254,5	13.321,6	67,1
3. B.C.H. (moneda nacional)	287,6	287,6	—
4. Otras entidades	2.824,9	2.829,0	4,1
E. Sector privado	3.332,8	3.347,8	15,0
1. Federacafé	44,3	44,3	—
2. Otras en moneda nacional	2.928,4	2.928,4	—
3. Otras en moneda extranjera	360,1	375,1	15,0
III—Otros activos sin clasificar..	1.054,1	916,0	-138,1
Activos (moneda nacional y moneda extranjera)	10.458,4	10.860,1	401,7
Pasivos (moneda nacional y moneda extranjera).....	9.404,3	9.944,1	539,8
IV—Total activos Banco de la República	56.943,4	57.695,0	751,6

P A S I V O

A. Bancos comerciales en moneda extranjera.....	331,1	382,1	51,0
B. Entidades de fomento moneda nacional	10.000,3	10.000,3	—
Fondos financieros	9.738,9	9.738,9	—
Banco Central Hipotecario	167,0	167,0	—
Otras (neto)	94,4	94,4	—
C. Entidades de fomento (moneda extranjera) ..	4,8	5,5	0,7
D. Sector privado	6.321,4	6.651,3	129,9
Depósitos previos	1.973,2	1.973,2	—
Obligaciones en moneda extranjera y moneda nacional	3.117,8	3.247,7	129,9
Títulos de participación..	499,8	499,8	—
Títulos canjeables	930,6	930,6	—
E. Otras obligaciones a largo plazo	3.035,8	3.605,8	570,0
F. Tenencias interbancarias.	-242,9	-242,9	—
V—Total pasivos	19.650,5	20.402,1	751,6
VI—Tesorería	452,0	452,0	—
VII—Base (IV + VI - V).....	37.744,9	37.744,9	—
1) Reservas (encaje)	17.547,0	17.547,0	—
2) Efectivo	20.198,0	20.198,0	—

5. Descomposición del saldo de la CEC

Una vez aclarado el ajuste de la CEC por unidad de divisa (gráfica 2) se analizarán las cifras que arroja el balance. En la tabla 4 aparece la información sobre el movimiento de la CEC y el saldo mensual que muestra el balance en diciembre de 1975.

La parte correspondiente a la diferencia entre TC y TCR (Col. 5 en la tabla 4) tiende a aumentar en la medida en que estas dos tasas difieren o se acrecienta el volumen de reservas. En caso de producirse bajas en las reservas, se presentarán disminuciones en el saldo. Esto fue lo que ocurrió en el mes de abril de 1975. La baja hacia finales de año obedece al aumento en la TCR. El descenso en el saldo de la CEC fue solo de \$ 1.785,2 millones, quedando un remanente de \$ 876,3 millones de los cuales \$ 699,7 corresponden al ajuste cambiario (diferencia entre TC y la nueva TCR) y \$ 176,6 al crédito neto a la Tesorería General. Esta distribución del saldo se ve más claramente en la tabla 5.

El crédito a la Tesorería General de la República (\$ 176,5 millones) resulta de la diferencia entre el saldo que arroja el movimiento de la CEC en cada mes (saldo en noviembre + ingresos del mes — egresos del mes — entregas a la Tesorería General).

Este saldo corresponde al crédito del Banco de la República al gobierno nacional.

TABLA 3

Ajuste de cuentas en moneda extranjera - Diciembre 1975

(Millones de pesos)

ACTIVO		PASIVO	
Activos internacionales	2.210,6	Pasivos internacionales	21,4
Crédito bancos comerciales	463,1	Obligaciones resto gobierno	54,8
Crédito fondos financieros	67,1	Obligaciones entidades oficiales	8,8
Crédito otras entidades de fomento	4,1	Obligaciones con bancos comerciales	51,0
Crédito sector privado	15,0	Entidades de fomento	0,7
Activos sin clasificar	401,7	Obligaciones sector privado	129,9
		Obligaciones a largo plazo	570,0
		Pasivos sin clasificar	539,8
		Subtotal	1.376,4
		Cuenta especial de cambios	1.785,2
Total	3.161,6		3.161,6

Nota: Antes de la valuación de activos de una tasa de contabilización de reservas de \$ 26 a \$ 30 el saldo de la cuenta especial de cambios era de \$ 2.661,5 millones; al hacerse el ajuste se redujo su saldo a \$ 870,3 (ver tabla 2).

TABLA 4

Cuenta especial de cambios - 1975

(Millones de pesos)

Meses	Ingresos (1)		Egresos (2)		Saldo movimiento (c) (1-2) = (3)	Crédito neto Tesorería (d) (4)	Diferencia de cambio (TC-TCR) (5)	Saldo según balance (6)
	Fiscales (a)	Cambiaros (b)	Giro Tesorería	Cambiaros (b)				
Enero	192,5	149,5	370,0	32,0	74,5	157,3	278,6	435,9
Febrero	154,4	210,6	330,0	3,3	106,2	125,6	317,7	443,3
Marzo	151,6	200,4	320,0	20,9	117,3	114,5	526,8	641,3
Abril	235,0	349,3	620,0	47,6	34,1	197,7	-139,1(e)	58,6
Mayo	172,3	306,6	370,0	68,9	74,0	157,8	708,6	866,4
Junio	196,2	155,7	230,0	164,5	31,4	200,4	1.033,5	1.233,9
Julio	133,4	28,9	160,0	17,5	16,3	215,5	1.095,3	1.310,8
Agosto	245,2	41,2	200,0	7,7	95,1	136,7	1.329,1	1.465,8
Septiembre	209,8	36,1	230,0	56,1	55,0	176,8	1.241,6	1.418,4
Octubre	250,8	31,6	270,0	21,7	45,7	186,1	1.671,1	1.857,2
Noviembre	249,8	33,4	240,0	6,8	83,1	148,7	2.004,1	2.157,8
Diciembre	283,6	62,1	300,0	73,5	55,2	176,6	699,7(f)	2.601,5(876,3)(g)

(a) Impuesto al café e impuesto remesas. (b) Manejo de reservas y utilidad (+) o pérdida (-) en compraventa de divisas. (c) Saldo anterior + ingresos - egresos. El saldo en diciembre de 1974 era de \$ 134,5 millones. (d) En 1970 se generó un crédito a la Tesorería por \$ 231,8 millones que aún permanece vigente. (\$ 231,8 - saldo movimiento) = crédito neto Tesorería. (e) El signo negativo de esta diferencia obedece a una caída de reservas. Este monto deberá deducirse de las reservas internacionales, en caso contrario como ocurrió en los demás meses, deberá adicionarse. Mediante este ajuste se tiene una visión más real del efecto monetario de las reservas sobre la base. (f) Al pasar TCR de \$ 26 a \$ 30 por dólar se reduce el saldo de la cuenta en este mes. (g) Se presenta el saldo de balance calculado a una TCR de \$ 26 y \$ 30. La diferencia entre estos corresponde a la disminución por la diferencia entre las TCR a \$ 1.785,2 millones.

TABLA 5

Discriminación del saldo de la CEC - Diciembre de 1975 *

(Millones de pesos)

Componentes del saldo CEC	Según autores	Según Departamento Extranjero
a) Ajuste cambiario: diferencia entre TC y TCR.....	699,8	758,8(a)
b) Tesorería nacional	176,5	117,5(b)
i. Saldo inicial. Tesorería	231,8	231,8
ii. Saldo movimiento a favor de la Tesorería.....	55,3	114,3
c) Total saldo según balance (a+b)	876,3	876,3

* A una TCR de \$ 30 por dólar. (a) Resultado de la suma algebraica de las "especies extranjeras" (\$ 13.701,2 millones, incluyendo gastos por manejo de reservas) y el "ajuste por balance" (—\$ 12.942,4 millones). Sobre estos conceptos ver Apéndice 2. (b) Esta cifra se obtiene de sustraer a \$ 231,2 millones (Saldo inicial - Tesorería) \$ 55,3 millones (saldo movimiento CEC) y \$ 59 millones (pérdida de compraventa de divisas). Fuente: Departamento Extranjero del Banco de la República.

La discriminación anterior no concuerda con la del Departamento Extranjero debido a que por cuestiones contables se produce un retardo en el ajuste de los egresos por compraventa de divisas.

Una vez aislado el crédito neto a la Tesorería General (efecto monetario) queda la parte que corresponde al ajuste cambiario (efecto contable), dado por la diferencia entre TC y TCR₂. Este saldo asciende según nuestra discriminación a \$ 699,8 millones y debido al rezago contable ya mencionado a \$ 758,8 millones.

Para efectos del análisis monetario es preciso distribuir el saldo final de la CEC. Esta discriminación se presenta en la tabla 6.

TABLA 6

Distribución del saldo de la CEC - Diciembre 1975

(Millones de pesos)

Saldo según balance a la nueva TCR (\$ 30 por dólar)	876,3
Menos: crédito neto Tesorería General	176,5
Saldo por distribuir:	699,8
Reavalúo reservas internacionales netas (TC-TCR)	844,3
Menos reavalúo otros activos y pasivos en moneda extranjera.....	—144,5
Saldo CEC	—0—

Una vez determinado el crédito a la Tesorería General, queda como se indicó antes, un saldo de \$ 699,8 millones que se distribuye de la siguiente manera:

a) \$ 844,3 millones corresponden al reavalúo de las reservas internacionales netas (9). Esto se obtiene al multiplicar el monto de reservas netas en diciembre de 1975 (US\$ 546,8 millones) por la diferencia entre la tasa promedio del certificado de cambio (\$ 31,57 por dólar) (10) y la TCR (\$ 30 por dólar).

b) \$ 144,5 millones corresponden al reavalúo de las demás cuentas activas y pasivas en moneda extranjera; en un análisis más detallado sería necesario distribuir este saldo. Nótese que el saldo neto por este reavalúo resulta ser negativo, debido a que el monto de otros pasivos en moneda extranjera supera el valor de los otros activos. De no hacerse esta deducción se desequilibraría la estructura del balance.

Esta forma de presentación, en la que se discrimina claramente lo que es propiamente crédito al gobierno nacional y lo que corresponde al ajuste contable, por el cambio en las tasas de liquidación de las cuentas en moneda extranjera, es necesaria para poder determinar el impacto monetario causado por la CEC.

6. Comparabilidad de la base monetaria

Un aspecto un tanto diferente, que hasta ahora no se ha mencionado, es el de la comparabilidad de las cuentas del balance del Banco de la República, que tienen algún componente en moneda extranjera. Esto surge del empleo de un tipo de cambio flexible que hace que los saldos en pesos de las cuentas en moneda extranjera reflejen variaciones asociadas, por un lado, al efecto devaluatorio y, por otro, a cambios en sus valores reales (variaciones en moneda extranjera).

Dentro del análisis monetario es necesario, en consecuencia, buscar alguna forma de distinguir

(9) Las reservas internacionales netas se obtienen al deducirle a las reservas brutas los pasivos a corto plazo. Un concepto más comprensivo de la disponibilidad efectiva de divisas se lograría al restarle al total de activos en moneda extranjera todos los pasivos en moneda extranjera.

(10) Esta tasa representa el costo promedio de adquisición de las divisas en poder del Banco de la República.

estos dos fenómenos (devaluatorio y económico) cuando se desean hacer comparaciones a través del tiempo.

El primero se resuelve en la práctica ajustando los distintos balances a una misma TCR. De esta forma se corrige la distorsión que produce la devaluación pero se altera la composición del balance y por lo tanto la de la base monetaria, tal como se muestra en la tabla 7.

Esta tabla presenta la composición porcentual de la base en marzo de 1975 (a \$ 26 y \$ 30 por dólar) y en marzo de 1976 (a \$ 30 por dólar). La contabilización de las bases a la misma TCR (\$ 30 por dólar) permite eliminar el efecto devaluatorio, pero modifica su composición interna. Esta situación se aprecia para marzo de 1975, cuando se pasó de una TCR de \$ 26 por dólar a una TCR de \$ 30 a fin de hacerla comparable con la de 1976.

Un procedimiento alternativo sería el de mantener la estructura de la base monetaria calculada a las distintas TCR. Ahora, para efectuar la comparación entre las dos fechas sería necesario estimar índices de precios (devaluación) y de cantidades (divisas) para descomponer el crecimiento nominal de los valores en pesos. El apéndice 3 ilustra el método por seguir.

TABLA 7
Origen del dinero base - 1975-1976
(Porcentajes)

Cuentas	1975		1976
	Marzo 30 \$ 26	Marzo 30 \$ 30	Marzo 30 \$ 30
I—Activos Banco de la República.	100,0	100,0	100,0
a) Reservas internacionales netas	25,3	24,8	32,0
b) Crédito doméstico	72,1	74,8	65,5
1. Gobierno nacional-neto	(17,9)	(17,6)	(14,1)
2. Cuenta especial de cambios	(3,0)	(0,2)	(2,6)
3. Bancos comerciales	(18,2)	(15,8)	(13,0)
4. Entidades de fomento	(27,3)	(36,4)	(29,3)
5. Sector privado	(5,7)	(4,8)	(6,5)
c) Otros activos sin clasificar	2,6	0,4	2,5
II—Pasivos no monetarios	100,0	100,0	100,0
a) Bancos comerciales	5,5	4,1	5,2
b) Entidades de fomento	18,1	44,8	48,7
c) Sector privado	48,7	33,3	18,6
1. Depósitos previos	(32,2)	(21,0)	(2,9)
2. Swaps y otros	(16,5)	(12,3)	(15,7)
d) Títulos de participación	1,5	1,0	12,0
e) Otras obligaciones a largo plazo	28,2	18,1	16,6
f) Tenencias interbancarias	-2,0	-1,3	-1,1
III—Moneda de Tesorería	100,0	100,0	100,0
IV—Base monetaria (I—II+III)	100,0	100,0	100,0

Fuente: Memorando a la Junta Monetaria y Asesores, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

Un punto importante que merece aclaración adicional es el referente al posible efecto monetario

que puede tener el computar el saldo de reservas internacionales a una TC superior a la de su adquisición original. Supongamos el caso hipotético de la adquisición de una divisa a \$ 35 que más tarde se cotiza en el mercado a \$ 40. En el apéndice 2 se muestra el proceso contable. La situación final que arrojaría el balance, sería la siguiente:

Reservas internacionales	40
Diferencia CEC	5
Caja	35

Nótese que en este caso no hay un efecto monetario adicional sino un ajuste contable que se lleva a la CEC. Este ejemplo ilustra el papel de la CEC para neutralizar el efecto contable resultante de valuar las reservas internacionales a una tasa de cambio más elevada que la de su adquisición.

La comparabilidad de la base a través del tiempo puede lograrse mediante el empleo de una misma TCR. Este método, sin embargo, distorsiona la estructura de la base. El procedimiento alternativo (cada base a su respectiva TCR) obviaría esta dificultad, con la ventaja adicional de descomponer la variación nominal de las cuentas en moneda extranjera en su efecto devaluatorio y real.

7. Conclusiones

1. La creación de mecanismos o cuentas especiales tenían originalmente por objeto la estabilización de la cotización de la divisa; internamente debían jugar un papel no inflacionario esterilizando las utilidades cambiarias que se originen por la devaluación de la divisa. En Colombia estos propósitos no se afianzaron sino a partir de 1965 cuando se le asignaron recursos fiscales sustanciales a la CEC. De esta forma se procuró que esta no fuera deficiente. Potencialmente, la CEC puede tener un importante papel contraccionista al destinar sus recursos al pago de la deuda pública con el Banco de la República; en caso de pérdida su efecto monetario será neutral si esta se financia con recursos del presupuesto.

2. Los ingresos de la CEC están conformados por recursos de origen fiscal y cambiario. Los primeros están representados por el impuesto a las exportaciones de café y el impuesto de remesas; los recursos por estos conceptos representaron en 1975 el 64,1% del total de ingresos. De estos, la mayor participación corresponde al impuesto de café. Los ingresos cambiarios se obtienen por el manejo de reservas y las operaciones por compraventa de divisas; estos recursos ascendían en la misma fecha a 35,9%. Tanto los ingresos fiscales como los cambiarios están sujetos a retrasos en su recaudo y a fluctuaciones

que dificultan su predicción. Estos factores deben tenerse presentes en la programación de los desembolsos.

En cuanto a los egresos, el mayor desembolso se origina por el diferencial petrolero y los ajustes por concepto de los reintegros anticipados. Es de anotar que la eliminación reciente del dólar petrolero (Resolución 23 de 1976 de la Junta Monetaria) genera un aumento de los recursos de la CEC. Esta decisión aumentará los recursos a disposición de la Tesorería General, pero, a su vez, ello representará una mayor erogación por el subsidio al transporte; el impacto monetario dependerá de la diferencia entre el menor costo para la CEC y del mayor subsidio con cargo al presupuesto nacional. Además, el costo del subsidio petrolero no desaparecerá completamente puesto que aún permanece el originado por el rezago entre la fecha de adquisición del petróleo y el del pago respectivo.

3. Para efectos de análisis monetario el saldo de la CEC se debe descomponer en lo que constituye crédito a la Tesorería General (efecto monetario) y lo que representa el ajuste cambiario (efecto contable) debido a la diferencia entre la TC y TCR. Esta última parte se puede imputar, a su vez, a las reservas internacionales netas y a las demás cuentas del balance en moneda extranjera. De esta forma se presentaría una situación más real de la contribución de cada rubro a la composición de la base monetaria.

4. Otro de los tópicos tratados en este estudio es el referente al ajuste de las cuentas en moneda extranjera. Este tema no es independiente del mecanismo de la CEC, pues precisamente esta última recoge durante el año la discrepancia entre TC y TCR y que a final de año se distribuye parcialmente (11) entre las cuentas en moneda extranjera. Este ajuste contable no tiene efecto monetario ya que consiste en un traspaso de la CEC a otras cuentas en moneda extranjera, dejando invariable la base monetaria.

5. Finalmente, el problema de la comparabilidad de la base monetaria a través del tiempo, surge como consecuencia de los ajustes en las cuentas en moneda extranjera a diferentes TCR. Como se analiza en el documento, la comparación de bases diferentes ajustadas a una misma TCR permite observar el efecto real de las cuentas en moneda extranjera pero distorsiona la estructura interna de las bases. Un procedimiento alternativo sería el de mantener las diferentes bases a la TCR correspondiente pero, calculando para efectos de análisis, índices de crecimiento de cantidades (divisas) y precios (devaluación). El producto de estos dos índices sería

equivalente al crecimiento en pesos de las cuentas en moneda extranjera del balance.

APENDICE 1

Principales componentes de la CEC

La estructura contable de la CEC esta formada por las siguientes subcuentas:

- A. Por el lado de los ingresos:
 - 1. Impuesto a las exportaciones de café.
 - 2. Impuesto complementario de remesas.
 - 3. Manejo de reservas.
 - i. Intereses sobre depósitos a término y bonos en el exterior.
 - ii. Intereses convenios ALALC y otros.
 - iii. Intereses líneas especiales de crédito y cupos de redescuento.
 - iv. Utilidad neta revaluación oro.
 - v. Otros.
 - 4. Compraventa de divisas.*
- B. Por el lado de los egresos:
 - 1. Manejo de reservas.
 - i. Intereses organismos internacionales.
 - ii. Diferencia de cambio, títulos canjeables.
 - iii. Diferencia de cambio, títulos de consignación para pagos al exterior.
 - iv. Otros.
 - 2. Compraventa de divisas.*
 - i. Diferencial dólar petrolero.
 - ii. Ajuste reintegros anticipados.
 - iii. Otros.

APENDICE 2

Aspectos contables de la cuenta especial de cambios

A continuación se presenta el método de contabilización de la adquisición de un dólar por parte del Banco de la República.

Supuestos:

- a) Tasa de contabilización de reservas TCR \$ 30.
- b) Tasa de certificado de cambio TC \$ 34.

1ª Etapa. Compra del dólar		
Reservas internacionales	1	
CEC (especies extranjeras) **.....	33	
A Caja		34

(11) Debido a que la nueva TCR (TCR_2 en la gráfica 1) se fija a fines de año a un nivel inferior a TC queda un remanente por concepto de ajuste cambiario en la CEC.

* Este renglón aparecerá como ingreso de la CEC si el resultado neto es positivo, o como egreso en caso contrario.

** La sumatoria de los "m" asientos bajo este rubro corresponde al monto de las "especies extranjeras" que aparecen en la nota de la tabla 5.

El propósito de este asiento es el de llevar una contabilización de las especies extranjeras "a la par nominal", llevando la diferencia entre TC y TCR a la CEC. La ventaja de este procedimiento es que permite conocer el monto de moneda extranjera, obviando las dificultades de conversión de una moneda a otra en un momento dado.

2ª Etapa. Ajuste de balance

Hacia fines de mes se convierten las divisas a pesos a la TCR vigente.

Reservas internacionales	29
A CEC (ajuste por balance) *..	29

Como puede observarse, la cuenta reservas internacionales se ajustó solamente en \$ 29 que adicionado con el dólar contabilizado "a la par nominal" daría la valuación a la TCR.

Al fusionar las Etapas 1ª y 2ª el resultado final sería el siguiente:

Reservas internacionales	30
Diferencia CEC **.....	4
A Caja	34

3ª Etapa. Reversión contable.

A principios del mes siguiente se reversa el asiento de la Etapa 2ª quedando contabilizadas las reservas en moneda extranjera como se indicó en la Etapa 1ª.

El procedimiento ilustrado arriba para el caso de la adquisición de una divisa es similar al que se emplearía para el caso de una venta, pero los asientos se invierten.

APENDICE 3

Empleo de índices para el cálculo de la variación de las cuentas en moneda extranjera reducidas a moneda nacional

Cuando se quiere hacer una comparación binaria a través del tiempo es posible aislar el efecto precio y el efecto cantidad que contribuyen a que haya un cambio en el valor de los activos en moneda extranjera reducidos a moneda legal. El problema de hacer comparaciones a través del tiempo y descomponer la relación de los valores en dos momentos es un problema típico de números índices.

$$V = \frac{\sum p_1 q_1}{\sum p_0 q_1} \text{ (relación de valores en } t \text{ y } t - 1)$$

Al observar un cambio en V ($V \neq 1$) este puede resultar de que tanto los precios (tasas de cambio)

como las cantidades q's (volumen de divisas en US\$) estén cambiando. Se presenta pues la pregunta de cómo aislar estos dos efectos.

Índice	Variación en precios	Variación en cantidades
Laspeyres	$L_p = \frac{\sum p_1 q_0}{\sum p_0 q_0}$	$L_q = \frac{\sum p_0 q_1}{\sum p_0 q_0}$
Paasche	$P_p = \frac{\sum p_1 q_1}{\sum p_0 q_1}$	$P_q = \frac{\sum p_1 q_1}{\sum p_1 q_0}$

Nota: En el caso de una tasa de cambio única no habría necesidad de las sumatorias.

El índice de Laspeyres (Lp) en cierta forma mide solamente la influencia del cambio en precios (tasas de cambio) dado que aplica los precios (tasas de cambio) prevalecientes en el período base (cero) y el del período corriente (uno) a la disponibilidad de divisas del año base. El índice de Paasche (Pp) difiere del anterior en que usa q₁ en vez de q₀.

Ahora bien, si Lp y Pp no difieren sustancialmente se podría adoptar cualquiera de los dos. Si este no es el caso puede ser mejor no aceptar ninguno de los dos como índices de un cambio en precios.

El problema de los índices anteriores es el de que el de Laspeyres (Lp) tendería a sobreestimar el cambio en precios (tasa de cambio) mientras que el de Paasche (Pp) lo subestimaría.

Ahora para la variación en cantidades, q₁/q₀ mide el cambio en cantidades sin ninguna influencia por el lado de los precios. El índice de Laspeyres (Lp) emplea los precios en el año base y el índice de Paasche los precios en el año 1.

Puesto que tanto el índice de variación de precios como el de cantidades se expresan en forma de porcentajes, una combinación de ambos proveerá una medida del efecto total, o sea del cambio en V = P. Q. Queda aún por decidir entre las muchas combinaciones que se podrían hacer cual es la más adecuada.

Ejemplo: Tomando una sola tasa de cambio se simplifica el problema en la siguiente forma:

Tasa de cambio promedio (1967) = 14,5 (P₀)

Tasa de cambio promedio (1974) = 26,1 (P₁)

(q₀) Reservas brutas en oro y divisas en poder del Banco de la República (1967) = US\$ 149,4 (millones).

* La sumatoria de los "n" asientos bajo este rubro corresponde al monto de "ajuste por balance" que aparece en la nota de la tabla 5.

** La suma algebraica de las "especies extranjeras" (ETAPA) 1ª y "ajuste por balance" (ETAPA 2ª) corresponde al ajuste cambiario por la diferencia entre TC y TCR indicado en la nota de la tabla 5.

(q₁) Reservas brutas en oro y divisas en poder del Banco de la República (1974) = US\$ 435,3 (millones).

$$Lq = Pq = \frac{435,3}{149,4} = 2,9137$$

$$Lp = Pp = \frac{26,1}{14,5} = 1,80$$

$$V = \frac{(26,1) (435,3)}{(14,5) (149,4)} = \frac{11.361,33}{2.166,30} = 5,245$$

$$V = 1,8 \times 2,9137 = 5,245$$

O sea, la tasa de crecimiento de las divisas en poder del Banco de la República (expresadas en pesos colombianos) de 1967 a 1974, dada por la relación V, fue de 424,5% que se debió a aumento en la tasa de cambio en 80% y a aumento en la cantidad de divisas en dólares de 191,37%.

Este ejemplo sencillo ilustra cómo sería posible descomponer el cambio observado en el valor de las reservas, expresadas en moneda legal, entre un efecto precio y un efecto cantidad. Este proceso alternativo tiene la ventaja de que no altera la composición interna de la base.

EXPECTATIVAS DE INVERSION EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA *

PRIMERO Y SEGUNDO SEMESTRES DE 1976

I — INTRODUCCION

El presente trabajo tiene por objeto examinar el comportamiento de la inversión en los diferentes sectores de la industria manufacturera en Colombia, así como sus perspectivas para el segundo semestre del presente año en las principales ciudades del país. La idea surgió de algunas directivas del Banco, quienes habían expresado cierta inquietud acerca de la posible tendencia de esta variable; para ello se procedió a realizar el estudio a través de una encuesta en las principales empresas del país.

Para los fines anteriores se empleó un formulario con preguntas de tipo opinático o cualitativo, modalidad que se viene utilizando con buen éxito por el Ministerio de Industria de España para el análisis de la conjuntura económica. En esta clase de investigaciones se busca conocer la opinión de los empresarios, al más alto nivel, acerca de determinados fenómenos que incidirán en el manejo de su entidad. Dicho sistema parte de la base que todo empresario conoce por vía empírica en todo momento, y con bastante exactitud, la situación de su negocio pudiendo prever, con cierto rigor, su evolución futura a corto plazo. La integración de estos conocimientos individuales resulta muy útil para una mejor comprensión de la situación económica en su conjunto.

Los juicios de los empresarios tienen, como es lógico, un carácter bastante subjetivo; además, pueden ser distintos para cada sector y para las diversas regiones. Pero ante todo, el juicio predominante puede constituir un reflejo fiel de la situación real de la economía así como de los distintos sectores industriales (1).

II — METODOLOGIA

Para seleccionar los establecimientos industriales se consideró apropiado utilizar la muestra diseñada por la División de Cuentas Nacionales en su investigación trimestral sobre la industria manufacturera nacional. Las entrevistas fueron hechas a los directivos de las 449 empresas más representativas de la industria en ocho ciudades del país. Inicialmente se habían planeado 498 encuestas de las cuales se pudo realizar el 90%. Las respuestas fueron ponderadas según el personal ocupado y el capital y reservas de cada empresa. Ver anexo A-1. El formulario diseñado es de gran sencillez y al no requerir información numérica permite que sea respondido por las personas que tienen, al más alto nivel, el poder decisorio en las empresas seleccionadas.

III — RESULTADOS

Los resultados de la encuesta se han discriminado teniendo en cuenta la actividad industrial y en algunos casos las ciudades investigadas. Además, cabe aclarar que en ocasiones los datos porcentuales se refieren a la comparación entre el número de empresas y, en otras oportunidades, el valor relativo de las respuestas ponderadas en la forma como se ha indicado.

* Este estudio fue realizado por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, con la participación de sus jefes en las diversas ciudades y la dirección y coordinación de los doctores Rafael Isaza B. y Edgar Díaz B.

(1) Ministerio de Industria Español, Secretaría General Técnica. *Investigación de la Conjuntura*; Madrid, Servicio de Publicaciones, 1975.