

- de Recherches Frutières Outre Mer. París, 1966. V. 21 (2): 55-56.
34. Unión de Bananeros de Urabá, S. A. Plagas y enfermedades del banano. 1973. (Mimeografiado).
35. Victoria, K. J. y Barros, N. O. Etiología de una nueva enfermedad bacterial del plátano (*Musa paradisiaca* L.) en Colombia. Minagricultura, ICA. Bogotá, 1969. V. 4 (3): 190.
36. Villarraga, A.L.A. y Castellanos, T. F. Determinación del agente causal primario de la elefantiasis del plátano (*Musa Paradisiaca* L.) Universidad del Tolima, Facultad de Agronomía, Ibagué 1974. (Tesis de Grado).
37. Wardlaw, C. W. Bababa didesases. London, England, 1972. pp. 294-295.

LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO COMO INSTRUMENTO DE LA POLITICA MONETARIA

POR MORRIS HARF Y RUDOLF HOMMES (*)

CONSIDERACIONES GENERALES

El mecanismo de las Operaciones de Mercado Abierto es un instrumento de la política monetaria encaminado a controlar el comportamiento de los medios de pago y otras variables monetarias agregadas.

La tasa de crecimiento de los medios de pago es un indicador demasiado restringido para evaluar la liquidez de la economía. Teniendo en cuenta que las operaciones de mercado abierto afectan el mercado monetario total, es necesario utilizar adicionalmente otros indicadores que reflejen más adecuadamente las variaciones de la demanda por dinero.

En el uso de los instrumentos, lo que se desea es la eficiencia para el logro de los objetivos de la política monetaria. En realidad, lo que debe estudiarse son las causas de la inestabilidad monetaria y actuar con los instrumentos adecuados. Por ejemplo, si en Colombia las principales causas de inestabilidad provienen de un componente de la base, la autoridad monetaria debe utilizar los instrumentos que actúen sobre las correspondientes variables. De otra manera se introducen distorsiones en el nivel agregado de la demanda.

En los términos del presente análisis, la selección de las variables objetivo depende de las características estocásticas de la economía (en otras palabras, las causas y la magnitud de los movimientos aleatorios).

La utilización de los medios de pago (M_1) o medios de pago ampliados (M_2) como variable objetivo, supone, como lo sostiene Milton Friedman (1) y la escuela de Chicago, que la demanda por dinero en la economía es estable y que por lo tanto, la política monetaria debería estar dirigida a lograr una tasa

de crecimiento en los medios de pago en un período determinado.

Determinar una tasa apropiada de crecimiento de los medios de pago (M_1), ha evolucionado recientemente como el más importante objetivo de la política monetaria, no solo en Colombia sino también en los Estados Unidos y otros países.

A título de ejemplo, se puede citar la acción del Federal Reserve en la formulación de la política monetaria, y en especial la intervención en las operaciones de mercado abierto.

Las variaciones en la oferta monetaria son el resultado conjunto de los instrumentos del Federal Reserve, como la cartera de operaciones de mercado abierto, la tasa de redescuento, etc.; y la intervención del Tesoro, de los bancos y demás instituciones financieras.

Es por eso que los efectos de la acción de las diferentes instituciones financieras que intervienen, determinan el volumen de los medios de pago en cualquier momento del tiempo. En estas circunstancias el Federal Reserve, como autoridad monetaria actúa con independencia para diseñar una política monetaria que pueda contrarrestar en un momento dado, el efecto de las decisiones de las demás entidades que afectan el volumen de los medios de pago o los sustitutos.

Solo desde 1970 el Comité Federal de Operaciones de Mercado (Federal Open Market Committee) plan-

(*) Asistente del Gerente General del Banco de la República y Director de Planeación del Ministerio de Hacienda, respectivamente. Las opiniones expresadas en el presente artículo son de responsabilidad de los autores y no comprometen las instituciones donde trabajan.

(1) Friedman, M. A theoretical framework for monetary analysis. National Bureau of Economic Research, Nueva York, 1971.

teó metas específicas sobre crecimiento de los medios de pago (M_1) y medios de pago ampliados (M_2), con el fin de dar las instrucciones necesarias para afectar la oferta de dinero mediante operaciones de mercado abierto. Sin embargo, no se puede afirmar que el comportamiento de los medios de pago, en el corto plazo, se haya ajustado a las metas establecidas por el comité (2).

La oferta monetaria, en el corto plazo, no puede, y tal vez no debe ceñirse estrictamente a metas preestablecidas de crecimiento. Lo que busca el Comité Federal de Operaciones de Mercado, es que no se presenten situaciones de inestabilidad en el mercado de dinero y de capitales.

QUE INDICADOR USAR PARA MEDIR LA LIQUIDEZ DE LA ECONOMIA

Si se trata de manejar la política monetaria con metas de crecimiento de una variable, cabe preguntarse si conviene usar medios de pago (M_1), medios de pago ampliados, incluyendo cuasi-dinero (M_2); colocaciones de las instituciones financieras, reservas, o la base monetaria. La escogencia del indicador supone una decisión sobre lo que se quiere afectar. El objetivo de política monetaria es controlar la liquidez de toda la economía y no solamente del sector bancario. Por lo tanto, la base monetaria o los medios de pago M_1 y M_2 ; aunque son indicadores del comportamiento del sector monetario, no permiten un adecuado control del total de la oferta de dinero en la economía. El crédito bancario y de otras instituciones financieras sería un mejor indicador, ya que en el estricto sentido de la utilización de las operaciones de mercado abierto como instrumento de política monetaria, actúa mejor sobre los activos de las instituciones financieras para ajustar la demanda por dinero, si se supone que en el corto plazo no es estable.

"Finalmente, los resultados sugieren que el ingreso está más relacionado con componentes del lado de los activos de los balances de los bancos —crédito— que con los componentes del lado de los pasivos —dinero—. Aunque personalmente se hace difícil aceptar una teoría del crédito bancario para explicar el mecanismo monetario, la evidencia parece colocar a los monetaristas en la obligación de presentar un marco de referencia analítico para demostrar su mecanismo, algo que hasta ahora no han hecho" (3).

La autoridad monetaria al actuar sobre la base monetaria o sobre las reservas del encaje, puede afectar el multiplicador bancario, y por ejemplo, desencadenar efectos no deseados en la liquidez de

la economía, teniendo en cuenta que el público puede transferir parte de sus activos líquidos a sustitutos de dinero, como son, en el caso de Colombia, las UPAC, cuya liquidez es similar a la de los medios de pago. En el peor de los casos, el tenedor de este activo no recibe la rentabilidad del depósito aunque sí la corrección monetaria, lo cual lo identifica como sustituto de dinero. Cuando ocurren dichas transferencias, la autoridad monetaria no ha logrado que la medida surta el efecto buscado.

Como un objetivo de la política monetaria, debe buscarse el control sobre el comportamiento de las colocaciones de todo el sistema financiero en aquellos activos que se puedan identificar como dinero o sustitutos del mismo. Se supone que debe existir un cierto equilibrio entre la liquidez de los activos y pasivos de las instituciones financieras. Por ejemplo, en el caso de las corporaciones de ahorro y vivienda, sus pasivos son recursos de corto plazo, cuasi-dinero, en tanto que sus activos representan préstamos de mediano y largo plazo.

ANALISIS DEL LOGRO DE LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA EN EL CORTO PLAZO

En el caso de que se tome el crecimiento de los medios de pago como objetivo de la política monetaria ¿cuál debería ser el período más conveniente para lograrlo: un mes, un trimestre, un semestre o un año?

Para poder analizar lo anterior, es importante plantear el siguiente interrogante: ¿Qué efectos tiene sobre el crecimiento del producto, el hecho de que en las metas de crecimiento de los medios de pago haya habido una equivocación del 5%, 10% en el período de un mes, seis meses o un año? Si el efecto de los medios de pago sobre el producto fuera inmediato, las desviaciones de las tasas proyectadas en el corto plazo tendría un impacto muy grande.

Si el dinero actúa sobre un rango amplio de rezagos distribuidos, el efecto es mucho menor. Esto, en el caso de que no existieren otros factores aleatorios que influyen adicionalmente sobre la relación entre el dinero y el producto, que de incluirse en el análisis altera aún más la relación.

INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA

La autoridad monetaria puede afectar la base o el multiplicador con los instrumentos tradicionales

(2) Hamburger, Michael. "Money Within the General Framework of the Economic System: Indicators of Monetary Policy: The Arguments and the Evidence". *The American Economic Review* (mayo 1970).

(3) Michael Hamburger, op. cit. p. 38.

de control de los medios de pago. Como ya se vio, el concepto de los medios de pago es una definición restringida de la liquidez en la economía, especialmente existiendo en el mercado documentos sustitutos del dinero. Además, si se considera, a diferencia de lo que sostiene Milton Friedman, que la demanda por dinero no es estable en el corto plazo, y los ajustes no son automáticos por cambios en la velocidad-ingreso del dinero, debe lograrse dicho ajuste mediante un instrumento que actúe sobre la liquidez de toda la economía.

En el sentido estricto, las operaciones de mercado abierto, manejadas con la cartera propia del banco central de documentos de corto plazo del Estado, puede ser un instrumento adecuado para regular en el corto plazo la liquidez de la economía.

LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO COMO INSTRUMENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Se definen como tales las operaciones de compra y venta de documentos del Estado que el banco central realiza de su propia cartera, con el fin de aumentar o disminuir la liquidez de la economía.

Este mecanismo es complementario a los demás instrumentos de la política monetaria, no debe emplearse como un sustituto del encaje, ni como un mecanismo para resolver con la política monetaria los problemas de la política fiscal. Tampoco debe utilizarse para proveer de rendimientos a las reservas inactivas de los bancos u otras instituciones financieras. En el caso de los depósitos en cuenta corriente en los bancos hay que tener en cuenta que no pagan intereses, mientras que las colocaciones provenientes de estos recursos tienen una rentabilidad. Si se obliga a los bancos a mantener una reserva de encaje como parte de la política monetaria, ella no debe entenderse como activo improductivo.

Los préstamos interbancarios existentes en Colombia, ya cumplen con una función importante de las operaciones de mercado abierto, a diferencia de lo que ocurre en el Brasil donde no están autorizados, y sin necesidad de que el costo sea absorbido por el Estado. Además, los cómputos de reservas, en Colombia se hacen por banco y no por sucursal, lo cual reduce aún más la necesidad de recursos de corto plazo para suplir deficiencias de encaje, pues ellos les permiten a los bancos realizar sus propios ajustes.

Las inversiones del encaje, sean en documentos del Estado (crédito primario a gobierno) o en bonos de entidades de fomento, desde el punto de vista de la política monetaria debería interpretarse como una reducción efectiva del encaje, aumentando por lo

tanto la expansión de los medios de pago, aunque estadísticamente no aparezca así.

La base para poder realizar las operaciones de mercado abierto, como ya se dijo, son documentos de corto plazo del gobierno, que en el caso colombiano podrían ser los pagarés semestrales de emergencia económica —PAS—, existiendo la posibilidad de emitirlos a plazos inferiores a seis meses.

El gobierno debería emitir los PAS como parte de un programa de estabilización de caja del presupuesto, teniendo en cuenta la estacionalidad entre ingresos y egresos.

Prioritariamente, los PAS deben ser colocados en el mercado, lo cual tiene un efecto neutro desde el punto de vista de la política monetaria. La transferencia de liquidez al sector público depende de la curva de preferencia por liquidez que tenga el sector privado, sin que esto afecte la liquidez global de la economía.

El banco central, con el fin de realizar operaciones de mercado abierto, puede comprar para su cartera parte de las emisiones de los documentos del Estado como parte de la política monetaria, e independientemente de la programación de caja del Tesoro. Esta compra por parte del banco central es una expansión primaria, y debe considerarse como tal en la programación general de la oferta monetaria. Las operaciones de mercado abierto se realizan en el mercado secundario, ya sea por venta de los documentos adquiridos por el banco central, o por recompras de documentos en poder del público.

Las compras de documentos del Estado que hagan las demás instituciones financieras deberán ser parte de su cartera (efecto neutral de política monetaria) y no como inversiones sustitutivas de las reservas (efecto expansionista).

“El papel del banco central en este mercado secundario reside en el hecho de valerse de este activo mercado para efectuar prácticamente las mismas operaciones que realizan las instituciones privadas mencionadas antes, solo que con un objetivo diferente del de aquellas instituciones (que contemplan preferentemente la optimización de sus rendimientos) o sea que el banco central realiza sus operaciones de mercado abierto en el mercado secundario siempre en función de la política monetaria establecida por el Comité de Mercado Abierto, exclusivamente por intermedio de su Sala de Operaciones, localizada en el centro financiero del país, en la ciudad de Río de Janeiro” (4).

(4) J. A. de Lima Barros, “Operaciones de Mercado Abierto - La experiencia brasileña”, SIMEC-75-8, Medellín, septiembre 1975.

La acción del banco central en el mercado secundario de los PAS debe ser la de contrarrestar la inestabilidad en la liquidez de la economía por factores, de corto plazo, no previstos en la programación monetaria.

Si por ejemplo, como sucedió durante 1975, con una baja en las reservas internacionales durante el segundo trimestre por baja en los precios del café, con el fin de no afectar la liquidez necesaria del sector privado, se debió haber bajado el encaje y haber realizado operaciones de mercado abierto para controlar las fluctuaciones, en lugar de afectar

la base monetaria con los créditos del Banco de la República al gobierno. Esto último restó flexibilidad posteriormente a la política monetaria cuando crecieron las reservas durante el último trimestre del año.

Para que sean efectivas las operaciones de mercado abierto como instrumento de política monetaria, debe colocarse en poder del público un volumen de documentos del Estado, suficiente para que la intervención del banco central en el mercado secundario sea efectiva.

DECRETOS DEL GOBIERNO NACIONAL

Cálculo y limitación de las UPAC

DECRETO NUMERO 58 DE 1976
(enero 15)

por el cual se toman disposiciones en relación con la actividad de las corporaciones de ahorro y vivienda y las asociaciones mutualistas de ahorro y vivienda.

El Presidente de la República de Colombia,

en uso de las facultades que le confiere el numeral 14 del artículo 120 de la Constitución Nacional,

DECRETA:

Artículo 1º La Junta de Ahorro y Vivienda calculará mensualmente e informará con idéntica periodicidad a las corporaciones de ahorro y vivienda para cada uno de los días del mes siguiente los valores de la unidad de poder adquisitivo constante —UPAC— en moneda legal, de acuerdo con la variación acumulada del índice nacional de precios al consumidor elaborado por el Departamento Nacional de Estadística —DANE— para un período de doce (12) meses inmediatamente anterior.

Artículo 2º Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo anterior, limitase el aumento de la unidad de poder adquisitivo constante —UPAC— a un máximo del 18% anual.

Las corporaciones, en todos los documentos que expidan para el público expresarán las respectivas cantidades en UPAC, lo mismo que su correspondiente equivalencia, en moneda legal, a la fecha de expedición del respectivo documento.

Artículo 3º Derógase el Decreto 269-bis de 1974 y el artículo 1º del Decreto 1685 de 1975.

Artículo 4º El presente decreto rige a partir del 1º de febrero de 1976.

Comuníquese y cúmplase.

Dado en Bogotá, D. E., a 15 de enero de 1976.

ALFONSO LOPEZ MICHELSEN

El Ministro de Hacienda y Crédito Público,

Rodrigo Botero Montoya

El Ministro de Desarrollo Económico, encargado,

Abelardo Duarte Sotelo

El Jefe del Departamento Nacional de Planeación,

Miguel Urrutia Montoya

Impuesto a la renta y complementarios

DECRETO NUMERO 331 DE 1976
(febrero 23)

por el cual se dictan disposiciones reglamentarias en materia del impuesto sobre la renta y complementarios.

El Presidente de la República de Colombia,

en ejercicio de sus atribuciones constitucionales,

DECRETA:

Artículo 1º Las entidades sometidas a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria no están obligadas a presentar las informaciones adicionales a que se refiere el artículo 55 del Decreto 187 de 1975, para la deducción por concepto de intereses pagados, dentro de los límites previstos por el artículo 47 del Decreto 2053 de 1974.

Artículo 2º El cómputo de las cantidades deducibles para los prestatarios de las corporaciones de ahorro y vivienda por préstamos de construcción o adquisición de edificaciones, proyectos de renovación urbana y fabricación de elementos de construcción, se calculará como sigue:

Será deducible el total pagado por todo concepto cuando el saldo de la deuda a 31 de diciembre sea superior al monto original del préstamo, expresados en pesos este monto y dicho saldo.

Será deducible el total pagado por todo concepto, menos la cantidad en que haya disminuido el saldo respecto del monto original del préstamo, cuando el saldo de la deuda a 31 de diciembre sea inferior al monto original del préstamo, si a 31 de diciembre anterior no hubiere sido inferior al indicado monto original.

Será deducible el total pagado por todo concepto menos la cantidad en que haya disminuido el saldo durante el año gravable, cuando el saldo de la deuda a 31 de diciembre sea inferior al monto original del préstamo, si a 31 de diciembre anterior también hubiere sido inferior al indicado monto original.