

claró que Brasil exportó 18.315.000 sacos de 60 kilos de café, por un valor de US\$ 1.214 millones durante el año cafetero 1972/73, contra un total de 19.459.000 sacos exportados en el año cafetero 1972/73. El precio promedio por saco de café exportado en 1972/73 fue de US\$ 63.61, mientras que en el año cafetero anterior fue de US\$ 52.05, lo que fue posible, indicó el presidente del IBC, por la cooperación de los otros países productores.

Con respecto a la Compañía de Comercialización Internacional "Café Mundial", formada por los cuatro mayores productores de café (Brasil, Colombia, Costa de Marfil y Portugal) manifestó que la misma ya está en operación faltándole únicamente su instalación física en una sede.

Visitantes colombianos. El Instituto Brasileño del Café informó que se encuentra de visita en Brasil un grupo de 23 colombianos, con el objeto de observar los trabajos relativos al combate de la "roya del cafeto" (*Hemileia Vastatrix*) y otras enfermedades. Los colombianos visitarán tanto las plantaciones como las instalaciones locales del Instituto Brasileño del Café en los Estados productores.

c) **Londres. Cuota de café de los productores de "robustas".** Los productores africanos de café "robusta", anunciaron en Londres que establecieron una cuota de 2,8 millones de sacos para exportación en el primer trimestre del año cafetero 1973/74. El precio básico será aumentado en 50 puntos (US\$ 0,05).

---

## SIMPOSIO SOBRE AHORRO Y CREDITO

### NOTAS SOBRE POLITICAS RECIENTES EN MATERIA DE MONEDA Y CREDITO

POR FRANCISCO JOSE ORTEGA, ASESOR DE LA JUNTA MONETARIA

La Asociación Bancaria y el Banco de la República nos han pedido colaborar en este importante simposio con una presentación sobre política monetaria y de crédito. Hemos aceptado esta amable invitación, la cual agradecemos muy especialmente, teniendo en cuenta el carácter técnico y de estudio que los organizadores han querido darle a la conferencia, en el entendido de que las opiniones aquí expresadas son puramente personales y en ningún caso pueden tomarse como emanadas de la Junta Monetaria.

Los organizadores de este certamen nos han solicitado que expliquemos la política de la Junta Monetaria en lo referente al manejo de la oferta de dinero y del crédito del sistema bancario; sin embargo, este objetivo constituye una materia muy amplia e imposible de analizar rigurosamente en una sola conferencia. Es necesario, por lo tanto, escoger algunos de los puntos importantes para tratarlos en alguna profundidad.

Puesto que el simposio tiene como tema central el estudio del ahorro y el crédito, pensamos enfocar el análisis de la política monetaria en lo pertinente a su relación con estas dos materias. Inicialmente, explicaremos los objetivos buscados por la Junta

Monetaria en cuanto a la determinación del volumen de medios de pago en circulación, y al manejo de los instrumentos a su disposición para el logro de las metas previstas. En segundo lugar, nos referiremos a la política de control y distribución del crédito y en tercer lugar a las políticas en el mercado de dinero y de capitales, particularmente al manejo de las tasas de interés activas y pasivas.

#### 1 — OBJETIVOS E INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA

El objetivo básico de la política monetaria que desarrolla la Junta es el de determinar la cuantía de medios de pago o más concretamente la variación de estos durante un período dado. La política monetaria, en su sentido más estricto, consistiría en operar los instrumentos de manejo monetario para lograr las metas indicativas resultantes de aplicar la tasa de aumento deseada en la oferta monetaria a la base que se haya escogido para el efecto.

El procedimiento que se sigue para fijar las metas se apoya en dos concepciones. En primer término está el esquema teórico del cual tomamos las relaciones entre la cantidad del dinero en circulación

y las variables reales de la economía, en particular la producción, el empleo, el ingreso y el nivel de las tasas de interés. Para estos efectos trabajamos bajo el supuesto de que la cantidad de dinero en circulación afecta, en forma directa, la demanda agregada por bienes y servicios y a través de ella las variables reales de la economía. Igualmente, dado un comportamiento estable de la velocidad ingreso del dinero, sobre todo a corto plazo, el volumen de medios de pago y la demanda que la comunidad tenga por dinero, determinan simultáneamente el nivel general de precios de la economía. Al basarnos en este planteamiento estamos fijando nuestro pensamiento acerca de las relaciones entre la cantidad de dinero y el nivel general de precios de forma tal que queda explícito nuestro acuerdo a nivel teórico con el principio de que para cumplir el objetivo de estabilidad de precios, producción y empleo, se requiere que los aumentos en la cantidad de dinero en circulación no excedan los aumentos en la producción de bienes y servicios (1).

En segundo lugar está la parte propiamente empírica. Para estimar la cuantía deseada de medios de pago, de la cual se derivan luego las medidas concretas que deben operar a través de los instrumentos de control disponibles. La Junta elabora anualmente un presupuesto monetario el cual contiene las proyecciones de los principales renglones que originan la creación primaria de dinero. Como es de todos conocido los cambios en los medios de pago se causan, principalmente, debido a fluctuaciones en los activos internacionales del Banco de la República, en el crédito del banco central y por las variaciones del multiplicador monetario, dentro del cual están expresadas la preferencia del público por efectivo y la posición de encaje del sistema bancario.

Para la proyección de las reservas internacionales se hace un cuidadoso estudio de la balanza de pagos del país, cuyo saldo final ha de demostrarnos el cambio esperado en ellas; en cuanto al crédito del banco central se proyectan, con metodologías especiales, los 5 o 6 rubros principales, o sea, el crédito al Gobierno Nacional; el crédito a las entidades de fomento, especialmente Caja Agraria y Fondos Financieros; el crédito al sistema bancario y el crédito al sector privado, sobre todo a la Federación Nacional de Cafeteros. Lo mismo se hace con las principales cuentas pasivas del Banco.

Luego de agregados los resultados parciales se llega a una cuantía de medios de pago que debe ser confrontada con la meta global obtenida inicialmente con base en la tendencia histórica. Por último se

hace un examen de consistencia a fin de compatibilizar la meta global con el presupuesto monetario.

Una vez fijadas las metas globales y por instituciones o sectores, la política monetaria consiste en lograr el manejo adecuado de los instrumentos con que se cuenta, para hacer que la tendencia de los medios de pago se ajuste en el mayor grado posible a los niveles deseados. Las metas anuales se distribuyen por períodos trimestrales y para cada uno de ellos se analiza cuidadosamente la acción de los varios instrumentos monetarios. Con base en esta evaluación se adoptan los correctivos indispensables para ajustar los resultados a los objetivos.

Los logros de la política monetaria, dentro del marco que hemos presentado, pueden considerarse satisfactorios si se tienen en cuenta las limitaciones que presentan los instrumentos monetarios. Por ejemplo, en lo que respecta a las variaciones de la base monetaria se tiene un relativo control sobre el crédito del Banco de la República, el cual está sin embargo sujeto a alteraciones de tipo estacional, que resultan muy acentuadas particularmente en los últimos trimestres de cada año. Pero, el principal factor de alteraciones en la base monetaria lo constituyen los activos externos del Banco de la República, cuyo volumen depende en buena parte de factores fuera del control de la autoridad monetaria, lo cual hace que el cumplimiento de los objetivos se vea muchas veces impedido por elementos exógenos a la política misma.

En cuanto a la expansión secundaria se cuenta con un mejor grado de control a través del mecanismo del encaje, lo cual ha permitido que su incidencia en la determinación de los medios de pago sea muy limitada, esto es, que el multiplicador bancario solo explique cuando más un 20% de los cambios en la oferta de dinero.

No obstante las limitaciones ya mencionadas con que trabaja la autoridad monetaria en lo que a instrumentos de manejo se refiere, puede decirse que se han logrado avances apreciables tanto en el control general como en el objetivo de estabilidad en el crecimiento de los medios de pago dentro de períodos anuales. Hemos incluido dos cuadros con las tasas de variación anual; el primero contiene las del dinero base y de los medios de pago y el segundo las del multiplicador y sus dos componentes o sea la relación de efectivo a depósitos y la tasa de encaje computado.

En el primer cuadro observamos que la variación relativa anual de la base monetaria presenta cambios acentuados. Desde luego parte de las variacio-

(1) Partiendo de una condición de pleno empleo.

nes en su nivel corresponden a decisiones de política, para acomodar la oferta de dinero a las alteraciones del sector real de la economía. Por ejemplo y para citar nada más un caso, al finalizar el año 1970 se presentó una acentuada baja en los precios externos del café que dio lugar a una merma en las reservas internacionales e hizo necesaria una acción en el campo monetario para evitar que la demanda por importaciones tuviera efectos perjudiciales sobre la balanza de pagos. Durante 1971 la economía presentó por esta razón una reducción en su ritmo de crecimiento, explicable además por la

menor producción en el sector agrícola debido a factores climáticos adversos. Frente a una menor tasa de crecimiento de la producción se requería, para el logro de la meta de estabilidad de precios, que el crecimiento en la oferta monetaria fuera inferior al de períodos anteriores. Con esto no queremos decir que efectivamente la tasa anual de aumento en la base monetaria de 11.5% lograda en 1971 fuera muy cercana a la inicialmente proyectada, aunque evidentemente ella refleja el efecto de la política, después de la evaluación y de los ajustes correspondientes.

CUADRO N° 1  
Dinero base y medios de pago ajustados - Tasas de crecimiento anual

1963-1973 por trimestres  
(Ajustado por estacionalidad)

Años	Dinero base				Año	Medios de pago					Año
	I	II	III	IV		I	II	III	IV		
1963					20.4	23.3	25.6	24.2	22.7	23.9	
1964	1.2	22.8	28.6	30.3	23.0	17.0	11.9	12.2	13.8	13.7	
1965	33.1	22.8	15.9	21.5	15.9	16.2	16.4	14.8	14.2	15.4	
1966	20.3	16.4	19.4	8.6	23.5	16.0	17.8	16.0	19.6	17.4	
1967	15.8	20.4	24.1	33.7	34.5	20.0	20.0	20.7	17.8	19.6	
1968	35.0	35.4	37.9	30.9	18.9	15.7	15.0	17.1	18.5	16.6	
1969	17.9	15.5	18.3	23.5	23.5	17.8	21.0	19.4	17.0	18.8	
1970	22.3	29.6	12.7	18.9	12.1	17.3	13.1	12.6	10.7	13.3	
1971	16.3	11.5	7.5	10.6	19.0	11.1	15.3	18.1	22.6	16.9	
1972	12.9	15.2	23.3	23.8		25.1	26.1	24.7(1)			
1973	31.1	37.5	30.6(1)								

(1) Tasa anual con base en cifras al 30 de agosto, sin desestacionalizar.

En 1972 las condiciones generales variaron apreciablemente. De un lado el sector externo se fortaleció a consecuencia del excelente comportamiento de las exportaciones menores y lo mismo ocurrió con los sectores agrario y manufacturero; las importaciones aumentaron en cerca del 11%. Bajo estas condiciones favorables era de presumir la generación de un mayor nivel de demanda y la economía estaba en capacidad de aumentar su producción por el solo uso de factores anteriormente desempleados, sin peligro de que se presentaran cuellos de botella que pudieran demorar la respuesta de la producción a una mayor demanda.

La política monetaria en 1972 fue expansiva en especial por aumentos en la base monetaria durante el segundo semestre del año, ocasionados más que todo por el mayor nivel de las reservas internacionales. Las proyecciones iniciales preveían un crecimiento de los medios de pago entre el 16% y el 18% al finalizar el año, suponiendo que el incremento en las reservas netas del Banco de la República no excedería de US\$ 50 millones. Sin embargo, los mayores precios en el mercado internacional y el

creciente endeudamiento externo público y privado todo por el mayor nivel de las reservas internacionales de US\$ 174.8 millones en 1972; esto indujo a la aceleración en la base monetaria que llegó a tasas del 23% anual y por consiguiente el incumplimiento de las metas de crecimiento en la oferta monetaria.

En 1973 ha continuado la presión del sector externo sobre la estabilidad monetaria, lo cual ha obligado a acudir, como ocurrió desde la segunda mitad de 1972, a los medios más aconsejables para atenuar la expansión de la base monetaria. En primer lugar, se ha procurado un control más estricto del Banco de la República, en forma tal que hasta el 31 de agosto el crédito doméstico de este, por todos los conceptos, se había reducido en \$ 536 millones respecto al saldo en diciembre del año pasado; en segundo lugar, se ha trabajado en el frente de los pasivos no monetarios para congelar en el Banco de la República el mayor número de pesos posibles y por este concepto se ha conseguido contraer \$ 1.313.1 millones. No obstante que la suma del menor crédito y de los mayores pasivos no

monetarios arrojó en los primeros ocho meses del año una contracción de \$ 1.856 millones en la base monetaria, aquella no fue suficiente para equilibrar los \$ 2.836 millones generados por la elevación de las reservas internacionales en US\$ 129 millones. El resultado en 30 de agosto ha sido un aumento en la base monetaria de \$ 976 millones de los cuales \$ 767.6 millones corresponden al primer semestre, lo que ha llevado a tasas anuales de variación hasta del 37%. Para el tercer trimestre de este año se observa una merma apreciable, como resultado de las distintas medidas adoptadas.

En 1972 y 1973 no se refleja toda la variación de la base monetaria sobre los medios de pago porque se redujo el nivel del multiplicador a consecuencia

de las mayores tasas de encaje y del límite al crecimiento de las colocaciones bancarias. En el cuadro 2 se muestran las relaciones que componen el multiplicador para un periodo de once años y se observa cómo desde 1968 se está operando una rígida política sobre la expansión secundaria que ha rebajado el nivel promedio del multiplicador de un máximo de 2.28 y 2.27 en 1965 y 1966 a 1.80 en 1972, y 1.72 en los primeros ocho meses de 1973. El menor multiplicador resulta más que todo de la mayor proporción de encaje en relación a los depósitos en cuenta corriente, pues la otra variable dada por la relación efectivo-depósitos, se presenta bastante constante a partir de 1967.

CUADRO N° 2  
Relaciones que componen el multiplicador de medios de pago

(Ajustados por estacionalidad)

Años	Reservas/Dep. Cta. Cte.		Efectivo/Dep. Cta. Cte.		Multiplicador	
	Promedio	Variación %	Promedio	Variación %	Promedio	Variación %
1963 .....	18.13		40.57		2.4094	
1964 .....	18.01	— 0.6	37.79	— 6.9	2.4749	2.7
1965 .....	23.52	30.6	37.31	— 1.3	2.2884	— 7.5
1966 .....	22.88	— 2.7	37.96	1.7	2.2741	— 0.6
1967 .....	27.84	21.7	34.35	— 9.5	2.1623	— 4.9
1968 .....	35.75	28.4	33.98	— 1.1	1.9224	—11.1
1969 .....	36.72	2.7	34.99	3.0	1.8873	— 1.8
1970 .....	38.88	5.9	36.16	3.3	1.8181	— 3.9
1971 .....	38.46	— 1.1	35.82	— 0.9	1.8319	1.0
1972 .....	39.74	3.3	35.66	— 0.4	1.8013	— 1.7
1973 (agosto).....	42.51	—	32.85	—	1.7629	—

El porcentaje de encaje computado tiene un ritmo ascendente, con saltos pronunciados en especial durante 1968 cuando pasa a 35.8 siendo en el año anterior de 27.8. En 1970 y 1971 este osciló alrededor del 38.5%, en 1972 fue del 39.7% y para los primeros seis meses de 1972 fue de 43%. Esta última relación expresa la necesaria contribución de una menor expansión secundaria al equilibrio monetario, aunque como ya se dijo el multiplicador tiene efectos finales sobre los medios de pago muy inferiores a los que se originan en el crédito y reservas internacionales netas del Banco de la República.

La evaluación de la política monetaria tiene que hacerse en relación no solo con la calidad de los instrumentos de manejo monetario con que se cuenta, sino viendo también las circunstancias especiales de la economía como un todo. Los dos últimos años tienen evidentemente características especiales en la historia económica del país sobre todo por la acentuada recuperación de su sector externo. Si no

se han logrado las metas previstas se debe a los factores desestabilizadores exógenos, los cuales por su magnitud no han alcanzado a ser compensados por las medidas monetarias y los instrumentos disponibles para el efecto.

Dado que en su gran mayoría las causas de la expansión se han generado por factores externos, la política monetaria ha tenido que ser más que todo de carácter pasivo, buscando contrarrestar el efecto de fuerzas desestabilizadoras, con legítimo derecho se puede decir que los resultados han sido satisfactorios, en vista de las limitaciones con que se cuenta para el manejo monetario en el país. La anterior conclusión no debe interpretarse en el sentido de que el crecimiento de los medios de pago haya sido el deseado para fines de estabilidad en el mercado monetario, pues evidentemente se ha excedido la meta prevista con incidencia desfavorable en el nivel general de precios.

Hemos querido señalar, además, que la falla de fondo no está en las políticas seguidas sino en los

instrumentos con que se cuenta para ejecutarlas y que las causas aquí señaladas son de carácter estructural y van más allá del estricto campo monetario, pues cubren evidentemente toda el área del sistema financiero colombiano. Como tendremos la oportunidad de explicarlo más adelante, el instrumento monetario más ágil y efectivo que debería utilizarse para conseguir un mejor control de la oferta monetaria, o sea las llamadas operaciones de mercado abierto, no pueden emplearse de manera directa y automática debido a la existencia de fuertes barreras originadas en el resto del sistema financiero.

## 2 -- CONTROL Y DISTRIBUCION DEL CREDITO

La política de la Junta Monetaria cubre también el campo del control y la distribución del crédito bancario. Al tratar este segundo componente de la política monetaria, el cual está íntimamente relacionado con el anterior, hay que dejar en claro que estos dos fines deben lograrse armónicamente y en ningún caso pueden ser opuestos. Evidentemente, no es fácil conciliar los objetivos de austeridad con los de gasto. A veces se hace más énfasis en uno cualquiera de los dos lados de la medalla y se producen por ello desajustes. Aquí radica a nuestro modo de ver uno de los problemas más difíciles del manejo monetario.

La política de crédito debe estar subordinada a la de control monetario y dentro de ese marco actúa la Junta Monetaria. En esencia, esto quiere decir que la acción de la Junta en cuanto a otorgamiento de crédito o de redescuento se refiere, solo puede llegar a la asignación de los incrementos en medios de pago considerados como normales y en concordancia con las metas de expansión previstas en el presupuesto monetario.

Dentro de los anteriores lineamientos, la política de crédito ha tenido una menor importancia en los últimos años debido a que una considerable proporción de los nuevos recursos que han incrementado la base monetaria no han correspondido a decisiones activas de la autoridad correspondiente, según se ha dicho. La mayoría de las veces en que se han tomado medidas crediticias ha sido solamente para reorientar recursos ya disponibles, hacia actividades prioritarias. Es así como en todo momento se ha dado prelación al sector agropecuario, al exportador y al manufacturero, sin mencionar el de la construcción, porque sus fuentes de financiación son más del mercado de capitales que del de dinero.

Hay dos aspectos referentes al crédito sobre los cuales conviene profundizar un poco: nos referimos a las medidas que regulan el crecimiento de las colocaciones bancarias y el crédito externo.

La política de la Junta Monetaria en cuanto a las colocaciones bancarias, comenzó a regir a comienzos de 1972, y su propósito ha sido la de utilizarla como un mecanismo auxiliar de control monetario. La operación de este sistema desde el punto de vista monetario es muy similar a la de un encaje adicional, pero basándose en el activo y no sobre las exigibilidades como ocurre con el encaje legal. El exceso de recursos de un banco frente al aumento permitido de colocaciones deberá ir necesariamente a aumentar los depósitos del banco comercial en el Banco de la República constituyendo un sobreencaje. Dado que el crédito tiene un estrecha relación con el nivel general de precios, esto es, un excesivo crecimiento del mismo presiona los precios al alza, se quiso dotar al mecanismo monetario de un sistema para aumentar el grado de control sobre la expansión en la oferta de dinero. Además desde el punto de vista técnico el sistema es más general que el del encaje sobre pasivos porque actúa, indirectamente, sobre todos los recursos bancarios en moneda nacional, incluyendo los del redescuento, lo cual es conveniente en nuestro caso puesto que existen tantas formas de expansión a través de los fondos financieros y de los cupos ordinarios y especiales.

La política de la Junta en cuanto a control de las colocaciones fue inicialmente satisfactoria sobre todo durante 1972. En el segundo semestre de ese año fue posible lograr efectos combinados entre el crédito y el encaje marginal del 100% sobre los depósitos a la vista que justificaron la supresión del segundo, gracias a la forma eficaz como estaba operando el control.

Esta medida, establecida como un instrumento de control, fue perdiendo tal característica y con el tiempo ha venido a desfigurarse hasta el punto de convertirse más en una forma adicional de orientación del crédito según sectores, así que su papel de control ha pasado a ser secundario. Se han ido creando un sinnúmero de excepciones cuyo volumen ya es suficiente para que el sistema bancario pueda colocar en los rubros no sujetos a límites cualquier excedente de liquidez que tenga, de forma tal que se ha desvirtuado el propósito inicial y se ha abierto paso el deseo siempre presente de querer asignar los recursos monetarios y financieros por medios administrativos, sin tomar en cuenta las señales del mercado.

En junio pasado la Junta Monetaria quiso evaluar a fondo los resultados del sistema, al cual la Asociación Bancaria le había hecho reparos, en especial por considerarlo discriminatorio entre bancos y por resultar poco práctico para la programación de las actividades bancarias en vista del corto período para el cual se fija dicho límite. Como resultado de esta evaluación se elaboró un mecanismo nuevo, más ágil y sencillo, que buscaba rescatar el objetivo inicial de control subordinando a él las aspiraciones de distribución del crédito; sus características eran las de fijar un tasa anual y una base móvil calculada según el promedio de las colocaciones semanales. La tasa podría así ser permanente y de largo plazo. Una peculiaridad especial sería la de permitirle al sistema bancario prestar por encima de la tasa prevista si así lo desea, pero debiendo encajar sobre el excedente de crédito sumas adicionales crecientes. La principal característica de la propuesta era la de no tener ningún tipo de excepciones ni siquiera para el redescuento del Fondo Financiero Agrario y de los bonos de prenda, pero fijando una tasa suficientemente amplia que permitiera el normal abastecimiento de crédito a estos sectores. En esa oportunidad se consideró inconveniente modificar el sistema de tope a las colocaciones tanto por la Junta Monetaria misma como por los representantes del sector bancario que conocieron la propuesta.

En cuanto al crédito externo el tema puede resultar un poco fuera del contexto de esta presentación y por lo tanto no nos detendremos mucho sobre él. Indudablemente de los fenómenos de mayor trascendencia en los últimos años ha sido el del acentuado crecimiento del crédito generado con recursos del exterior, tanto directo como a través del sistema bancario, y para todo tipo de fines, no solo de importación y exportación sino también como medio para generar pesos. En 1971 y 1972 el crédito total del sistema bancario que incluye las colocaciones y los préstamos en moneda extranjera, aumentó en 21.8% y 19.6%, respectivamente. La tasa anual de expansión del crédito bancario con recursos externos en esos mismos años fue de 36.3% y 34.1%. Esto indica claramente que a través del crédito externo se estaba debilitando de manera acentuada la capacidad de control monetario y que el análisis de la evolución del crédito no podría hacerse solamente tomando las colocaciones bancarias, sino que debía incluir este nuevo y dinámico componente del financiamiento externo. Desde luego que controlar el crédito en pesos sin limitar también el crédito externo hubiera ocasionado un simple traslado de uno a otro perjudicando

únicamente al sistema bancario. Por ello se comenzó a actuar primar sobre el endeudamiento externo y por esa razón ha sido necesario establecer encajes y topes que han evitado un desbordamiento a todas luces perjudicial no solo para el equilibrio en el frente monetario sino también en el campo cambiario.

La política de crédito externo se ha desarrollado en forma pausada y con periódicas y rigurosas evaluaciones sobre el efecto de las distintas medidas. Este era uno de los sectores sobre los cuales se carecía en absoluto de experiencia resultando aconsejable actuar de dicha manera, así ello exigiera medidas periódicas. La fase última de este proceso, pasando por sucesivas etapas para racionalizar el aumento del crédito externo de exportaciones y los préstamos directos de particulares, cuyo volumen alcanzó niveles tales que en 1971 la balanza de pagos del país fue deficitaria, no obstante su excelente resultado en cuanto a ingresos externos por exportaciones de bienes y servicios, fue la eliminación del sistema de reintegros anticipados para financiar exportaciones menores tomado por la Junta Monetaria en el mes de agosto pasado.

Evidentemente en este frente del crédito externo ha desarrollado la Junta una de las políticas más importantes y de mayor efectividad. Cuando las medidas a este respecto han sido criticadas no se ha meditado a fondo sobre la magnitud del problema originado por el flujo de capital foráneo y sus eventuales repercusiones en la estabilidad cambiaria y en el resto de la política financiera.

### 3 — POLITICA MONETARIA Y FINANCIERA

En esta sección desarrollaremos algunas ideas relacionadas con los problemas que presenta la estructura del sector financiero para el control de la oferta monetaria. Anteriormente no se trataron los efectos de la interrelación existente entre el sistema monetario y el funcionamiento del mercado financiero; empero, resultaría incompleta una presentación sobre las actividades de la Junta Monetaria que no profundizara sobre este último aspecto.

El mercado de capitales ha sido materia de muchos estudios y discusiones; nos basta recordar el simposio auspiciado por la Junta Monetaria y el Banco de la República en 1971, siendo el presente su continuación. Para el estudio de este mismo tema constituyó el Presidente de la República un comité especial que se concentró en las instituciones financieras. Posteriormente, el gobierno expidió el Decreto 1211 de 1972 dándole a la Junta Moneta-

ria la iniciativa para presentar recomendaciones al Presidente de la República sobre medidas tendientes a una mejor organización y eficiencia de este mercado. En los análisis ha quedado en claro que el mercado de capitales y el de dinero no han tenido un desarrollo acorde con las necesidades del país en cuanto a captación de ahorro y su distribución para la financiación de inversiones. Las recomendaciones de tales estudios aconsejan introducir substanciales modificaciones a su funcionamiento para poder mejorar el grado de control y manejo monetario por parte de la junta.

El crédito total con que cuenta la economía está generado por el ahorro de las empresas y de las familias y por los pasivos de origen monetario de las instituciones financieras. El conjunto de estos dos grandes recursos forman las disponibilidades de financiación de la inversión pública y privada que se distribuyen a través de los mercados de capitales y de dinero.

La característica más importante de nuestro mercado financiero —capitales y dinero— es la acentuada heterogeneidad en las tasas de interés, tanto en los documentos de ahorro como en los préstamos. Estas son en su mayoría rígidas; en muchos casos están intervenidas por políticas de orientación del ahorro; no responden a una estructura lógica respecto a plazos y su nivel es inferior, en la mayoría de los casos, al que arrojaría el mercado. Además, influyen sobre ellas el sistema impositivo al rendimiento del ahorro y la falta de competencia entre las instituciones financieras. De estas distorsiones se desprende otra como es el caso de la existencia de varios niveles de intermediación, propios del llamado mercado extrabancario, cuya consecuencia es el encarecimiento en el costo del dinero.

Los problemas que ocasiona esta estructura deficiente se reflejan de manera especial en la generación de ahorro y en el suministro de financiación adecuada al sector empresarial. La ineficiencia de este mercado hace que, de un lado, el ahorrador se vea desestimulado al recibir un bajo rendimiento, con el resultado de una baja tasa de formación de capital. De otro, está el inversionista, quien no consigue los recursos necesarios debido a fallas en la distribución. El mal funcionamiento del mercado financiero tiene pues una causa básica: la deficiente estructura de tasas de interés. Deseamos referirnos un poco al papel de esta variable por ser el vínculo más relevante entre el mercado financiero y la política monetaria.

La política económica seguida en las últimas décadas ha tenido como común denominador la acción

del Estado en la promoción de determinadas actividades, empleando sistemas como las exenciones tributarias, las barreras aduaneras a la competencia internacional y el "crédito barato" o sea préstamos a un costo muy por debajo del real. La acción sobre el mercado de capitales para conseguir estos fines se ha hecho más que todo a través del sistema de inversiones forzosas el cual al fijarle un tope al interés sobre los préstamos hizo que el ahorrador recibiera un menor rendimiento por su ahorro. En el mercado de dinero se operó a través de líneas o cupos en el Banco de la República para determinados fines con intereses subsidiados.

El proceso de intervención generalizada y de fijación arbitraria de las tasas de interés ha ido confundiendo las fuentes de recursos de los dos mercados —capitales y dinero— hasta un punto en que probablemente se hayan invertido sus naturales funciones: el Banco de la República ha ido aumentando las líneas de crédito a largo plazo y los bancos han incrementado su actividad de financiamiento de inversión; a su vez la financiación típica de corto plazo, por ejemplo los préstamos para cartera comercial, han sido tomados en alguna medida por el mercado extrabancario.

Esta falta de claridad en la interacción de los dos mercados y en su forma de operación ha traído muchas consecuencias. En el país hay, por ejemplo, abundante financiación para ventas a plazos, originada frecuentemente en el mercado extrabancario, porque esta actividad permite el cobro de altos intereses al usuario final y el pago también de altos intereses al ahorrador. El inversionista, a su vez, para la financiación de sus obras e inversiones en capital fijo, no acude únicamente al mercado de capitales, sino que solicita la apertura de líneas del Banco de la República o toma crédito externo aunque sea de corto plazo; este fue el caso del uso de los reintegros anticipados de exportaciones menores. Parece claro, al menos como hipótesis de trabajo para ser probada en posteriores estudios, que hay en los dos mercados algunas funciones superpuestas. Para préstamos a largo plazo, la Junta Monetaria ha creado fondos de redescuento con actividades propias del mercado de capitales, como el de desarrollo urbano, el FIP y el Financiero Industrial. Además tiene sistemas de sustentación de documentos de renta fija y larga maduración como el bono de desarrollo, la cédula del Banco Central Hipotecario y los bonos de las corporaciones financieras. La autoridad monetaria ha estado participando activamente en decisiones propias del mercado de capitales con lo cual merma su capacidad para el control de los medios de pago.

La situación descrita tiene numerosos efectos sobre todo en el frente de la política monetaria. El principal y más grave consiste en querer complementar el ahorro con crédito a largo plazo del Banco de la República. Por este camino se han ido creando nuevas fuentes de expansión que contribuyen apreciablemente a desequilibrar el mercado monetario y la política de la Junta. El mal funcionamiento del mercado de capitales y su relación con el de dinero inciden pues considerablemente en el manejo monetario.

El resultado final de los problemas que hemos señalado, particularmente el de la rigidez de las tasas de interés se puede concretar en un hecho simple: la demanda por crédito excede apreciablemente las disponibilidades. Cuando los medios de pago crecen a tasas alrededor del 25%, la base monetaria se incrementa en más del 30% por año, y los préstamos de origen externo son muy abundantes, se presenta al mismo tiempo un permanente reclamo por falta de crédito. Los industriales dicen carecer de capital de trabajo, el gobierno tiene dificultades para colocar los bonos de desarrollo económico, los agricultores se quejan de falta de financiación para siembras y para la recolección de las cosechas, y desde luego el sistema bancario critica abiertamente la política monetaria por ser excesivamente restrictiva. Se pregunta uno si puede ser real la falta de recursos con los índices de crecimiento que presentan las variables monetarias, o si no será por el contrario que debido a la deficiente operación del mercado financiero y a los niveles tan bajos de tasas de interés para muchos tipos de préstamos cualquier cuantía es insuficiente.

La solución para muchos estaría seguramente en emitir más pesos para incrementar los recursos del sistema bancario y sus préstamos. Sin embargo, distaría esta de ser una solución acertada porque el suministro de más cantidad de dinero se distribuiría también ineficientemente por las distorsiones en las tasas de interés, quedando de nuevo sin financiación quienes la necesitan y generándose una mayor presión inflacionaria.

El mal funcionamiento del mercado, por la abundancia de controles y la rigidez en la determinación del precio del dinero, hace que la asignación de los recursos sea ineficiente y que carezcan de crédito a costos razonables quienes realmente lo necesitan, mientras que actividades poco productivas pero sí altamente lucrativas cuentan con fondos sobrantes, como es el caso de la creación de inventarios para fines especulativos, así pues, el problema no es de cantidades sino de distribución.

En concordancia con estos planteamientos deseamos presentar algunas ideas relativas a posibles áreas de estudio y a políticas tendientes a mejorar la acción del sistema financiero más que todo en lo que toca al manejo monetario.

Como punto general de largo plazo consideramos que la autoridad monetaria debería orientar sus decisiones a separar en lo posible la acción del mercado de capitales —mediano y largo plazo— de la creación de dinero primario. Esto resulta indispensable para que el sector financiero adquiera una naturaleza más definida en sus instituciones y en sus políticas que le permita una identificación propia y una ubicación clara dentro del conjunto de las actividades económicas.

El sistema monetario a su vez necesita evaluar las múltiples formas de redescuento con que hoy en día se entregan recursos financieros al mercado, a fin de reestructurar varias de las fuentes autónomas generadoras de crédito del Banco de la República que aumentan el dinero base, como es el de la financiación a mediano y largo plazo. Solamente cuando haya mayor independencia se logrará que a través del libre funcionamiento de las tasas de interés se ajuste la demanda de crédito a las disponibilidades y se evite que la generación de medios de pago esté subordinada a las necesidades del mercado de capitales.

Para la política monetaria habrá también un gran avance porque entonces será posible aplicar el conocido instrumento de las operaciones de mercado abierto. Actualmente es imposible colocar títulos del gobierno o del Banco de la República con propósitos de contracción monetaria, porque al estar muchos papeles del mercado de capitales vinculados al crédito del Banco de la República por el mecanismo de sustentación, cualquier suma que se contraiga al colocar títulos para operaciones de mercado abierto, habrá que emitirla luego para sustentar los documentos que el público haya vendido para adquirir los nuevos; de esta manera se genera un proceso circular que neutraliza totalmente la contracción original. El solo hecho de poder llegar a efectuar operaciones de mercado abierto sin esta limitante mejoraría el control monetario y permitiría realizar una política más sana y favorable a las entidades bancarias.

Otras ventajas de una acción en este sentido estarían relacionadas con la actividad del sistema bancario. Dada la tradición e importancia que los bancos han tenido en la historia económica del país, se requiere que desarrollen una más activa participación en el mercado financiero y no limiten su acción a la captación de depósitos en cuenta corriente,



a las cajas de ahorro y al uso de líneas externas. En el campo institucional este es sin duda uno de los puntos de fondo, porque mientras el sistema bancario considere que su principal fuente de recursos sean los depósitos en cuenta corriente y el redescuento en el Banco de la República no ayudará con su experiencia y solidez a reorganizar el mercado financiero y continuará siendo un factor de permanente presión para que la autoridad monetaria aumente los medios de pago. En tanto subsista esta política y no se dé el paso fundamental de atraer depósitos a término con intereses, por algún mecanismo como el de los certificados de depósito a término, habrá una permanente inestabilidad en el manejo monetario.

En la Junta Monetaria se reconoce la necesidad de una acción más libre en materia de intereses en préstamos y depósitos, pero para llegar a ella se requiere eliminar muchas de las restricciones y trabas hoy día existentes. Tal vez el mayor obstáculo para lograr este objetivo, sea la excesiva valoración que se le da en la práctica a la tasa de interés sobre la estructura de costos y el nivel general de precios y la poca importancia que se le asigna en su función generadora de ahorro.

La Junta Monetaria ha buscado activamente reducir la dispersión de la tasa de interés al ahorrador y fue así como se elevaron las tasas de las cuentas de ahorro, de los bonos de fomento de las corporaciones financieras, de los bonos para financiación cafetera y de varios papeles para inversiones forzosas. En el frente de los préstamos se han permitido alzas en las tasas de interés de varias líneas de crédito como las del FIP, los préstamos con recursos de las cajas de ahorros, Proexpo, los préstamos de la Caja de Crédito Agrario, los préstamos de las corporaciones financieras con dinero proveniente de la colocación de bonos de desarrollo y el endeudamiento externo como en el caso de la prefinanciación de exportaciones. Estas y otras medidas tomadas por diferentes autoridades del gobierno, donde sobresale la política de financiación de vivienda, han contribuido a mejorar el funcionamiento del mercado financiero pero evidentemente no han sido suficientes para corregir todas las distorsiones que este presenta.

#### 4 — RESUMEN

En resumen, podríamos sintetizar nuestro pensamiento en los siguientes términos. La autoridad monetaria ha desarrollado una política orientada muy claramente a buscar como meta básica que la cuantía de los medios de pago sea la adecuada para

cumplir los objetivos de estabilidad y además orientar en forma general parte del crédito a actividades consideradas como prioritarias.

En desarrollo de las políticas de la junta puede juzgarse acertado si se tienen en cuenta dos grandes limitaciones a su actividad: en primer lugar, la carencia de instrumentos más ágiles y efectivos para el cumplimiento de sus fines, especialmente por la dificultad de efectuar eficaces operaciones de mercado abierto. En segundo lugar, debido a los problemas que presenta el mercado financiero se hace imposible el control del dinero base debido a la inoperante estructura de tasas de interés y a la excesiva rigidez de las instituciones del sector.

La acción para remediar estas fallas debe iniciarse en el área del mercado de capitales y particularmente en la reestructuración de las tasas de interés. Esto exige obviamente que las autoridades respectivas tomen las medidas del caso, pero también requiere de una nueva actitud por parte de las instituciones financieras, en particular las bancarias, en el sentido de propiciar un mayor grado de competencia y liberalizar en lo posible su funcionamiento para de esta manera crear un mercado financiero más amplio.

Dado este primer paso será posible ir suprimiendo muchos de los sistemas actuales de conexión entre las instituciones financieras y el banco central, sobre todo en lo referente a recursos de largo plazo. Los múltiples cupos especiales, los sistemas de redescuento y las líneas de crédito podrán modificarse para independizar al máximo las actividades del banco central de los requerimientos de recursos de mediano y largo plazo de las instituciones financieras, pero sin que ello implique carencia de coordinación de los mercados.

Finalmente, creemos imperioso reconocer la importancia que tiene para el país en esta etapa de su crecimiento el sector financiero. Podemos perfectamente considerarlo como sector clave porque de él depende el suministro del ahorro requerido para la necesaria capitalización y como hemos visto, por su incidencia sobre la estabilidad monetaria, sin la cual se agravarían aún más los problemas inflacionarios.

En el plano de las ideas, no es exagerado decir que al sector financiero le corresponde una prioridad semejante a la que se dio en los años cuarenta y cincuenta a los llamados "problemas de desarrollo". Se podría inclusive comparar al de la política cambiaria frente a las deficiencias de nuestro sector externo y al posterior manejo realista de la tasa de cambio durante los años sesenta. En la década ac-

tual un cuello de botella al crecimiento está en la estructura del sector financiero y en la política de tasas de interés. Si el país superó del todo las dudas que tuvo sobre la conveniencia de permitir un manejo flexible de la tasa de cambio, hoy día puede usarse ese ejemplo para actuar de la misma manera respecto a las tasas de interés y al mercado financiero.

Es nuestro deseo, pues, dejar esta serie de puntos como elementos de estudio para que las entidades del Sector Financiero los analicen con el detenimiento que ellos les merezcan y mediante la cooperación de todos lleguemos a las soluciones más apropiadas. Así podremos contar con un mercado financiero más eficiente y por ende más acorde con las posibilidades del país.

CUADRO A-1  
Componentes del dinero base y multiplicador (a)

(Cifras en millones de pesos)

(No ajustado por estacionalidad)

Período	Efectivo		Reservas o encaje presentado		Dinero base		Multiplicador	
	Valor	% variación anual	Valor	% variación anual	Valor	% variación anual	Medios de pago	Dinero total
1970 I.....	4.799.2	19.2	5.272.2	25.2	10.071.4	22.3	1.85	2.13
II.....	5.061.9	28.6	5.527.7	30.4	10.589.6	29.6	1.82	2.10
III.....	4.923.5	22.2	5.929.6	25.6	10.863.1	24.0	1.84	2.13
IV.....	6.215.6	17.6	5.688.2	18.4	11.903.8	18.0	1.75	2.04
1971 I.....	5.708.2	18.9	6.010.1	14.0	11.718.3	16.4	1.86	2.17
II.....	5.518.4	9.0	6.287.4	13.7	11.805.8	11.5	1.85	2.17
III.....	5.537.2	12.5	6.469.6	8.9	12.006.9	10.5	1.88	2.20
IV.....	6.851.4	10.2	6.423.0	12.6	13.274.4	11.5	1.74	2.05
1972 I.....	6.279.4	10.0	6.945.7	15.6	13.225.1	12.9	1.83	2.16
II.....	6.405.9	16.1	7.189.9	14.4	13.595.8	15.2	1.85	2.18
III.....	6.534.6	18.0	8.271.4	27.9	14.806.0	28.3	1.80	2.15
IV.....	8.419.1	22.9	8.078.8	25.8	16.497.8	24.3	1.72	2.06
1973 I.....	7.615.7	21.3	9.603.4	38.3	17.269.3	30.2	1.76	2.11
II.....	7.897.2	23.3	10.801.6	50.2	18.698.7	37.5	1.70	2.04
Julio 28.....	7.903.0	22.4	11.481.6	43.5	19.384.6	34.1	1.70	2.05
Sep. 1.....	7.732.0	20.1	11.648.6	38.5	19.380.6	30.6	1.72	2.07

(a) Promedios trimestrales y tasas de variación con base en dichos promedios.

CUADRO A-2  
Componentes de los medios de pago y dinero total (a)

(Millones de pesos y porcentajes)

(No ajustado por estacionalidad)

Período	Efectivo	% variación anual	Depósitos cuenta corriente	% variación anual	Medios de pago (3) = (1) + (2)	% variación anual	Depósitos ahorro y a término	% variación anual	Dinero total (5) = (3) + (4)	% variación anual
	(1)	(2)	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
1970 I.....	4.799.2	19.2	13.806.9	17.3	18.606.1	17.8	2.825.2	18.1	21.431.3	17.8
II.....	5.061.9	28.6	14.240.2	18.5	19.302.1	21.0	2.927.6	21.1	22.229.7	21.0
III.....	4.923.5	22.2	15.096.9	18.5	20.020.4	19.4	3.103.6	22.7	23.124.0	19.8
IV.....	6.215.6	17.6	14.653.5	16.8	20.869.1	17.1	3.394.3	26.7	24.263.4	18.3
1971 I.....	5.708.2	18.9	16.121.3	16.8	21.829.5	17.3	3.597.4	27.3	25.426.9	18.6
II.....	5.518.2	9.0	16.309.1	14.5	21.827.3	13.1	3.732.8	27.5	25.560.1	15.0
III.....	5.537.2	12.5	16.998.2	12.6	22.535.4	12.6	3.915.2	26.2	26.450.6	14.4
IV.....	6.851.4	10.2	16.251.2	10.9	23.102.6	10.7	4.116.2	21.3	27.218.8	12.2
1972 I.....	6.279.4	10.0	17.957.2	11.4	24.236.6	11.0	4.270.5	18.7	28.507.1	12.1
II.....	6.405.9	16.1	18.763.5	15.0	25.169.4	15.3	4.634.9	21.5	29.704.3	16.2
III.....	6.534.6	18.0	20.075.3	18.1	26.609.9	18.1	5.197.7	32.8	31.807.6	20.3
IV.....	8.419.1	22.9	19.958.6	22.8	28.377.7	22.8	5.682.3	38.0	34.060.0	25.1
1973 I.....	7.615.7	21.3	22.730.0	26.6	30.345.5	25.2	6.044.8	41.5	36.390.4	27.6
II.....	7.897.2	23.3	23.851.1	27.1	31.748.2	26.1	6.337.3	39.7	38.085.5	28.2
Julio 28.....	7.903.0	22.4	24.970.0	25.1	32.873.0	24.4	6.880.0	40.1	39.753.0	26.9
Sep. 1.....	7.732.0	20.1	24.606.0	26.2	33.338.0	24.7	6.881.0	34.5	40.219.0	26.3

(a) Promedios trimestrales y tasas de variación con base en dichos promedios.

El multiplicador y sus componentes

(No ajustado por estacionalidad)

Período	Medios de pago				Dinero total			
	$e = \frac{\text{Efectivo}}{\text{depósitos en cta. cte.}}$	$r = \frac{\text{Reservas}}{\text{depósitos en Cta. Cte.}}$	$m = \frac{i + e}{e + r}$	$e' = \frac{\text{Efectivo}}{\text{depósitos totales}}$	$r' = \frac{\text{Reservas}}{\text{depósitos totales}}$	$m' = \frac{i + e'}{e' + r'}$		
1970 I.....	34.8	38.2	1.85	28.9	31.7	2.13		
II.....	35.5	38.8	1.82	29.5	32.2	2.10		
III.....	32.6	39.3	1.84	27.1	32.6	2.13		
IV.....	42.4	38.8	1.76	34.4	31.5	2.04		
1971 I.....	35.4	37.3	1.86	28.9	30.5	2.17		
II.....	33.8	38.6	1.85	27.5	31.4	2.17		
III.....	32.6	38.1	1.88	26.5	30.9	2.20		
IV.....	42.2	39.5	1.74	33.6	31.5	2.05		
1972 I.....	35.0	38.7	1.83	28.3	31.2	2.16		
II.....	34.1	38.3	1.85	27.5	30.9	2.18		
III.....	32.6	41.2	1.80	25.9	32.7	2.15		
IV.....	42.2	40.5	1.72	32.8	31.5	2.06		
1973 I.....	33.5	42.2	1.76	25.5	33.4	2.11		
II.....	33.1	45.3	1.70	26.2	35.8	2.04		
Julio 28.....	31.6	46.0	1.70	24.8	36.0	2.05		
Sep. 1.....	30.2	45.5	1.72	23.8	36.0	2.06		

LEY DEL CONGRESO NACIONAL

Fondo Nacional de Inversiones

LEY 15 DE 1973  
(octubre 31)

por la cual se crea el Fondo Nacional de Inversiones.

El Congreso de la República de Colombia,

DECRETA:

CAPITULO I

Constitución del Fondo Nacional de Inversiones

Artículo 1º Créase el Fondo Nacional de Inversiones, como una empresa comercial del Estado, con personería jurídica y patrimonio propio: su domicilio será la ciudad de Bogotá, D. E.; pero podrá establecer seccionales, sucursales o agencias en las diversas secciones del país o en el exterior. El Fondo estará vinculado al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Artículo 2º El objeto del Fondo Nacional de Inversiones consistirá en administrar su patrimonio y los recursos que los particulares pongan a su disposición, en los términos previstos en esta ley.

Artículo 3º La Nación garantiza las obligaciones que asuma al Fondo Nacional de Inversiones hasta por valor de doscientos millones de pesos (\$ 200.000.000.00), y en los términos previstos en esta ley.

Como aporte de capital al Fondo Nacional de Inversiones y con el propósito de facilitar su dotación e instalación, el Gobierno asignará hasta cinco millones de pesos (\$ 5.000.000.00) por una sola vez.

CAPITULO II

Las unidades del Fondo Nacional de Inversiones

Artículo 4º Los contribuyentes del impuesto a la renta anualmente podrán acreditar un porcentaje del valor de los impuestos liquidados sobre la renta exclusiva de trabajo, con las condiciones descritas a continuación:

a) Los contribuyentes con rentas líquidas que no excedan de \$ 40.000.00 anuales podrán acreditar un 12%, si destinan el valor de ese crédito y una suma adicional par y aproximada a pesos que represente por lo menos el 25% del crédito pedido, para comprar unidades del Fondo Nacional de Inversiones.