

ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL "CERTIFICADO DE ABONO TRIBUTARIO", CAT

POR ALBERT BERRY

Antes de considerar en detalle los aspectos institucionales (por ejemplo el no ser gravable, etc.) del CAT, vale la pena definir sus fines y la teoría general que respalda su uso.

La idea básica del CAT es de que al no tener medidas especiales como ésta, una situación de sobrevaluación de la tasa de cambio desfavorece a las exportaciones en comparación con los sustitutos de importaciones y con lo que podemos llamar bienes domésticos (bienes producidos y consumidos en el país). La naturaleza de esta "discriminación" (1) o desfavorecimiento se puede explicar en términos de la figura 1. La curva de demanda por divisas (como función de su precio) es la curva D_1 y la curva de oferta es O . La tasa de cambio del equilibrio es entonces T_e y la cantidad de divisas que le corresponde es C_e . El subíndice 1 es para indicar que esta curva de demanda para divisas incluye el efecto de la existencia de tarifas sobre importaciones. Al no existir tales aranceles, esta curva de demanda se encontraría más alta, más o menos en el porcentaje en que influyen las tarifas en el precio doméstico de los bienes importados; o sea, si la tarifa promedio es de 40% entonces en la ausencia de esa tarifa existiría una curva de demanda de divisas 40% más alta que la trazada aquí.

La situación representada en la figura, que sería considerada por muchos economistas la natural para un país en desarrollo, implica un favorecimiento a las industrias que substituyen importaciones de 40% (en el sentido de que sus costos pueden ser 40% más altos, relativo a costos mundiales que en el caso de otra industria); el otro lado de la moneda es la "discriminación" en contra de los bienes domésticos y las exportaciones, en la misma proporción (40%) (2). Es interesante que el mismo argumento pocas veces se ha extendido a las exportaciones y típicamente no se les ofrece protección en relación con bienes domésticos, aunque el argumento en este caso puede ser fuerte, especialmente respecto de industrias manufactureras. En la actualidad, la idea de proteger tales exportaciones bajo el concepto de di-

ficultades para entrar en el mercado mundial, está recibiendo cierta aceptación. Al no existir las tarifas sobre importaciones, las exportaciones naturalmente recibirán más incentivo porque la tasa de cambio sería más alta.

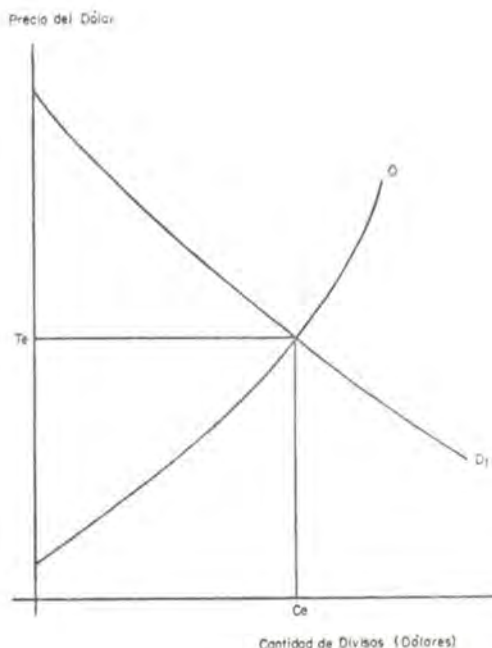


Figura 1.

El hecho de tener un déficit en la balanza de pagos o la necesidad de restricciones cuantitativas para evitarlo, implica que la tasa de cambio está por debajo de la tasa de equilibrio indicada en la figura 1, (T_e). En la figura 2 se representa la tasa actual de cambio como T_a . Al no existir ninguna

(1) Como este tipo de discriminación puede resultar eficaz a largo plazo en términos del desarrollo del país, la palabra en sí obviamente no debe interpretarse en forma negativa.

(2) El argumento válido a favor de este tipo de protección es el de que las industrias de substitución de importaciones requieren un período de aprendizaje para ser competitivas en el mercado mundial y un país que no les ofrece protección pierde una posibilidad de tener en el futuro una industria eficiente que contribuiría al ingreso nacional. Se acepta el hecho de que a corto plazo tales industrias disminuyen el ingreso nacional del país.

intervención especial como el CAT para fomentar exportaciones, se supone que el nivel de éstas estaría en C_0 y que las importaciones se restringirían también a este nivel. El exceso de demanda para divisas se puede medir en este caso por la distancia AB, o sea la distancia entre la demanda y la oferta, a la tasa de cambio T_a . Suponiendo que la política de aranceles es óptima (y que no se deben dar incentivos especiales, como subsidios, etc.) a las exportaciones, entonces la pérdida de ingreso nacional —expresada en términos de dólares— que resulta de tener la tasa de cambio sobrevalorada es el área ACD. La integral del área entre la curva de demanda y la curva de oferta, entre la cantidad actual (C_0) y la cantidad de equilibrio (C_e). La utilidad marginal del último dólar de importación es CC_0 y el costo de oportunidad del último dólar de exportaciones es AC_0 (3).

La situación de Colombia no es la que acabamos de exponer; hay que agregarle la existencia del CAT. Simplificando un poco, podemos describir el CAT como un subsidio simple del 15% a los exportadores; esto implica que la tasa de cambio que rige para las exportaciones es 15% más alta de la oficial; en el caso colombiano son solamente las exportaciones menores las que reciben este tratamiento pero se supone que son ellas las que se encuentran en el rango de la curva de oferta de interés.

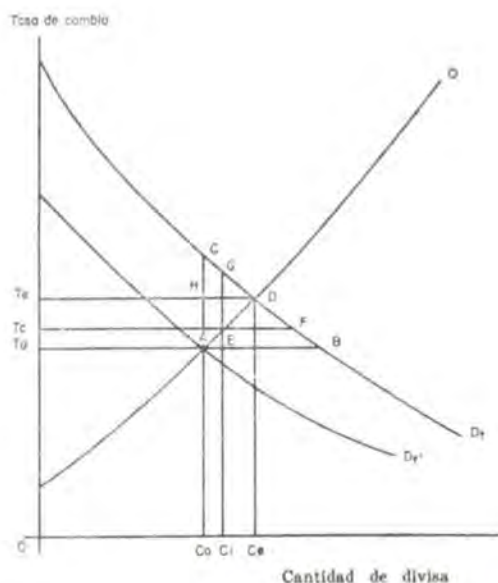


Figura 2.

En la figura 2 el CAT aumenta la tasa de cambio para las exportaciones al nivel T_c . Ahora se puede esperar una cantidad de exportaciones igual a C_1 y una disminución en el exceso de demanda para

dólares del nivel anterior (AB) al nivel EF. La pérdida (mínima) en términos de ingreso nacional que resulta de la sobrevaluación de la tasa de cambio ahora se limita a GDE, o sea que se ha aumentado el ingreso nacional en CGEA.

Si se toma como punto de referencia una situación de equilibrio en la balanza de pagos y protección a favor de sustitutos de importaciones del 40% (el nivel implícito en la curva de demanda d_1) en relación a las exportaciones y los bienes domésticos, es interesante notar como cambian estos incentivos relativos en la presencia de desequilibrio en la balanza de pagos. En ausencia del CAT, para tomar el caso más simple, es evidente que las restricciones cuantitativas que se aplicarían para disminuir las importaciones tienen el mismo efecto que una tarifa más alta. El efecto es fácil de calcular. Supóngase que la tasa de cambio es T_a y que se controle la demanda excesiva de importaciones con restricciones cuantitativas. Considérese un aumento en las tarifas para un porcentaje igual a CA/AC_0 ; se bajaría la demanda para dólares a la curva d_1' , curva que cortaría la de oferta en el punto A, implicando que con la cantidad de exportaciones actuales (en ausencia del CAT) se tendría equilibrio en la balanza de pagos. Esto quiere decir que el nivel de protección —incluyendo el impuesto implícito en las restricciones cuantitativas junto con las tarifas mismas— expresado en términos porcentuales es el nivel actual (digamos 40%) más la razón CA/AC_0 . Posiblemente, por ejemplo, equivaldría a una tarifa del 80% (4).

Otro aspecto de la situación descrita es la existencia de una discriminación en contra de las exportaciones comparadas con bienes domésticos que puede medirse con la razón HA/AC_0 que es igual a $T_e T_a / T_e O$. Si la protección promedio para sustitutos de importaciones fuera igual a 80% comparada

(3) Para ser más precisos, debe anotarse que la pérdida de ingreso nacional es ACD siempre y cuando el sistema de licencias sea óptimo, es decir que la gente que tiene el precio de demanda más alto para importaciones es la gente que recibe las licencias. De no ser este el caso, la pérdida sería más alta; posiblemente mucho más alta. Naturalmente si hay errores en la política arancelaria, la pérdida comparada con la política óptima puede ser también mayor.

(4) Es natural que en situaciones de restricción de importaciones por controles cuantitativos, nunca se aplican las restricciones en el mismo grado a todos los productos; esto puede implicar que las restricciones son mucho mayores que el promedio en unos productos y menor en otros; por ejemplo, un producto que entra sin ningún control cuantitativo tiene en realidad un nivel de protección menor que la tarifa nominal, menor precisamente en el porcentaje $T_a T_e / T_e O$. Si la sobrevaluación del peso fuera igual al 40% y la tarifa sobre un producto al cual no se aplican las restricciones cuantitativas es del 40%, entonces el nivel real de protección es igual a 0.

con bienes domésticos, mientras que las exportaciones están discriminadas en 20% (como si fueran a pagar un impuesto del 20%), comparado con esos bienes domésticos, el favorecimiento relativo de sustitutos de importaciones en comparación con exportaciones sería más del 100%, o sea $\frac{180}{80}$ (5).

Al presentarse el CAT del 15%, la discriminación en contra de las exportaciones comparada con bienes domésticos se reduce; el favorecimiento de sustituciones de importaciones en contra a exportaciones es ahora $\frac{180}{80}$ (1.15) o sea 180/92, un poco menos del 100%. Se ve claramente que a menos que el CAT sea muy grande —increíblemente grande— es casi inconcebible darles a las exportaciones un estímulo comparable a lo que se da a los sustitutos de importaciones (6).

La presencia de bajos aranceles para importaciones de bienes de capital y bienes intermedios, tiende por lo general a implicar que el nivel de protección efectiva para muchos sustitutos de importación sería, aun sin las restricciones cuantitativas, mayor al nivel nominal, y que el nivel de protección para ciertas exportaciones, especialmente industriales, es mayor de lo que hubiera sido de otra manera; inclusive puede tal vez alcanzar un nivel positivo. Para hacer el cálculo de la tarifa equivalente para un sustituto de importaciones, hay que usar la fórmula conocida (7) y luego agregarle el efecto de las restricciones cuantitativas, que en muchos casos será positivo. En estos casos es posible que la única manera de estimar seriamente el nivel de protección efectiva es la de comparar el precio del valor agregado del producto en el país con el precio del valor agregado de la importación. De otra manera es dudoso que las cifras sobre protección efectiva tengan mucho interés cuando las restricciones cuantitativas son importantes. Claro está que puede existir el caso contrario, donde no se usa toda la protección implícita en la tarifa, o sea cuando la diferencia en el precio del valor agregado en el mercado nacional y en el mercado mundial es menor que el nivel de protección efectiva.

Considérese el caso de una exportación cuyo precio doméstico bajo condiciones de equilibrio en la tasa de cambio sería igual a 100, pero cuyo precio dada la sobrevaluación de la tasa de cambio es solamente 80; cuando se le agregue un CAT de quince por ciento, el precio al productor doméstico es 92. Esto implica que la tasa nominal de protección com-

parada con bienes domésticos es de — 8%. Ahora supongamos que este bien aprovecha la importación a la tasa oficial de ciertos de sus insumos, y que de los costos totales de 80 pesos, 40 corresponden al precio de compra de insumos importados y 40 al valor agregado. Suponiendo que los insumos son importados a un precio 40% menor que el precio mundial, esto quiere decir que el valor en precios mundiales de esas importaciones es de \$ 56.00. En el mundo el valor agregado correspondiente a una unidad de este bien es de \$ 44 (el precio de 100 menos el valor de insumos de 56), y al productor nacional bajo estas circunstancias es de \$ 52 (el precio al productor de 92 menos el costo de insumos de 40). Esto implica una tasa de protección efectiva en contra de los bienes domésticos del 18%. Como se puede intuir con base en este ejemplo, la proporción de insumos importados a precios subsidiados tiene que ser relativamente alta para contrarrestar el efecto de la tasa nominal negativa de protección. Y para que la discriminación en contra de las exportaciones en comparación con sustitutos de importación sea igual a 0, la diferencia entre la tasa nominal y la tasa efectiva tendría que ser tan grande que es casi inconcebible, fuera de situaciones muy especiales (8).

(5) Si por ejemplo hay tres bienes en el mundo: máquinas, cemento y zapatos, cada uno teniendo un precio de 100 en el mercado mundial (la máquina siendo importación, el cemento el bien doméstico y los zapatos la exportación) lo que estamos diciendo es que si fijamos arbitrariamente el precio del cemento en el país a 100 unidades de moneda nacional, el precio de las máquinas tiene que ser 180 y el de los zapatos 80, siempre y cuando haya comercio internacional.

(6) No se considere aquí el hecho de que con el Plan Vallejo y con la aplicación del CAT al valor de las exportaciones en lugar de su valor agregado hay unas exportaciones que sí reciben muy alto estímulo. El argumento aquí supone el valor del producto igual al valor agregado en el país (o en la industria en sí, o en sus proveedores). Tampoco se consideren las implicaciones de que el CAT no es gravable, que no se puede usar para pagar impuestos durante un cierto tiempo, etc.

(7) La tarifa efectiva de la industria x (T_{ex}) se define por

$$T_{ex} = \frac{P_{mx} (T_{nx}) - P_{mi} (T_{ni})}{P_{mx} - P_{mi}}$$

donde:

- P_{mx} = precio mundial del producto X .
- T_{nx} = tarifa nominal sobre la importación de X .
- P_{mi} = precio mundial de los insumos importados para la producción de una unidad de X .
- T_{ni} = tarifa nominal sobre los insumos importados.

(8) El contenido importado de las exportaciones bajo el Plan Vallejo varía entre 22% y 42% durante los años 1963 y 1969. Estos porcentajes reflejan sin duda algo de sobrevaloración. Tales porcentajes sugieren que para los productos que aprovecharon el Plan, la protección con relación a bienes domésticos sí pudo ser positiva, pero no con relación a los sustitutos de importaciones. Los productos que por no necesitar insumos importados no pudieron alcanzar tales niveles de protección, indudablemente han tenido menos éxito como exportaciones: las cifras citadas implican un nivel de protección mayor al nivel disponible a la exportación potencial representativa. (Ver "Análisis del Plan Vallejo. 1967-1969", INCOMEX.

En cuanto a la tasa óptima del CAT, vale la pena analizarla primero suponiendo que: a) la protección de sustitutos de importaciones es muy alta (y por encima de las tarifas nominales y los niveles de protección efectivos calculados con la fórmula simple) y b) no se puede hacer nada para mejorar la tasa de cambio; (después se consideran problemas causados por el pago de ese CAT sobre el fisco nacional). Por el hecho de que hay que tomar en cuenta tres grupos de productos —sustitutos de importaciones, exportaciones y bienes domésticos—, la respuesta no es obvia y depende mucho de la sustituibilidad en producción y en demanda entre cada par de estos tres grupos. Para tomar un caso extremo que ayude a aclarar la situación, supóngase que entre bienes domésticos y los otros dos grupos no hay ninguna sustituibilidad ni en producción ni en demanda. En esa situación, la misma cantidad de bienes domésticos se va a producir, no importa la política del comercio exterior y lo único importante para maximizar el ingreso nacional es el tratamiento relativo entre sustitutos de importaciones y exportaciones. Al no existir razón alguna para suponer que el proceso de aprendizaje sea más difícil en uno que en otro de estos grupos, lo importante es darles el mismo tratamiento, o sea no proteger uno en contra del otro (9). Si esto fuera el caso, es obvio que las políticas de Colombia son muy ineficaces, siendo probable que la protección de sustitutos de importaciones relativa a exportaciones queda entre 50% y 100%. Tales políticas serían causa suficiente de una pérdida fuerte en términos del crecimiento del producto bruto. Tomando otro caso extremo, en donde las exportaciones no son sustituibles con ninguno de los otros grupos, la única cosa que importa es la protección relativa de sustitutos de importaciones versus bienes domésticos. Este supuesto, implica que las importaciones son independientes de la tasa de cambio, (como las exportaciones son independientes de ella e importaciones son iguales a exportaciones) es evidentemente inapropiado en el caso colombiano. Finalmente, si se diera el caso de que los sustitutos de importaciones no usen los mismos recursos ni sean sustituibles con los otros dos grupos, lo importante sobre todo sería la tasa de cambio para exportaciones.

En realidad ninguno de estos casos extremos tiene interés en Colombia; parece que hay mucha sustituibilidad no solo en demanda sino también en producción entre los varios grupos, especialmente entre sustitutos de importación y bienes domésticos por un lado y bienes domésticos y exportaciones por el otro. Esto implica que no se puede descuidar el precio relativo de ninguno de los tres pares de gru-

pos y que un tratamiento diferente en 50% a 100%, como puede ser al actual entre sustituciones de importaciones y exportaciones, puede traer efectos muy graves.

Características deseables en el CAT. Implicaciones fiscales.

Un problema que crea el CAT en Colombia es el costo fiscal. Hay dos sistemas que en términos teóricos son obviamente preferibles en muchos sentidos al CAT, y que evitan este problema. Uno es la devaluación a una tasa de equilibrio; siguiendo esta ruta, los exportadores reciben más a través del tiempo para sus productos y no hay costo fiscal porque se termina el subsidio implícito a los importadores que en la actualidad compran a la tasa oficial. El problema básico fiscal radica en estos subsidios implícitos a los importadores (10). Hay mucho argumento también de que ellos distorsionan el mercado y hacen menos eficiente el funcionamiento del sector industrial; es seguro que crean un problema grande para el fisco. La otra ruta atractiva en términos conceptuales para evitar el problema fiscal es, dejando el peso sobrevaluado, la de usar un sistema de subasta para licencias de importaciones. Esto implica un ingreso del gobierno al tiempo que termina el subsidio implícito a los importadores. Usando justamente el ingreso que resulta de la venta de las licencias a su valor comercial, se puede subsidiar suficientemente a los exportadores como para reproducir la situación de equilibrio en la tasa de cambio y en la balanza de pagos.

Al no ser factible ninguna de estas dos alternativas por razones políticas, la cuestión fiscal se vuelve más complicada. Tomando en cuenta el hecho de que el ingreso del CAT no es gravable, los efectos fiscales se pueden analizar en la siguiente forma. Supongamos que la tasa marginal de impuestos sobre importaciones es ao y que se aplica sobre el valor en pesos que resulta de la conversión del peso en dólares por la tasa oficial de cambio, o sea que un dólar de importaciones genera un impuesto de aoT , donde T es la tasa de cambio. En el caso extremo en que un aumento del CAT se refiere a todas las

(9) Estamos obviamente haciendo caso omiso hasta el presente de las posibles ventajas en términos de la estabilidad futura del ingreso nacional, de una economía más autárquica que no depende del comercio internacional. Esta cuestión hay que considerarla para llegar a una apreciación total de la situación.

(10) Tomando como punto de referencia una tasa de cambio de equilibrio, los exportadores no están, como con el CAT, recibiendo lo que se puede llamar un subsidio: el CAT disminuye para ellos el efecto discriminatorio de la subvaluación de la tasa de cambio, pero no lo anula.

exportaciones (o sea que no hay ninguna a que se niegue el CAT y su aumento) entonces el costo bruto fiscal (aumento de gastos) correspondiente a la consecución de un dólar más de exportaciones es igual a: $T/E + cT$, (donde T es la tasa de cambio, E es la elasticidad de oferta de exportaciones y c es el porcentaje del CAT sobre el valor de las exportaciones). Esto quiere decir que cuando la elasticidad de oferta es igual a 1, el costo bruto fiscal del aumento del CAT es mayor que el valor en pesos de un dólar. El costo fiscal neto (o sea restando el aumento de impuestos sobre importaciones) sería igual a $T/E + cT - a_0 T$. Cuando el CAT no se paga sobre todas las exportaciones el costo bruto es $a_2 T/E + cT$, donde a_2 es el porcentaje de las exportaciones sobre el cual se paga el CAT) y el costo neto es $a_2 T/E + cT - a_0 T$. Es evidente que si c es mayor que a_0 el costo neto para el fisco tiene que ser positivo; cuando c es bajo con relación a a_0 , la elasticidad de oferta es alta y a_2 no es muy alto, el efecto puede ser positivo. Si, por ejemplo, $a_2 = 0.3 T = 20$, $E = 2$, $C = 15$ y $a_0 = 35$ el efecto fiscal sería positivo en un peso por dólar adicional de exportaciones. Estas relaciones se ven en la figura N° 3, donde la tasa de cambio se mide en el eje vertical y la cantidad de divisas en el eje horizontal; el aumento en el CAT tiene el efecto de incrementar la tasa real de cambio para los exportadores; si se fuera a aumentar en T_0 a T_1 , entonces el incremento en el pago del CAT sería igual al área $T_0 T_1 AB$.

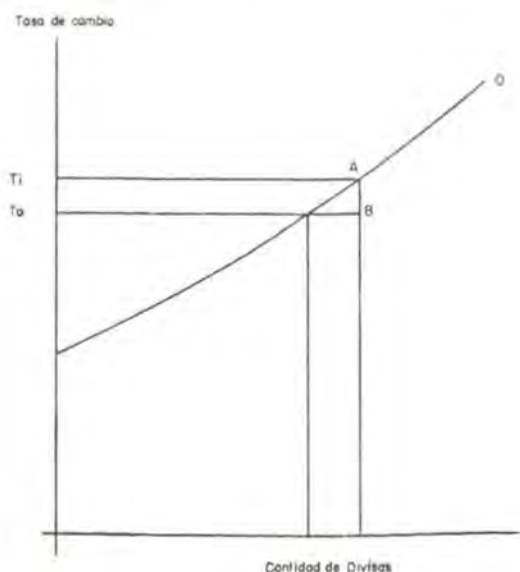


Figura 3.

En el caso de que el CAT se pague solamente sobre exportaciones marginales, el efecto sobre el fisco es neutral cuando $a_0 = c$, positivo cuando $a_0 > c$ y

negativo en el caso contrario. Nótese que en todos estos casos, mientras más se aumenta el CAT, es menos probable que el efecto de otro aumento sobre el fisco sea positivo, a menos que la elasticidad de oferta crezca mientras crece la cantidad de exportaciones.

¿Debe ser gravable el CAT?

No hay una respuesta simple a esta pregunta porque influye en la cuestión el énfasis relativo que se le asigna a los deseos de minimizar el costo fiscal del estímulo para exportaciones, de aumentar esas exportaciones y de tener un sistema progresivo de impuestos. Al dar mucho énfasis a la minimización del costo fiscal de un aumento de las exportaciones, el Gobierno debe distinguir grupos de exportaciones según sus elasticidades de oferta y dar ventajas más altas (por ejemplo la no gravación del CAT) a los que tienen altas elasticidades. Es posible que para minimizar el costo fiscal del aumento dado de exportaciones, se tendría que dar ventajas a los exportadores de mayores ingresos (que tienen altas tasas marginales de impuestos) y es posible que no; el primer caso ocurre cuando son ellos los que tienen las más altas elasticidades de oferta de exportaciones. Al hacer el CAT no gravable se da el mismo incentivo en términos absolutos a todos los grupos, implicando una cierta igualdad de tratamiento, y consistente también con una falta de información sobre las elasticidades relativas de oferta.

¿CAT sobre valor agregado o sobre el valor de la producción?

Si empezamos con el supuesto básico de que cualquiera protección desmerecida a una industria tiende a disminuir el ingreso nacional, un objetivo de la política es el de disminuir las diferencias en las tasas efectivas de protección y de bajar las tasas muy altas. Se supone que hay un argumento a favor de la protección en términos de industrias nacientes, pero parece preferible dar el mismo nivel de protección efectiva a cualquier industria que se encuentre en esta situación, puede ser productor de sustituciones de importaciones o de exportaciones. Bajo estos supuestos parece evidente que lo natural es aplicar el CAT sobre el valor agregado, aunque esta regla tampoco es perfecta a menos que todos los insumos estén comprados a sus costos sociales de oportunidad. Se supone que por esta razón el CAT debe ser más bajo para un producto que usa bienes intermedios importados a una tasa de cambio subsidiada. Se puede calcular en cuánto se debe reducir el CAT en esta situación. Para mantener el mismo nivel de

ayuda real a las exportaciones, se tendría que aumentar el CAT nominal (la tasa) al cambiar la aplicación sobre el valor de la exportación a valor agregado.

Una estrategia a corto plazo respecto del CAT

Dado que cualquier sistema de "segundo óptimo" como el CAT tiene que ser ineficiente relativo a un sistema que incluye un aumento en el precio del dólar, parece deseable tomar una decisión a largo

plazo respecto de esa variable antes de hacer cualquier cosa —posiblemente difícil de deshacer con el CAT.

El CAT ha sido y es un instrumento valioso en la política de exportaciones, pero, como se anotó antes, sus problemas aumentan mientras más alto y complicado sea; si la solución óptima no se puede lograr, hay que seguir, por fuerza, dándole mucha importancia y tal vez aumentarlo. Pero antes hay que buscar con toda seriedad la solución superior.

LA BOLSA DE BOGOTÁ

MERCADO DE OCTUBRE, NOVIEMBRE Y DICIEMBRE DE 1971

Información a cargo de los señores Restrepo Olarte & Esguerra, miembros de la Bolsa de Bogotá.

El mercado de acciones en el trimestre en referencia fue de baja casi constante durante los dos primeros meses. Ya en el tercero, último del año, empezó a sentirse algún alivio y se confirmó la esperanza expresada en la reseña anterior, sobre síntomas de que el mercado daba señales de haber tocado fondo en la baja; antes del cierre anual, que fue a mediados de diciembre, se observó retiro de vendedores y predominio de la demanda, con un principio de alza que prometía —como en efecto ocurrió— tomar mayor fuerza al principiar el nuevo año.

El valor de las operaciones en cada uno de los tres meses y la comparación con el trimestre anterior se observan en las cifras siguientes:

Operaciones en octubre	\$ 88.891.802.35
Operaciones en noviembre	95.593.548.45
Operaciones en diciembre (17 días).....	65.590.286.15
Total del trimestre.....	\$ 250.075.636.95
Suma del anterior	286.140.659.11
Disminución	\$ 36.064.922.16

El índice de precios con base en 1968 igual a 100, presentó las siguientes cifras para los últimos seis meses:

1971—Julio	107.2
Agosto	105.3
Septiembre	101.1
Octubre	96.2
Noviembre	93.4
Diciembre	96.6

ACCIONES BANCARIAS

Banco de Bogotá—Máximo \$ 12.30 y mínimo \$ 10.50. Los promedios mensuales que se publican en el cuadro que sigue a este somero examen dicen más claramente de la posición de estas acciones en el período.

Banco de Colombia—No bajaron de \$ 8.10 ni pasaron de \$ 9.60.

Banco Comercial Antioqueño—Cayeron de un máximo de \$ 27.20 hasta un mínimo de \$ 23.80. Es de las acciones que trataron de reaccionar al cierre.

Banco Industrial Colombiano—Se cotizaron hasta \$ 15.40 y el máximo fue de \$ 16.80, con reducido movimiento de acciones.

Banco del Comercio—Subieron hasta \$ 6.40 y bajaron hasta \$ 5.40. Esta acción tiene la característica de que algunas veces "nada contra la corriente", es decir, que sube cuando otras bancarias bajan, y viceversa.

Banco Grancolombiano—Tuvo pocas fluctuaciones y buena actividad: el máximo fue de \$ 8.70 y el mínimo de \$ 8.50.

Banco Nacional—Hubo un solo registro, al precio anterior de \$ 12.00.

El siguiente cuadro muestra, según nuestra costumbre, los datos anteriores y los precios promedios en cada uno de los tres meses: