

22.1
15p.
78
.1

política económica externa de colombia 1978

EDUARDO WIESNER
EDITOR

ASOCIACION BANCARIA
BIBLIOTECA-HEMEROTECA

HFV: I-599

ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA
Primera Edición -- Junio 1978

Dirección Técnica
Departamento Económico de la Asociación Bancaria

Dirección Editorial
Poligrupo Comunicación

Impresión
Editorial Presencia

ESTA OBRA RECOGE LOS DOCUMENTOS PRESENTADOS EN EL SEGUNDO SIMPOSIO SOBRE FINANCIAMIENTO EXTERNO, REALIZADO EN LA CIUDAD DE MEDELLIN, BAJO LOS AUSPICIOS DE LA ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA.

LAS OPINIONES EXPRESADAS EN LOS DIFERENTES TRABAJOS REPRESENTAN LOS PUNTOS DE VISTA DE LOS AUTORES Y NO COMPROMETEN EN MODO ALGUNO A LAS INSTITUCIONES A LAS CUALES HAYAN ESTADO O ESTEN VINCULADOS

1.497

Indice

| | |
|---------------|---|
| Prólogo | 9 |
|---------------|---|

Capítulo Primero

Política Económica Externa en Colombia

Jorge Ruiz Lara

| | |
|---|----|
| I. EXPERIENCIA DE COLOMBIA EN LA ULTIMA DECADA | 15 |
| II. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL | 19 |
| A. Interdependencia Externa | 19 |
| B. Perspectivas Económicas | 20 |
| C. Tendencias de las Políticas Económicas Externas | 26 |
| III. RECOMENDACIONES SOBRE POLITICA EXTERNA DE COLOMBIA ... | 28 |
| A. Marco General | 28 |
| B. Política Comercial | 30 |
| C. Política de Inversiones Extranjeras y Financiamiento Externo | 35 |
| D. Colombia dentro del Nuevo Orden Económ. Internacional | 38 |
| IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES | 40 |
| COMENTARIOS | |
| Antonio J. Urdinola U. | 45 |
| Guillermo E. Perry | 53 |

Capítulo Segundo

Movilidad de Capitales

Algunos Aspectos Conceptuales y sus Determinantes en Colombia

Jorge García García

| | |
|--|----|
| INTRODUCCION | 71 |
| I. EL MODELO | 72 |
| A. Mercado Cambiario | 72 |
| B. Mercado de Bienes y Servicios | 73 |
| C. El Mercado Monetario | 74 |
| II. MOVILIDAD DE CAPITALES Y TASA DE CAMBIO FIJA | 75 |
| A. Política Expansionista | 75 |
| B. Política Anti-inflacionaria | 76 |

| | | |
|------|---|-----|
| III. | CONTROLES AL MOVIMIENTO DE CAPITALES Y A LAS TASAS DE INTERES | 77 |
| A. | Prohibición Permanente a la Importación de Capitales | 78 |
| B. | Reducción de las Tasas Internas de Interés | 79 |
| IV. | LA MOVILIDAD DE CAPITALES PRIVADOS EN COLOMBIA | 80 |
| V. | CONCLUSIONES | 90 |
| | COMENTARIOS | |
| | Sebastián Arango F. | 99 |
| | Pablo Salazar de Heredia | 113 |

Capítulo Tercero

Devaluación y Mecanismo de Ajuste en Colombia

Eduardo Wiesner Durán

| | | |
|-----|---|-----|
| | INTRODUCCION | 123 |
| I. | MARCO TEORICO | 124 |
| A. | ¿Por qué un Proceso de Ajuste? | 124 |
| B. | Automaticidad y Velocidad de Ajuste | 126 |
| C. | La Teoría del Mecanismo de Ajuste | 129 |
| D. | Los Procesos de Ajuste | 130 |
| E. | Devaluación y Ajuste Cambiario | 133 |
| | 1. Enfoque de las Elasticidades | 134 |
| | 2. Enfoque de la Absorción | 135 |
| | 3. Enfoque Monetario | 136 |
| F. | Conciliación del Ajuste Interno y el Externo | 137 |
| G. | Resumen y Conclusiones | 141 |
| II. | TRES DECADAS DE EVOLUCION CAMBIARIA | 143 |
| | Introducción | 143 |
| A. | Ajuste bajo Paridad Fija: 1948-1967 | 144 |
| | 1. Diciembre 10 de 1948 — Devaluación de \$1.75 a \$1.95 | 145 |
| | 2. Marzo 20 de 1951 — Devaluación de \$1.95 a \$2.50 | 149 |
| | 3. Junio 17 de 1957 — Devaluación de \$2.50 a \$4.80 | 157 |
| | 4. Marzo 26 de 1958 — Devaluación de \$4.80 a \$6.10 | 160 |
| | 5. Noviembre 20 de 1962 — Devaluación de \$6.70 a \$9.00* | 165 |
| | 6. Marzo 22 de 1967 — Devaluación de \$9.00 a \$13.50 | 172 |
| | 7. Resumen y Conclusiones | 174 |
| B. | Ajuste Bajo Cambio Flexible: 1967-1975 | 182 |
| C. | Ajuste Bajo Superávit Cambiario: 1975-1978 | 189 |
| D. | Ajuste hacia el Equilibrio: 1978-1980 | 194 |
| | 1. Control de Cambio | 195 |
| | 2. Certificados de Cambio | 196 |
| | 3. Inventarios de Café | 198 |
| | 4. Reservas Internacionales y Tasa de Cambio | 199 |
| | 5. Inflación y Oferta Monetaria | 201 |
| | 6. Resumen y Conclusiones | 202 |
| | COMENTARIOS | |
| | Hernando Gómez Otálora | 219 |
| | Hugo Palacios Mejía | 239 |

Capítulo Cuarto

La Bonanza Cafetera : Su Distribución y Manejo

Antonio Hernández G. y Rudolf Hommes R.

| | |
|--|-----|
| INTRODUCCION | 247 |
| I. LA BONANZA CAFETERA: CUANTIFICACION Y DISTRIBUCION | 248 |
| A. Definición | 248 |
| B. Otras Definiciones: La Distribución Sectorial | 250 |
| 1. La Bonanza del Gobierno | 250 |
| 2. Bonanza del Gremio Cafetero | 250 |
| 3. Bonanza de los Exportadores | 251 |
| 4. Bonanza de los Productores | 252 |
| C. Una Nota sobre las Cantidades Exportadas | 253 |
| D. Cuantificación de la Bonanza | 253 |
| II. LOS EFECTOS DIRECTOS DE LA BONANZA | 255 |
| A. El Impacto Directo de la Bonanza en las Finanzas Gubernamentales . . | 255 |
| B. El Manejo de las Finanzas del Fondo Nacional del Café | 258 |
| C. El Ingreso de los Productores | 262 |
| D. Los Ing. de los Exp. Privados y la Política de Comercialización | 264 |
| E. Políticas Complementarias y Algunos de sus Efectos | 270 |
| III. CONCLUSIONES | 272 |
| COMENTARIOS | |
| Jorge Méndez M. | 287 |
| Roberto Junguito B. | 299 |

Capítulo Quinto

Determinación Monetaria de la Tasa de Cambio en Colombia

Mauricio Carrizosa

| | |
|--|-----|
| INTRODUCCION | 305 |
| 1. Antecedentes | 305 |
| 2. Importancia del Tema | 307 |
| I. HACIA UN MODELO MONETARIO PARA EL CASO COLOMBIANO | 309 |
| A. El Comportamiento de las Reservas Internacionales | 311 |
| B. El Ingreso Interno | 313 |
| C. Inflación Interna | 313 |
| D. Tasa de Interés Interna | 313 |
| II. LA EXPERIENCIA COLOMBIANA 1955-1976 | 314 |
| III. RESUMEN Y CONCLUSIONES | 324 |
| COMENTARIOS | |
| Fernando Gaviria C. | 329 |
| Fernando Montes N. y Juan Carlos Jaramillo | 341 |

Prólogo

Con esta publicación de los trabajos presentados al Segundo Simposio sobre Financiamiento Externo, celebrado en Medellín a fines de marzo de 1978, la Asociación Bancaria de Colombia aspira contribuir al estudio y al entendimiento de la problemática del sector externo de nuestro país. Se tiene la confianza de que, tal como ocurrió con el Primer Simposio de 1977, de este nuevo examen también surjan, por parte de la autoridad monetaria, saludables y oportunas medidas específicas de manejo monetario y cambiario. De esta forma el sector privado financiero colombiano va más allá de su interés gremial inmediato para aportar su concurso en la búsqueda de soluciones globales a los principales problemas económicos nacionales.

No es el propósito de esta breve introducción hacer una síntesis de los documentos analizados en Medellín. Los artículos de los expertos hablan por sí solos y sería una tarea casi imposible intentar resumirlos o analizarlos comparativamente según sus distintas apreciaciones sobre la problemática del sector externo del país. Por otra parte, además, el Simposio no tenía como meta llegar a conclusiones finales. Su objetivo era más heurístico que concluyente.

No obstante lo anterior, sí corresponde en estas notas ofrecer una síntesis de la orientación general que, sobre los distintos temas tratados, asumió la discusión y el intercambio de ideas por parte de los asistentes y de los autores de las ponencias. Aunque podrían ser numerosos los tópicos merecedores de una referencia específica, por razones de brevedad la presentación se concentrará en tan sólo cinco de ellos, a saber: a) control de cambio, b) tasa de cambio y proteccionismo, c) política económica externa, d) política cafetera y, e) inflación y crecimiento.

Quizás la consideración más importante que se podría hacer sobre el tema de control de cambio se refiere al contraste entre las distintas tendencias de la opinión según se compara el Primer Simposio de 1977 con este Segundo de 1978. En tan sólo algo más de un año la idea predominante paso de apenas una aceptación del control de cambio a una casi generalizada defensa de este tipo de régimen cambiario. Si a principios de 1977 era una opinión minoritaria la que advertía sobre los peligros de una revaluación, al finalizar el primer trimestre de 1978 esta posición se encontró acompañada por quienes ya reconocían que constituiría un grave riesgo el adoptar una libertad cambiaria, cuando los desarrollos del mercado internacional aconsejaban una protección del peso colombiano. La preferencia por un tipo de cambio controlado no estuvo exenta, sin embargo, de advertencias sobre la necesidad de adoptar mecanismos cambiarios y monetarios que hicieran menos difícil y restrictivo el manejo de la oferta monetaria. En todo caso se pensó que, en general y exceptuando la remota posibilidad de una nueva y aguda crisis mundial de escasez de café, el país y su moneda saldrían favorecidos del mantenimiento del control de cambio.

El tema de la tasa de cambio y del proteccionismo quedó entrelazado al considerarse, por parte de un importante sector de opinión entre los participantes, que en los países industrializados el conflicto entre el ajuste interno y el externo parece que se resolverá primordialmente con políticas proteccionistas, ocasionándole dificultades de balanza de pagos a los países de menor desarrollo relativo y exportadores incipientes, como es el caso de Colombia. Frente a esta perspectiva se subrayó la necesidad de considerar los ajustes de la tasa de cambio para mantener un incentivo a las exportaciones menores y para absorber desajustes internos en el frente monetario. De esta manera la devaluación no fue vista como un objetivo en sí, que podía ser deseable o no, sino como uno de los principales instrumentos de manejo y control de la política cambiaria y monetaria, y de la política económica en general. Se advirtió, por otra parte, que el actual y amplio margen de seguridad cambiaria que ofrecen unas reservas internacionales de cerca de \$2.000 millones de dólares, bien podría resultar insuficiente si llegare a coincidir con el futuro regreso de los precios del café a niveles normales, una intensificación del proteccionismo por parte de los países industrializados.

Sobre la necesidad y la urgencia de fortalecer los instrumentos de formulación y ejecución de política económica externa hubo una gran unanimidad entre los participantes del Simposio. El documento básico sobre este tema destacó cómo le era de imperioso a nuestro país planear a largo plazo sus políticas externas y dotar de mayores recursos, humanos y financieros, a los instrumentos de tal política. Fueron varios los ejemplos que se citaron para subrayar la importancia de que Colombia cuente con adecuadas condiciones institucionales y

técnicas para afirmar y ampliar, a nivel internacional, sus objetivos y aspiraciones en materia, por ejemplo, de acuerdos regionales, de convenios sobre productos, de participación en organismos financieros internacionales, en programas de cooperación técnica y, en fin, en todo aquello que signifique una proyección económica externa. Los participantes observaron, por otra parte, que, en un mundo crecientemente competitivo e interdependiente, nuestro país tendría que asumir una política económica externa más vigorosa y más integrada con sus objetivos a nivel doméstico. Se consideró, por último, que era indispensable una mayor institucionalización y profesionalización de la programación de nuestra política externa.

En un Simposio sobre Financiamiento Externo difícilmente podría estar ausente el tema de la política cafetera. Fueron varios los aspectos estudiados y discutidos y no es fácil hacerle justicia a las tesis expuestas resumiéndolas en unas breves notas introductorias. Sin embargo, quizás sí podría señalarse que los temas más debatidos tuvieron que ver con la política de inventarios, con el manejo del reintegro y con la perspectiva de unos precios hacia la baja. Sobre esta última eventualidad, los participantes mostraron una prudente confianza en el sentido de que, como ya se dijo, sólo una intensa ola de proteccionismo, unida a una drástica caída en los precios, podría amenazar seriamente la futura estabilidad cambiaria del país. Por otra parte, y como era de esperarse, la más intensa discusión se suscitó alrededor de la distribución de la ganancia ocasional generada por los altos precios del café; sin que se hubiese llegado a un consenso, se reconoció la gran dificultad de cuantificar tales beneficios en sus expresiones directas e indirectas.

Alrededor del tema de la inflación y del crecimiento podría decirse que hubo gran acuerdo en el sentido de considerar los participantes que la inevitable política de control a la inflación de los últimos dos años debería, en su oportunidad, ser substituida por una de estímulos a la producción y al sector real de la economía. Fue evidente el interés por llegar rápidamente a una política de expansión en la que la actual parafernalia de restricciones sea desechada en favor de incentivos a la inversión pública y privada. De esta manera se reconoció que el período de ajuste frente al superávit cambiario había justificado una severa política de contracción monetaria pero que, una vez reducido el ritmo de aumento de las reservas internacionales, era aconsejable ir programando políticas de crecimiento, desarrollo y empleo. Se advirtió, sin embargo, sobre la prudencia que se debería tener al recuperar los ritmos de inversión pública, por ejemplo, para que ello no ocasionara déficits fiscales y, eventualmente, un recrudecimiento de la inflación.

Para terminar, no sobra señalar que las anteriores consideraciones quizás no satisfagan del todo como introducción a los temas, ni

como resumen de las discusiones que suscitaron los trabajos de los expertos. Fue tal la variedad de enfoques analíticos y la riqueza técnica de las argumentaciones, que resulta casi imposible dar el debido crédito y ponderación a todos los aportes que hicieron los participantes y los autores. Frente a esta limitación, de la cual es muy consciente el editor, no queda alternativa distinta que invitar al lector a que sea él mismo quien examine la calidad de los trabajos presentados.

Por último, corresponde agradecer de manera muy especial a los autores y comentaristas su valiosa y decisiva contribución al éxito del Simposio. Cabe también un reconocimiento a los participantes quienes con sus comentarios, críticas y opiniones dan vida a este tipo de reuniones. Sin el apoyo y la dedicación del Departamento Económico de la Asociación Bancaria de Colombia no se habría podido hacer el Simposio. A todos ellos mil gracias.

EDUARDO WIESNER DURAN

Bogotá, mayo de 1978

Capítulo I

Política Económica Externa en Colombia

Jorge Ruiz Lara

Comentarios

*Antonio Urdinola
Guillermo Perry*

Jorge Ruiz Lara*

I. EXPERIENCIA DE COLOMBIA EN LA ULTIMA DECADA

La experiencia favorable de Colombia en el manejo de su sector externo a partir de 1967, y especialmente desde la época de promulgación del Decreto-Ley 444, indica claramente la importancia que ha tenido para el país la definición y ejecución cuidadosa de una coherente política económica externa.

Algunas pinceladas bastarán para indicar en forma patente el contraste entre el sector externo anterior y posterior al Decreto 444.

A fines de 1966 las reservas internacionales netas del Banco de la República eran negativas en US\$95 millones. A fines de 1969 habían llegado a US\$95 millones positivos. Esta tendencia de crecimiento ha continuado hasta hoy. A fines de 1975 las reservas excedían de US\$500 millones. Hasta entonces no se habían registrado los ingresos extraordinarios por exportaciones de café que se originaron en el alza en los precios internacionales del grano en 1976 y 1977. En diciembre de 1977 el monto de las reservas superaba los 1.800 millones de dólares¹.

De 1966 a 1976 las exportaciones totales aumentaron de 508 a 1.882 millones de dólares. Las exportaciones distintas de café y petróleo pasaron de US\$109 a US\$905 millones en el mismo período, es decir que los ingresos de divisas por este concepto se duplicaron cada tres años aproximadamente, y registraron un crecimiento cercano al 24% anual. La participación del café en el total de exportacio-

* Las ideas expuestas en este estudio son de la exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen en forma alguna las opiniones del Banco Interamericano de Desarrollo.

¹ Las cifras sobre reservas internacionales, exportaciones e importaciones son del Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, Vol. XXIX No. 5 y Vol. XXXI No. 2.

nes descendió de 65% a 52% en dicho decenio. Esto indica un gran éxito en el esfuerzo de diversificación de exportaciones, aún más si se tiene en cuenta que las ventas de café han alcanzado niveles extraordinariamente altos en 1976 y 1977.

El aumento sostenido de las exportaciones permitió atender con holgura las necesidades crecientes de importaciones y reducir paulatinamente los controles. De 1966 a 1976 el valor CIF de las importaciones se incrementó de US\$674 millones a US\$1.710 millones, lo que representa una tasa de crecimiento próxima al 10% anual. Este aumento es aún más significativo considerando que en 1966 el monto de las importaciones fue extraordinariamente elevado, como consecuencia del ambicioso programa de liberación de importaciones que se puso en ejecución de septiembre de 1965 a octubre de 1966.

En cuanto se refiere a la deuda externa del país, la situación también ha mejorado en forma sustancial. A pesar de que el saldo de la deuda pública externa desembolsada creció de US\$713 millones a US\$2.449 millones en la década a partir de 1966, es decir, a una tasa aproximada de 13% anual, la mejora en la estructura de la deuda en relación con el tipo de acreedores, plazos y tasas de interés, así como el aumento de las exportaciones de bienes y servicios, han permitido reducir la carga del servicio con respecto al valor de las exportaciones de bienes y servicios de 16,4% en 1966 a menos de 10% diez años más tarde. La experiencia del país en materia de endeudamiento público externo en la década en referencia es considerablemente más favorable que la de la mayoría de los países de América Latina y que la de la región en su conjunto. El monto desembolsado de la deuda pública externa de latinoamérica se incrementó de US\$9.977 millones en 1966 a US\$54.539 millones en 1976, lo que representa una tasa anual de aumento cercana al 18,5%². A principios de período la deuda del país representaba 7% del total para la región, proporción esta que había descendido a 4,5% a fines de 1976.

Estos avances continuos del sector externo del país no indican, sin embargo, la totalidad de los beneficios que se han derivado de la política externa implantada a partir del Decreto 444. Hay que recordar que con anterioridad a la fecha de la promulgación de dicha norma eran frecuentes las crisis cambiarias que tanto perjuicio causaron al país en 1957-58, 1962 y 1965-66. La opinión pública vivía pendiente de las perspectivas de devaluación y del precio del dólar en el mercado libre, el cual tenía una influencia desproporcionada e injustificada en los precios, en el "clima" económico, en las posibilidades de inversión y en las expectativas de los inversionistas. A partir del segundo semestre de 1963 la especulación con la divisa resultó en una cuantiosa fuga de capitales, que drenó seriamente las reservas inter-

² Cifras del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). *El Endeudamiento Externo de América Latina: Situación Actual y Perspectivas*, Washington, D.C., Cuadro No. 49 y cifras no publicadas.

nacionales y restó cuantiosos recursos del ahorro disponible para atender las necesidades de inversión interna. A esto se unieron los excesos de capacidad y el desempleo resultantes de la insuficiencia de materias primas en época de crisis cambiaria, la acumulación de inventarios especulativos de bienes importados, las ganancias injustificadas de algunos importadores, las cuasi rentas originadas en la sobrevaluación del peso que beneficiaban a los grupos de mayores ingresos, la débil posición negociadora ante las fuentes de financiamiento externo cuyos recursos resultaban cruciales para evitar la caída de los ingresos, el tiempo y el esfuerzo que tenían que dedicar los servidores públicos para solucionar situaciones de emergencia en perjuicio de la atención permanente de los problemas del desarrollo propiamente dicho.

Por fortuna en los últimos diez años la situación de la balanza de pagos ha pasado a ocupar un segundo plano dentro de las preocupaciones nacionales. El precio del dólar se pierde en las páginas de los periódicos. Se ha avanzado un gran trecho en la corrección del desequilibrio estructural de la balanza de pagos y la insuficiencia de divisas, aunque aún es una limitante, ya no es el principal obstáculo al desarrollo acelerado del país.

La política aplicada para fortalecer el sector externo y, por ende, evitar las crisis cambiarias ha contribuido al logro de un crecimiento económico más rápido, al mayor incremento del empleo y a la más equitativa distribución del ingreso. Es evidente que en estos campos hasta ahora el país no ha logrado soluciones satisfactorias. A ellos habrá que darles aún mayor prioridad en el futuro. Pero en los últimos diez años el sector externo no ha contribuido a agravar estos problemas, sino, al contrario, a mitigarlos.

El crecimiento económico del país, indicado por el aumento del PIB a una tasa compuesta cercana al 6% anual en los últimos diez años, es el más alto registrado en la historia de Colombia para un período continuo tan largo. Así por ejemplo, en los diez años anteriores a 1967 el PIB creció a razón de 4,6% anual solamente ³.

La contribución que la política de comercio exterior, y especialmente la de promoción de nuevas exportaciones, seguida desde 1967 le ha prestado al más rápido crecimiento de la economía ha sido reconocida como innegable en varios estudios sobre el tema ⁴.

Los efectos favorables de la política de fomento de las exportaciones, comparada con la de sustitución de importaciones, sobre el empleo y la distribución más equitativa del ingreso en Colombia se analizan con gran rigor y detalle en un estudio reciente de Francisco E.

³ Cálculos basados en cifras del Banco de la República.

⁴ Véase, por ejemplo, el libro de Carlos Díaz, Alejandro. *Foreign Trade Regimes on Economic Development. Colombia*, National Bureau of Economic Research, New York, 1976, especialmente la página 250.

Thoumi⁵. Los principales objetivos del citado ensayo son los de establecer empíricamente si las políticas de sustitución de importaciones o las de fomento de exportaciones han contribuido a crear más empleo en Colombia y a lograr una distribución más equitativa del ingreso. Las principales conclusiones se resumen así: ⁶.

1. "Las ramas manufactureras orientadas hacia la exportación son significativamente más intensivas en trabajo que las ramas de importaciones competitivas, no competitivas y de bienes que no son objeto de comercio internacional".

2. "Las políticas orientadas a las exportaciones seguidas por Colombia después de 1967 aumentaron la intensidad del trabajo y disminuyeron el grado de calificación del mismo en las exportaciones manufactureras colombianas".

3. "Las ramas manufactureras orientadas a la exportación tienen efectos que contribuyen en mayor grado a la distribución más equitativa del ingreso que los de las ramas competidoras de importaciones".

De otra parte, en un artículo publicado en 1976, Carlos Díaz Alejandro concluye que, "No hay una relación clara e inequívoca entre las políticas de comercio exterior y la distribución del ingreso"⁷. Lo débil de esta conclusión se debe a que la metodología seguida en este estudio es de carácter muy general, pues se basa principalmente en el tamaño de las empresas exportadoras comparada con el promedio del sector industrial (véase pág. 24 por ejemplo). El estudio de Thoumi, en cambio, usa la metodología diseñada por A.O. Krueger, que es común a todos los estudios de este tipo dentro del programa del National Bureau of Economic Research. En este caso, aplicando un criterio empírico cuantitativo, los sectores industriales se dividen en de exportación, de importación con competencia interna, de importación sin competencia interna y de bienes no intercambiados en el comercio internacional. Luego para cada sector se calculan, entre otros, el empleo por millón de pesos de valor agregado, la remuneración promedio del trabajo y el grado requerido de calificación del mismo.

En resumen se puede afirmar que la aplicación de la política económica externa establecida por el Decreto 444 de 1967 ha tenido efectos altamente favorables para el desarrollo del país, no sólo desde el punto de vista de crecimiento económico, sino también con res-

⁵ "International Trade Strategies, Employment and Income Distribution in Colombia", ensayo no publicado que forma parte del estudio de varios países organizado por el National Bureau of Economic Research.

⁶ Traducción del autor.

⁷ "Efectos de las Exportaciones no Tradicionales sobre la Distribución del Ingreso: El caso Colombiano" *Revista de Planeación y Desarrollo*, Vol. VIII No. 3 septiembre-diciembre 1976, pp. 5-20.

pecto al incremento de actividades intensivas en empleo y la distribución más equitativa del ingreso. Esto no implica que los buenos resultados se deben exclusivamente a la bondad de la política externa de la última década. Hubo otros factores exógenos, tales como el período de prosperidad económica de los países industrializados que llegó hasta 1973, y el alza en los precios del café, especialmente en los dos últimos años, que contribuyeron al auge. Sin duda también hubo otros fenómenos, tales como la inflación, que contribuyeron a frenar el desarrollo.

II. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL

1. Interdependencia Externa

El sector externo de un país está estrechamente relacionado con el de otros países con los cuales mantiene relaciones económicas y comerciales. Así por ejemplo, la demanda de exportaciones de Colombia depende, entre otras cosas, de niveles de ingresos, de la oferta de los mismos bienes y de sustitutos en el mercado, y de las políticas más o menos liberales o proteccionistas de los países compradores. Los ingresos por concepto de préstamos externos oficiales están determinados en gran medida por las políticas pertinentes de los países que suministran tales recursos. Y así sucesivamente para otros tipos de ingresos y de egresos de la balanza de pagos.

En el mundo contemporáneo estas interrelaciones se han hecho aún más estrechas. La baja en los costos del transporte y de las comunicaciones ha incrementado el intercambio y la interdependencia internacionales.

De otra parte, la política económica externa más conveniente para un país depende de las políticas de los otros países. No sólo hay una interrelación entre las balanzas de pagos, sino también entre las políticas económicas externas.

Además, mientras mayor sea la importancia económica de un país, es decir su capacidad de compra de importaciones y de oferta de exportaciones, con respecto al resto del mundo, mayor será su capacidad de negociación, el liderato que puede ejercer y la autonomía que pueda tener en la determinación de su política económica externa.

Teniendo en cuenta que el comercio exterior de Colombia es una fracción pequeña del comercio mundial, es necesario identificar cuidadosamente aquellos aspectos de la política económica externa que se puedan determinar con mayor autonomía, como la política cambiaria, o con respecto a los cuales le corresponda al país una posición de liderato, como en la política cafetera. En estas condiciones es de la mayor importancia para los propósitos de este ensayo, analizar en

primer lugar las perspectivas económicas mundiales y, dentro de este marco, las políticas que posiblemente seguirán los principales países con respecto a su sector externo.

B. Perspectivas Económicas

La recuperación económica de los países industrializados, que se inició en 1976 después de dos años de marcado receso, perdió considerable ímpetu en 1977. La producción continuó por debajo de su potencial, el desempleo se mantuvo elevado, las tasas de inflación aún fueron excesivas y se acentuaron los desequilibrios de las balanzas de pagos de los principales países desarrollados. En vista de los ajustes económicos que serán necesarios en el futuro inmediato, la recuperación continuará avanzando con lentitud en el próximo bienio.

De acuerdo con cifras de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), la tasa de crecimiento del producto nacional bruto real (PNB) de sus países miembros en su conjunto, que constituyen prácticamente el mundo capitalista industrializado, cayó de $5\frac{1}{4}\%$ en 1975-1976 a $3\frac{1}{2}\%$ en 1976-1977 (Ver Cuadro No. 1).

La tasa de crecimiento cayó de 1976 a 1977 para todos los países y grupos indicados en el Cuadro No. 1. La caída con respecto al período anual anterior fue más pronunciada para Alemania y para el total de la OCDE Europa, mientras que apenas llegó a $\frac{1}{4}$ de punto porcentual para el Japón y $1\frac{1}{4}$ puntos para los Estados Unidos.

Las proyecciones para 1978 indican que la recuperación continuará siendo bastante lenta. Para la OCDE en su conjunto apenas se mantendrá la tasa de $3\frac{1}{2}\%$, mientras que para Estados Unidos y el Japón se registrarán caídas en la tasa de crecimiento de $\frac{1}{2}$ y de 1 punto porcentual, respectivamente. Para Alemania se prevé una recuperación de $\frac{1}{2}$ punto porcentual con relación al crecimiento bastante reducido registrado en 1976-1977.

CUADRO No. 1
RESUMEN DE LOS PORCENTAJES DE CAMBIO
Y PROYECCION DEL PRODUCTO NACIONAL BRUTO

| | 1974-1975 | 1975-1976 | 1976-1977 | 1977-1978 |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Total OCDE | -3/4 | 5 1/4 | 3 1/2 | 3 1/2 |
| del cual: | | | | |
| Estados Unidos | -1 1/4 | 6 | 4 3/4 | 4 1/4 |
| Japón | 2 1/2 | 6 1/4 | 6 | 5 |
| Alemania | -2 1/2 | 5 3/4 | 2 3/4 | 3 1/4 |
| Total OCDE Europa | -1 1/2 | 4 1/4 | 2 | 2 1/2 |

FUENTE: OCDE, "Economic Outlook", No. 22, Press/A (77) 61, París, Diciembre 20 de 1977, p. 11.

CUADRO No. 2
TASAS DE DESEMPLEO: ESTIMACIONES Y PRONOSTICOS
 Porcentaje de la fuerza laboral

| | 1977 | 1978 |
|--------------------------------|-------|-------|
| Total OCDE | 5 1/2 | 5 1/2 |
| del cual: | | |
| Estados Unidos | 7 | 6 1/2 |
| Japón | 2 | 2 1/4 |
| Alemania | 4 3/4 | 5 1/4 |
| Total OCDE Europa ¹ | 5 1/4 | 6 |

FUENTE: OCDE, "Economic Outlook", No. 22, Press A (77) 61, París, Diciembre 20 de 1977, p. 13.

¹ Exclusive Portugal y Turquía.

Como consecuencia de las reducidas tasas de crecimiento del PNB prevista para este año, los pronósticos indican que las tasas de desempleo se mantendrán alrededor de 5,5% para la OCDE en su conjunto, reduciéndose ligeramente sólo en los Estados Unidos y aumentando en el resto de los países y regiones señalados en el Cuadro No. 2.

En el nivel de precios se prevén resultados modestamente más favorables que en la creación de empleo. Para la OCDE en su conjunto la tasa de aumento pronosticada de 7% en 1978, aunque aún bastante elevada, es un punto inferior a la del año anterior (ver cuadro No. 3). El crecimiento de los precios de Alemania ha sido, y se prevé que continuará siendo, significativamente inferior al de los Estados Unidos.

En relación con los Estados Unidos, el Consejo de Asesores Económicos (Council of Economic Advisors) es más optimista que la OCDE al declarar que: "Las perspectivas para una expansión conti-

CUADRO No. 3
AUMENTO DE PRECIOS Y PROYECCIONES
 Precios al consumidor — Porcentajes de cambio

| | 1974-1975 | 1975-1976 | 1976-1977 | 1977-1978 |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Total OCDE | 10 1/2 | 8 | 8 | 7 |
| del cual: | | | | |
| Estados Unidos | 8 | 5 1/4 | 5 3/4 | 5 3/4 |
| Japón | 11 | 8 1/4 | 7 1/4 | 6 |
| Alemania | 6 | 4 1/2 | 3 3/4 | 4 |
| Total OCDE Europa | 12 1/2 | 10 | 10 | 8 3/4 |

FUENTE: OCDE, "Economic Outlook", No. 22, Press A (77) 61, París, Diciembre 20 de 1977, p. 12.

CUADRO No. 4
 SALDOS EN CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
 (Inclusive transferencias oficiales)
 (miles de millones de dólares)

| | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Total OCDE | -33 | -6.5 | -26.5 | -32 | -22.5 |
| del cual: | | | | | |
| Estados Unidos | -2.3 | +11.6 | -1.4 | -17.5 | -19.5 |
| Japón | -4.7 | -0.7 | 3.7 | 10 | 10 |
| Alemania | 9.7 | 3.8 | 3.4 | 2.2 | 3 |
| Países Bajos | 2.1 | 1.7 | 2.4 | 0.5 | 1.7 |
| Suiza | 0.2 | 2.6 | 3.5 | 3.2 | 3.5 |
| OPEP | 62 | 31 | 42 | 40 | 35 |
| Países en desarrollo no petroleros | -24.5 | -40 | -26 | -22.5 | -33.5 |

FUENTE: OCDE, "Economic Outlook", No. 22, Press/A (77) 61, París, Diciembre de 1977, p. 14.

nuada eran favorables a fines de 1977. Los sectores de la economía estaban bien balanceados, los inventarios eran relativamente reducidos, y los balances de las instituciones comerciales y financieras eran buenos''⁸.

Sin embargo de acuerdo con el *Economic Report* el crecimiento económico caería en el curso de 1978 a una tasa que sería insuficiente para reducir el desempleo. A fin de evitar este resultado desfavorable, el gobierno propone una disminución de impuestos de US\$24.300 millones, que daría base sólida para que el PNB real creciera a una tasa de 4½ a 5% en el año hasta el último trimestre de 1978. De lograrse este resultado, el PNB continuaría creciendo aproximadamente a la misma tasa en 1979.

Aunque no se prevé que haya mayor dificultad en obtener la aprobación del recorte de impuesto por el Congreso de los Estados Unidos, las perspectivas no son tan claras cuando se tienen en cuenta otros factores, el principal de los cuales es la situación de la balanza de pagos de los Estados Unidos en comparación con la de otros importantes países industrializados.

Desde 1976 el balance en cuenta corriente de los Estados Unidos ha registrado déficit crecientes, mientras que otros países de la OCDE, como Alemania, han sido superavitarios año tras año, o han pasado de una situación de déficit a una de superávit cada vez mayor, como es el caso del Japón (Ver cuadro No. 4).

Esta divergencia tan pronunciada entre la situación de la balanza de pagos de los Estados Unidos y la de sus dos principales socios en

⁸ *Economic Report of the President*, transmitted to the Congress, January 1978, United States Government, Washington, 1978, p. 60.

la OCDE lanza una sombra de incertidumbre sobre la solidez de los pronósticos de crecimiento del PNB del mundo desarrollado. Las cifras del Cuadro No. 4 muestran como el saldo en cuenta corriente de los Estados Unidos pegó un salto de un superávit de US\$11.600 millones en 1975 a un déficit de US\$17.500 millones en 1977, mientras que en el mismo período el Japón pasó de un déficit de US\$700 millones a un superávit de US\$10.000 millones y Alemania continuó registrando superávit durante todo el período. En vista de esta situación que, según las proyecciones del Cuadro No. 4 se agravará aún más en 1978, cabe preguntarse si los Estados Unidos podrán continuar registrando tasas de crecimiento de la magnitud prevista en 1978 y 1979 o si tendrá que contribuir a la defensa de su sector externo y del precio del dólar mediante una reducción en sus tasas de crecimiento. En este punto hay desacuerdo entre los economistas. Hay quienes afirman que los Estados Unidos pueden continuar creciendo a las tasas proyectadas y soportar déficit repetidos tan cuantiosos en su cuenta corriente. Hay quienes afirman que esto ya no es posible y que la economía norteamericana, a pesar de su fortaleza, no puede soportar toda la carga para prolongar el período de recuperación económica.

Una menor tasa de crecimiento de los Estados Unidos tendría repercusiones depresivas sobre las economías del resto del mundo, lo cual podría desencadenar una ola proteccionista dirigida a mantener los niveles de empleo y a evitar el deterioro de las balanzas de pagos. El proteccionismo creciente, del cual ya hay síntomas inequívocos, agravaría el problema y podría originar un nuevo receso de la economía mundial.

La divergencia en la situación de las balanzas de pagos ya ha creado un serio problema de caída en el precio del dólar con relación al marco Alemán, el franco suizo, y el yen japonés principalmente. Desde principios de 1976 hasta el 24 de febrero pasado el valor del dólar ha caído 13,5% con respecto al marco alemán, 24,7% con relación al franco suizo y 18,2% en término del yen japonés⁹.

Como lo ha demostrado la experiencia a partir de enero del corriente año, cuando el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y el Sistema de la Reserva Federal anunciaron que intervendrían activamente para evitar la especulación contra el dólar, la caída en el precio de la divisa no puede detenerse con simple intervención en el mercado. Desde entonces la cotización del dólar ha seguido decayendo, tanto con respecto al marco alemán como al franco suizo.

En realidad el problema sólo se corregiría mediante una coordinación más estrecha entre las políticas económicas de los países indus-

⁹ Datos del Fondo Monetario Internacional y *The Wall Street Journal*, febrero 27/78, p. 24.

trializados, dirigida a disminuir el déficit externo de los Estados Unidos y el superávit persistente de países como el Japón y Alemania.

Así por ejemplo, las relaciones comerciales entre Estados Unidos y el Japón llegaron a una situación próxima a la crisis, hasta que hacia mediados de enero los dos países acordaron los principios que orientarían un programa de políticas coordinadas. El principal objetivo de dicho acuerdo es tratar de lograr una reducción considerable del superávit en cuenta corriente del Japón y una disminución del déficit de los Estados Unidos. Para alcanzar este resultado se ha acordado incrementar las importaciones del Japón mediante reducción de tarifas arancelarias, eliminación de cuotas, revisión del sistema de control de cambios vigentes y ejecución de programas especiales de importación de ciertos bienes de los Estados Unidos, como carne de res de primera calidad y naranjas. También se mencionó en el comunicado conjunto que la meta de crecimiento económico del Japón para el próximo año fiscal es de 7%, que se compara con la proyección de 5% de la OCDE¹⁰. Por su parte los Estados Unidos manifestaron su intención de mejorar su posición de pagos mediante la reducción de las importaciones de petróleo y el aumento de las exportaciones.

Los puntos de acuerdo constituyen sólo el primer paso para indicar la dirección de una serie de programas que será necesario implantar en el futuro. En el Japón ha habido reacciones desfavorables, principalmente del sector agrícola en relación con las importaciones crecientes de naranjas y de carne¹¹. Además se han manifestado serias dudas sobre la posibilidad de llegar a la meta de 7% de crecimiento económico en el Japón¹². Finalmente en una conferencia reciente de prensa el Director general de la Agencia de Planeación Económica del Japón manifestó preocupación ante la posibilidad de que el superávit en cuenta corriente del Japón no empiece a mostrar una tendencia decreciente antes del mes de junio, cuando se espera que se lleve a cabo una reunión entre el presidente de los Estados Unidos y el primer ministro del Japón, con el propósito de acordar una estrategia conjunta a fin de activar la economía mundial¹³.

Hasta fines de febrero, había sido imposible acordar las bases para lograr una mejor coordinación entre las políticas económicas de Alemania y de los Estados Unidos. La disparidad en la posición de los dos gobiernos ha sido objeto de abierta controversia recientemente. La posición oficial de los Estados Unidos está resumida en el *Economic report* al cual se ha hecho referencia, en el cual se dice:

¹⁰ Un resumen del comunicado conjunto del Japón y los Estados Unidos aparece publicado en *The Wall Street Journal*, Enero 16, 1978, p. 1.

¹¹ *Ibíd.*

¹² *The Wall Street Journal*, Febrero 22, 1978, p. 1.

¹³ International Monetary Fund, *Morning Press*, Febrero 24, 1978.

“El crecimiento de la actividad económica real de 1977 fue frustrante —especialmente en Europa occidental. La producción real de la OCED Europa aumentó únicamente en una estimación de 2%. Hacia el tercer trimestre, el número de desempleados en estos países exclusive Portugal y Turquía se aproximaba a 7 millones, o sea 900.000 desempleados más que un año antes. Este resultado fue, en parte, consecuencia de las políticas restrictivas adoptadas por un número de países como un medio para desacelerar la inflación y reducir los déficit en cuenta corriente”¹⁴.

Más adelante agrega el informe:

“A causa de los impedimentos que muchos gobiernos tienen para establecer sus políticas, las esperanzas para lograr una recuperación global en 1977 se dirigieron a un grupo de países fuertes, que comprenden aquellos con tasas relativamente moderadas de inflación y posiciones favorables de balanza de pagos. Los Estados Unidos, Alemania y el Japón fueron los mayores estados en este grupo”¹⁵.

De acuerdo con el informe (p. 107), hacia fines del año la tasa de crecimiento de Alemania había caído probablemente de 2 a 2.5 puntos porcentuales por debajo del 4.5 al 5% mencionado como posible crecimiento de la economía a principios del año.

La sugerencia del gobierno de los Estados Unidos al gobierno alemán de que la tasa de crecimiento de 3.5% en 1978 prevista por Alemania era insuficiente para lograr la reactivación requerida en la economía mundial fue objetada por altos funcionarios del gobierno alemán con el argumento de que el rezago en la recuperación se debía a las políticas seguidas por los Estados Unidos que implican crecimiento temporal a costa de altas tasas de inflación, un déficit comercial sin precedentes, la deprecación continua del dólar, el desperdicio de energía y una alta tasa de desempleo¹⁶.

Los esfuerzos para lograr un acuerdo para coordinar las políticas económicas de los países desarrollados continúan activamente. Se espera que hacia mediados de julio se realice en Bonn una reunión de alto nivel con la participación de siete países industriales.

Entre tanto, la situación y las proyecciones a las cuales se ha hecho referencia en esta sección implican ciertas tendencias en cuanto a las políticas externas de los países industriales que son relevantes para Colombia.

¹⁴ *Economic Report*, p. 106. Traducción del Autor.

¹⁵ *Ibíd.*

¹⁶ International Monetary Fund, *Morning Press*, Febrero 17, 1978.

C. Tendencias de las Políticas Económicas Externas

La tendencia más perturbadora en la política externa de los países industrializados es el peligro de que poco a poco se vayan implantando políticas y prácticas más y más proteccionistas. Los ajustes requeridos en las balanzas de pagos son de tal magnitud que necesariamente originarán presiones para hacer cambios estructurales en la producción y en el empleo de los países desarrollados. Y siempre surgen fuertes resistencias a tales cambios. Los grupos afectados ejercen presión política para que el estado los defienda. Y cuando las tasas de desempleo son tan altas y con tendencia a incrementarse, las posibilidades de éxito de los grupos proteccionistas son muy grandes.

Un caso aún no resuelto es ilustrativo. Hace algunos meses los grupos industriales afectados solicitaron al gobierno de los Estados Unidos que estableciera impuestos especiales de importación sobre los aparatos de televisión y otros productos electrónicos importados del Japón. La solicitud se basaba en la Ley Arancelaria de 1930 mediante la cual el Congreso ordenó el establecimiento obligatorio de impuestos de aduana compensatorios sobre bienes importados cuya exportación hubiera sido subsidiada en el país de origen por donaciones al productor, bien sea mediante remisión de impuestos u otro sistema.

El gobierno norteamericano ha sostenido desde 1930 que la exención de impuestos en estos casos no constituyen un subsidio gratuito y, por lo tanto, no justifica el establecimiento del derecho aduanero compensatorio. Ante esta respuesta los empresarios afectados apelaron a varios tribunales, hasta que el caso ha llegado y se encuentra en estudio ante la Corte Suprema de los Estados Unidos ¹⁷.

Este ejemplo muestra como la causa proteccionista puede progresar por diversos cauces, aun cuando el gobierno defienda explícitamente como "piedra angular de la política económica internacional" la protección de un sistema "abierto y libre" de comercio internacional ¹⁸.

La preocupación por las crecientes tendencias proteccionistas de los países desarrollados ha sido expresada también en otros documentos oficiales de entidades como el General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) ¹⁹. El GATT plantea el problema en términos dramáticos así: ²⁰.

¹⁷ *The Journal Of Commerce*, Febrero 24, 1978.

¹⁸ Ver *Economic Report*, especialmente la p. 22.

¹⁹ Véase especialmente el GATT, *International Trade 1976/77*, Geneva, 1977, págs. 22 y siguientes, y FMI, *28th Annual Report Exchange Restrictions*, Washington, D.C., 1977, págs. 6 y siguientes.

²⁰ Obra citada, pág. 22.

“La propagación de las presiones proteccionistas bien puede llegar a ser el desarrollo corriente más importante en las políticas económicas internacionales, porque ha llegado a tal punto que está puesta en duda la continuidad de la existencia de un orden internacional basado en la existencia de ciertas reglas acordadas y observadas”.

El auge de las políticas proteccionistas y el doloroso período de reajuste de las balanzas de pagos traerá como consecuencia otro fenómeno relevante para la política externa de Colombia: la competencia en los mercados internacionales se hará más intensa. La baja en el precio del dólar hará bajar el precio de las exportaciones de los Estados Unidos a otros países desarrollados, tales como el Japón y Alemania. De otra parte, los esfuerzos para reducir las importaciones de los Estados Unidos a través de tarifas compensatorias como las aplicadas recientemente al acero, crearán excedentes de producción en otros países industrializados. Aún a costa de rebajar los precios relativos de los productos que registran exceso de oferta, y de ofrecer condiciones muy favorables de financiamiento, estos bienes buscarán salida hacia otros mercados, inclusive los de América Latina.

Finalmente, las bajas tasas de crecimiento de los países industrializados, unidas a la inflación persistente y a los reajustes cambiarios y de las balanzas de pagos, crearán incertidumbre y constituirán factores de difícil manejo político cuando se trate de lograr de los congresos de los países desarrollados las apropiaciones requeridas para los programas de ayuda oficial para el desarrollo.

Ya desde 1975 se ha operado un descenso real en el monto dedicado a la ayuda oficial para el desarrollo por los miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD). El monto de los desembolsos en 1976 fue de US\$13.700 millones, que es prácticamente igual a la cifra de 1975 en términos nominales y que, por lo tanto, implica una baja significativa del monto real transferido. En relación con el PNB de los miembros del CAD la ayuda se redujo de 0,36% en 1975 a 0,33% en 1976²¹.

A pesar de que el presidente del CAD estima que la ejecución de los programas de ayuda en los próximos años requerirán recursos adicionales de US\$5.000 millones anuales de origen oficial²², es poco probable que los montos asignados en los próximos tres o cuatro años se aproximen a esta cifra. En el caso de los Estados Unidos, por ejemplo, el monto de US\$3.500 millones de apropiaciones solicitado por la Administración del Presidente Carter para el año fiscal de 1979 para los bancos internacionales de desarrollo, que constituyen la fuente principal de transferencia de recursos para el desarrollo, im-

²¹ OCED Press/A(77) 55, París, diciembre 6 de 1977, p. 3.

²² *Idem.*, p. 1.

plica que los pagos corrientes de los Estados Unidos a dichos bancos se mantendrán al nivel máximo de US\$2.600 millones establecido en el año fiscal de 1978, monto que no se excederá en los próximos dos años²³.

Además los recursos de la ayuda oficial para el desarrollo, especialmente la de carácter concensional, se dedicarán primordialmente a la satisfacción de las "necesidades humanas básicas, de los grupos de extrema pobreza" en los países de bajos ingresos²⁴.

III. RECOMENDACIONES SOBRE POLITICA EXTERNA DE COLOMBIA

A. Marco General

Los comentarios sobre las perspectivas de la economía mundial y sobre las posibles tendencias de política económica de los países industrializados indican que la política económica externa de Colombia debe ser de gran prudencia, por lo menos en los próximos tres años. Será necesario en este período resistir la tentación de introducir cambios espectaculares en vista de la buena situación de la balanza de pagos del país. Es preferible seguir aplicando el "gradualismo" que tan buenos resultados ha dado desde 1967.

Los distintos componentes de la política económica externa de Colombia deben ser considerados como un todo armónico, de modo que no se puede cambiar un aspecto de la política sin introducir cambios correlativos en otros elementos de la misma. Así por ejemplo, la liberación progresiva de importaciones requiere el mantenimiento de una tasa de cambio flexible que ofrezca un estímulo permanente a las exportaciones y permita en esta forma incrementar la capacidad para importar, de la cual depende el éxito de la política de liberación. La flexibilidad de la tasa de cambio, a su vez, debe ser sólo uno de los elementos de un programa de estímulo a las exportaciones que incluye, dentro del esquema institucional del Decreto 444, entre otros, el CAT, los estímulos crediticios, la información sobre mercados externos, la promoción directa a las exportaciones en dichos mercados, los estímulos a la producción y comercialización de artículos exportables mediante programas de crédito y planes de inversiones públicas que contribuyan a mejorar la infraestructura física e institucional requerida para producir y exportar dichos bienes.

La política económica externa, a su vez, debe formar parte de una política económica general cuyos distintos elementos deben estar

²³ Ver *U.S. Department of the Treasury News* "Statement of the Honorable W. Michael Blumenthal, Secretary of the Treasury, Before the Subcommittees of Foreign Operations of the Senate Appropriations Committee, Febrero 27, 1978", p. 1.

²⁴ *Idem.*, p. 13.

debidamente coordinados. Para mantener el estímulo a las exportaciones no tradicionales es necesario ir ajustando la tasa de cambio en forma correlativa al alza en los costos de producción y comercialización de tales bienes, de modo que se logre mantener una oferta adecuada a niveles de precios competitivos en los mercados internacionales. Una alza acelerada de los costos de producción derivada, por ejemplo, de una inflación demasiado rápida, puede implicar gran dificultad para hacer los ajustes requeridos en la tasa de cambio.

Finalmente dentro de unos lineamientos de carácter general como los que se sugieren a continuación, la política debe aplicarse con una gran dosis de flexibilidad y pragmatismo. La bondad de la política debe juzgarse primordialmente por sus resultados. La evaluación de los mismos debe ser permanente. Con base en los resultados deben introducirse oportunamente los ajustes requeridos para tratar de lograr los objetivos y metas establecidas. En este proceso debe tenerse en cuenta, además, la necesidad de coordinar los objetivos a corto y largo plazo; tarea que no es nada fácil, como lo demuestra la controversia que se ha suscitado en Colombia sobre la política cambiaria de los últimos años²⁵.

Actualmente la situación de la balanza de pagos y el nivel de las reservas internacionales es tan favorable que existe un amplio margen de maniobra. El peligro de crisis es remoto. Los instrumentos de que se dispone para hacer una programación eficaz de la balanza cambiaria y, por ende, de la balanza de pagos son bastante elaborados comparados con los que existían hace diez años. Los sistemas de información se han mejorado en forma muy considerable. Los principales resultados están disponibles rápidamente. Todo esto facilita la evaluación y la programación del sector externo.

Lo anterior no quiere decir, sin embargo, que la situación sea inmejorable o que ya no se presenten sorpresas, como el alza de los precios del café en 1976 y el consiguiente aumento a niveles imprevisibles de las reservas internacionales durante los dos últimos años. Pero aún para hacer frente a una situación como esta existen sistemas oportunos de información e instrumentos eficaces, que deben mantenerse y mejorarse progresivamente en el futuro.

Las recomendaciones sobre la política económica externa de Colombia en los próximos años que se hacen a continuación deben interpretarse dentro del marco del gradualismo, coordinación de los distintos elementos de la política económica, flexibilidad en la aplicación de los distintos instrumentos y pragmatismo en el sentido de

²⁵ Véase, por ejemplo, el trabajo de Eduardo Wiesner Durán, "Reservas Internacionales y Política Cambiaria", y los comentarios de Oscar Alviar Ramírez y de Jorge Ramírez Ocampo en el volumen publicado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria, *Financiamiento Externo 1977*, Medellín, Colombia. Febrero de 1977, pp. 149 y siguientes.

evaluar permanentemente los resultados para ajustar el rumbo en la medida requerida para lograr los objetivos perseguidos.

B. Política Comercial

Los principales elementos de la política comercial recomendada se pueden resumir así: las importaciones deben seguir liberándose progresivamente, dentro de este criterio deben ampliarse las listas de libre importación, y utilizar el arancel como instrumento principal de protección. La aplicación de esta política implica que se le debe dar preferencia a la promoción de exportaciones sobre la sustitución de importaciones. Los beneficios de esta política en el caso colombiano se explicaron en el capítulo I. Los resultados obtenidos en estudios similares adelantados para el caso de otros países confirman las siguientes conclusiones:²⁶

1. Las tasas de crecimiento económico se aceleran cuando se cambia de una política de sustitución de importaciones a una de promoción de exportaciones (pág. 2).

2. En ninguno de los países estudiados²⁷, son las exportaciones a los países desarrollados que corresponden al modelo Hechscher-Ohlin-Samuelson (HOS) menos intensivas en trabajo que las industrias competidoras de importaciones. En realidad la diferencia en requerimientos de trabajo entre exportaciones e industrias competidoras de importaciones es bastante alto en muchos países y alcanza cerca de 2 a 1 en Colombia, Indonesia, Tailandia y Uruguay (pág. 7).

3. En general, las cifras indican que los bienes exportables requieren menor intensidad de trabajo calificado por unidad de valor agregado nacional, independientemente de la medida de calificación utilizada.

A pesar de estas conclusiones tan favorables, la política de liberación debe aplicarse gradualmente y sin abandonar las salvaguardias requeridas para, de ser conveniente, reestablecer los controles sobre ciertos productos liberados. La competencia internacional será más intensa en los próximos años. Algunos países, especialmente dentro del grupo de las naciones industrializadas, practicarán el **dumping** sobre una gama posiblemente amplia de sus exportaciones que hayan perdido sus mercados en otras áreas. Las reclamaciones internacionales aún entre países desarrollados, para detener estas prácticas en muchos casos resultan ineficaces, como lo demuestran algunos

²⁶ Anne O. Krueger, "Alternative Trade Strategies and Development in LDC", nota presentada a la reunión de la American Economic Association en diciembre de 1977.

²⁷ Dentro del proyecto del National Bureau of Economic Research al cual hace referencia la nota, que son: Brasil, Chile, Colombia, India, Indonesia, Costa de Marfil, Kenya, Corea, Pakistán, Tailandia, Túnez y Uruguay.

nas experiencias recientes. La mejor defensa para Colombia en estos casos es la de restablecer las restricciones. Igual argumento se aplica a las importaciones que puedan constituir un peligro para la salud, como la de ciertos bienes cuya venta haya sido prohibida en el país de origen.

A mediano y largo plazo, el éxito del programa de liberación de importaciones requerirá continuar aplicando la política de fomento y diversificación de exportaciones, prevista como uno de los medios más importantes para promover el desarrollo del país en el Decreto 444 (art. 1o. Ordinal a).

Es previsible que en los próximos años se presenten mayores obstáculos que en el pasado para fomentar y diversificar las exportaciones. Es necesario prever que las no tradicionales probablemente crecerán a tasas inferiores a las registradas en el último decenio. Tanto las condiciones de oferta como las de demanda serán menos favorables. Es lógico suponer que a medida que se incremente la producción de bienes exportables se elevarán los costos de producción, a causa de que será necesario utilizar progresivamente recursos internos con un precio mayor de oferta. Desde el punto de vista de la demanda, en teoría Colombia tiene la ventaja de que su oferta de exportaciones no tradicionales en los mercados internacionales es tan pequeña en relación con el total que, si los precios son competitivos, no hay limitaciones en el mercado. Este supuesto no es correcto en las condiciones actuales de la economía mundial, como lo demuestran las experiencias recientes con ciertos productos como las flores y los bolsos de cuero. La ley de Comercio de los Estados Unidos da ventajas a las exportaciones de los países menos desarrollados dentro de límites estrictos de suministro. Las exportaciones de este grupo de países son también objeto de las presiones proteccionistas, con base en argumentos similares a los esgrimidos en el caso de las importaciones a los Estados Unidos de los aparatos de televisión y otros productos electrónicos procedentes del Japón, al cual se ha hecho referencia.

El 30 de enero pasado el Servicio Aduanero del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos recibió una solicitud para que estableciera un derecho aduanero compensatorio sobre ciertos textiles y productos textileros de Colombia. En respuesta a esta petición, se ha iniciado una investigación para determinar si el gobierno de Colombia les paga a los fabricantes o exportadores de productos textileros beneficios que constituyen una donación o un subsidio gratuito, dentro de la definición de la Ley de Derechos Compensatorios. El caso será fallado en forma preliminar el 7 de mayo próximo y en forma definitiva el 7 de noviembre²⁸.

²⁸ Véase el *Federal Register*, Vol. 43 No. 20, Enero 30, 1978, pp. 3968-70.

Se alega en la petición que los pagos gratuitos incluyen:

1. El CAT del 5% sobre el valor de la exportación.
2. La exención arancelaria sobre el equipo utilizado en la producción para la exportación.
3. Los pagos de subsidios directos así como los subsidios marítimos indirectos a favor de las industrias exportadoras.
4. Las tasas de interés preferenciales para el financiamiento de la producción de exportaciones.
5. El apoyo del gobierno para el pago de los costos del seguro del crédito de exportación.
6. Las concesiones impositivas a las firmas localizadas en las zonas libres.

Es evidente la importancia de que el caso se decida a favor de los exportadores. De no lograrse este resultado, muchos instrumentos legítimos de promoción de exportaciones no tradicionales se harían nugatorios en mercado tan importantes como el de los Estados Unidos.

Este ejemplo ilustra la magnitud de los obstáculos proteccionistas que afectan las perspectivas de las exportaciones no tradicionales. Ante esta situación, además de la defensa de los sistemas establecidos, se requerirá estar preparados para ofrecer incentivos adicionales alternativos. El aumento más acelerado de la tasa de cambio es uno de ellos. Otros trabajos presentados en este simposio tratan en detalle la política cambiaria, que, por lo tanto, no se tratará en detalle en este ensayo.

Además de la defensa directa del caso ante el Servicio Aduanero y, si es necesario ante los tribunales de apelación competentes, un elemento importante de la política externa de Colombia debe ser la lucha contra las tendencias proteccionistas de los países industrializados en detrimento de los países menos desarrollados. La expectativa de obtener mejores resultados depende de las posibilidades de coordinar la acción con la de otros países, principalmente de América Latina. Mientras mayor sea la capacidad de negociación ante los países desarrollados, mayores serán las posibilidades de éxito. Y América Latina tiene hoy una capacidad de negociación que no se aprovecha en forma adecuada. Sería poco realista pensar en obtener los resultados deseados a corto plazo. Pero es indudable que las condiciones de la economía mundial en el futuro inmediato pueden perjudicar en tal forma los intereses de la región que las ventajas de formar un frente común para tratar ciertos problemas como el descrito se hacen cada vez más evidentes²⁹. Dentro de un ámbito más amplio, Colombia

²⁹ En relación con el desafío que representa para Colombia "la ola proteccionista", ver *Andi*, "Carta del Presidente", No. 36, Noviembre, 1977, pp. 2 y 3.

debe continuar prestando apoyo a los esfuerzos de los países menos desarrollados para crear un nuevo orden económico internacional, una de cuyas piedras angulares es el logro de una división internacional del trabajo que responda mejor a las necesidades de desarrollo de la economía mundial —tanto de los países industrializados como de aquellos que están en las primeras etapas de su proceso de industrialización.

La respuesta a las tendencias proteccionistas también impone la necesidad de continuar no solo la diversificación de las exportaciones por productos, sino también por áreas geográficas de destino. Mucho se ha avanzado en este aspecto en la última década, como se puede observar en el Cuadro No. 5. De 1960 a 1975, la proporción del total de exportaciones con destino a América Latina se incrementó de 2.1 a 18.6%, mientras que las destinadas a los países industriales se redujeron a 93.1 a 74.5%. La reducción más notable se presentó en el caso de los Estados Unidos, cuya proporción descendió a menos de la mitad, al pasar de 64.3 a 31.9%; el mayor aumento relativo corresponde a Venezuela que de 0.5% en 1965, pasó a representar el 6.1% en 1975. Si se incluyera el comercio no registrado la proporción sería mucho mayor.

De las cifras del cuadro No. 5 también se deben notar algunas áreas que tienen gran potencial y que quizás podrían ser mercados más importantes en el futuro para las exportaciones colombianas. En el caso del Brasil la proporción es insignificante. Así mismo es muy baja, pues apenas excede del 2%, para los países de América Central y Panamá. Probablemente si se terminara el tramo faltante de la carretera panamericana entre Colombia y Panamá, las exportaciones colombianas a esta región tan próxima podrían aumentar substancialmente y aún llegar por carretera hasta México, mercado de gran importancia que ni siquiera alcanza a figurar en el Cuadro No. 5.

Para tener éxito en la política de diversificación geográfica de las exportaciones, se requeriría elaborar con la mayor urgencia una serie de estudios detallados que permitan identificar los obstáculos y emprender los programas que resultan recomendables³⁰.

Finalmente la ola proteccionista y las perspectivas inciertas de la economía mundial son un factor en pro de continuar la política integracionista dentro del Grupo Andino. Como lo ha observado Díaz-Alejandro, el Grupo Andino puede ser considerado en parte como un seguro contra el colapso de los mercados mundiales. Si este fenómeno se presentara, la substitución de importaciones dentro del ámbito Andino puede incrementarse para contrarrestar parcialmente la caída de las exportaciones³¹.

³⁰ Un estudio de este tipo por Guillermo E. Perry fue publicado bajo el título "Relaciones Económicas de Colombia con los Países Socialistas Miembros del CAME", en *Coyuntura Económica*, Vol. VII, No. 2, agosto de 1977, pp. 239 a 276.

³¹ Carlos F. Díaz-Alejandro, *obra citada*, p. 247.

CUADRO No. 5
COLOMBIA: EXPORTACIONES POR PRINCIPALES PAISES DE DESTINO
1960-1975
(Porcentajes)

| | 1960 | 1965 | 1970 | 1975 |
|---|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Total de Exportaciones (Millones de US\$) | 463.9 | 539.5 | 727.6 | 1.468.2 |
| América Latina | 2.1 | 9.7 | 7.7 | 18.6 |
| Argentina | | 1.0 | 1.6 | 1.9 |
| Brasil | | | | 0.6 |
| Costa Rica | | 0.5 | | |
| Chile | | | 0.7 | 1.6 |
| Ecuador | | 0.7 | 1.1 | 2.5 |
| Guatemala | | | | 0.7 |
| Panamá | | 0.8 | 0.6 | 1.5 |
| Perú | 0.7 | 1.0 | 3.0 | 2.3 |
| República Dominicana | | | | 1.4 |
| Trinidad y Tobago | 1.4 | 5.2 | | |
| Venezuela | | 0.5 | 0.7 | 6.1 |
| Países Industrializados | 93.1 | 85.2 | 78.5 | 74.5 |
| Alemania (Rep. Federal) | 11.8 | 11.6 | 14.3 | 14.8 |
| Bélgica | 0.9 | 1.9 | 1.2 | 1.7 |
| Canadá | 1.4 | 1.8 | 1.1 | 1.0 |
| Dinamarca | | 0.5 | 1.0 | 0.9 |
| España | | 4.6 | 5.2 | 2.6 |
| Estados Unidos | 64.3 | 46.7 | 36.4 | 31.9 |
| Finlandia | 0.6 | 1.7 | 3.9 | 2.0 |
| Francia | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 2.2 |
| Italia | 0.6 | 1.4 | 0.7 | 2.6 |
| Japón | 1.0 | 0.7 | 2.8 | 1.9 |
| Noruega | | | 0.6 | |
| Países Bajos | 5.2 | 5.4 | 5.3 | 6.4 |
| Reino Unido | 4.4 | 3.9 | 2.0 | 2.8 |
| Suecia | 2.3 | 3.8 | 3.1 | 3.2 |
| Suiza | | 0.5 | | 0.5 |
| Otros | 0.5 | 1.6 | 4.8 | 2.2 |
| Alemania Oriental | | 0.9 | 1.3 | 0.5 |
| Antillas Holandesas | | | | 0.7 |
| Checoslovaquia | 0.5 | | | 1.0 |
| Polonia | | 0.7 | | |
| Rumania | | | 0.5 | |
| Unión Soviética | | | 2.0 | |
| Yugoeslavia | | | 1.0 | |
| Total (porcentaje) | 95.7 | 96.5 | 91.0 | 95.3 |

FUENTE: Banco Interamericano de Desarrollo, con base en cintas de computador del Fondo Monetario Internacional, "Dirección de Comercio".

A pesar de esto, no puede ocultarse el desaliento creciente ante los logros del esfuerzo de integración dentro del Grupo Andino. Los avances han sido muy lentos y las perspectivas son desfavorables, teniendo en cuenta el retiro de Chile y el deterioro en la situación de la balanza de pagos del Perú. Es poco probable que el crecimiento observado de las tasas de participación de Venezuela y Ecuador en

las exportaciones colombianas se deba a la vigencia de los instrumentos de integración andina³².

Con la aprobación reciente del acuerdo del sector automotriz hay grandes expectativas de que la programación industrial dentro del Grupo Andino haya salido de su estancamiento. Esto no será suficiente, sin embargo: la liberación del comercio entre los países del Grupo ha sido muy lenta y recientemente se extendió de 1985 a 1988 el plazo para completar la reducción automática de aranceles.

C. Política de Inversiones Extranjeras y Financiamiento Externo

La política de vigilancia y control de las inversiones extranjeras y del financiamiento externo debe continuarse. Es conveniente seguir liberando gradualmente el comercio exterior, pero el país no puede arriesgarse a abrir sus puertas para permitir el libre movimiento de entrada y salida de recursos externos en forma de inversiones directas o de préstamos. Experiencias recientes de países latinoamericanos con mayor potencial económico que el nuestro, como México, demuestran claramente los peligros del libre movimiento de capitales especulativos. Las sumas de este tipo de recursos disponibles en el mercado financiero internacional son de tal magnitud que una proporción pequeña de las mismas puede causar efectos desestabilizadores muy perjudiciales en la economía de un país menos desarrollado. Podríamos preguntarnos que habría pasado en Colombia si recientemente el régimen hubiera sido de libertad al movimiento de capitales. La mayor tasa de interés en términos de dólares, en Colombia que en el resto del mundo, habría causado una afluencia muy considerable de recursos externos, que habría generado fuertes presiones inflacionarias, aun cuando se hubiera eliminado la obligación de vender las divisas al Banco de la República. Se puede argumentar que la situación habría podido corregirse dejando que la tasa de interés, y luego la tasa de cambio, se fijaran "libremente" en virtud de las fuerzas del mercado. Propositiones difíciles de aceptar si no se quiere renunciar al manejo de los principales instrumentos de política económica. Aún los países desarrollados del mundo capitalista se ven hoy en grandes dificultades para ajustar sus economías a la caída en el precio del dólar y se suscitan entre dichos países controversias acaloradas sobre qué medidas deben tomarse para corregir la situación, y a quién le corresponde tomarlas.

La aprobación previa por parte del gobierno de las inversiones de capitales extranjeros establecida en el Decreto 444 debe mantenerse y los criterios de carácter general establecidos en el Artículo 110 de dicho estatuto deben tener plena vigencia. Además de la simple

³² Una evaluación bastante desfavorable del Pacto Andino, ha sido hecha, entre otros, por Francisco E. Thoumi, "El Pacto Andino, Acierto o Desatino para Colombia", The George Washington University, no se da fecha.

transferencia de recursos, la inversión debe prestar una contribución neta efectiva al desarrollo del país, mediante la transferencia de tecnología, la apertura de nuevos mercados para las exportaciones colombianas y otros que no sea posible obtener a través de préstamos externos.

Colombia ha ganado una gran experiencia en el manejo y control de las inversiones extranjeras. Las regulaciones no han espantado las inversiones extranjeras que ha seguido realizándose en el país sin que se hayan presentado discrepancias serias entre el gobierno y los inversionistas, a pesar de que los procedimientos y áreas de control se han refinado y ampliado.

El hecho de que las inversiones extranjeras en Colombia no son muy cuantiosas ni controlan sectores claves de la economía ha traído ventajas innegables al darle al país mayor autonomía, reduciendo así a un mínimo los conflictos de intereses y los resentimientos. Quizás las tasas de crecimiento no hayan sido espectaculares, pero han sido altas en comparación con las de otros países en etapas similares de desarrollo. Y los empresarios nacionales han tenido la oportunidad de dirigir las actividades claves y la capacidad de hacerlo eficazmente. La producción y comercialización de los principales productos exportables del sector agrícola tales como el café, el banano, el azúcar, el algodón y el tabaco están en manos de los colombianos y la participación de empresas de propiedad extranjera en las manufacturas que contribuyen a las exportaciones no tradicionales es menor que la participación colombiana³³.

Lo dicho no pretende desconocer el importante concurso que la inversión extranjera ha prestado al desarrollo del país. Ha sido clave en muchos sectores y proyectos. Uno de los medios explícitamente contemplados en el Decreto 444 para promover el desarrollo del país fue el "estímulo a la inversión de capitales extranjeros en armonía con los intereses de la economía nacional" (artículo 10. ordinal d). En el futuro será necesario atraer inversionistas extranjeros para contribuir, en asocio con inversionistas nacionales, al financiamiento con capital de riesgo de proyectos de gran importancia y magnitud, especialmente en los sectores minero y petroquímico, en los cuales no sólo es importante la contribución financiera del exterior, sino también el aporte de tecnología y de mercados para los productos.

Estas inversiones deben ser analizadas y negociadas cuidadosamente para salvaguardar los intereses nacionales, dentro del marco de los planes de desarrollo del país.

La política de endeudamiento externo debe ser parte integral de la política de financiamiento de la inversión en general y, por lo tanto, debe estar estrechamente coordinada con la política de ahorro

³³ Ver Díaz-Alejandro, *obra citada*, pp. 45 y 246.

privado. El endeudamiento externo debe ser un complemento y no un sustituto del ahorro interno. La brecha predominante actualmente en Colombia no es la externa, sino la de ahorro interno. En estas condiciones, tratar de cubrir la insuficiencia de éste con recursos del exterior resulta en crecimiento excesivo de las reservas internacionales, en expansión monetaria y eventualmente, en inflación³⁴.

La política de endeudamiento externo debe contribuir al propósito más urgente en las condiciones actuales de Colombia que es elevar la tasa de ahorro interno. Este debe ser el objetivo prioritario en los próximos años, pues la insuficiencia de ahorro es actualmente la limitante más seria al crecimiento económico del país.

En épocas de superávit en la balanza de pagos como la reciente, es correcto buscar una reducción del endeudamiento externo o, por lo menos, tratar de evitar un aumento de la deuda. Esta es la oportunidad para buscar una mejora substancial en la estructura de la deuda. Sin la urgencia de los recursos externos para atender necesidades apremiantes se pueden seleccionar aquellos créditos que resulten más ventajosos en términos de plazos, condiciones financieras y tasas de interés. En el futuro los recursos concesionales de la ayuda oficial para el desarrollo se harán progresivamente más escasos y se dirigirán primordialmente a la satisfacción de necesidades humanas básicas de los grupos más pobres de la población en los países más pobres. La única fuente de recursos concesionales para Colombia es el Fondo para Operaciones Especiales del Banco Interamericano de Desarrollo. Su utilización para financiar proyectos prioritarios para el país contribuye a mejorar la estructura de la deuda externa y, mientras Colombia sea elegible, se pueden preparar y presentar muchos proyectos que reúnen las condiciones descritas de elegibilidad.

Finalmente la buena situación económica y de balanza de pagos debe aprovecharse para abrir y, en lo posible, consolidar otras fuentes de financiamiento externo, como la emisión de documentos de deuda pública externa para ser colocadas en los mercados financieros internacionales. Dado el nivel de desarrollo de Colombia y las políticas de financiamiento de los países industriales en relación con la concentración de ayuda oficial para el desarrollo en los países más pobres, es necesario acudir a otras fuentes de financiamiento, a fin de tener alternativas en caso de que las fuentes oficiales que ofrecen los mejores términos resulten insuficientes. Para financiar grandes proyectos, como los del sector minero, energético o petroquímico, se deben contemplar diversas fuentes externas de financiamiento que, en los casos que lo requieran en combinación con inversionistas extranjeros, aporten los recursos requeridos. En esta etapa de desarro-

³⁴ Véase Eduardo Sarmiento Palacio, "Ilusión y Realidad del Crédito Externo", trabajo presentado al Primer Simposio sobre Financiamiento Externo y publicado en *Financiamiento Externo 1977*, ya citado, especialmente la p. 68.

llo del país y teniendo en cuenta los avances de otros países de América Latina es urgente hacer un esfuerzo sistemático para lograr el financiamiento de estos grandes proyectos, cuyo retraso podría frenar el desarrollo de Colombia en el futuro.

D. Colombia dentro del Nuevo Orden Económico

Colombia puede continuar prestando un importante concurso en el proceso de establecimiento del nuevo orden económico internacional. La acción en este campo en muchos casos debe desarrollarse en "el Grupo de los 77", o la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, o la Asamblea de Naciones Unidas, u otros en los cuales para tener una influencia perceptible se requiere actuar en bloque con otros países de América Latina. Lograr acuerdos sobre la posición de la región ante estos foros debe ser uno de los objetivos de los esfuerzos de coordinación latinoamericana; sin embargo no siempre va a ser posible alcanzar esta unanimidad. Cuando no se logre, será necesario escoger la segunda alternativa de buscar conciliar las posiciones de tantos países de la región como sea posible. Este es un trabajo arduo, que requiere un equipo de funcionarios expertos en las materias que se traten además de hábiles negociadores, que asistan a las reuniones como asesores de los representantes del país o con representación plena, según el caso, con instrucciones precisas acordadas con participación de las agencias competentes del sector público, y con un conocimiento suficiente tanto de la posición del país en relación con los distintos puntos de la respectiva agenda como de la posición de otros países y grupos. En muchos casos Colombia está llamada a jugar un papel destacado, bien sea como conciliador entre distintas posiciones latinoamericanas, por estar en condiciones de actuar como "el fiel de la balanza", o como líder de una posición de importancia para la defensa de los intereses nacionales. No se debe subestimar la capacidad del país para tener influencia sobre la posición que tomen los países latinoamericanos, o los menos desarrollados en conjunto, o para contribuir a la conciliación de posiciones entre países industrializados y subdesarrollados. Por eso nunca se debe asistir a estas reuniones como "invitado de piedra", por difícil que sea el lograr conclusiones aplicables en la práctica o por remoto que parezca el tema en relación con los problemas inmediatos de Colombia.

Algunos temas que se tratan en los foros citados y en otros son de interés permanente para el país. Uno de ellos es la disponibilidad de recursos oficiales para el desarrollo a través de organismos como el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial y, recientemente con mayor frecuencia, el Fondo Monetario Internacional.

Las ventajas del financiamiento externo multilateral sobre el bilateral han sido ampliamente reconocidas por Colombia y por otros

países de América Latina. En las reuniones del CIES hace más de diez años se discutió la conveniencia de multilateralizar la ayuda de los Estados Unidos. La única reserva que tenía Colombia en 1967 y 1968, cuando se debatió el tema, fue la necesidad de asegurar que la multilateralización de la ayuda no implicara una reducción considerable de los montos disponibles y un cambio que eliminara la posibilidad de obtener préstamos de programa. En aquella época los préstamos de programa y sectoriales de la AID eran de gran importancia para el país. Hoy no lo son y el país ha renunciado a la ayuda concesional de dicha agencia. La política de apoyo a las entidades multilaterales de desarrollo debe ser clara y debe manifestarse en gestiones concretas para indicar dicho apoyo y buscar la coordinación de los países de América Latina en este esfuerzo.

Además de las acciones dirigidas a lograr una mejor división internacional de trabajo, otro punto del Nuevo Orden Económico Internacional que deberá tenerse especialmente en cuenta en Colombia en los próximos años es el relacionado con el programa integrado de productos básicos, dirigido a mejorar los términos de intercambio de los países menos desarrollados y a evitar las fuertes fluctuaciones en los precios de dichos bienes, que constituyen una proporción considerable de las exportaciones de dichos países. El programa incluye, entre otros, el banano, el café, el algodón, las telas de algodón, la carne y el azúcar, de gran interés para Colombia.

La política general en este campo debe ser la de apoyar los convenios internacionales dirigidos a lograr "precios remunerativos y justos para productores y equitativos para los consumidores"³⁵. Colombia, junto con otros países exportadores de café, tiene gran experiencia en este campo a través de su participación en los convenios internacionales del grano.

El 17 de octubre pasado se terminaron las negociaciones para el nuevo Acuerdo Internacional del Azúcar, que entró en vigencia el 1° de enero de este año. En el futuro se negociarán nuevos convenios, con el patrocinio de la UNCTAD. Sin embargo no ha sido posible lograr un acuerdo para el establecimiento de un Fondo Común, que se considera parte esencial del Programa integrado, para financiar las existencias reguladoras.

En relación con el Fondo Común, la posición de Colombia debe ser muy cautelosa, pues no se puede correr el riesgo de poner en juego el éxito del Convenio Internacional del Café, dentro del cual se han diseñado por los principales países productores sistemas eficaces de financiar las existencias reguladoras. Largos años de experiencia han sido necesarios para lograr resultados aceptables y se debe apoyar un esquema alternativo sólo si se demuestra claramente su bondad con relación al existente.

³⁵ CNUCD, Resolución adoptada por la Conferencia 95 (IV), Cuarta Sesión, Nairobi, Mayo 5 de 1976.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Las principales conclusiones de esta ponencia se resumen así:

a) La experiencia favorable de Colombia en el manejo de su sector externo a partir de la promulgación del Decreto 444 de 1967 indica la importancia que tiene para el país la definición y ejecución cuidadosa de una clara política económica externa.

b) El análisis de la política económica externa que es recomendable para Colombia en los próximos años debe basarse en el pronóstico de las políticas que posiblemente seguirán los principales países con respecto a su sector externo, en vista de las perspectivas económicas mundiales.

c) Las perspectivas de crecimiento del PNB de los países industrializados en los próximos años son desfavorables, principalmente a causa de la gran divergencia entre la situación de la balanza de pagos de los Estados Unidos, que continuará registrando un déficit cuantioso en cuenta corriente, y la de sus principales socios en la OCDE, primordialmente Japón y Alemania, que registrarán superávit.

d) En vista de los desequilibrios de las balanzas de pagos, la tendencia más perturbadora de la política externa de los países industrializados es el peligro de que progresivamente se vayan aplicando prácticas más y más proteccionistas.

e) Las tendencias proteccionistas de los países industrializados y el doloroso período de reajuste de sus balanzas de pagos traerán como consecuencia una competencia muy fuerte en los mercados internacionales.

f) En vista de las perspectivas económicas inciertas o francamente desfavorables, los congresos de los países desarrollados serán más duros para hacer las apropiaciones requeridas para los programas de ayuda oficial para el desarrollo.

g) Las recomendaciones sobre la política económica externa de Colombia que se hacen en este ensayo deben interpretarse dentro de un marco de gradualismo, coordinación de los distintos elementos de la política económica, flexibilidad en la aplicación de los distintos instrumentos y pragmatismo en el sentido de evaluar permanentemente los resultados para ajustar el rumbo en la medida requerida para lograr los objetivos perseguidos.

h) En relación con la política comercial es recomendable continuar liberando gradualmente las importaciones, sin abandonar las salvaguardias requeridas para reestablecer los controles en caso de necesidad. El éxito de esta política de liberación requerirá continuar fomentando y diversificando las exportaciones, tanto en relación con los productos exportados como con los mercados de destino.

i) La política de vigilancia y control de las inversiones extranjeras y del financiamiento externo debe continuarse, con el fin de reducir a un mínimo los efectos perturbadores de los movimientos especulativos de capitales y de buscar que las inversiones y créditos externos presten una contribución efectiva al desarrollo del país, sin que las remesas al exterior por concepto de utilidades, amortización de los capitales invertidos y servicio de la deuda lleguen a convertirse en una carga excesiva para la balanza de pagos.

j) Mediante su participación en los foros competentes, Colombia debe continuar prestando su concurso para el establecimiento del nuevo orden económico internacional, especialmente en cuanto se relaciona con la coordinación de las posiciones de los países latinoamericanos, con el propósito de presentar, en la medida de lo posible, posiciones comunes con otros países de la región.

BIBLIOGRAFIA

- Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de Colombia, **Carta del Presidente**, noviembre de 1977, pp. 2 y 3.
- Banco Interamericano de Desarrollo, **El Endeudamiento Externo de América Latina: Situación Actual y Perspectivas**, Washington, D.C., mayo de 1977.
- Carlos F. Díaz-Alejandro, "Efectos de las Exportaciones no Tradicionales sobre la Distribución del Ingreso: El Caso Colombiano," **Revista de Planeación y Desarrollo**, Vol. VIII, No. 3, septiembre-diciembre de 1976, pp. 5 a 20.
- , **Foreign Trade Regimes and Economic Development; Colombia**, National Bureau of Economic Research, New York, 1976.
- Fondo Monetario Internacional, **International Financial Statistics**, Vol. XXIX, No. 5, mayo de 1976 y Vol. XXXI, No. 2, febrero de 1978.
- , **Morning Press**, febrero 17 y 24 de 1978.
- , **28th Annual Report Exchange Restrictions**, Washington, D.C., 1977, pp. 6 y siguientes.
- General Agreement on Tariffs and Trade, **International Trade 1976/1977**, Genova, 1977, pp. 22 y siguientes.
- Anne O. Kruger, "Alternative Trade Strategies and Development in LDC", nota presentada a la reunión de la American Economic Association en diciembre de 1977.
- Organización de Cooperación y Desarrollo Económico, "Economic Outlook", No. 22, Press/A (77)61, París, diciembre 20 de 1977.
- Guillermo E. Perry, "Relaciones Económicas de Colombia con los Países Socialistas Miembros del CAME", **Coyuntura Económica**, Vol. VII, No. 2, agosto de 1977, pp. 239 a 276.

Eduardo Sarmiento Palacio, "Ilusión y Realidad del Crédito Externo", trabajo presentado al Primer Simposio sobre Financiamiento Externo y publicado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia en **Financiamiento Externo 1977**, editado por Daniel Schlesinger Ricaurte, Bogotá, D.E., junio de 1977, pp.53 a 75.

The Journal of Commerce, febrero 24 de 1978.

The Wall Street Journal, enero 16 de 1978, p. 1, febrero 22 de 1978, p. 1 y febrero 27 de 1978, p. 24.

Francisco E. Thoumi, "International Trade Strategies, Employment and Income Distribution in Colombia", ensayo no publicado.

_____, "El Pacto Andino, Acierto o Desatino para Colombia", The George Washington University, no se da fecha.

UNCTAD, Resolución adoptada por la Conferencia 95 (IV), Cuarta Sesión, Nairobi, mayo 5 de 1976.

United States Government, **Economic Report of the President**, transmitted to the Congress January 1978, Washington, D.C., 1978.

_____, **Federal Register**, Vol. 43, No. 20, enero 30 de 1978.

_____, Department of the Treasury, News, Statement of the Honorable W. Michael Blumenthal, Secretary of the Treasury, Before the Subcommittee of Foreign Operations of the Senate Appropriations Committee, Feb. 27, 1978, p. 1.

Eduardo Wiesner Durán, "Reservas Internacionales y Política Cambiaria", en Banco de la República y Asociación Bancaria, **Financiamiento Externo 1977**, editado por Daniel Schlesinger Ricaurte, Bogotá, D.E., junio de 1977, pp. 149 a 185.

Comentarios

Antonio Urdinola

I. RESUMEN

A nuestro entender, la tesis general planteada en este utilísimo y sùmmamente completo análisis que realiza el doctor Ruiz Lara de la política económica externa de Colombia, podría sintetizarse así:

a) Hasta 1967, la limitación principal al desarrollo económico y social del país la constituía el modelo de sustitución de importaciones seguido desde la década de los años 30, que progresivamente llevó al país a una crisis de balanza de pagos, al agravamiento del desempleo, al empeoramiento de la distribución del ingreso y a una reducción del ritmo de crecimiento de la economía.

b) A partir de 1967, el país inició una estrategia basada en el fomento y diversificación de las exportaciones, que gradualmente permitió mayores tasas de crecimiento, mejorar la distribución del ingreso e incrementar las actividades intensivas en empleo.

c) La política económica externa comenzada en 1967 se desarrolló hasta 1973 en el marco de la prosperidad económica de los países industrializados capitalistas. A partir de este último año y hasta 1976, hubo un marcado receso económico en dichos países, que absorbían el 75% de nuestras exportaciones en 1975. De dicho receso se comenzó a salir en 1976, pero el ímpetu de la recuperación se ha frenado notablemente en 1977, y el futuro cercano se presenta dudoso; todo hace pensar que la recuperación continuará avanzando con lentitud en el próximo bienio.

d) Ante lo incierto del panorama internacional, el autor recomienda mantener las líneas generales de la política externa iniciada en 1967, continuando con la profundización de sus aspectos básicos, que serían el fomento y diversificación de las exportaciones, el control al

movimiento de capitales, la liberación de importaciones, la integración andina y latinoamericana, y el apoyo a la creación de un nuevo orden económico internacional, principalmente. Pero tal profundización debe hacerse "con una gran dosis de flexibilidad y pragmatismo". Ante la cambiante situación internacional (precios del café, tendencias proteccionistas en los países industrializados, ciclos económicos de corto plazo en estos, etc.) y nacional (inflación, sequías, etc.), "la bondad de la política debe juzgarse primordialmente por sus resultados", con base en los cuales "deben introducirse oportunamente los ajustes requeridos para tratar de lograr los objetivos y metas establecidos".

En conclusión, el Doctor Ruiz Lara nos está diciendo que las metas generales de nuestra política económica externa, tal como él las visualiza, siguen válidas, pero deberán concretarse a mediano plazo en un ambiente internacional más difícil que hasta 1973, y, además de difícil, fluctuante, lo que nos obligará a introducir ajustes tácticos frecuentes en los medios utilizados para el logro de los objetivos fijados desde 1967, cuyos favorables resultados están a la vista.

II. ALGUNOS COMENTARIOS AL ANALISIS

El documento del doctor Ruiz Lara, como siempre, es muy explícito en sus postulados y premisas, de los cuales deriva sus recomendaciones de política económica externa para Colombia. Más aún, se busca cimentar tales premisas con estudios empíricos resumidos con precisión.

A nuestro juicio, el documento se puede dividir en varias partes. Una de ellas es la descripción de lo que el autor llamaría "el modelo económico externo iniciado en 1967", cuyos componentes esenciales serían, como ya se dijo, la promoción de exportaciones, la liberación de importaciones, el control de cambios, la integración andina y latinoamericana y la búsqueda de un nuevo orden económico internacional (convenios de productos básicos, financiamiento y ayuda externos, preferenciales comerciales no recíprocas, etc.) en colaboración con los demás países del tercer mundo.

A esta descripción, algunos buscarán quitarle o ponerle algún elemento, pero a grandes rasgos nos parece adecuada como una indicación de las metas perseguidas desde 1967, pese a que los sucesivos gobiernos han puesto más énfasis en uno u otro de los elementos constitutivos de esta política.

Una segunda parte fundamental del documento se halla en las citas de estudios empíricos que demuestran "los efectos favorables de la política de fomento de las exportaciones comparada con la de sustitución de importaciones" (Thoumi, Krueger). Si se piensa que las ventajas comparativas de Colombia en la actualidad giran alrededor

de una mano de obra de baja calificación y barata, no es difícil aceptar que una promoción agresiva de nuestras exportaciones se traduzca en desarrollos más acelerados de los sectores industriales intensivos en este tipo de factor de producción. Con ello, se generan efectos más favorables sobre el empleo y, por tanto, sobre la distribución del ingreso, que los que hubiere acarreado una expansión de industrias que solamente sustituyan las importaciones del país, y que generalmente serían intensivas de capital y/o mano de obra altamente calificada, ambos factores escasos en nuestra economía y además sumamente concentrados en grupos sociales reducidos.

Por tanto, y sin negar la validez de la conclusión de Carlos Díaz Alejandro citada en el estudio de que "no hay una relación clara e inequívoca entre las políticas de comercio exterior y la distribución del ingreso", a nivel macroeconómico, podríamos convenir con el doctor Ruiz Lara en que la política de promoción de exportaciones tiende a dar más empleo y una mejor distribución del ingreso que una política de sustituir nuestras actuales importaciones; claro está que, como bien dice el autor, esta tendencia puede ser más que contrarrestada por la inflación (o las tendencias monopolísticas de la economía), lo cual explicaría los comentarios de Díaz Alejandro.

Una tercera parte del documento vincula los objetivos de la política iniciada en 1967 con los instrumentos utilizados para obtenerlos. Aquí tenemos dudas sobre las interpretaciones del doctor Ruiz Lara en algunos casos.

Por ejemplo (pág. 29), no discutimos la necesidad de ir ajustando la tasa de cambio "de modo que se logre mantener una oferta adecuada a niveles de precios competitivos en los mercados internacionales"; pero tales ajustes deben hacerse a la tasa efectiva de cambio, o sea una que no sólo tenga en cuenta el alza en los costos nacionales de producción sino también la inflación internacional en términos de dólares (dado que nuestra divisa está vinculada al dólar y que éste se viene devaluando), los estímulos fiscales a las exportaciones (CAT) y los crediticios (Proexpo), etc., tal como lo reconoce el autor en otra parte del documento (pág. 28). El gobierno dispone de una variedad de instrumentos que afectan la tasa efectiva de cambio que recibe el exportador; cuáles de ellos se aplican depende de las presiones inflacionarias internas (en cuyo caso es inconveniente una aceleración de la devaluación por su efecto sobre los costos), de la situación de las reservas internacionales, de la disponibilidad de recursos fiscales (más o menos CAT, e inclusive, de problemas internacionales como los surgidos con el CAT y el crédito de Proexpo a propósito de las exportaciones de flores, bolsos de cuero y textiles al mercado de los EE. UU. y que tan claramente analiza el autor.

Un buen ejemplo de los efectos combinados de las diferentes medidas a disposición del gobierno se tuvo durante los años 1976 y

1977, cuando las presiones inflacionarias internas surgidas de la bonanza cafetera y la sequía obligaron a limitar drásticamente las exportaciones de bienes esenciales para el consumo interno (alimentos, materiales de construcción y de transporte, etc.) y a mantener un ritmo de devaluación muy por debajo del incremento anual de los precios internos. Pese a ello, el valor de nuestras exportaciones distintas al café se mantuvo estable en cerca de US\$800 millones. ¿Cómo fue posible tal resultado, aparentemente incompatible con una aplicación ortodoxa del modelo de promoción de exportaciones?

La respuesta no se halla en un solo factor, como ya se dijo. Hubo necesidad de aumentar en forma selectiva pero significativa los niveles del CAT tanto en 1976 como en 1977; de multiplicar los recursos crediticios de Proexpo y el apoyo de este organismo a todas las etapas de la producción y comercialización de exportaciones; de ampliar y agilizar los mecanismos de importación-exportación (Plan Vallejo), en forma tal que las exportaciones por dichos sistemas pasaron de representar en 1975 el 30% de las diferentes al café, a un 47% en 1977. A todo esto se añade la inflación internacional medida en dólares, que elevó el valor unitario de nuestras exportaciones diferentes al café de US\$277 por tonelada en 1975 a US\$312 en 1977.

Los resultados conjuntos de estas circunstancias y medidas permitieron no sólo mantener estable el valor nominal de las exportaciones no cafeteras, sino también lograr resultados importantes para el futuro. El grado de elaboración de dichas exportaciones pasó de 24% en 1975 a casi 38% en 1977; los cinco productos más importantes redujeron su participación en el valor de tales exportaciones de 41% en 1975 a 34.5% en 1977, diversificándose así su composición. Igual resultado se obtuvo con el destino de nuestras exportaciones por países y regiones.

Con respecto a los comentarios del doctor Ruiz Lara sobre la liberación de importaciones, estamos de acuerdo con que ella a corto plazo depende de la disponibilidad de divisas y por tanto, a mediano plazo, del éxito en la promoción de exportaciones, pero no coincidimos plenamente con la definición que se hace en el texto (pág. x) de lo que se entiende por liberación de importaciones. Según el autor, ello implica ampliar "las listas de libre importación, y utilizar el arancel como instrumento principal de protección". La experiencia de estos últimos años, cuando cerca de la mitad de las importaciones pasaron a la lista libre, nos ha dejado la convicción de que si bien el arancel es el instrumento básico para orientar el flujo de importaciones al país, está lejos de poder realizar esta función a cabalidad sin la ayuda de otros instrumentos.

En primer lugar, como tan detalladamente lo explica el propio autor, la coyuntura internacional estimula el dumping y las prácticas proteccionistas de los demás países; es sólo a través del uso de ins-

trumentos para-arancelarios que se puede defender adecuadamente a la producción nacional de los peligros del dumping, o tener la posibilidad de retaliar con desviación de comercio contra aquellos países que dirijan tales prácticas proteccionistas contra nosotros.

Podría argumentarse que estos son problemas de coyuntura internacional, pero que a largo plazo la meta debe seguir siendo el manejo de las importaciones vía la tasa de cambio y el arancel. Desafortunadamente, hay otros problemas no tan coyunturales que dificultan la aplicación de dichos principios en países como Colombia. En un país desarrollado, las diferencias entre los precios internacionales normales y los costos internos de producción tienden a ser relativamente estrechas. En el Tercer Mundo, tales diferencias, por definición tienden a ser bastante mayores, aunque no sea sino como herencia de procesos ineficientes de sustitución de importaciones. De allí que una liberación deba acompañarse de aranceles relativamente altos (40% y más) para proteger a las industrias nacionales, como pasó entre 1975 y 1976, cuando se liberaron gran número de productos. La misma magnitud de dichos aranceles se ha vuelto una tentación permanente a la subfacturación de importaciones, que se ha agravado con un precio del dólar negro inferior al del oficial.¹ Los casos comprobados de subfacturación obligaron al gobierno a implantar controles previos de precios internacionales para una serie de bienes de libre importación, o sea una vigilancia administrativa directa a estas importaciones.

En nuestra opinión, las ineficiencias exageradas de ciertos sectores de la economía surgidos al amparo de la sustitución de importaciones a ultranza, dificultan la implantación de una política de liberación basada en el solo arancel y obligan a acompañarla de restricciones para-arancelarias de diferentes clases, de las cuales la licencia previa es quizás la más eficiente. Por último, vale la pena recordar que el instrumento más eficaz de que dispone el gobierno para programar en forma racional el desarrollo industrial del país reside en las licencias globales, a través de las cuales se ha venido orientando la descentralización geográfica, la relación capital-trabajo, la transferencia tecnológica, la duplicación innecesaria de capacidades, la desconcentración de los monopolios, etc. Este valiosísimo instrumento se funda en la existencia del régimen de licencia previa para un número significativo de bienes de capital.

Es en este sentido, entonces, que disentimos de la definición dada a la liberación de importaciones. Igual que en el caso de la promoción de exportaciones, los instrumentos de "liberación" pueden ser muchos y varían según los productos.

¹ La tentación existirá mientras el diferencial de precios aun con un dólar negro mas caro, sea inferior al arancel a pagar.

Tampoco nos parece necesaria la contradicción que el autor postula entre promoción de exportaciones y sustitución de importaciones. Tal como lo expresa el documento mismo, el uso del mercado interno para sustituir importaciones puede condicionarse a "la apertura de nuevos mercados para las exportaciones" (pág. 30). En la actualidad, es práctica del gobierno obligar a las empresas que proponen nuevos proyectos, con o sin inversión directa extranjera, a que exporten bienes nacionales en proporción a los insumos que deben importar, como mínimo. Esta política limita automáticamente la ineficiencia máxima que la empresa puede tolerar, ya que debe exportar una parte de su producción. Así, entonces, una sustitución de importaciones deja de ser absurdamente ineficiente y se convierte más bien en mecanismo de promoción de exportaciones.

Pero no es sólo en este caso que tales conceptos pueden no ser contradictorios. Mirados desde un punto de vista estático (tipo la metodología de la Sra. Krueger), una industria o exporta o sustituye bienes importables o produce bienes no comerciales internacionalmente. Pero con un criterio más dinámico, las cosas no son tan claras. La producción de algodón en Colombia, por ejemplo, fue en un principio claramente sustitutiva de importaciones. Diez años más tarde, pasó a convertirse en pilar exportador del país. Igual caso podría citarse para bastantes de las empresas que hoy exportan en Colombia, aunque es muy cierto que también existen muchas otras que se montaron al amparo de las listas de prohibida importación y son tan ineficientes que ni exportan ni quizás exportarán nunca, con lo cual serán siempre una carga para el país, y que no habrían podido existir en un marco de "liberación de importaciones" ampliamente definido.

Otra parte muy importante del documento la constituye su capítulo II, *Perspectivas de la economía mundial*, del cual el autor extrae las conclusiones atrás citadas sobre la necesidad de un manejo pragmático, flexible y gradual de los instrumentos de política, dadas las incertidumbres del panorama económico internacional. Sobre esto, sólo podemos manifestar nuestro total acuerdo, lo mismo que sobre los capítulos referentes al control de cambios, las inversiones extranjeras y el nuevo orden internacional. En estas materias, los objetivos de 1967 siguen válidos, al paso que los instrumentos se han ampliado y perfeccionado con el paso de los años.

Para reforzar las conclusiones del doctor Ruiz Lara sobre la enorme importancia de la coyuntura internacional sobre el país, basta mencionar cómo la tasa compuesta de crecimiento de nuestras exportaciones diferentes al café fue de 30.3% entre 1968 y 1973, época de expansión mundial, pero bajó a 8.2% entre 1973 y 1977. Si, además, hubiésemos desmontado el control de cambios a los movimientos de capital y sometido a la economía a mayores impactos inflacionarios en 1976 y 1977, no hay duda que, como bien dice el autor, los efectos

habrían podido ser muy perjudiciales. Adicionalmente, no sobra advertir que el mecanismo de las licencias globales a que hemos hecho mención atrás, exige del control al endeudamiento externo para ser realmente efectivo, puesto que de lo contrario se importarían los bienes de capital en forma no reembolsable, y se acabaría el incentivo más importante que hoy posee la licencia global, como son sus plazos privilegiados de giro al exterior.

Quizás en los temas de la integración latinoamericana y del financiamiento público haya necesidad de análisis más amplios que los planteados en el documento, pero la necesaria orientación de este hacia los problemas comerciales principalmente, limitan el espacio que el autor y este comentarista les pueden dedicar.

III. CONCLUSIONES

De lo expuesto hasta aquí, podemos concluir que, a nuestro juicio, el doctor Ruiz Lara tiene razón al estimar como válida aún para el país la política económica externa iniciada en 1967.

También creemos sumamente pertinente su recomendación de pragmatismo y flexibilidad; por no tenerlos, el país padeció una fuerte inflación en 1976-77, que se habría podido mitigar en parte si mecanismos como los certificados de cambio negociables se hubiesen puesto en práctica más rápidamente. El panorama internacional incierto que Jorge Ruiz Lara tan magistralmente nos pinta, sólo reconfirma la urgencia de pragmatismo y flexibilidad en el seguimiento de las metas de largo plazo del país en su política económica externa.

Nuestras discrepancias, si cabe el nombre, giran alrededor de ciertas precisiones que se hacen en el documento sobre los alcances de estrategias como la promoción de exportaciones, la liberación o la sustitución de importaciones, lo mismo que sobre el uso alternativo de diferentes instrumentos de política económica para adelantar los mismos fines.

En fin, nuestros comentarios son simples aderezos a un esfuerzo amplio y serio del doctor Ruiz Lara de prever el contexto internacional en que Colombia se moverá en el mediano plazo, y de recomendar unas políticas generales cuya bondad ha sido probada en estos años pasados. Creemos que el documento cumple con singular fortuna estas tareas, y que será lectura obligatoria de aquellos que se interesen en estos temas, de cuyo manejo adecuado tanto depende el futuro del país.

Comentarios

Guillermo Perry

INTRODUCCION

Comparto las apreciaciones de Jorge Ruiz Lara, sustentadas en forma excelente en su trabajo, en cuanto a los indudables beneficios que trajo la política económica externa adoptada en Colombia en 1967 frente a aquella que caracterizó las décadas inmediatamente anteriores. Igualmente, comparto plenamente su énfasis en la necesaria dependencia de nuestra política económica externa en las condiciones de la economía internacional y en la política externa adoptada por otros países, así como su brillante análisis sobre las perspectivas coyunturales que estas últimas presentan.

Ahora bien, atendiendo las sugerencias de Eduardo Wiesner en el sentido de que planteamos inquietudes relevantes para la formulación de la política económica colombiana a mediano y largo plazo he considerado conveniente presentar críticamente varios interrogantes sobre dicha política en el campo de las relaciones internacionales y una serie de recomendaciones sobre la misma. Porque, en efecto, aún reconociendo las ventajas de la política vigente desde 1967 en comparación con la anterior, creo que ella no ha estado exenta de costos, especialmente bajo las circunstancias por la que ha atravesado nuestra economía en la presente década, y son varios los aspectos en que amerita revisión y replanteamiento.

SUBSTITUCION DE IMPORTACIONES VS. PROMOCION DE EXPORTACIONES

En décadas pasadas se siguió una política excesiva y poco planificada de substitución de importaciones, de tal modo que dicha política conspiró contra las exportaciones y el equilibrio en el sector externo

de nuestra economía hasta el punto de que se gestó un falso dilema entre la 'substitución de importaciones' y la 'promoción de exportaciones'. En esas condiciones nuestra política reciente de promoción de exportaciones, igualmente indiscriminada y poco planificada ha traído beneficios netos indudables. Jorge Ruiz sugiere otorgar preferencia a la segunda sobre la primera.

Como discutiré luego, las consideraciones que deben determinar el nivel de protección efectiva otorgada a una actividad o producto, dependen de características de la producción y no del destino de los productos. En consecuencia, las exportaciones deberían recibir el mismo nivel de protección efectiva que las ventas al mercado doméstico para una misma actividad o producto¹. Vale decir, no tiene por que haber ninguna contradicción entre una política razonable de sustitución de importaciones y una de promoción de exportaciones, como tampoco 'preferencia' de una sobre la otra. Precisamente el problema en las décadas pasadas radicó en que la protección efectiva a las ventas domésticas fue muy superior a la otorgada a las exportaciones del mismo tipo de productos, en casi todos los sectores².

II. POLITICA COMERCIAL E INDUSTRIALIZACION

A. TENDENCIAS EN EL COMERCIO INTERNACIONAL Y SUS IMPLICACIONES

A mi juicio hay tres aspectos cruciales de la economía internacional, además de los señalados en el trabajo de Jorge Ruiz, que se deben tener en cuenta en el diseño de la política comercial colombiana.

El primero consiste en que la vieja tesis de Prebisch, respecto a la tendencia al deterioro en los términos de intercambio para los países exportadores de productos básicos, no ha perdido vigencia, como se pensó a raíz del 'boom' de precios en 1973 y 1974. De hecho, al exceptuar el petróleo, los términos de intercambio para los países en desarrollo continuaron entre 1970 y 1976 la tendencia a la baja que traían al menos desde 1950³. Los productos agrícolas mejoraron apenas muy ligeramente sus términos de intercambio durante dicho período (1970-1976)⁴, pero, con excepción de unos pocos como la carne, se prevee que continúen su tendencia secular de deterioro.

¹ Esto se conseguiría si el subsidio total a la exportación (CAT, Plan Vallejo y el implícito en el crédito de Proexpo) es equivalente a la protección arancelaria y no arancelaria para cada actividad, siempre y cuando el tipo de cambio no se encuentre subvaluado. Quizá se justifican algunas diferencias según las características en los mercados externos respectivos (tendencias en precios, dinamismo, acceso y estabilidad). En el caso de las exportaciones agropecuarias menores pueden convenir variaciones según la situación cafetera. Véase sección IV.

² Véase [8].

³ Perry [20], BIRF [2].

⁴ Ibid.

ro⁵. A mi juicio, en consecuencia, los argumentos a favor de la sustitución de importaciones y de la promoción de exportaciones manufacturadas, vale decir a favor de la industrialización, continúan intactos, si bien se deben evitar los excesos que han caracterizado a la primera y que pueden presentarse en la segunda.

El segundo que refuerza al anterior, es el de que, si bien el recrudecimiento del proteccionismo específico, y con frecuencia discriminatorio contra los países en desarrollo⁶, es un factor importante de considerar, tanto o más lo es el hecho de que la estructura arancelaria en los países industrializados continúa discriminando contra el procesamiento de productos básicos en estos países. Además de que este hecho exige una decidida acción conjunta por parte de los países subdesarrollados en las mesas internacionales de negociación, sugiere también la conveniencia de acciones unilaterales compensatorias. Ellas pueden incluir la protección o subsidio al procesamiento local, o impuestos o restricciones a la exportación de productos en su estado natural (como se ha hecho en el caso del cuero en Colombia), dependiendo del caso particular.

El tercero, y quizá el más importante, está constituido por la amplia y creciente **internalización** del comercio mundial por parte de las empresas transnacionales.

Este fenómeno puede describirse mediante los siguientes datos:

1. Más del 25% de las exportaciones totales de los EE.UU. y el 20% de las de Inglaterra correspondían a fines de década de los 60 a transacciones intracompañía de las empresas transnacionales.

2. En 1971 el valor de la producción total de las empresas transnacionales afuera de su país sede era superior al valor de las exportaciones mundiales (330 vs. 310 billones de dólares), y sus filiales respondían por cerca a un tercio del comercio mundial⁷.

3. La producción de las empresas transnacionales está más concentrada que el comercio internacional: más del 50% corresponde a transacciones norteamericanas⁸.

4. El gran aumento de las empresas transnacionales en la década de los 60 ocurrió entre países industrializados. En 1960 casi la mitad de la inversión extranjera de los EE.UU. esta localizada en los países en desarrollo; en 1971 menos de una cuarta parte.

En efecto, la participación de las exportaciones de los países en desarrollo a los EE.UU. que se originan en empresas con más de

⁵ BIRF [1] y [2], CEPAL [4] y [5].

⁶ BIRF [1] y [3], Helleiner [6].

⁷ Datos tomados de Shonfield et al, [22].

⁸ Las exportaciones totales de EE.UU. en 1971 fueron inferiores a las de las filiales de sus empresas transnacionales en el extranjero.

un 51% de capital procedente de dicho país, ha caído de un 19% en 1967 a un 8% en 1975 (excluido petróleo)⁹. Estos datos sugieren que los países en desarrollo están siendo excluidos del proceso de internalización del comercio por las empresas transnacionales. No obstante, en parte reflejan las nuevas políticas de asociación con mayoría de capital nacional aplicadas por ellos. De hecho, 50% de las exportaciones del tercer mundo (25% excluyendo petróleo) son transacciones intrafirma¹⁰. En lo que concierne a manufacturas, un porcentaje creciente de las exportaciones de los países en desarrollo constituyen tal tipo de transacciones, como parece demostrarlo el aumento de participación de los productos 'ensamblados', en ellos¹¹.

5. Las empresas transnacionales en los países en desarrollo se concentran en sus áreas de influencia y controlan una mayor proporción de las exportaciones que del valor agregado de su industria manufacturera. Como ejemplo, en América Latina entre 1966 y 1968 las firmas norteamericanas controlaban el 10% del valor agregado y el 40% de las exportaciones en dicha industria¹².

¿Hasta qué punto se da este fenómeno en Colombia? Ciertamente muy poco en las exportaciones de productos agropecuarios, aun cuando la comercialización de algunos de ellos se encuentran virtualmente en manos de tales empresas. Pero la presencia de la inversión extranjera en nuestra industria, y especialmente su participación en el comercio exterior de dicho sector, es bien substancial. Según cifras del DANE, en 1970, las empresas con inversión extranjera respondían por el 43% del valor de la producción, el 50% de las exportaciones y el 59.5% de las importaciones del sector industrial colombiano¹³; según la Oficina de Cambios del Banco de la República, la inversión extranjera controlaba el 25.8% del producto manufacturero en 1974¹⁴.

Estos conllevan, en primer término, la explicación de que las ganancias potenciales del comercio, en uno y otro extremo de sus transacciones, son apropiadas en buena parte por dichas empresas. En segundo término, la política comercial del país afecta los correspondientes flujos comerciales en forma impredecible y pierde gran parte de su eficacia.

⁹ Helleiner, [14].

¹⁰ Helleiner, [15].

¹¹ Helleiner, [14].

¹² Vernon [24].

¹³ DANE [6].

¹⁴ Banco de la República, [0].

B. LA POLITICA DE PROTECCION

De la descripción en el literal anterior, surge como síntesis, la inconveniencia de una política extrema de libre comercio. Esto equivaldría, en la situación descrita, a dejar a la suerte de la industrialización en el país, de su comercio exterior y de sus términos de intercambio, enteramente en manos del capital transnacional, de la política comercial de los países industrializados y de las tendencias negativas observadas en el pasado. Estoy seguro de que cuando Jorge Ruiz propone continuar la liberalización de importaciones se refiere a una liberación moderada y selectiva. De hecho, en el pasado se siguió una política tan excesiva¹⁵ y poco planificada de protección, que una mayor dosis de apertura selectiva no puede sino traer beneficios, como parece que los ha traído.

A mi juicio el proteccionismo es un instrumento crucial para orientar un desarrollo industrial sano, como lo es la promoción de exportaciones manufacturadas, pero uno y otro deben evitar excesos, ser planificados y ser coherentes, como ya se mencionó. Para ello debe ante todo distinguirse entre niveles de protección efectiva **permanente y temporal**; por cuanto ha sido usual que se invoquen argumentos que justifican la utilización temporal de niveles altos de protección efectiva en algunas ramas, para defender equivocadamente una estructura **permanente** de protección.

Esta última debe corresponder a las discrepancias de carácter más o menos permanente entre el valor agregado generado en cada actividad, a precios sociales y a precios privados¹⁶. El valor social es superior al valor privado en la medida que la actividad: 1) genere mayor empleo no-calificado, directo e indirecto, en virtud de la existencia de desequilibrios crónicos en nuestro mercado laboral; 2) conlleve 'calificación en el trabajo' de la mano de obra ('on the job training'), por cuanto otras ramas de la producción pueden beneficiarse de esta inversión; 3) genere un mayor saldo neto en la balanza de pagos, siempre que el tipo de cambio se encuentre subvaluado; 4) genere una distribución del ingreso más progresiva que la existente. Por el contrario, el valor privado resulta mayor que el social en la medida que: 1) la protección conlleve pérdidas substanciales de excedentes de los consumidores ('lost consumer surplus'); 2) genere una distribución del ingreso más regresiva que la existente y 3) la actividad se realice bajo un mayor control del capital extranjero.

En cuanto al último punto, resulta que las utilidades y regalías que corresponden al capital extranjero forman parte del valor priva-

¹⁵ Especialmente en cuanto a la protección no arancelaria (prohibiciones de importación, licencias que no se otorgan cuando hay suficiente producción local, etc.), pero también como consecuencia de la sobrevaluación y los altos niveles de protección efectiva arancelaria.

¹⁶ French Davis y Piñera [9].

do pero no del valor social, por cuanto salen del país eventualmente. Vale decir, *ceteris paribus*, la estructura de protección efectiva debe discriminar contra las actividades controladas en mayor medida por el capital extranjero. En efecto, no es razonable otorgar protección arancelaria (y no-arancelaria) y subsidios a la exportación altos a actividades dominadas por el capital extranjero. Mediante la protección se otorgan cuasirentas considerables, que eventualmente salen del país, a costa del consumidor colombiano; los subsidios a la exportación, que conllevan un alto costo fiscal, salen igualmente del país en estos casos. Una ojeada a la estructura de protección arancelaria en Colombia sugiere que esta no tiene relación con la participación diferencial del capital extranjero por actividades (véase cuadro 1)¹⁷. Aún más, dentro de algunos sectores, por ejemplo, en el sector textil, la protección arancelaria y no-arancelaria es mucho mayor en los procesos dominados por la inversión extranjera, como la fabricación de fibras sintéticas¹⁸.

A esta estructura permanente, debería añadirse un proteccionismo estrictamente **temporal**, en virtud de externalidades de carácter **temporal**: la presencia de economías de escala, la difusión de nuevos procesos y, en fin, todos los argumentos relativos a la "industria incipiente" o "naciente" y que tan equivocadamente se han invocado para defender estructuras **permanentes** de protección. Este proteccionismo **temporal** debería aplicarse en forma muy selectiva, y en conjunto con otros incentivos y políticas (vr. gr. restricciones específicas a la inversión extranjera en esas actividades, puesto que un esfuerzo tan especial no se justificaría sino es para desarrollar una industria nacional y manejo preferencial del régimen de licencias globales, como propone Antonio Urdinola), como consecuencia de un proceso de planificación industrial¹⁹, el gran ausente en la política económica de todos nuestros gobiernos pasados.

La planificación llevaría a otorgar protección **temporal** solamente a aquellas actividades que es posible y conveniente desarrollar en un período dado, manteniendo baja la protección efectiva a otras que aun cuando presenten características de industria "incipiente" no se ha decidido desarrollar por el momento. Así se mantendría bajo el nivel **general** de protección y no se incurrirían en los altos costos del pasado.

En cuanto a la protección **permanente**, comparto la opinión de Jorge Ruiz que debe basarse principalmente en aranceles, los cuales permiten cuantificar el nivel de protección efectiva otorgado y producen ingresos fiscales a cambio de las cuasirentas que generan las restricciones cuantitativas para quienes obtienen las licencias. Por el

¹⁷ Tomado de DANE [6] y Garay [13].

¹⁸ DANE [7].

¹⁹ Como la ha realizado, v. gr. el Japón en la postguerra.

contrario, es posible que la protección de carácter **temporal** pueda manejarse con mayor flexibilidad con el segundo tipo de instrumentos, entre otras razones por la relativa rigidización que sufre la estructura arancelaria con los acuerdos de integración.

Lo anterior implica que la **estructura** de los subsidios a la exportación debe reflejar, de un lado, el nivel de protección nominal a los insumos, y de otro el exceso del valor social respecto del privado en cada actividad, el cual depende de los factores mencionados atrás. Estas consideraciones exigen una estructura **diferencial** de los subsidios a la exportación. En Colombia los instrumentos utilizados fueron creados sin tener en mente tal selectividad. No sólo fueron aproximadamente proporcionales al valor de la exportación (CAT, subsidio implícito en el crédito de PROEXPO), sin relación con el valor agregado nacional, sino que inclusive han discriminado en contra de éste (Plan Vallejo). Posteriormente se ha intentado hacerlos depender del valor agregado nacional mínimo (caso CAT y Plan Vallejo), o concentrarse en aquellos que pueden ser utilizados en forma más selectiva (caso PROEXPO) con las reformas de 1974²⁰. La selectividad necesaria puede implementarse a través de coberturas, plazos o tasas de interés diferenciales en el crédito de Proexpo y una estructura consecuente en cuanto a las tasas del CAT.

Una estructura de subsidios de esta naturaleza permitiría al país, además, defenderse mejor contra la retaliación de los compradores, puesto que no haría otra cosa que compensar otras distorsiones (aranceles a insumos y las que causan las discrepancias entre precios sociales y privados) y no facilitaría una 'competitividad artificial' que pueda ser tachada como práctica desleal de comercio.

III. POLITICA COMERCIAL Y AGRICULTURA

En el caso de la mayoría de los productos agropecuarios distintos del café se requiere además, una consideración muy especial de las necesidades del mercado interno frente a la contribución que haga el sector a la balanza cambiaria. Un trabajo reciente de Roberto Junguito²¹ indica que entre 1970 y 1975 la expansión de las exportaciones menores de origen agropecuario se hizo a expensas del mercado interno²² y no por una gran expansión en la producción. Como durante parte de ese periodo se estaban acumulando reservas internacionales, se incurrió en un costo alto en términos de inflación y escasez

²⁰ Esta última entidad, consciente de la necesidad de contar con elementos de juicio que permitan introducir la selectividad deseada sobre bases firmes, y no por consideraciones meramente coyunturales o subjetivas, adelanta un estudio sobre el particular con el apoyo técnico de FEDESARROLLO.

²¹ Junguito [17].

²² En cuanto a que la oferta para el mercado interno creció más lentamente que la demanda.

en el mercado interno, a cambio de un beneficio menos claro en términos de mayores reservas. En esta perspectiva la restricción a la exportación de algunos productos agropecuarios aplicada en 1977 se justifica plenamente.

En efecto, ante coyunturas favorables en el mercado internacional del café, se requiere una contribución menor del resto de la agricultura al sector externo. Y como en esas circunstancias se tiende a acelerar el proceso inflacionario interno por el consecuente aumento en la demanda agregada (máxime bajo las políticas cambiarias vigentes), resulta doblemente conveniente orientar una mayor parte del producido agropecuario al mercado interno. En consecuencia los subsidios a las exportaciones menores agropecuarias deben ser mayores cuando el precio del café sea bajo y deben ser menores o desaparecer cuando este sea alto.

Por demás, ante los ciclos en los precios internacionales de los productos agropecuarios y otros productos básicos, convendría instituir un sistema de impuestos-subsidios variable y dependiente del nivel de aquellos. Este mecanismo podría implementarse a través de fondos especiales para los principales productos exportables del sector,²³ en cuyo caso los mecanismos actuales de subsidio, principalmente el CAT y el crédito subsidiado de Proexpo, podrían limitarse casi exclusivamente a las exportaciones colombianas de manufacturas, al menos durante períodos de bonanza cafetera.

IV. POLITICA COMERCIAL POR AREAS

Comparto plenamente las sugerencias de Jorge Ruiz en cuanto a explorar sistemáticamente la potencialidad de nuestros flujos comerciales con otros países en desarrollo y con países socialistas, los cuales presentan perspectivas de crecimiento económico y apertura al comercio mayores que las que ofrecen los países de la OECD. Un trabajo reciente de Alfredo Fuentes²⁴ muestra que nuestra participación en estas áreas, con excepción del Grupo Andino, el Caribe Insular y Centroamérica, es muy baja y ha venido disminuyendo en esta década. Además de algunos casos sugeridos por Jorge Ruiz (Brasil y México), ameritan especial atención los de los países de Medio Oriente miembros de la OPEP los cuales han pasado a representar un 20% del mercado mundial²⁵, y los africanos, especialmente de la Costa Occidental.

En cuanto al comercio con países socialistas resulta crucial revisar los convenios de compensación existentes con algunos de ellos y

²³ Como los que se han propuesto para el azúcar y como sucede en el caso del Café. FEDESARROLLO [2].

²⁴ Fuentes, [12].

²⁵ Helleiner, [15].

adoptar una política selectiva y agresiva de importaciones, que permita expandir los flujos comerciales y la colocación de nuestras manufacturas, sin incurrir en los costos potenciales del equilibrio bilateral que por necesidades objetivas ellos buscan²⁶. Igualmente convendría establecer y desarrollar relaciones comerciales con la China Popular, que constituye un gran mercado potencial para muchos de nuestros productos. Todos estos países pueden, de otro lado, permitir flujos de transferencia tecnológica más libre que la que se da en occidente en varios sectores de la producción.

V. POLITICA CAMBIARIA

La experiencia colombiana reciente en materia cambiaria ofrece una contradicción. De un lado, las políticas aplicadas desde 1967 han evitado incurrir en las crisis cambiarias que caracterizaron los períodos anteriores, con sus aspectos negativos sobre la estabilidad económica global y el ritmo de inversión y crecimiento. De otro, sin embargo, estas mismas políticas produjeron la revitalización del proceso inflacionario interno en 1976 y 1977.²⁷

El movimiento de la tasa real de cambio debe reflejar el equilibrio de la balanza comercial, de modo que en 1976 habría sido deseable una revaluación seguida de un proceso gradual de devaluaciones nominales. Esta política por demás, habría evitado la entrada de capitales especulativos cuando se detuvo la devaluación nominal, lo cual agravó el problema que se trataba de corregir.

Sin embargo, no parece tampoco deseable que ante los ciclos de ingresos de divisas, generados por los ciclos o hechos imprevisibles en el mercado internacional del café, todo el ajuste recaiga sobre la tasa de cambio. Los movimientos fuertes en el nivel de dicha tasa que esta política podría provocar (mediante, por ejemplo, la liberación total del mercado cambiario), traería costos substanciales o ganancias súbitas injustificadas en las actividades muy dependientes del sector externo, tanto en las exportaciones como en las intensivas en importaciones. Conviene por tanto moderar los ciclos del ingreso de divisas en su fuente y dejar que la tasa de cambio se ajuste al ciclo moderado. Es ese uno de los propósitos básicos del Fondo Nacional del Café y del mecanismo de retención cafetera. No obstante, su operación en este sentido ha dejado que desear por razones que parecen ligadas al control actual sobre el manejo del fondo, en la práctica, por el gremio privado de los cafeteros. Parece conveniente que dicho manejo lo asuma el Estado, como le corresponde, o que al menos se utilicen mecanismos automáticos para congelar fondos.²⁸ (en pesos

²⁶ Perry, [19].

²⁷ COYUNTURA ECONOMICA, varios números de 1976 y 1977.

²⁸ Como ocurre con los certificados de cambio.

o en divisas) y para transferir una mayor parte de ellos a otros sectores, en épocas de bonanza. Una de las medidas que podría operar en este sentido, sería la de substituir en parte el mecanismo de retención cafetera por la operación de una tasa variable, según el precio internacional del grano, en el impuesto ad-valorem a las exportaciones de café ²⁹.

De otro lado, ante las nuevas realidades del sistema monetario internacional, convendría que la tasa de cambio se ajustara en términos de Derechos Especiales de Giro, o según el valor de una canasta de monedas extranjeras, ponderado según la estructura de nuestro comercio, y no siguiera atada al dólar. Bajo el sistema actual nos decretan devaluaciones desde Washington, lo cual puede no convenir ante situaciones específicas de nuestra balanza comercial, aun cuando en el pasado reciente posiblemente explican el aumento de nuestras exportaciones de manufacturas en los mercados europeos y japonés.

Finalmente, la política propuesta podría implementarse con un sistema rígido de control cambiario, y un manejo administrativo de la tasa de cambio, como con una casi absoluta libertad cambiaria. A mi juicio conviene mantener el sistema de control, pero flexibilizándolo substancialmente en épocas de bonanza cafetera. Por ejemplo, en estos períodos, facilitaría la aplicación de la política propuesta el permitir a los particulares tener ciertos saldos **registrados** en divisas. Más aún podría obligarse a los exportadores de café, y a los de otros productos agropecuarios, a mantenerlos, cuando dichos productos se encuentren en 'bonanza' de precios internacionales. El registro permitiría recoger los saldos en épocas de escasez de divisas. Aún así, convendría mantener un tipo oficial de cambio manejado administrativamente, verbo y gracia, la tasa a la cual se liquiden los certificados de cambio que restrinja la especulación contra el precio de la divisa. Con la concentración existente en el sector financiero, una total liberación del mercado cambiario equivaldría a dejar ese mercado en manos de unos pocos intermediarios en capacidad de realizar grandes ganancias especulativas, a costa o bien de las exportaciones o bien de los importadores y de la economía nacional en su conjunto.

VI. INVERSION EXTRANJERA

La escasa información disponible, citada atrás, indica que el control del capital extranjero sobre la industria colombiana es bien apreciable y extendido, lo cual sugiere que la admisión de inversión extranjera fue demasiado laxa en el pasado. No obstante, dicha información no permite juzgar si la 'selectividad' en dicha admisión ha aumenta-

²⁹ Esto requeriría, sin embargo, controlar el contrabando de café en épocas de bonanza.

do a partir de 1967. Parece necesario contar con información más actualizada y completa sobre el particular y con una evaluación de la labor del Departamento Nacional de Planeación al respecto. En cualquier caso, la discusión en la sección III sugiere que se requiere una íntima coordinación entre la política respecto de la inversión extranjera y la política comercial.

De otro lado cabría cuestionar la propuesta de continuar basando el desarrollo de nuestros sectores mineros y energéticos en la inversión extranjera. Aparentemente fue poco lo que le quedó al país de la explotación pasada de algunos metales preciosos. En el caso del petróleo, de otro lado, la política seguida hasta el presente de dejar la iniciativa en la exploración e inversión en manos de los concesionarios y asociados extranjeros, no ha producido los resultados esperados. A pesar de los ajustes en precios efectuados en los años pasados, los planes privados y mixtos de exploración parecen claramente insuficientes para lograr la meta establecida de autosuficiencia energética; además de que dicha 'autosuficiencia' lograda con crudos producidos en el país pero pagados en parte a precio internacional en dólares, no dejaría de constituir un peso considerable sobre nuestra balanza de pagos. En este caso parece imprescindible que Ecopetrol asuma directamente una porción más considerable del programa exploratorio, para lo cual podrían utilizarse parte de las reservas acumuladas como capital riesgo, y complementando el financiamiento con endeudamiento externo; y, si es necesario, acudir a asistencia técnica independiente de las compañías privadas que operan en el país. Ante las perspectivas de precios internacionales para los hidrocarburos y otros minerales.³⁰ y la altísima rentabilidad esperada en las inversiones en estos sectores, uno se pregunta si no será más conveniente adoptar políticas más nacionalistas para el desarrollo de estos sectores, como lo han venido haciendo la mayoría de los países en desarrollo.

VII. ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Comparto plenamente la posición de Jorge Ruiz, en cuanto a recomendar moderación en el endeudamiento. Este no solamente ha demostrado no ser la panacea del desarrollo que se creyó en la década pasada, sino que además la tal 'ayuda' resultó muy onerosa por sus condicionamientos tecnológicos, económicos y políticos y provocó con frecuencia problemas indeseables: un relajamiento en los esfuerzos de ahorro interno y exportaciones, la aparición de déficit fiscales crónicos y la creación de un fuerte lazo de dependencia de la inversión pública en las agencias multilaterales de crédito³¹.

³⁰ BIRF [2] Singh [23].

³¹ Perry, [20].

Los gobiernos colombianos, sin embargo, como lo anota Sarmiento³² han tendido a endeudarse en el exterior para financiar en parte su déficit en cuenta corriente y su inversión pública³³, aún en períodos en que la balanza comercial es positiva y tal política resulta inconveniente (vr. gr. 1972-1973, véase cuadro 2). Se trata de insuficiencia del ahorro interno frente a la inversión deseada (la llamada 'brecha interna') o mas bien de incapacidad o falta de decisión de los gobiernos para financiarse internamente? Aun contando con la inflexibilidad de la política tributaria y la proclividad de los gobiernos a hacer sacrificios de ingresos por otorgar 'incentivos', los déficits fiscales deberían saldarse en mayor proporción mediante deuda pública interna cuando el país se encuentra con un balance comercial positivo.

Debe reconocerse, sin embargo, que nuestra anacrónica ley de presupuesto y la incipiencia de nuestro mercado interno de capitales conspiran contra ello. La falsa ilusión de nuestro 'presupuesto equilibrado' (contando con ingresos netos de capital) y el hecho de que la colocación de deuda interna ha exigido una autorización legal separada que pormenoriza los gastos respaldados por ella, y sobre todo, las características de los papeles a colocar³⁴, no ha dejado al gobierno la flexibilidad necesaria para acomodar su financiación a las circunstancias cambiantes de la economía nacional. El déficit fiscal (ingresos corrientes menos gastos totales), en un presupuesto caja y no de reconocimientos, debería constituir la decisión anual más importante del Congreso en materia de política económica³⁵. Una vez que el Congreso autoriza un determinado nivel de déficit, con base en una discusión de sus implicaciones macroeconómicas, como se hace en la mayoría de los países capitalistas desarrollados, el gobierno debería quedar en relativa libertad para financiarlo con endeudamiento externo o interno, según la situación y perspectivas de la balanza comercial, así como para utilizar el tipo de fuentes o papeles más adecuados, en cuanto a su plazo e interés, según las condiciones que encuentre en el mercado. Así quizá el gobierno podrá eventualmente contribuir a crear un mercado interno de capitales, que no se desarrollará sin su intervención, y disminuir en algo la costosísima dependencia actual de la inversión pública en los organismos internacionales de crédito.

Aún más, en la medida en que el endeudamiento externo convenga en una situación económica específica, conviene revisar el sesgo nacional a favor del endeudamiento 'blando'. La intrusión de los or-

³² Sarmiento [21].

³³ Ospina, J. [18].

³⁴ La ley de 1977 obvió en cierta medida este problema, exigiendo apenas la autorización de un tope al endeudamiento interno, como ya sucedía con el externo.

³⁵ La política reciente de crear superávits de caja para compensar en parte los efectos expansionistas de la política cambiaría ante la bonanza cafetera, no se puede mantener por mucho tiempo sin incurrir en costos demasiado altos.

ganismos internacionales de crédito en materia de asesoría, tecnología, asuntos administrativos y política económica, es de tal grado que uno se pregunta si su costo real no es con frecuencia muy superior al del endeudamiento, algo más caro en apariencia pero más libre, en el mercado de eurodólares. La posibilidad de colocar papeles de deuda pública externa, que Jorge Ruiz sugiere explorar más, constituiría una alternativa mucho más conveniente. El acudir a otras fuentes de financiamiento externo, distintas a los organismos multilaterales, así como la mayor flexibilidad en el endeudamiento interno, incrementarían la capacidad de negociación del país aun frente a dichos organismos.

CUADRO No. 1

PROTECCION ARANCELARIA Y PARTICIPACION DEL CAPITAL EXTRANJERO

| Sector | Participación del Capital Extranjero ¹ % | Protección Arancelaria Nominal ² % | Protección Arancelaria Efectiva % |
|--------|--|--|--------------------------------------|
| 311 | 59.0 | 36.1 | 27.7 |
| 312 | 59.0 | 30.5 | 29.6 |
| 313 | 100.0 | 60.6 | 37.8 |
| 314 | 100.0 | 60.6 | 37.8 |
| 321 | 48.3 | 60.3 | 50.6 |
| 322 | 13.2 | 79.4 | 58.4 |
| 323 | 9.4 | 46.7 | 31.4 |
| 324 | 46.3 | 70.0 | 45.2 |
| 331 | 67.6 | 45.5 | 30.9 |
| 332 | 80.4 | 60.0 | 42.9 |
| 341 | 79.5 | 28.6 | 26.9 |
| 342 | 89.6 | 39.5 | 28.4 |
| 351 | 55.2 | 20.4 | 21.5 |
| 352 | 93.0 | 21.8 | 27.1 |
| 353 | 94.0 | 14.6 | 21.6 |
| 354 | 94.0 | 14.6 | 21.6 |
| 355 | 96.7 | 44.3 | 32.3 |
| 356 | 54.3 | 61.7 | 26.5 |
| 361 | 25.0 | 63.0 | 20.8 |
| 362 | 34.8 | 40.3 | 25.6 |
| 369 | 31.1 | 33.9 | 20.8 |
| 371 | 22.2 | 21.6 | 19.9 |
| 372 | 54.7 | 23.6 | 23.9 |
| 381 | 53.0 | 43.6 | 26.7 |
| 382 | 78.3 | 27.3 | 28.0 |
| 383 | 86.0 | 34.0 | 30.4 |
| 384 | 65.6 | 40.1 | 37.9 |
| 385 | 91.5 | 27.7 | 31.0 |
| 390 | 83.1 | 48.0 | 32.1 |

¹ FUENTE: DANE [6]² FUENTE: Garay [13]. La protección efectiva se calculó según el método de Corden = (fórmula 3), Op. Cit.

CUADRO No. 2
DEFICIT FISCAL, ENDEUDAMIENTO EXTERNO E INVERSION PUBLICA
GOBIERNO NACIONAL

(Incluye entidades descentralizadas del orden nacional)

— Precios constantes de 1970 —

(\$ millones)

| Año | Def. Fiscal | End. Externo | Inv. Pública | Brecha externa (importaciones menos exportaciones) |
|------|-------------|--------------|--------------|--|
| 1964 | — 4.170 | 845 | 5.107 | 1.347.3 |
| 1965 | — 4.899 | 642 | 5.609 | —2.440.1 |
| 1966 | — 3.986 | 1.005 | 5.440 | 1.984.9 |
| 1967 | — 4.268 | 1.661 | 7.278 | —2.940.2 |
| 1968 | — 6.924 | 2.538 | 9.684 | — 923.3 |
| 1969 | — 8.254 | 3.774 | 9.859 | — 652.1 |
| 1970 | —10.717 | 3.874 | 12.978 | 2.132.2 |
| 1971 | —10.675 | 5.272 | 15.976 | 4.276.4 |
| 1972 | —11.131 | 5.133 | 13.857 | 1.614.7 |
| 1973 | —11.050 | 4.808 | 15.808 | — 450.6 |
| 1974 | —7.242 | 3.197 | 12.603 | 5.235.5 |
| 1975 | —6.321 | 3.157 | 11.851 | 1.179.7 |
| 1976 | —4.672 | 3.550 | 12.974 | 423.6 |

FUENTE: Ospina, J. [18].

BIBLIOGRAFIA

- (0) Banco de la República, **Incidencia de la Inversión Extranjera en el PIB Manufacturero**, julio 1975.
- (1) BIRF, **Prospects of developing countries**, 1977.
- (2) _____, **Tendencias del comercio y de los precios de los productos básicos**, 1977.
- (3) _____, **Trade liberalization and export promotion**, 1977.
- (4) CEPAL, **La coyuntura internacional y el sector externo**, Santiago 1975.
- (5) _____, **Temas del Nuevo Orden Económico Internacional**, Santiago 1976.
- (6) DANE, **"Inversión extranjera en la industria manufacturera"**, 1 y 11, Boletines mensuales, septiembre y octubre de 1976.
- (7) _____, **"La industria textil en Colombia"**, Boletín Mensual, octubre 1972.
- (8) Díaz-Alejandro, **Foreign trade regimes and economic development Colombia**, NBER 1976.
- (9) Fjfrech-Davis y Piñera, **La política colombiana de promoción de exportaciones**, CEPAL, **Políticas de Promoción de Exportaciones**, Santiago, 1977.
- (10) FEDESARROLLO, **Criterios para una política selectiva de promoción de exportaciones**. Informe Preliminar, marzo 1978.
- (11) _____, **Las industrias azucarera y panelara en Colombia**, 1975.
- (12) FUENTES, **La evolución de las exportaciones colombianas**, mimeo, FEDESARROLLO, 1978.
- (13) Garay L. J., **Análisis de la estructura arancelaria de Colombia vigente en diciembre de 1974**.

- (14) Helleiner, G. K., **Structural aspects of third world trade**, ISS 25th Anniversary Conference, 1977.
- (15) _____, "Manufactured exports from less developed countries and multinacional firms"; **Economic Journal**, 83, march 1973.
- (16) _____, **A world Divided**, Introduction, Cambridge University Press, 1976.
- (17) Junguito R., **Exportaciones agrícolas y mercado interno**, mimeo, FEDESARROLLO, 1978.
- (18) Ospina, J. **Estructura de las finanzas públicas**, mimeo, FEDESARROLLO, 1978.
- (19) Perry, G. "Relaciones económicas de Colombia con países socialistas" **Coyuntura Económica**, agosto 1977.
- (20) _____, "El nuevo orden comercial internacional", **Coyuntura Económica**, diciembre 1977.
- Sarmiento, Ilusión y realidad del crédito externo, en **Financiamiento Externo**, Banco de la República y Asociación Bancaria, 1977.
- (22) Schonfield, A., **International Economic Relations of the Western world**.
- (23) Singh, Sh., The international dialogue con commodities, **Resources policy**, June 1976.
- (24) Vernon, R. **Sovereignty at Bay**.

Capítulo II

Movilidad de Capitales

Aspectos Conceptuales y sus Determinantes en Colombia

Jorge García García

Comentarios

*Sebastián Arango Fonnegra
Pablo Salazar de Heredia*

Jorge García García

INTRODUCCION

El presente trabajo tiene por objeto examinar la importancia de la movilidad internacional de capitales en el manejo de la política macroeconómica, identificar los factores que pueden afectar dicha movilidad en Colombia, derivar conclusiones pertinentes para el manejo de la política económica colombiana basadas en el marco conceptual expuesto inicialmente y sugerir temas de investigación sobre esta materia para la economía colombiana.

Para examinar la importancia de la movilidad internacional de capitales se presenta un marco teórico bastante conocido y relativamente simple que incorpora los mercados pertinentes para el manejo de política económica (Sección I), luego se discute la efectividad de las políticas monetaria y fiscal cuando se desea poner en práctica políticas expansionistas o antiinflacionarias (Sección II), posteriormente se examinan los efectos de una prohibición permanente a la importación de capitales o de un intento de reducción de la tasa de interés de la economía en presencia de movilidad de capitales (Sección III) y se discute cuáles pueden ser los factores principales en la determinación de la movilidad de capitales en Colombia (Sección IV). Finalmente, en la Sección V, se derivan las conclusiones pertinentes sobre la importancia de la movilidad de capitales para la economía colombiana, las implicaciones de política económica de los resultados empíricos y se sugieren algunos temas para investigaciones posteriores.

* Este trabajo es una versión ligeramente revisada de mi *Política Cambiaria y Movilidad de Capitales en Colombia* presentado en el II Simposio sobre Financiamiento Externo realizado en Medellín entre el 29 y 31 de marzo de 1978. Los puntos de vista expresados en él son los del autor y no corresponden necesariamente a los del Departamento Nacional de Planeación. Agradezco las valiosas sugerencias y la colaboración de Ricardo Candelo y Javier Fernández en su elaboración.

I. EL MODELO

Para propósitos del presente trabajo se usará la estructura formal del conocido modelo macroeconómico de Mundell¹ para analizar la política económica de corto plazo en condiciones de movilidad internacional de capitales, dejando para más adelante una discusión de la interpretación precisa que debe darse a sus supuestos y conclusiones en el contexto colombiano. Se supone que hay tres mercados en la economía: 1) Mercado Cambiario, 2) Mercado de Bienes y Servicios y 3) Mercado Monetario; tales mercados se describen a continuación:

A. MERCADO CAMBIARIO

Es importante definir cuáles son los factores que determinan que haya superávit o déficit en la balanza cambiaria de un país. Con respecto a la balanza en cuenta corriente, se acepta que un mayor nivel de gasto de la comunidad tenderá a aumentar el consumo de productos importados y de exportables producidos domésticamente, dejando un menor excedente para exportación. Puesto que el nivel de gastos en bienes y servicios depende del ingreso disponible de la comunidad, se puede decir que un aumento del ingreso disponible creará una tendencia al déficit (o a la reducción del superávit) en cuenta corriente. Por otra parte, un aumento en la tasa de cambio real (precio del dólar en pesos/nivel de precios) tenderá a producir un superávit en cuenta corriente porque desestimula las importaciones y estimula las exportaciones de bienes y servicios². Por último, una mejora en los términos de intercambio (precios de productos de exportación/precios de productos de importación) tenderá a crear un superávit en cuenta corriente³.

En relación con la balanza en cuenta de capitales se supone que la entrada o salida de capitales depende de la relación entre las tasas internas y externas de interés. En ausencia de devaluación de la moneda nacional, la relación en cuestión se refiere a las tasas de interés nominales (reales si no hay inflación interna e internacional)

¹ R.A. Mundell, *International Economics*. New York: The MacMillan Company 1968, Cap. 18.

² La conocida condición Marshall-Lerner establece que, a igualdad de las otras condiciones, la devaluación mejora la balanza de pagos de un país si y sólo si la suma de las elasticidades precio de las importaciones y de las exportaciones del país es mayor que la unidad. En Colombia diversos estudios han mostrado que las exportaciones no tradicionales son bastante elásticas a los precios relativos y que las importaciones distan de ser perfectamente inelásticas a tales precios. Suponer que la condición Marshall-Lerner no se cumple contrariaría la evidencia de lo ocurrido en Colombia durante muchos años. Ver al respecto, J. D. Teigeiro y R. A. Elson, "El Crecimiento de las Exportaciones Menores y el Sistema de Fomento de las Exportaciones en Colombia". *Revista del Banco de la República*, Junio de 1973 y Martha Elena Cardona "El Crecimiento de las Exportaciones Menores y el Sistema de Fomento de las Exportaciones: Actualización". *Revista de Planeación y Desarrollo*, IX, Abril-Junio, 1977.

³ La balanza en cuenta corriente podría definirse como $B^t = H(E, e, T) = B^t(y_d, e, T)$ donde E es el gasto real de la comunidad, y_d es el ingreso disponible real, e es la tasa de cambio real y T los términos de intercambio.

en los mercados interno e internacional; en caso de devaluarse el peso es necesario ajustar la tasa de interés internacional por la tasa de devaluación del peso. Es decir, el determinante de la movilidad internacional de capitales es el diferencial entre las tasas de interés nominales internas y las tasas internacionales de interés ajustadas por la tasa de devaluación del peso. Así, si la tasa de interés doméstica anual es 20%, la tasa internacional es 5% y la tasa de devaluación es 10%, habrá un estímulo para traer capitales del extranjero. En general, si la tasa de interés nominal interna es superior a la internacional ajustada por devaluación habrá una entrada de capitales y, en caso contrario, una salida⁴.

De lo anterior se puede deducir que un déficit en balanza de pagos se puede eliminar de una de las siguientes maneras (la corrección de un superávit implicaría movimientos de los instrumentos en sentido opuesto):

- 1) Reduciendo el gasto deseado de la comunidad, mediante un aumento en los impuestos o una reducción en el gasto público.
- 2) Devaluando el peso.
- 3) Reduciendo el diferencial entre las tasas internas y externas de interés ya sea por un aumento en la tasa de devaluación o una reducción en la tasa de interés interna.
- 4) Una combinación de las tres medidas anteriores.

B. MERCADO DE BIENES Y SERVICIOS

Se supondrá que la gente demanda bienes para consumo y bienes para inversión y que el gasto deseado total en bienes de consumo e inversión depende positivamente del ingreso disponible real de la comunidad y negativamente de la tasa de interés; así, entre mayor sea el ingreso disponible mayor será el gasto deseado en bienes y servicios, y mientras más alta sea la tasa de interés menor tenderá a ser el nivel de dicho gasto⁵.

Vale la pena anotar que cuando hay comercio internacional en bienes y servicios para conocer la demanda por la producción doméstica, se requiere agregar a la demanda doméstica total la demanda extranjera por producción nacional (exportaciones) y deducir la demanda de los nacionales por bienes importados; en este caso la demanda por bienes producidos domésticamente depende del in-

⁴ En verdad, debería hablarse de expectativas de devaluación en vez de devaluación efectivamente ocurrida. En este caso, la balanza de capitales podría formalizarse como $B^C = B^C(i - i^*, e')$, donde i e i^* son las tasas de interés doméstica e internacional, y e' es la tasa esperada de devaluación. Sin embargo, para propósitos empíricos, como se verá más adelante, se utilizó la devaluación efectiva.

⁵ La formalización de esta función de demanda es $H = H(y_d, r, a)$ donde r es la tasa de interés real y a es el gasto autónomo de la comunidad.

greso disponible, la tasa de cambio real y la tasa de interés⁶. Por lo tanto, aumentos en la tasa de cambio real afectan positivamente la demanda por bienes y servicios domésticos porque los nacionales tratan de adquirir menos bienes importados y más bienes domésticos y tratan de vender más bienes nacionales al extranjero.

Por su parte la oferta doméstica de bienes y servicios puede ser más o menos inelástica al nivel general de precios en el corto plazo (dado un nivel de salarios nominales) pero, salvo casos extremos, la restauración del equilibrio en el mercado de bienes y servicios ante un exceso inicial de demanda implicará tanto aumentos en el nivel general de precios como en la producción real⁷. Si se desea evitar el proceso de ajuste inducido por el exceso de demanda cuando la oferta es inelástica, de manera que el ajuste se produzca primordialmente mediante aumentos en el nivel de precios, deberá reducirse la demanda, lo cual puede lograrse de las siguientes maneras:

- 1) Una reducción en la demanda por bienes y servicios a través de un aumento en los impuestos o una reducción en el gasto público.
- 2) Una revaluación del peso.
- 3) Un aumento en la tasa de interés real.

En otras palabras, una revaluación del peso tiene el mismo efecto cualitativo sobre la demanda agregada de bienes y servicios domésticos que una contracción en el gasto público o un aumento en los impuestos.

C. EL MERCADO MONETARIO

El mercado monetario lo componen la demanda por dinero en términos reales y la oferta de dinero en términos nominales⁸. El principio básico en este caso es que a la gente le interesa el poder de compra del dinero y, por lo tanto, lo demanda en términos reales. Se supone que entre mayor es el nivel de ingreso real de la comunidad mayor necesidad de dinero tiene ésta para poder realizar todas las transacciones requeridas en el proceso económico. La cantidad de dinero que la gente quiere tener también se ve afectada por el nivel de las tasas de interés, y ésta es una relación inversa; es decir, entre menor sea la tasa de interés nominal la gente querrá tener una mayor cantidad de dinero y viceversa. La razón para esto es muy sencilla: si el costo de oportunidad de mantener activos en forma de dinero

⁶ Cuando hay comercio internacional la formalización de la función de demanda es la siguiente: $E = E(v_d, r, e, a)$; las variables han sido definidas anteriormente.

⁷ Ver al respecto Milton Friedman, A. *Theoretical Framework for Monetary Analysis*, National Bureau of Economic Research, Occasional Paper No. 112 New York: N.B.E.R., 1971).

⁸ Ver, para una especificación del mismo y un análisis de los supuestos hechos para tratar el mercado monetario, Neil Bruce "The IS-LM Model of Macroeconomic Equilibrium and the Monetarist Controversy", *Journal of Political Economy*, October, 1977, pp. 1049-1063.

aumenta, la gente tratará de tener más activos en formas distintas al dinero, ya que éste no le genera ningún ingreso mientras que los otros activos sí lo generan.

En cuanto a la oferta monetaria su nivel puede variar endógenamente debido a la existencia de superávit o déficit en la balanza de pagos, pero se supone que la autoridad monetaria retiene el control último de la cantidad nominal de dinero, cambiando su nivel cuando lo considera conveniente, y en el monto deseado.

Vale la pena anotar que cuando la oferta de dinero es menor que la demanda por dinero el gasto de la comunidad se reduce en relación con su ingreso, con el objeto de alcanzar los niveles deseados de saldos monetarios reales; lo contrario ocurre cuando la oferta por dinero es mayor que la demanda.

II. MOVILIDAD DE CAPITALES Y TASA DE CAMBIO FIJA

El presente capítulo analiza la efectividad de las políticas monetarias y fiscal en un régimen de tasa de cambio fija bajo diferentes supuestos sobre la elasticidad precio de la oferta doméstica agregada de bienes y servicios en el corto plazo.

A. POLITICA EXPANSIONISTA ⁹

La consideración de políticas fiscales o monetarias expansionistas es pertinente, por supuesto, solo en el caso donde la economía experimenta una recesión por debilidad de la demanda agregada. En este caso resulta razonable suponer que la oferta real es bastante elástica a los precios y que, dentro de un rango razonable, los cambios en el nivel de la demanda agregada inducirán cambios en la cantidad ofrecida, sin cambios importantes en el nivel general de precios¹⁰. Para apreciar más claramente el efecto de las diversas políticas en estas condiciones conviene introducir en esta etapa el supuesto de una oferta de bienes y servicios perfectamente elástica al nivel general de precios, lo cual equivale a suponer constante el nivel de precios.

En un modelo de ingreso-gasto en el cual se suponen precios constantes y perfecta movilidad de capitales, la política fiscal y monetaria tienen efectos diferentes sobre la balanza de pagos y el nivel de actividad económica; así, mientras la política fiscal puede estimular la actividad económica, la política monetaria no puede hacerlo. La explicación de este resultado es la siguiente: partiendo

⁹ Los resultados de esta sección son bastante conocidos y se encuentran en cualquier libro de texto de comercio internacional. Ver, por ejemplo, R. A. Mundell, *Op. Cit.*, cap. 18.

¹⁰ El supuesto de alta elasticidad de la oferta real en una situación de recesión podría justificarse teóricamente con base en la existencia de exceso de capacidad instalada, que evita rendimientos decrecientes del empleo. Es obvio que si la oferta fuera inelástica el problema de la recesión por debilidad de la demanda no se presentaría.

de una situación de equilibrio en cada uno de los distintos mercados, un aumento en el gasto público o una reducción en los impuestos crea un exceso de demanda por bienes y servicios que hace subir la tasa de interés y estimula una entrada de capitales; la entrada de capitales crea un superávit en balanza de pagos¹¹, el cual induce un aumento en la oferta monetaria y el nivel de ingresos hasta cuando la tasa de interés vuelve nuevamente a su nivel inicial. En la nueva situación hay un mayor nivel de ingreso y de reservas internacionales.

Cuando el estímulo a la actividad económica se trata de hacer por aumentos en la oferta monetaria, esta estrategia no tiene éxito porque se baja la tasa de interés y se crea un déficit en balanza de pagos que reduce la cantidad de dinero; mientras la tasa de interés interna sea menor que la internacional, habrá una salida de capitales y una reducción en la cantidad de dinero. La situación de equilibrio final es igual a la inicial en cuanto a niveles de ingreso y tasa de interés; sin embargo, el nivel de reservas internacionales es más bajo.

Para el caso de reducciones en la demanda agregada por disminuciones en el gasto autónomo o en la oferta monetaria, el análisis y las conclusiones son similares; así, el ingreso se reduce cuando disminuye el gasto autónomo o aumentan los impuestos y permanece constante cuando se reduce la oferta monetaria.

Del análisis anterior se puede concluir que cuando hay tasas de cambio fijas, con nivel de precios fijo y perfecta movilidad de capitales, la política monetaria no es efectiva para modificar el nivel de ingresos, mientras que la política fiscal sí lo es; no se puede hablar de la efectividad de cada instrumento para controlar la inflación porque ésta se excluye de este modelo por definición.

B. POLITICA ANTI-INFLACIONARIA

Una situación inflacionaria se produce cuando existe un exceso de demanda que tiende a corregirse automáticamente mediante aumentos en el nivel general de precios, debido precisamente a la baja elasticidad de la oferta de bienes y servicios en la dirección ascendente. Para simplificar la exposición es útil examinar en este caso los efectos de la política económica bajo el supuesto de una oferta de bienes y servicios totalmente rígida. La principal conclusión es la de que la movilidad de capitales contribuye sustancialmente a la estabilidad de precios siempre que la perturbación del sistema tenga origen mone-

¹¹ Se sabe que se mejora la balanza de pagos a pesar de haber un aumento en el gasto de la comunidad porque el efecto positivo de la movilidad de capitales es lo suficientemente fuerte como para compensar el efecto negativo del mayor gasto sobre la balanza en cuenta corriente. Puede darse el caso de que la movilidad de capitales sea muy pequeña y entonces un aumento en el gasto produce un déficit en balanza de pagos; sin embargo, sigue siendo cierta la conclusión del texto de que la política fiscal es más efectiva que la monetaria para combatir situaciones de recesión. En general, cuando existe movilidad de capitales, aun cuando sea pequeña, siempre aumentará el nivel de ingresos cuando el estímulo proviene por el lado de la política fiscal.

tario mientras que agrava las presiones inflacionarias o deflacionarias cuando la perturbación es de origen fiscal.

Si se parte de una situación de equilibrio inicial, un aumento en la oferta monetaria genera un exceso de demanda en el mercado de bienes y se crean presiones inflacionarias; sin embargo, el aumento en la oferta monetaria también conduce a una menor tasa de interés lo cual crea un déficit en balanza de pagos, reduce las reservas internacionales y disminuye la cantidad de dinero, contribuyendo así a eliminar el aumento en los medios de pago y la correspondiente presión inflacionaria.

Cuando la perturbación es de origen real, el mayor gasto deseado en bienes y servicios produce presiones inflacionarias y aumenta la tasa de interés; la mayor tasa de interés produce un superávit en balanza de pagos y un aumento en la cantidad nominal de dinero, creando así mayores presiones inflacionarias de las que existían inicialmente. En este caso, tratar de reducir o eliminar las presiones inflacionarias solamente por medio de restricción monetaria no tendría sentido, ya que se aumentaría el diferencial entre la tasa de interés interna y la internacional, lo que induciría una mayor entrada de reservas internacionales obligando a la autoridad monetaria a esterilizar su efecto monetario.

La conclusión que se obtiene de este análisis es que una alta movilidad de capitales contribuye a crear una mayor presión inflacionaria cuando las perturbaciones son de origen fiscal y a atenuarlas cuando son de origen monetario. Estas conclusiones también son válidas para situaciones en las cuales el gasto autónomo o la oferta monetaria se reducen.

Conviene anotar que en presencia de movilidad de capitales y de presiones inflacionarias en la economía una restricción en la oferta monetaria —solamente— no alivia estas presiones, ya que continúa latente el problema creado por el exceso de demanda en el mercado de bienes y servicios o, en caso de ser eliminado, se crea un superávit de balanza de pagos y se produce una acumulación creciente de reservas internacionales que obliga a esterilizar los efectos monetarios de dicha acumulación.

III. CONTROLES AL MOVIMIENTO DE CAPITALES Y A LAS TASAS DE INTERES

En esta sección se examinan los efectos sobre el ahorro interno y la inversión doméstica de los controles al movimiento de capitales y se muestran los problemas que se pueden presentar en la consecución de varios objetivos de política económica (v.gr., equilibrio en balanza

de pagos o estabilidad de precios) cuando se trata de reducir las tasas de interés internas en presencia de movilidad de capitales¹².

Para propósitos de exposición se supone que el control a los movimientos de capitales consiste en una prohibición permanente para importar capitales y que el control a las tasas de interés se manifiesta en los intentos de la autoridad monetaria por tener una tasa de interés menor que aquella congruente con equilibrio en cada uno de los diferentes mercados.

A. PROHIBICION PERMANENTE A LA IMPORTACION DE CAPITALES

En relación con la experiencia de Colombia en esta materia, durante los últimos 30 años se han establecido prohibiciones o restricciones al movimiento de capitales de corto y largo plazo por una variedad de razones, tales como problemas serios de balanza de pagos —en general, déficits agudos o, más recientemente, superávits— o el deseo de establecer límites a la repatriación de utilidades o a los pagos por regalías. Estas prohibiciones o restricciones tienen una serie de efectos sobre la parte real del sistema económico, en particular sobre los niveles de ahorro e inversión internos, y, sin ninguna duda, han obstaculizado el desarrollo de un mercado de capitales eficiente que contribuya a resolver eficazmente los problemas producidos por la escasez de recursos financieros internos. Por las razones anteriores es conveniente examinar, a nivel teórico, cuáles son los efectos de una prohibición permanente a la importación de capitales, para luego derivar conclusiones pertinentes de política económica para la economía colombiana.

Cuando la prohibición a la importación de capitales es temporal y se hace con el objeto de "solucionar" un problema de presiones inflacionarias de corto plazo, ella puede contribuir positivamente a resolver el problema dependiendo de la intensidad del flujo de capitales. Cuando éste es muy grande, sin duda alguna que la prohibición puede tener sentido. Sin embargo, una prohibición permanente no resuelve el problema de **largo plazo** como es el de afectar las causas económicas que determinan dicha movilidad; en este caso, la movilidad de capitales tendrá efectos que siempre estarán presentes, de alguna manera, en la economía. Para resolver el problema "estructural" de largo plazo es necesario tomar medidas económicas que resuelvan los problemas económicos subyacentes en la estructura de la economía. A continuación se hacen algunas consideraciones de las implicaciones que la prohibición permanente de importar capitales tiene sobre la asignación de recursos en la economía.

¹² Aun cuando en la economía existe una estructura de tasas de interés, se hablará de "la" tasa de interés para propósitos de exposición.

La prohibición de importar capital da lugar a una mala asignación de recursos y a una pérdida en el bienestar económico de la comunidad al hacer que la tasa de interés interna suba a un nivel superior al internacional. La razón para ello es que la mayor tasa de interés impide que se realicen ciertas inversiones que serían rentables a la tasa internacional y hace que la comunidad sacrifique innecesariamente consumo presente para obtener recursos de ahorro interno que en el mercado internacional podrían obtenerse a menor costo. Esta pérdida es la que uno podría llamar una pérdida en el sentido estático; sin embargo, dinámicamente la economía también pierde al reducirse la tasa de crecimiento de la economía, bajando también el consumo y la inversión futuros.

B. REDUCCION DE LAS TASAS INTERNAS DE INTERES

Por lo general se trata de tener tasas de interés más bajas que las congruentes con equilibrio general en los diferentes mercados porque se considera que esto es bueno para la economía. Esta sección ilustra qué sucede a la balanza de pagos y a la estabilidad del nivel de precios internos cuando se trata de reducir "la" tasa de interés por medio de expansión de los medios de pago, en presencia de movilidad de capitales y tasas de cambio fijas.

Un aumento en la cantidad nominal de dinero tiene como consecuencia inmediata reducir la tasa de interés y estimular la demanda agregada, creando una presión inflacionaria y un déficit en balanza de pagos; el exceso de demanda por bienes y servicios aumenta el nivel general de precios y la situación de déficit en balanza de pagos produce una salida de divisas y la correspondiente disminución en el nivel de reservas internacionales y en la cantidad de dinero. Como el alza en el nivel de precios y el déficit en balanza de pagos tienden a reducir la cantidad real de dinero, para tratar de mantener baja la tasa de interés se requiere crear más dinero, lo que provoca una reducción adicional en las reservas internacionales, la cual será mayor entre más sensibles sean los movimientos de capitales a diferenciales en las tasas de interés. Es evidente que un proceso de creación y destrucción de dinero no puede continuar indefinidamente, ya que un país no tiene cantidades ilimitadas de reservas internacionales (si su moneda no es tomada como moneda de reserva en el mundo) y llegará el momento donde será indispensable tomar medidas para solucionar el problema de desequilibrio en balanza de pagos. Por otra parte, a medida que las personas ajustan sus expectativas de inflación la tasa de inflación se acelera, en virtud de que la gente quiere tener menos dinero, y las de interés, en vez de reducirse, aumentan para ajustarse por la mayor tasa de inflación.

IV. LA MOVILIDAD DE CAPITALES PRIVADOS EN COLOMBIA

La existencia de movilidad de capitales privados en Colombia no se pone en tela de juicio; esta movilidad se acepta y se da como principal motivo para el endeudamiento externo el diferencial entre las tasas de interés internas y las internacionales ajustadas estas últimas por la tasa de devaluación del peso en relación con el dólar¹³. La presente investigación sobre movilidad de capitales en Colombia se enfoca sobre los factores que determinan dicha movilidad.

La existencia de movilidad de capitales tiene una serie de implicaciones para el manejo de la política económica colombiana, en particular la monetaria y la cambiaria, y el desarrollo de un mercado de capitales internos eficiente y competitivo, que contribuya a la eliminación de imperfecciones en el mercado financiero colombiano. En un régimen de tasas de cambio relativamente fijas¹⁴, como el colombiano, movimientos masivos de capitales pueden tener efectos serios sobre el cumplimiento de objetivos de política económica en el corto plazo como pueden ser la estabilidad de precios o el equilibrio en balanza de pagos, creando problemas serios para obtener el objetivo de precios estables y dificultando el manejo de la política económica. Por ejemplo, un alto nivel de endeudamiento privado externo ocasionado por entradas muy grandes de capitales puede impedir la toma de drásticas decisiones en materia de tasa de cambio —devaluar o revaluar— ya que el tomarlas podría crear situaciones indeseables de quiebra o de redistribución del ingreso hacia los nacionales con pasivos en moneda extranjera.

Al examinar las cifras sobre endeudamiento externo privado se observa una tendencia creciente a endeudarse con el extranjero, tanto en valores absolutos como relativos, tal como se refleja en los mayores pasivos internacionales de los bancos comerciales colombianos, y en la razón de pasivos internacionales a pasivos con el sector privado de los bancos comerciales —razón de endeudamiento externo— (ver cuadro No. 1)¹⁵. Por otra parte, las cifras sobre tasas de interés internas e internacionales ajustadas por devaluación muestran que la diferencia entre ellas¹⁶ no se cierra aún cuando el

¹³ Ver, al respecto, Pablo Salazar de Heredia, "El Financiamiento del Sector Externo" y Francisco Ortega, "Comentarios" en Banco de la República — Asociación Bancaria de Colombia *Financiamiento Externo — 1977*, Bogotá: Talleres Gráficos del Banco de la República, 1977.

¹⁴ Para definir si es fija o flexible se requiere determinar el período de tiempo que se considera pertinente para el análisis; en este caso se habla de fijo para decir que en un período de tiempo bastante corto el Banco de la República está dispuesto a comprar o vender cualquier cantidad de divisas a una tasa de cambio determinada.

¹⁵ Luego de elaborado este trabajo tuve conocimiento de uno preparado por Juan C. Jaramillo y Fernando Montes donde se presentan cifras más completas sobre endeudamiento privado externo, las cuales incluyen el endeudamiento de las Corporaciones Financieras, la Caja Agraria y el endeudamiento privado directo. Aún cuando las cifras presentadas por ellos son más completas considero que el análisis estadístico presentado en este trabajo es una buena caracterización del comportamiento de dicho endeudamiento.

¹⁶ Es de anotar que aunque el indicador de tasas de interés internas —tasa de interés de los Bonos de Desarrollo Económico— no es el más adecuado (en algunos años su valor

nivel de endeudamiento es creciente y, aparentemente, este diferencial no está correlacionado con el flujo de capitales¹⁷ (cambio en la razón de endeudamiento externo o en los pasivos internacionales de los bancos comerciales del país); es decir, que el aumento en la entrada o salida de capitales no reduce o aumenta el diferencial entre las tasas de interés internas y externas, como sería de esperarse (ver cuadro No. 2).

La existencia de un diferencial tan grande y prácticamente permanente en las tasas de interés para indicar que el mercado de capitales colombiano ha estado en una situación de desequilibrio en los últimos 10 años y que ésta situación se mantiene gracias a la existencia de controles al endeudamiento externo, a las operaciones que los bancos pueden realizar en moneda extranjera y, también, al manejo de la política económica. Se podría pensar que este diferencial refleja factores reales tales como costos administrativos o elementos de riesgo los cuales no se ven reflejados en las tasas calculadas y darían lugar a una situación de equilibrio en el mercado de capitales. Sin embargo, dado el diferencial tan grande —en algunos trimestres ha alcanzado hasta el 200% aproximadamente— uno esperaría que estos costos y los elementos de riesgo constituyeran solamente una parte del mismo y no explicaran todo el diferencial. Por lo tanto, si el diferencial en tasas de interés no refleja diferencias efectivas en las mismas, se puede decir que el mercado de capitales colombiano ha funcionado dentro de un marco de desequilibrio entre 1968 y 1978, y que durante este período ha existido un motivo (diferencial en tasas de interés) para que los bancos comerciales se endeuden en forma continua y creciente con el extranjero tanto en términos absolutos como en relación con el sector privado colombiano.

Por lo expresado anteriormente, una prueba de hipótesis a realizar es la de determinar si la razón de endeudamiento externo (pasivos internacionales de los bancos comerciales/pasivos de los bancos comerciales con el sector privado colombiano) ha tendido a crecer a través del tiempo. En caso de ser así, esto corroboraría la idea de la existencia de un desequilibrio en el mercado financiero colombiano. Entonces, la hipótesis que se plantea es la de que el diferencial permanente entre las tasas de interés internas e internacionales ajustadas por devaluación estimula a los nacionales a endeudarse relati-

es inferior a la tasa de inflación), un diferencial tan grande entre tasas internas y externas de interés observado con este indicador garantiza que el diferencial, en caso de ser calculado con "la" tasa de interés "correcta" sería superior al calculado en este trabajo; este diferencial "correcto" corroboraría la idea de que el mercado de capitales colombiano está en desequilibrio y distorsionado.

¹⁷ Para la elaboración del presente trabajo se hicieron varias regresiones que correlacionaban el nivel y el cambio en el nivel de los pasivos internacionales de los bancos comerciales con el diferencial de tasas de interés, o la relación de pasivos internacionales a pasivos con el sector privado de los bancos comerciales con la relación de tasa de interés interna a internacional ajustada por devaluación; los resultados econométricos fueron bastante pobres y por eso se recurrió a una especificación alternativa que se presenta más adelante.

CUADRO No. 1
CARTERA, PASIVOS INTERNACIONALES Y PASIVOS
CON EL SECTOR PRIVADO DOMESTICO DE LOS BANCOS COMERCIALES
 (Millones de pesos)

| Años | Trimestres | Cartera ^a (1) | Pasivos internacionales ^b (2) | Pasivos con el sector privado ^c (3) | (2)/(3) (En porcentaje) |
|------|------------|-----------------------------|---|---|----------------------------|
| 1968 | I | 6.024 | 973 | 13.195 | 7.4 |
| | II | 5.859 | 1.184 | 13.491 | 8.8 |
| | III | 6.279 | 1.413 | 14.107 | 10.0 |
| | IV | 6.491 | 1.995 | 13.276 | 15.0 |
| 1969 | I | 6.708 | 1.879 | 15.178 | 12.4 |
| | II | 6.604 | 1.983 | 15.565 | 12.7 |
| | III | 6.915 | 2.345 | 16.429 | 14.3 |
| | IV | 6.986 | 2.997 | 15.703 | 19.1 |
| 1970 | I | 7.209 | 3.305 | 18.043 | 18.3 |
| | II | 7.530 | 3.279 | 18.257 | 18.0 |
| | III | 8.173 | 3.409 | 19.385 | 17.6 |
| | IV | 8.491 | 4.267 | 18.417 | 23.2 |
| 1971 | I | 8.715 | 4.594 | 20.952 | 21.9 |
| | II | 8.831 | 4.933 | 21.420 | 23.0 |
| | III | 9.442 | 5.318 | 22.303 | 23.8 |
| | IV | 9.844 | 6.576 | 20.916 | 31.4 |
| 1972 | I | 10.578 | 6.567 | 23.932 | 27.4 |
| | II | 10.837 | 7.204 | 24.605 | 29.3 |
| | III | 11.106 | 7.060 | 26.550 | 26.6 |
| | IV | 11.560 | 7.068 | 26.267 | 26.9 |
| 1973 | I | 12.068 | 7.350 | 30.578 | 24.0 |
| | II | 12.076 | 7.785 | 32.044 | 24.3 |
| | III | 13.804 | 6.968 | 34.316 | 20.3 |
| | IV | 15.877 | 7.064 | 35.408 | 20.0 |
| 1974 | I | 17.103 | 8.025 | 39.991 | 20.1 |
| | II | 17.406 | 10.413 | 41.063 | 25.4 |
| | III | 19.046 | 10.430 | 43.579 | 23.9 |
| | IV | 21.444 | 10.858 | 43.735 | 24.8 |
| 1975 | I | 23.040 | 16.839 | 51.903 | 32.4 |
| | II | 24.050 | 14.804 | 53.448 | 27.7 |
| | III | 28.095 | 14.902 | 59.651 | 25.0 |
| | IV | 29.017 | 17.289 | 57.738 | 29.9 |
| 1976 | I | 30.817 | 17.681 | 69.147 | 25.6 |
| | II | 30.997 | 18.159 | 71.243 | 25.5 |
| | III | 35.088 | 18.684 | 77.809 | 24.0 |
| | IV | 38.298 | 22.908 | 80.971 | 28.1 |
| 1977 | I | 41.730 | 20.670 | 97.916 | 21.1 |
| | II | 44.730 | 17.391 | 104.500 | 16.6 |

FUENTE: Banco de la República. *Revista del Banco de la República*. Cuadros 1.2.1, 1.2.2 y 1.2.17, Varios números.

^a Incluye préstamos y descuentos vigentes a corto plazo.

^b Incluye los pasivos internacionales de bancos comerciales con corresponsales extranjeros, con casa matriz y sucursales extranjeros, aceptaciones y financiaciones por aceptaciones y, finalmente, cobranzas por liquidar sobre el exterior.

^c Incluye solamente los pasivos de los bancos comerciales con el sector privado.

CUADRO No. 2
TASA DE INTERES DOMESTICO E INTERNACIONAL
Y TASA DE DEVALUACION

(Porcentajes)

| Años | Trimestres | Tasa de interés | | Tasa de devaluación ^c e | r/(r* + e) |
|------|------------|-----------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|------------|
| | | Doméstica ^a r | Internacional ^b r* | | |
| 1968 | I | 14.243 | 5.900 | 4.382 | 1.385 |
| | II | 12.880 | 6.620 | 6.656 | 0.970 |
| | III | 14.033 | 6.130 | 4.488 | 1.322 |
| | IV | 16.840 | 6.800 | 6.671 | 1.250 |
| 1969 | I | 16.693 | 7.980 | 4.818 | 1.304 |
| | II | 14.583 | 9.660 | 3.309 | 1.124 |
| | III | 15.500 | 10.900 | 5.175 | 0.964 |
| | IV | 16.813 | 10.500 | 4.848 | 1.096 |
| 1970 | I | 16.800 | 9.420 | 4.765 | 1.184 |
| | II | 16.800 | 8.870 | 4.696 | 1.238 |
| | III | 17.233 | 8.300 | 5.513 | 1.248 |
| | IV | 17.233 | 7.470 | 4.746 | 1.411 |
| 1971 | I | 16.840 | 5.540 | 5.962 | 1.464 |
| | II | 16.840 | 6.730 | 4.767 | 1.465 |
| | III | 16.840 | 7.710 | 6.748 | 1.165 |
| | IV | 16.840 | 6.330 | 7.406 | 1.226 |
| 1972 | I | 16.840 | 5.270 | 6.407 | 1.442 |
| | II | 16.840 | 5.140 | 5.871 | 1.529 |
| | III | 16.840 | 5.560 | 5.754 | 1.496 |
| | IV | 16.840 | 5.940 | 5.822 | 1.432 |
| 1973 | I | 16.840 | 7.370 | 4.066 | 1.473 |
| | II | 16.840 | 8.470 | 4.009 | 1.349 |
| | III | 16.840 | 10.990 | 6.578 | 0.959 |
| | IV | 16.840 | 10.130 | 8.499 | 0.904 |
| 1974 | I | 19.647 | 9.030 | 6.197 | 1.290 |
| | II | 21.050 | 11.440 | 1.102 | 1.678 |
| | III | 21.050 | 13.130 | 13.740 | 0.783 |
| | IV | 21.050 | 10.450 | 19.955 | 0.692 |
| 1975 | I | 21.050 | 7.540 | 11.028 | 1.134 |
| | II | 21.050 | 6.460 | 10.588 | 1.235 |
| | III | 21.050 | 7.140 | 8.417 | 1.353 |
| | IV | 21.050 | 6.800 | 7.630 | 1.459 |
| 1976 | I | 20.213 | 5.540 | 8.174 | 1.474 |
| | II | 20.210 | 5.860 | 5.114 | 1.842 |
| | III | 17.940 | 5.680 | 2.299 | 2.248 |
| | IV | 18.267 | 5.250 | 8.707 | 1.309 |
| 1977 | I | 19.283 | 5.110 | 2.329 | 2.592 |
| | II | 19.790 | 5.560 | 0.553 | 3.238 |

^a La tasa de interés doméstica fue calculada utilizando la cotización de los bonos de Desarrollo Económico de la Bolsa de Bogotá. Los datos para el cálculo se tomaron del Banco de la República, *Revista del Banco de la República*, varios ejemplares. Cuadro No. 4.1.1.

^b La tasa de interés internacional fue tomada del Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, varios ejemplares. La tasa utilizada fue la del eurodólar.

^c La tasa de devaluación fue calculada usando las tasas de cambio (compra de divisas) que aparecen en Banco de la República, *Revista del Banco de la República*, varios ejemplares. Cuadro 5.5.1.

NOTA: La tasa trimestral que aparece en el cuadro es la tasa equivalente anual.

vamente más con el extranjero que con el sector privado colombiano. Por tal razón, los cambios en el diferencial —siempre que éste se mantenga positivo— no desestimularán el deseo de endeudarse en el extranjero sino que afectarán la velocidad a la cual se ajusta el individuo o el banco para alcanzar la composición deseada de sus activos y pasivos; esta segunda hipótesis no se pretende verificar en este trabajo ya que con los datos disponibles resulta complicado, por no decir imposible, verificarla. De estas anotaciones es claro que, dado el diferencial entre las tasas de interés internas y externas, habrá una tendencia a aumentar la razón de endeudamiento¹⁸.

Sin embargo, dado el diferencial, otros factores tenderán a aumentar o disminuir dicha razón de endeudamiento externo¹⁹. Un factor que puede tener mucha influencia en la razón de endeudamiento externo es la expectativa de devaluación del peso en relación con el dólar; en la medida en que la expectativa sea la de que la devaluación va a aumentar y a eliminar el diferencial o, incluso, volverlo negativo, la razón tenderá a disminuir aún cuando hoy día el diferencial sea positivo. Por tal razón se puede argumentar que incluso si la tasa de cambio sube no hay razón para esperar que la razón de endeudamiento externo aumente,²⁰ ya que las personas o empresas que se endeudan en moneda extranjera probablemente incorporarán el efecto de dichas expectativas para tomar sus decisiones en materia de composición de activos y pasivos. Sin embargo, si uno comprueba que la razón de endeudamiento externo crece continuamente se podría considerar, como una “prueba indirecta”, que las expectativas de devaluación son tales que no alcanzan a cerrar la brecha entre la tasa de interés doméstica y la internacional²¹; debe quedar claro que este resultado es un indicio de que la hipótesis mencionada puede ser correcta, y no una prueba de la misma. Para probar esta hipótesis se requiere incorporar explícitamente en el análisis el tratamiento de las expectativas de devaluación. El estudio de esta hipótesis no se considera en el presente trabajo.

Otro factor que probablemente tendrá un efecto significativo sobre la razón de endeudamiento externo de los bancos es su escala de operaciones. Es así como en la medida en que los bancos comer-

¹⁸ Esta razón de endeudamiento externo no crece inmediatamente a infinito porque, entre otras cosas, hay costos de ajuste, la demanda por financiamiento externo no es lo suficientemente grande como para que la razón adquiriera ese valor, y porque, sin duda alguna, el riesgo del prestamista puede crecer considerablemente como para hacerlo aumentar en forma notoria el interés que cobra por sus préstamos, desestimulando el endeudamiento.

¹⁹ Realmente, el cambio en estos otros factores debe reflejarse en el costo de endeudarse interna o externamente, de manera que estos cambios suponen que modificaciones en las restricciones que enfrentan los bancos se reflejan en variaciones en costos y beneficios relativos y, por lo tanto, tienden a afectar la composición de sus activos y pasivos.

²⁰ Esto dependerá, en parte, de la elasticidad del endeudamiento en pesos a los cambios en la tasa de cambio.

²¹ Esto depende de la elasticidad del endeudamiento externo (en moneda extranjera) en relación con las expectativas de devaluación.

ciales requieran aumentar dicha escala a través de un aumento en sus pasivos, tendrán una preferencia relativa para hacerlo con el extranjero en vez de con el sector privado colombiano ya que la existencia del diferencial hace más rentable el endeudamiento externo que el interno. Entonces es de esperarse que en una economía en crecimiento, que implica una mayor escala de operaciones bancarias, la relación de endeudamiento externo tenderá a aumentar, dado el diferencial de tasas de interés.

Sin duda alguna, un factor que también incide sobre el nivel de endeudamiento externo es el volumen de comercio exterior colombiano; en la medida en que este comercio crezca, y el sector externo sea un componente cada vez más importante de la actividad económica en Colombia, uno espera que, dada una tasa de interés interna mayor que la externa ajustada por devaluación, el volumen de las operaciones de comercio exterior financiadas a través de un mayor endeudamiento externo (pasivos internacionales de los bancos) aumentará en virtud del menor costo que representa para los importadores y exportadores el acudir al mercado internacional de capitales en vez del interno para financiar operaciones de importación y exportación.

Por último, otra variable que puede contribuir a explicar la razón de endeudamiento externo es el porcentaje de depósitos previos para importación. Por lo general, un importador tendrá un presupuesto dado para financiar sus importaciones; si repentinamente le suben el nivel promedio de depósitos previos, su presupuesto se reducirá y lo obligará a buscar financiación adicional. Mientras el mercado interno no le facilite el crédito adicional o tenga la alternativa de adquirirlo más barato en el exterior que internamente, tenderá a endeudarse con el extranjero, directamente o a través de un banco comercial colombiano, aumentando la razón de endeudamiento externo. Conviene anotar que si la prueba de esta hipótesis resulta positiva se puede concluir que en ausencia de prohibiciones al endeudamiento externo, los depósitos previos no son un buen instrumento de manejo monetario y, en algunas ocasiones, el efecto neto sobre la cantidad de dinero de un alza en dichos depósitos puede ser positivo.

En resumen, mientras exista el diferencial entre las tasas de interés internas y externas ajustadas por devaluación, la mayor participación del sector externo en la economía, la ampliación de las operaciones bancarias y el aumento de los depósitos previos tenderán a incrementar la razón de endeudamiento externo. Por otra parte, variaciones en el diferencial no afectarán el deseo de aumentar el nivel de endeudamiento, aun cuando sí pueden influir la velocidad a la cual se desea realizar el endeudamiento. En este caso, es de esperarse que variaciones en el diferencial en las tasas de interés no expliquen estadísticamente la mayor o menor razón de endeuda-

miento externo de los bancos comerciales, pero la existencia del diferencial hace atractivo elevar dicha razón de endeudamiento. Para captar esta tendencia creciente esperada en la razón de endeudamiento externo como consecuencia de la existencia del diferencial permanente en tasas de interés se incluyó una variable de tendencia llamada TIEMPO.

Adicionalmente, para explicar la razón de endeudamiento se introdujeron tres variables ficticias por las siguientes razones: 1) Para incorporar los problemas de estacionalidad presentes en el cuarto trimestre de cada año, cuando se reducen los pasivos de los bancos comerciales con el sector privado colombiano, se introdujo la variable ficticia DUM 1, cuyo valor es uno cuando se está en el cuarto trimestre del año y cero para cualquier otro trimestre²²; 2) Como hay unos cuantos períodos en los cuales la tasa de interés internacional ajustada por devaluación es superior a la tasa interna de interés es de esperarse que la razón de endeudamiento externo se reduzca; para incorporar este efecto se utilizó la variable ficticia DUM2 cuyo valor es uno cuando ocurre el fenómeno mencionado y cero cuando sucede lo contrario; 3) Finalmente, como hay varios períodos en los cuales se prohíbe el endeudamiento externo se utilizó una variable ficticia DUM3 que adquiere el valor de uno cuando existe la prohibición y de cero en caso contrario.

Con base en estas consideraciones se hizo un análisis econométrico que explica la razón de pasivos internacionales de los bancos comerciales (en pesos) a pasivos de los bancos comerciales con el sector privado (PROM) como una función de las relaciones PRO 1 (Importaciones en pesos constantes + Exportaciones en pesos constantes) / (Producto Interno Bruto en pesos constantes), PRO 2 (Cartera a Corto Plazo de los Bancos Comerciales en pesos constantes) / (Producto Interno Bruto (en pesos Constantes), PRO 3 (Depósitos Previos/Importaciones)²³. Y de las variables TIEMPO, DUM 1, DUM 2, y DUM 3. Las estimaciones se hicieron con los valores logarítmicos de las variables PROM, PRO 1, PRO 2 y PRO 3 de manera que la forma general de la ecuación estimada es:

$$(1) \quad \text{Log PROM} = a_1 + b_1 \text{ TIEMPO} + c_1 \log \text{PRO 1} + d_1 \log \\ \text{PRO 2} + e_1 \log \text{PRO 3} + f_1 \text{ DUM 1} + g_1 \text{ DUM 2} + h_1 \\ \text{DUM 3}$$

²² Se hicieron pruebas para determinar si había estacionalidad en los otros trimestres del año y los resultados fueron negativos.

²³ Para este caso si tienen dos estimaciones alternativas dependiendo de si se usa en el denominador el valor de los registros de importación o el valor de las importaciones según manifiestos de aduana.

CUADRO No. 3
COEFICIENTES ESTIMADOS PARA LA PRUEBA DE HIPOTESIS DE MOVILIDAD DE CAPITALES
(Estimaciones logarítmicas)

| Término Constante | Tiempo | DUM 1 | DUM 2 | DUM 3 | L PRO 1 | L PRO 2 | L PRO 3 ^a | R ² corregido | F | Durbin Watson |
|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|----------------------|--------------------------|-------|---------------|
| -0.0484 | 0.0627 (0.006) | 0.0811 (0.059) | -0.1477 (0.082) | -0.1718 (0.292) | 0.6216 (0.163) | 2.4318 (0.025) | 0.1353 | 0.9024 | 45.91 | 2.2720 |
| -0.0331 | 0.0619 (0.006) | | -0.1566 (0.083) | -0.1517 (0.071) | 0.6996 (0.291) | 2.4473 (0.165) | 0.1319 (0.025) | 0.8992 | 51.54 | 2.3868 |
| -0.0144 | 0.0587 (0.006) | 0.0767 (0.065) | -0.1825 (0.087) | | | 2.1566 (0.157) | 0.1307 (0.027) | 0.8697 | 46.37 | 1.8421 |
| -0.045 | 0.0658 (0.006) | 0.1052 (0.061) | -0.1097 (0.085) | -0.1899 (0.075) | | 2.2556 (0.149) | 0.1485 (0.026) | 0.8901 | 46.88 | 1.9354 |
| -0.0456 | 0.0658 (0.006) | 0.0893 (0.061) | | -0.2171 (0.069) | 0.5080 (0.296) | 2.4549 (0.169) | 0.1422 (0.025) | 0.8947 | 49.12 | 1.8824 |
| -0.011 | 0.0602 (0.006) | | | | | 2.2074 (0.164) | 0.1314 (0.028) | 0.8688 | 67.53 | 1.4907 |
| -0.0013 | 0.0589 (0.006) | | -0.1798 (0.088) | | | 2.1593 (0.158) | 0.1306 (0.027) | 0.8680 | 56.89 | 1.9415 |
| -0.0214 | 0.0673 (0.006) | | | -0.1997 (0.152) | | 2.2918 (0.152) | 0.1498 (0.026) | 0.8798 | 63.21 | 1.9082 |
| -0.0433 | 0.0678 (0.006) | 0.1081 (0.062) | | -0.2227 (0.072) | | 2.2987 (0.147) | 0.1519 (0.026) | 0.8876 | 54.69 | 1.6920 |
| -0.0050 | 0.0579 (0.006) | 0.0535 (0.068) | | | 0.5514 (0.337) | 2.3776 (0.191) | 0.1214 (0.028) | 0.8627 | 43.72 | 1.5876 |

^a Los datos de L PRO 3 para esta regresión corresponden a Depósitos Previos/Valor de los Manifiestos de Importación.

En los cuadros Nos. 3 y 4 se presentan los resultados de las estimaciones, los cuales muestran que los coeficientes estimados son muy significativos estadísticamente y tienen los signos esperados²⁴; aun cuando la ecuación (1) es la básica para hacer las estimaciones, se presentan también resultados de estimaciones para un menor número de variables explicativas.

De los cuadros se puede ver que las variables TIEMPO y escala de operaciones bancarias (PRO 2) son las más significativas, aun cuando casi todas son significativas a niveles superiores al 95% de confianza para cada una de las distintas regresiones. Por otra parte, los coeficientes de correlación corregidos indican que las variables utilizadas explican entre el 86% y el 90% de las variaciones en la variable dependiente. Por último, los valores del "estadístico" Durbin-Watson muestran que no existe autorrelación de los residuos.

Conviene anotar que con las estimaciones logarítmicas el coeficiente estimado da directamente el valor de la elasticidad de la variable dependiente en relación con la variable independiente pertinente, valor que puede ser útil conocerlo para propósitos de política económica. Estos resultados también arrojan información sobre la eficacia de algunos instrumentos de control monetario y los efectos indirectos que ellos pueden producir; así, en el caso de los depósitos previos un aumento de éstos tiende a incrementar el endeudamiento externo y a anular el efecto de contracción monetaria que se persigue cuando se aumentan dichos depósitos, lo cual indica lo ineficiente que pueden ser éstos como instrumento de "control" de la oferta monetaria²⁵. Por otra parte, un aumento en la escala de operaciones bancarias a través de un mayor crédito puede aumentar los medios de pago en más de lo esperado al inducir un mayor nivel de endeudamiento externo y, por lo tanto, a una entrada de reservas internacionales y creación de dinero.

Un resultado muy interesante tiene que ver con la variable de tendencia TIEMPO, la cual es una forma indirecta de confirmar la hipótesis de que el mercado de capitales colombiano ha estado en desequilibrio en relación con el internacional en los últimos diez años, por lo menos. Por otra parte, este resultado apunta también hacia la conveniencia de investigar la hipótesis de que la tasa esperada de devaluación ha sido inferior al diferencial de tasas de interés, y a la necesidad de determinar la forma como se forman las expectativas de devaluación en Colombia. En cuanto al valor del coeficiente estimado para la variable TIEMPO éste indica que la razón de endeu-

²⁴ Al realizar el proceso de estimación por etapas es sorprendente la estabilidad de estos coeficientes, tanto en sus desviaciones típicas como en su valor estimado, lo cual es una evidencia de la poca correlación que existe entre las diferentes variables explicativas.

²⁵ La historia económica colombiana del último cuarto de siglo ha estado plagada de la utilización de los depósitos previos como variable de control monetario o de desestimulo de las importaciones. Ver Jorge García García, *Op. Cit.*, cap. III.

CUADRO No. 4
 COEFICIENTES ESTIMADOS PARA LA PRUEBA DE HIPOTESIS DE MOVILIDAD DE CAPITALS
 (estimaciones logarítmicas)

| Variable dependiente | Término constante | Tiempo | DUM 1 | DUM 2 | DUM 3 | L PRO 1 | L PRO 2 | L PRO 3 ^a | R ² corregido | F | Durbin Watson |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|----------------------|--------------------------|-------|---------------|
| L PROM | -0.0544 | 0.0622 (0.006) | 0.0769 (0.06) | -0.1446 (0.085) | -0.1417 (0.072) | 0.5016 (0.308) | 2.3586 (0.164) | 0.1374 (0.027) | 0.8966 | 43.13 | 2.2990 |
| L PROM | -0.0397 | 0.0614 (0.006) | | -0.1529 (0.086) | -0.1234 (0.071) | 0.5776 (0.305) | 2.3755 (0.165) | 0.1344 (0.027) | 0.8943 | 48.94 | 2.4067 |
| L PROM | -0.0522 | 0.0653 (0.006) | 0.0959 (0.061) | | -0.1558 (0.074) | | 2.2238 (0.146) | 0.1516 (0.026) | 0.8905 | 47.09 | 2.0453 |
| L PROM | -1.0433 | 0.0589 (0.006) | | -0.1675 (0.081) | -0.1866 (0.073) | 0.7596 (0.285) | 1.7286 (0.548) | 0.1287 (0.024) | 0.8527 | 33.79 | 2.2820 |
| L PROM | -0.0254 | 0.0600 (0.006) | 0.0729 (0.063) | -0.1733 (0.085) | | | 2.1555 (0.15) | 0.1405 (0.027) | 0.8774 | 49.66 | 1.9838 |
| L PROM | -0.0307 | 0.0569 (0.321) | 0.0536 (0.062) | -0.2031 (0.083) | | 0.5741 (0.321) | 2.3169 (0.171) | 0.1254 (0.027) | 0.8861 | 45.06 | 2.2721 |
| L PROM | -0.0129 | 0.0603 (0.006) | | -0.1706 (0.085) | | | 2.1591 (0.151) | 0.1408 (0.027) | 0.8760 | 61.07 | 2.0800 |
| L PROM | -0.0013 | 0.0617 (0.006) | | | | | 2.2076 (0.156) | 0.1427 (0.028) | 0.8640 | 73.01 | 1.6569 |
| L PROM | -0.0304 | 0.0669 (0.006) | | | -0.1685 (0.071) | | 2.2638 (0.148) | 0.1540 (0.027) | 0.8817 | 64.36 | 1.9949 |
| L PROM | -0.0506 | 0.0672 (0.006) | 0.0988 (0.062) | | -0.1886 (0.070) | | 2.2668 (0.144) | 0.1549 (0.026) | 0.8876 | 54.70 | 1.7111 |

^a Los datos de L PRO 3 para hacer esta regresión corresponden a Depósitos Previos/Valor de los Registros de Importación.

damiento externo aumenta a una tasa del 26% anual aproximadamente (6% trimestral).

En relación con la variable DUM 2 el coeficiente estimado tiene el signo esperado y es significativo. La importancia de este resultado está en que muestra que la razón de endeudamiento externo sí es sensible a cambios en el signo del diferencial de tasas de interés, lo cual es de suma importancia para el manejo de las políticas cambiaria, monetaria y fiscal, por los efectos que cambios en éstas pueden tener sobre la tasa de interés nominal interna o la externa ajustada por devaluación y, por ende, en la tasa de acumulación o pérdida de reservas internacionales, entre otros.

V. CONCLUSIONES

Este trabajo ha intentado mostrar el significado de la existencia de movilidad de capitales tanto a nivel teórico como para la economía colombiana. A nivel teórico se muestra la importancia de la movilidad de capitales para contribuir a resolver problemas de desempleo o inflación cuando se aplican políticas monetarias o fiscales en un régimen de tasa de cambio fija; posteriormente se examinan las implicaciones de una política que prohíbe permanentemente la movilidad de capitales o trata de bajar las tasas de interés domésticas a niveles inferiores a los congruentes con equilibrio general del sistema por medio de expansión monetaria.

En esta primera parte se muestra la interdependencia entre los diferentes mercados y la principal conclusión que se obtiene del análisis es la de que un cambio en una variable de política, hecho con el objeto de afectar un cierto mercado, tiene también efectos secundarios sobre otras variables, los cuales, si se quieren evitar, hacen necesaria la utilización de otros instrumentos de política económica²⁶.

En la parte empírica del trabajo se examina la importancia de la movilidad de capitales en Colombia y de los factores que pueden determinar dicha movilidad. Se concluye que el diferencial permanente entre las tasas de interés internas y externas ajustadas por devaluación no se explica en términos de riesgo y costos de transacción, solamente, que entre el período 1968-1977 este diferencial ha estimulado a los bancos comerciales a aumentar su razón de endeudamiento externo a una tasa del 25% anual aproximadamente, y que dicha razón también aumenta en la medida que crece la participación del sector externo en la economía colombiana, se aumenta la escala

²⁶ Este resultado de la interdependencia de distintos instrumentos y diferentes mercados a nivel macroeconómico se conoce hace mucho tiempo; sin embargo, es conveniente tenerla presente siempre. Ver J. E. Meade, *The Balance of Payments*, London: Oxford University Press, 1951.

de las operaciones bancarias o se alteran los depósitos previos para importación.

Los hallazgos anteriores son de particular importancia para tomar decisiones de política económica en Colombia, en especial cuando se tiene objetivos de mediano y largo plazo que implican reformas a los mercados de capitales, financiero, crediticio y cambiario. En particular, si se quiere tener una mejor asignación de recursos productivos y una menor tasa de inflación, es necesario eliminar o reducir el diferencial en tasas de interés y permitir una mayor libertad al movimiento de capitales, ya que las prohibiciones a este movimiento no resuelven el problema económico subyacente en la economía colombiana. Para obtener esta mejor asignación de recursos se requiere reducir la tasa de interés nominal interna o aumentar la tasa de devaluación. Dado que en este momento el nivel de reservas internacionales que tiene la economía colombiana es bastante alto, que las previsiones de ingresos de moneda extranjera en el mediano plazo son favorables y que existe una tasa de inflación relativamente alta, lo más edecuado en el corto plazo es continuar, por medio de restricción monetaria, con la política de estabilización de precios seguida hasta el momento, y tratar de reducir la tasa de inflación a niveles más bajos sin eliminar la prohibición **temporal** de importación de capitales. La eliminación de estas restricciones en el **muy corto plazo** crearía serios desajustes a la economía colombiana y, en especial, aceleraría las presiones inflacionarias, perjudicando los esfuerzos de estabilización que se han hecho hasta ahora y acabando con cualquier perspectiva de estabilidad de precios y mayor libertad al movimiento de capitales en el mediano plazo.

Por otra parte, en la medida que las presiones inflacionarias ceden será posible eliminar una serie de trabas administrativas que impiden el movimiento de capitales, encarecen las transacciones internacionales, hacen menos eficiente el funcionamiento de los bancos comerciales y de las empresas, y evitan la competencia de fuentes externas de financiación contribuyendo así a una mayor concentración en el sector bancario. La reducción de los controles administrativos contribuirá también a producir una mayor eficiencia en el uso de los instrumentos de política económica.

Finalmente, considero que el trabajo no es una explicación definitiva de los factores que determinan la movilidad de capitales en Colombia, a pesar del buen ajuste estadístico obtenido, y sugiere, entre otros, una serie de puntos que merecen investigarse más detalladamente, como son:

A. Determinar más claramente los factores que han afectado el diferencial entre las tasas internas y externas de interés, al igual que los niveles absolutos de éstas. Esto requiere, por supuesto, un análisis muy detallado de las medidas que se han tomado al respecto.

B. Para poder conocer mejor la mayor o menor eficiencia de los diferentes instrumentos de control monetario es conveniente examinar la manera como los bancos responden a cambios en los costos o beneficios relativos de sus operaciones y cómo se manifiesta esto en la composición de sus activos y pasivos.

C. Para propósitos de manejo monetario es necesario conocer en detalle cómo afectan los movimientos de capitales la base monetaria y los canales a través de los cuales se manifiesta este movimiento.

D. El papel que juegan las expectativas de devaluación sobre la balanza de capitales, la balanza cambiaria, la determinación de la estructura de plazos de la deuda externa, la composición de los pasivos y activos de los bancos comerciales y sus efectos sobre la base y el multiplicador monetarios.

E. La contribución de una mayor libertad al movimiento de capitales internacionales al desarrollo de un mercado de capitales interno eficiente y competitivo.

ANEXO No. 1
VALOR DE LAS IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES COLOMBIANAS
(Millones de US\$)

| Año | Trimestre | Importaciones ^a | Exportaciones ^b |
|------|-----------|----------------------------|----------------------------|
| 1968 | I | 121.8 | 128.4 |
| | II | 135.4 | 140.2 |
| | III | 124.5 | 144.0 |
| | IV | 115.5 | 127.4 |
| 1969 | I | 125.4 | 131.5 |
| | II | 166.0 | 168.2 |
| | III | 200.8 | 150.7 |
| | IV | 179.2 | 157.1 |
| 1970 | I | 160.2 | 210.3 |
| | II | 175.5 | 202.2 |
| | III | 207.1 | 175.1 |
| | IV | 204.8 | 135.3 |
| 1971 | I | 226.2 | 162.6 |
| | II | 235.7 | 187.5 |
| | III | 234.8 | 169.0 |
| | IV | 214.3 | 172.5 |
| 1972 | I | 171.6 | 176.8 |
| | II | 184.1 | 200.8 |
| | III | 187.9 | 225.5 |
| | IV | 203.4 | 238.9 |
| 1973 | I | 212.8 | 236.1 |
| | II | 215.1 | 285.6 |
| | III | 227.6 | 305.5 |
| | IV | 315.5 | 350.2 |
| 1974 | I | 261.1 | 357.2 |
| | II | 321.2 | 370.5 |
| | III | 358.3 | 279.6 |
| | IV | 380.3 | 338.4 |
| 1975 | I | 426.4 | 334.9 |
| | II | 376.0 | 341.4 |
| | III | 343.0 | 355.6 |
| | IV | 332.8 | 434.5 |
| 1976 | I | 355.7 | 371.7 |
| | II | 400.2 | 449.4 |
| | III | 439.6 | 389.6 |

FUENTE: DANE, *Boletín Mensual de Estadística* varios ejemplares. Cuadros Nos. 5. 2.2. y 5.3.1.

^a Importaciones valor CIF

^b Exportaciones valor FOB

ANEXO No. 2
CONSUMO DE ENERGIA ELECTRICA PARA USOS INDUSTRIALES
 (Millones de KWH)

| Años | Trimestre | Consumo Trimestral | Consumo Anual |
|------|-----------|--------------------|---------------|
| 1960 | | | 702.2 |
| 1961 | | | 732.8 |
| 1962 | | | 819.6 |
| 1963 | | | 929.9 |
| 1964 | | | 1.011.1 |
| 1965 | | | 1.088.6 |
| 1966 | | | 1.208.5 |
| 1967 | | | 1.262.8 |
| 1968 | I | 331.9 | |
| | II | 330.2 | |
| | III | 365.7 | |
| | IV | 351.9 | 1.379.7 |
| 1969 | I | 350.4 | |
| | II | 375.5 | |
| | III | 397.6 | |
| | IV | 421.2 | 1.544.7 |
| 1970 | I | 417.8 | |
| | II | 406.1 | |
| | III | 476.9 | |
| | IV | 445.9 | 1.746.8 |
| 1971 | I | 456.3 | |
| | II | 473.6 | |
| | III | 524.9 | |
| | IV | 496.1 | 1.950.9 |
| 1972 | I | 521.7 | |
| | II | 524.7 | |
| | III | 571.8 | |
| | IV | 553.8 | 2.172.0 |
| 1973 | I | 584.2 | |
| | II | 595.0 | |
| | III | 680.4 | |
| | IV | 629.7 | 2.489.3 |
| 1974 | I | 654.4 | |
| | II | 633.2 | |
| | III | 694.4 | |
| | IV | 674.0 | 2.656.0 |
| 1973 | I | 671.7 | |
| | II | 648.6 | |
| | III | 697.8 | |
| | IV | 699.4 | 2.717.5 |
| 1976 | I | 737.2 | |
| | II | 736.3 | |
| | III | 810.3 | |
| | IV | 771.4 | 3.055.2 |

FUENTE: Banco de la República — *Revista del Banco de la República*, varios números. Cuadro 7, 3, 4. Antes de 1970 se tomaron los Indices y se transformaron a KWH. Después de 1970 los datos se tomaron en KWH.

ANEXO No. 3
PRODUCTO INTERNO BRUTO
ANUAL Y TRIMESTRAL ESTIMADO
(Millones de pesos de 1970)

| Años | Trimestre | P.I.B. Trimestral ^a Estimado | P.I.B. Anual |
|------|-----------|--|--------------|
| 1960 | | | 77.845 |
| 1961 | | | 82.042 |
| 1962 | | | 86.142 |
| 1963 | | | 89.307 |
| 1964 | | | 94.708 |
| 1965 | | | 98.156 |
| 1966 | | | 103.674 |
| 1967 | | | 107.615 |
| 1968 | I | 28.432 | |
| | II | 28.396 | |
| | III | 29.131 | |
| | IV | 28.844 | 114.804 |
| 1969 | I | 29.781 | |
| | II | 30.316 | |
| | III | 30.790 | |
| | IV | 31.294 | 122.182 |
| 1970 | I | 32.175 | |
| | II | 31.916 | |
| | III | 33.476 | |
| | IV | 32.793 | 130.361 |
| 1971 | I | 33.764 | |
| | II | 34.155 | |
| | III | 35.309 | |
| | IV | 34.661 | 137.889 |
| 1972 | I | 36.658 | |
| | II | 36.729 | |
| | III | 37.832 | |
| | IV | 37.410 | 148.629 |
| 1973 | I | 38.888 | |
| | II | 39.146 | |
| | III | 41.186 | |
| | IV | 39.975 | 159.195 |
| 1974 | I | 41.960 | |
| | II | 41.436 | |
| | III | 42.948 | |
| | IV | 42.444 | 168.787 |
| 1975 | I | 43.868 | |
| | II | 43.277 | |
| | III | 44.535 | |
| | IV | 44.577 | 176.257 |
| 1976 | I | 45.630 | |
| | II | 45.607 | |
| | III | 47.503 | |
| | IV | 46.506 | 185.246 |

FUENTE: Banco de la República — Cuentas Nacionales.

^a El PIB trimestral se estimó a partir de la siguiente ecuación:

$$\text{PIB} = 48.2163 + 0.0462 \text{ CEEUI.}$$

$$R^2 \text{ corregido} = 0.9956, F(1,14) = 3358.3, t = 57.951, \text{ Durbin-Watson} = 1.3592$$

ANEXO No. 4

VALOR DE LOS REGISTROS DE IMPORTACION Y DE LOS DEPOSITOS PREVIOS

(Miles de pesos)

| Años | Trimestres | Importaciones totales ^a | Depósitos previos ^b | (2) / (3) |
|------|------------|------------------------------------|--------------------------------|-----------------|
| | | (1) | (2) | (en porcentaje) |
| 1968 | I | 2.317 | 1.858 | 80.2 |
| | II | 2.515 | 1.840 | 73.2 |
| | III | 2.363 | 2.064 | 87.3 |
| | IV | 2.733 | 1.879 | 68.8 |
| 1969 | I | 2.662 | 2.080 | 78.1 |
| | II | 3.248 | 2.111 | 65.0 |
| | III | 3.462 | 2.184 | 63.1 |
| | IV | 3.784 | 2.159 | 57.1 |
| 1970 | I | 3.912 | 2.422 | 61.9 |
| | II | 4.363 | 2.452 | 56.2 |
| | III | 4.408 | 2.560 | 58.1 |
| | IV | 4.381 | 2.402 | 54.8 |
| 1971 | I | 3.798 | 2.598 | 68.4 |
| | II | 4.029 | 2.465 | 61.2 |
| | III | 3.972 | 2.423 | 61.0 |
| | IV | 3.928 | 2.144 | 54.6 |
| 1972 | I | 4.333 | 2.234 | 51.6 |
| | II | 4.991 | 2.296 | 46.0 |
| | III | 4.950 | 2.356 | 47.6 |
| | IV | 5.587 | 2.496 | 44.7 |
| 1973 | I | 6.378 | 2.464 | 38.6 |
| | II | 7.105 | 2.089 | 29.4 |
| | III | 10.185 | 1.686 | 16.6 |
| | IV | 8.567 | 1.158 | 13.5 |
| 1974 | I | 10.853 | 1.089 | 10.0 |
| | II | 10.526 | 760 | 7.2 |
| | III | 13.199 | 758 | 5.7 |
| | IV | 12.167 | 707 | 5.8 |
| 1975 | I | 12.166 | 595 | 4.9 |
| | II | 11.980 | 288 | 2.4 |
| | III | 11.151 | 64 | 0.6 |
| | IV | 11.349 | 14 | 0.1 |
| 1976 | I | 16.460 | 29 | 0.2 |
| | II | 16.338 | 26 | 0.2 |
| | III | 19.202 | 20 | 0.1 |
| | IV | 16.538 | 17 | 0.1 |
| 1977 | I | 19.447 | — ^c | — |
| | II | 25.524 | — | — |
| | III | 21.942 | — | — |

FUENTE: ^a INCOMEX, *Comercio Exterior de Colombia*, varios números.

^b Banco de la República. *Revista del Banco de la República* Cuadro 1, 1, 11, varios números. Incluye depósitos para importaciones y depósitos previos para giros al exterior por Resolución 53 de 1964 de la Junta Monetaria.

^c No existen datos.

ANEXO No. 5
FECHAS DE AUTORIZACION Y PROHIBICION
AL ENDEUDAMIENTO EXTERNO PRIVADO
1968-1976

| Años | Trimestres | Categoría | Resoluciones Junta Monetaria y fecha |
|------|------------|-----------|---|
| 1968 | I | 0 | Decreto-Ley 444, Art. 127 y 128 y Resolución 13/67 (Marzo 22, 1967) |
| | II | 0 | |
| | III | 0 | |
| | IV | 0 | |
| 1969 | I | 0 | |
| | II | 0 | |
| | III | 0 | |
| | IV | 0 | |
| 1970 | I | 0 | |
| | II | 0 | |
| | III | 0 | |
| | IV | 0 | |
| 1971 | I | 0 | |
| | II | 0 | |
| | III | 0 | |
| | IV | 0 | |
| 1972 | I | 0 | |
| | II | 0 | |
| | III | 0 | |
| | IV | 1 | |
| 1973 | I | 0 | Resolución 69/72 (Octubre 30) |
| | II | 0 | |
| | III | 1 | |
| | IV | 1 | |
| 1974 | I | 1 | |
| | II | 1 | |
| | III | 1 | |
| | IV | 1 | |
| 1975 | I | 0 | Resolución 73/74 (Octubre 21) |
| | II | 0 | |
| | III | 0 | |
| | IV | 0 | |
| 1976 | I | 0 | Resolución 14/76 (Marzo 10) |
| | II | 1 | |
| | III | 1 | |
| | IV | 1 | |

FUENTE: Banco de la República, *Revista del Banco de la República* varios ejemplares. La cifra 0 significa que la Junta Monetaria permite el endeudamiento externo. La cifra 1 significa que la Junta Monetaria prohíbe o suspende de alguna manera la entrada de divisas por deuda externa o préstamos.

BIBLIOGRAFIA

- Bailey, M. J., **National Income and the Price Level**, 2ª edición (New York: McGraw-Hill, 1971).
- Banco de la República - Asociación Bancaria de Colombia - **Financiamiento Externo 1977** (Bogotá: Talleres Gráficos del Banco de la República, 1977).
- Bruce, Neil., "The IS-LM Model of Macroeconomic Equilibrium and the Monetarist Controversy", **Journal of Political Economy**, (October, 1977), 1049-1063.
- Cardona, Martha., "El Crecimiento de las Exportaciones Menores y el Sistema de Fomento de las Exportaciones: Actualización" **Revista de Planeación y Desarrollo**, IX, (Abril-Junio, 1977).
- Corden, W.M. **Inflation, Exchange Rates and the World Economy** (Chicago: The University of Chicago Press, 1977).
- Dornbusch, R., "Currency Depreciation, Hoarding and Relative Prices", **Journal of Political Economy** (July/August 1973), 893-915.
- Friedman, M. **A Theoretical Framework for Monetary Analysis** National Bureau of Economic Research Occasional Paper 112 (New York: NBER, 1971).
- García García, Jorge., **A History of Economic Policies in Colombia: 1953-1970** (Tesis para el doctorado, Universidad de Chicago, 1976).
- Meade, J. E., **The Balance of Payments** (London: Oxford University Press, 1951).
- Mundell, R.A., **International Economics** (New York: the MacMillan Company, 1968).
- Prieto, Rafael., "La Deuda Comercial Externa a Corto Plazo", **Revista del Banco de la República**, (Octubre, 1974), 1382-1388.
- Robinson, J., "The Theory of Foreign Exchanges" en H.S. Ellis y L. A. Metzler (eds) **Readings in the Theory of International Trade** (Philadelphia: The Blackinton Company, 1950).
- J. D. Teijeiro y R. A. Elson., "El Crecimiento de las Exportaciones Menores y el Sistema de Fomento de las Exportaciones" **Revista del Banco de la República** (Junio, 1973).

Comentarios

Sebastián Arango Fonnegra

Quiero presentar mis agradecimientos a la Asociación Bancaria y en particular al doctor Eduardo Wiesner por su amable invitación a comentar el trabajo del doctor Jorge García.

Para iniciar, considero oportuno hacer una aclaración a fin de que la audiencia no se sorprenda con mis comentarios —incluidos en el documento distribuido para su lectura— ya que la parte teórica de dicho documento presenta diferencias fundamentales con respecto al que me fue enviado para comentar. Así, varios de los puntos por mí tratados parecerían no solamente desenfocados sino irrelevantes al ser comparados con la última versión del trabajo del doctor García.

Por lo anterior y con el objeto de recobrar el sentido de mis comentarios, aunque no en forma exhaustiva dadas las restricciones de tiempo para revisar la nueva versión ya que la conocí apenas ayer, he adicionado mi texto inicial con un anexo de notas aclaratorias que hacen referencia a algunas de las diferencias entre las dos versiones.

En su trabajo el doctor Jorge García se propone estudiar las interrelaciones entre las políticas cambiaria y monetaria y la efectividad de las políticas monetaria y fiscal bajo diferentes supuestos respecto a la movilidad internacional de capitales, así como las consecuencias del establecimiento de controles al movimiento de capitales y a las tasas de interés.

Con tal propósito, en el capítulo segundo plantea un modelo compuesto de tres mercados, a saber: de bienes y servicios, monetario y cambiario, y describe las características de las curvas de equilibrio de cada uno de ellos. El tercer capítulo lo dedica a una serie de ejercicios teóricos en que, bajo combinaciones diferentes de alternativas en cuanto a tasas de cambio, movilidad de capitales y comportamiento de precios, examina la capacidad de las políticas monetaria y

fiscal para conducir la economía hacia niveles de equilibrio interno y externo; es decir, esencialmente describe el conocido análisis de asignación de políticas de Mundell. En el capítulo cuarto, el autor propone discutir los temas relacionados con controles a los movimientos de capitales y a las tasas de interés y los problemas que dichos controles ocasionan en términos del logro de otros objetivos de política económica.

Finalmente, en el capítulo quinto estudia en forma empírica la movilidad de capitales en el caso colombiano a través de la estimación de una ecuación que explica los pasivos internacionales de los bancos comerciales.

La conclusión general a que he llegado después de leer el documento es la de que, con excepción del último capítulo, se trata de un recuento teórico de las implicaciones que resultan de introducir diferentes supuestos convencionales a un modelo de la economía, también de tipo convencional, implicaciones éstas bastante conocidas en la literatura económica. Debo señalar que no encuentro claro el propósito del autor en presentar tales ejercicios teóricos que, de una parte, aparentemente no reflejan las características de la economía colombiana y, de otra, no se utilizan como soporte del capítulo empírico. (Anexo, Nota 1).

Dada la orientación del trabajo, me veo obligado a concentrar la mayor parte de mis comentarios en el modelo teórico y la compatibilidad de algunos de sus supuestos con el caso colombiano. Para terminar me referiré brevemente al análisis empírico.

I. MODELO TEORICO

En este aparte discutiré primero algunos de los supuestos teóricos utilizados por el autor y, luego analizaré un enfoque alternativo para la explicación de la movilidad internacional de capitales.

Como se anotó anteriormente, el modelo de la economía presentado en el capítulo 2º comprende el mercado de bienes y servicios, el mercado monetario y el mercado cambiario. El primero está concebido dentro de un marco esencialmente clásico, por cuanto los precios se toman como flexibles y la oferta de bienes y servicios y el nivel de empleo están fijos en el corto plazo, el mercado laboral caracterizándose por ausencia de desempleo involuntario e ilusión monetaria.

Sin embargo, los capítulos siguientes parecen basados en un modelo de tipo más general, toda vez que entre los supuestos alternativos que se emplean está el de un nivel de ingresos variable. Concretamente, se toman los casos polares de ingreso fijo-precios flexibles y de ingreso flexible-precios fijos. (Anexo, Nota 2).

En cuanto al mercado monetario, los supuestos corrientes son utilizados por el lado de la demanda, es decir, una demanda por di-

nero dependiente del nivel de ingreso y la tasa de interés. Para la oferta, dos alternativas extremas son planteadas; la primera se refiere a una oferta totalmente exógena, en tanto que en la segunda, cambios en ella son ocasionados exclusivamente por déficits o superávits en balanza de pagos. En este último caso, por lo tanto, la posibilidad de variaciones en la oferta por financiación de déficits fiscales o por propósitos puramente de política monetaria quedan totalmente excluidos.

Sin embargo, en el análisis subsiguiente sobre efectividad de políticas se habla de cambios en la base monetaria inducidos por déficits o superávits en balanza de pagos y, simultáneamente, se plantean políticas monetarias expansionistas o contraccionistas. Tal combinación no puede estar basada en ninguna de las dos funciones de oferta monetaria expuestas; ello requeriría del planteamiento de una oferta que incluyera tanto un componente doméstico como uno de balanza de pagos. (Anexo, Nota 3).

En referencia al mercado cambiario, la balanza comercial está especificada como una función del gasto agregado real y la tasa de cambio real, mientras la balanza de capital está determinada por la tasa de interés real interna. Sobre este particular, son de anotar los problemas relacionados con el concepto de tasa de interés real y la exclusión de la tasa de cambio.

Como lo anota el autor, cuando la tasa de interés internacional se asume constante, el definir los flujos de capital solamente como función de la tasa de interés doméstica, es equivalente a definirlos en función del diferencial entre las dos tasas. Esta equivalencia no sería objetable si la tasa doméstica estuviera definida en términos nominales, por cuanto se estaría implicando que la tasa internacional está dada también en términos nominales. En el trabajo del doctor García el problema surge en razón del uso del concepto de "real", ya que si éste es el que se utiliza para la tasa doméstica, por razones obvias de comparabilidad, debe ser el empleado implícitamente para la internacional.

Ahora bien, desde el punto de vista de los residentes del país doméstico, las tasas de interés real interna e internacional son el resultado de la deflactación de las respectivas tasas nominales por la inflación doméstica, siendo en este caso irrelevante la tasa de inflación externa (recíprocamente, el inversionista extranjero vería como relevante para su concepto de real la inflación prevaleciente en su economía y por tanto convertiría ambas tasas de interés a términos reales en razón de tal inflación). Por lo tanto, aún si las tasas de interés nominal e inflación internacionales se asumen dadas, la tasa de interés real internacional, vista por los residentes domésticos, no puede tomarse como constante cuando quiera que los precios internos estén variando.

De lo anterior se desprende que resulta más indicado hacer depender la balanza de capitales de la tasa de interés doméstica en términos nominales y no de un concepto real ¹. (Anexo, Nota 4).

En referencia a la omisión de la tasa de cambios, por parte del autor, debe señalarse que puesto que los flujos de capital involucran transacciones de activos financieros denominados en diferentes monedas, variaciones en las tasas de cambios pueden alterar en forma substancial el valor en moneda nacional de los papeles financieros internacionales y, por tanto, su retorno neto. Así, parece razonable asumir que las expectativas acerca de la tasa de cambio constituyen una variable de decisión relevante para la determinación de los flujos de capital, adicionalmente a la tasa de interés. El no tomar en cuenta las variaciones en el valor de las divisas es equivalente a asumir que los flujos de capital se llevan a cabo dentro de un área monetaria común.

El análisis teórico relacionado con la movilidad internacional de capitales en el trabajo que comento se fundamenta en la comunmente llamada "teoría de flujos", la cual afirma esencialmente que los flujos financieros internacionales dependen de los niveles de las tasas de interés.

Las implicaciones sobre asignación de políticas fiscal y monetaria de este enfoque son claras en cuanto a lograr simultáneamente objetivos internos y de balanza de pagos. Es así como, por ejemplo, un país estaría en capacidad de incentivar la demanda agregada a través de política fiscal y, al mismo tiempo, compensar el deterioro inducido en su cuenta comercial por medio de una política de restricción monetaria que, de lograr un nivel más alto en las tasas de interés, induce influjos de capital que tienden a permanecer en la medida en que las tasas de interés internas sean superiores a las externas.

A pesar de que el enfoque de flujos utilizado por el autor sirvió de base para importantes desarrollos teóricos como el notable análisis de Mundell ² sobre asignación de políticas, así como para el desarrollo de trabajos empíricos sobre flujos de capital ³, su fundamentación teórica ha sido objetada ya que presenta serias inconsistencias

¹ Para aclarar más este argumento es conveniente utilizar un ejemplo. El uso de la tasa doméstica en términos reales en la función que define la balanza de capitales, indicaría una salida de éstos cuando dicha tasa disminuye por razones de un incremento en la inflación. Ceteris-paribus, sin embargo, no habría razones para ello puesto que, por una parte, los nacionales ven disminuida la tasa de interés real internacional en exactamente la misma proporción y, por otra, para los extranjeros las dos tasas permanecen invariables ya que son indiferentes a la inflación del país en cuestión. Es decir, visto desde cualquier ángulo, el diferencial de tasas permanece constante, fenómeno que sí sería capturado por medio de la tasa doméstica en términos nominales.

² R. Mundell, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, Mayo de 1960.

³ Sobre esto verse Z. Hodjera, "International Short-Term Capital Movements: A Survey of Theory and Empirical Analysis", *Staff Papers*, Noviembre de 1973.

no solamente con lo observado empíricamente sino con la "teoría de portafolio" sobre distribución de activos.

La teoría de flujos no puede explicar fenómenos que tienen lugar en el mundo real, tales como movimientos internacionales de capital en ambos sentidos simultáneamente, la ocurrencia de entradas (salidas) con un diferencial negativo (positivo) en las tasas y el hecho de que diferenciales en las tasas tiendan a perpetuarse aún en la ausencia de controles. Tales fenómenos, sin embargo, pueden ser claramente racionalizados a través de un enfoque de stocks, basado en la teoría de portafolio.

Esta última afirma que una determinada distribución de un portafolio depende de una estructura dada de tasas de retorno y estimativos de riesgo ⁴. De tal manera que, *ceteris paribus*, son cambios en las tasas de retorno los que inducen una redistribución del portafolio y, por ende, flujos de capital. Así vistas las cosas, no son niveles altos sino niveles crecientes en las tasas de interés lo que genera flujos continuos de capital.

Como lo anota Harry Johnson ⁵: "La distinción entre déficits de "stock" y "flujo" en balanza de pagos es importante tanto para la teoría como para la política práctica, aunque el análisis teórico refinado generalmente se ha concentrado en déficits de "flujo" sin hacer una distinción explícita. La importancia de la distinción se origina en el hecho de que un déficit de "stock" es inherentemente temporal y no implica un deterioro real de la posición económica del país, mientras un déficit de "flujo" no es inherentemente temporal y puede implicar un deterioro de la posición económica del país".

Dentro de este marco de análisis, tres efectos diferentes pueden ser aislados en la explicación de los flujos internacionales de capital. Primero, un efecto de ajuste, por una sola vez, en los stocks de activos causado por cambios en las tasas de interés y/o los niveles de riesgo. Segundo, un efecto de flujo continuo originado en la distribución marginal de los incrementos en los niveles de riqueza ⁶. Finalmente, un efecto de flujo continuo inducido por las tasas de interés ya que como cambios en aquellas originan redistribuciones de la riqueza entre diferentes activos, el flujo continuo que obedece al crecimiento de la riqueza se ve afectado.

Varias son las implicaciones de política que se derivan de la teoría de portafolio, la siguiente siendo de especial importancia para el caso

⁴ El elemento de riesgo nace de la incertidumbre sobre la evolución esperada de los diferentes activos. Tal incertidumbre se traduce en una relación retorno-riesgo que dá origen a la diversificación del portafolio de inversiones.

⁵ H. G. Johnson, "Towards a General Theory of The Balance of Payments". En R. Caves and H. Johnson (eds.), *Readings in International Economics*. A.E.A., Irwin, Inc., 1968, p. 379.

⁶ *Ceteris paribus*, incrementos marginales en la riqueza son distribuidos entre los diferentes componentes del portafolio, incluyendo activos financieros externos.

en estudio. Si se presenta una situación deficitaria en balanza comercial y se toman medidas de política tendientes a incrementar las tasas de interés internas con el fin de mejorar la situación de balanza de pagos, se lograría únicamente una mejora momentánea puesto que el influjo de capitales inducido por el incremento en las tasas de interés tiene el carácter de **temporal**.

A la luz de lo anterior, algunas de las conclusiones a que llega el doctor García dejarían de ser válidas. Como ejemplos pueden citarse los siguientes. En su análisis de la efectividad de la política monetaria en un régimen de tasas de cambios fijas anota: ⁷.

“... esta estrategia no tiene éxito porque se baja la tasa de interés y se crea un déficit en balanza de pagos que reduce la cantidad de dinero, mientras la tasa de interés interna sea menor que la internacional habrá una salida de capitales y una reducción en la cantidad de dinero”.

Similarmente, para el caso de tasas de cambio flexibles señala ⁸ :

“Si la demanda por bienes y servicios no aumenta lo suficiente como para hacer volver la tasa de interés a su nivel inicial, se mantendrá el déficit en balanza de pagos y el peso se seguirá devaluando hasta cuando el aumento en la demanda por bienes y servicios aumente la tasa de interés y la iguale con la internacional”.

Dentro del enfoque de stocks, el hecho de que la tasa de interés doméstica se encuentre a niveles inferiores a la internacional no implica una salida permanente de capitales y, por lo tanto, no conduce a perpetuar el déficit de balanza de pagos o la devaluación hasta cuando las tasas se igualen. Cuando por política monetaria, se alcanza una tasa de interés doméstica inferior a la internacional, se produce una salida de capitales, originada en el ajuste de stocks, cuya magnitud no puede ser mantenida una vez se llegue a un nuevo equilibrio de stocks. Por lo tanto, para que el déficit o la devaluación persistan no basta que la tasa de interés interna permanezca a un nivel inferior a la internacional, la única forma de prolongarlos sería a través de reducciones sucesivas en la tasa de interés interna.

Otra diferencia importante en implicaciones de políticas, de especial relevancia para el caso colombiano, hace referencia a la relación tasa de interés-tasa de devaluación. Dentro de un contexto de teoría de flujos, un país que adopta un sistema de mini-devaluación permanente enfrenta una salida continua de capitales hasta cuando la tasa de interés doméstica alcanza un nivel equivalente a la tasa internacional más la tasa de devaluación. El enfoque de stocks

⁷ Página 17 del documento original.

⁸ Página 20 del documento original.

implica, por su parte, que solamente cuando la devaluación se inicia se presenta una salida de capitales y se afecta la tasa de interés doméstica; sin embargo, en tanto el ritmo de devaluación se mantenga constante, no se crean estímulos adicionales para la salida de capitales y por tanto no se continúa presionando hacia arriba la tasa de interés.

Para generalizar, puede concluirse que el enfoque de flujos atribuye una gran eficacia a las medidas de política monetaria encaminadas a influenciar la balanza de pagos, lo cual se basa en el supuesto de un efecto permanente sobre los movimientos de capitales. Al restarle importancia a este efecto, la teoría de stocks enfatiza una mayor efectividad de tal política para propósitos internos.

II. EL MODELO TEORICO Y EL CASO COLOMBIANO

Desafortunadamente el análisis económico convencional carece de modelos agregados que permitan caracterizar adecuadamente los rasgos esenciales de los procesos de ajuste en economías no industrializadas. Quizá ello pueda atribuirse a que, por una parte, el desarrollo de esta profesión ha tomado lugar casi exclusivamente en países desarrollados y, por otra, a la enorme dificultad que presenta el incorporar en un modelo agregado factores tales como la abundancia de controles administrativos, problemas de información, severos desequilibrios de orden estructural, la ausencia de instituciones y mecanismos que faciliten el eficiente funcionamiento de los mercados y otra diversidad de imperfecciones.

D. Seers sintetiza este fenómeno cuando anota ⁹

“... realmente no hemos comprendido, menos aún aceptado, el punto de que nuestra herencia en esta materia fue desarrollada en y para países con los cuales la profesión estaba familiarizada, esto es, economías industriales desarrolladas”.

Vale mencionar algunos de los supuestos explícitos o implícitos de un modelo como el presentado por el autor, entre los que se cuentan: la existencia de una fuerza laboral con un alto grado de homogeneidad, movilidad e información. Un eficiente mercado financiero que cuenta con las instituciones y los mecanismos adecuados que permiten fácil acceso al individuo promedio, quien tiene a su disposición una amplia gama de instrumentos de ahorro y crédito; además, mecanismos de información eficaces y una rápida incorporación de nueva información en la toma de decisiones. La ausencia de controles cualitativos y cuantitativos al comercio exterior y a los movimientos de capitales, la no existencia de control de cambios y una estructura

⁹ D. Seers, “The Limitations of The Special Case”. *Bulletin of The Oxford Institute of Economics*, Mayo de 1963.

de comercio exterior que garantiza elasticidades precio de importaciones y exportaciones suficientemente altas como para asegurar que una devaluación tiende a corregir, en el corto plazo, una situación deficitaria de balanza de pagos ¹⁰. Para resumir, se asume un alto grado de competitividad, el libre funcionamiento de los mercados y que las transacciones en ellos se efectúan a precios de equilibrio. (Anexo, Nota 5).

Así como ejemplo, se hace difícil concebir, para el caso colombiano, el supuesto que se utiliza en el trabajo con relación al control de la tasa de interés. Allí se anota ¹¹ :

“En cuanto al control en la tasa de interés, se supone que éste se efectúa a través de una expansión en los medios de pago y no de un decreto o resolución que la ‘fije’, ya que la única manera como tendría sentido ‘bajar’ la tasa de interés en un contexto macroeconómico es a través de la utilización de los instrumentos de política económica”.

Sobre este particular, no debe olvidarse que aunque a nivel teórico se habla de la “tasa de interés”, en la práctica existe toda una gama de ellas. Por lo tanto, cuando se afirma que, por política monetaria se mueve la tasa de interés, lo que se está implicando es que toda la estructura de tasas de interés se ve afectada lo que, a su turno, requiere de un mercado financiero bastante desarrollado ¹².

No se requiere de un análisis muy detenido para poder concluir que el conjunto de supuestos anotado no es compatible con las características generales de una economía en desarrollo como la colombiana y que, por tanto, los modelos convencionales no son los más apropiados para la descripción de estas economías.

Es importante enfatizar de nuevo las enormes dificultades con que se tropieza al tratar de llevar a un modelo macroeconómico los problemas estructurales e institucionales y las imperfecciones de los mercados que una economía como la colombiana presenta ya que de lograrse hacer, su grado de complejidad podría llegar a dimensiones inmanejables.

Por tal razón parecería aconsejable, de una parte, concentrar los esfuerzos de investigación a un nivel más desagregado en forma que, al reducirse el número de problemas que requieren ser incorporados en forma simultánea, se haga menos complejo su tratamiento. Por

¹⁰ La naturaleza del comercio exterior colombiano no parece garantizar este supuesto. Para un análisis sobre este punto, ver Fernando Montes Negret, “El Control y la Financiación de las Importaciones”, *Primer Simposio sobre Financiamiento Externo*, Banco de la República — Asociación Bancaria de Colombia, Febrero de 1977.

¹¹ Página 24 del documento original.

¹² En el caso colombiano podría argumentarse que movimientos en la oferta monetaria afectan las tasas de interés del mercado no regulado. Aunque esto puede ser cierto, de otros segmentos del mercado financiero no se puede afirmar lo mismo.

la otra, valdría la pena explorar la posibilidad de adoptar importantes desarrollos recientes de la literatura económica sobre el análisis de desequilibrio¹³. Dentro de estos lineamientos, los conceptos de transacciones a precios de equilibrio y de satisfacción de las demandas nacionales son rechazados.

Así podría pensarse en tratar de llevar a este contexto los diferentes sectores de la economía en forma separada. El caso específico del mercado financiero y sus ramificaciones internacionales podría ser concebido dentro de un marco dinámico de desequilibrio entre dos segmentos del mismo mercado, el regulado y el no regulado, dada la restricción de que el segundo se ve afectado por los desequilibrios prevaecientes en el primero.

III. EL TRABAJO EMPIRICO

El estudio empírico de la movilidad internacional de capitales en Colombia presenta obstáculos casi infranqueables dado que las restricciones existentes sobre este tipo de transacciones al sector privado se traducen en la carencia de datos estadísticos para sectores diferentes a la banca comercial. Es natural entonces que el estudio del doctor García se haya visto restringido a investigar exclusivamente las relaciones que gobiernan el endeudamiento externo bancario. Sin duda su trabajo empírico constituye un incentivo importante para promover la investigación en esta área.

El primer punto que deseo comentar en esta sección se relaciona con la argumentación presentada para justificar el modelo que se estima. Como se anotó anteriormente, en el análisis teórico se utiliza un enfoque de "flujos" a los movimientos de capital; igualmente, en el capítulo empírico se argumenta en términos del mismo enfoque cuando se plantea cómo la existencia de un diferencial de tasas de interés debe inducir flujos de capital. No obstante lo anterior, las ecuaciones que el autor estima (tanto las que únicamente menciona como aquella para la cual presenta resultados) representan esencialmente un concepto de "stocks".

En las ecuaciones anotadas se relacionan los niveles de los pasivos internacionales de los bancos con el diferencial de tasas de interés —ya sea expresado en forma cuantitativa o cualitativa—, o sea que la relación funcional que se establece indica cómo cambia el nivel de pasivos cuando cambia el diferencial, es decir, una relación de ajuste de stocks inducido por variaciones en los retornos. Si se quiere ser consistente a nivel empírico con la teoría de flujos, es necesario relacionar el cambio en los niveles de los pasivos con el dife-

¹³ Ver por ejemplo R. Clower, "The Keynesian Counter-Revolution: A Theoretical Appraisal", F. H. Hahn y F. Brechling (eds.), *The Theory of Interest Rates*, Londres 1965, y H. I. Grossman, "Money, Interest and Prices in Market Disequilibrium", *Journal of Political Economy*, Junio de 1971.

rencial de tasas de interés ya que en este caso la relación funcional indica que la mera existencia del diferencial ocasiona flujos (cambios en los stocks) o, lo que es lo mismo, variaciones en los pasivos internacionales.

Coincido con la afirmación hecha por el doctor García sobre la existencia de un desequilibrio permanente en el mercado de capitales colombianos. No comparto, sin embargo, su apreciación de que la no eliminación del diferencial entre tasas de interés interna e internacional sea necesariamente un indicativo de tal desequilibrio, pues dicha apreciación desconoce la existencia de los riesgos inherentes a las transacciones financieras en general y a las internacionales en particular. Estas últimas incorporan tres diferentes categorías de riesgo, a saber, el financiero propiamente dicho, el cambiario y el político. Por lo tanto, equilibrio en el mercado de capitales domésticos no es incompatible con un diferencial permanente entre las tasas de interés doméstico e internacional precisamente por razones de riesgo.

Pasando ahora al modelo estimado en el trabajo, quisiera referirme al rol que se le atribuye a algunas de las variables explicativas. En cuanto al volumen de comercio exterior y la cartera bancaria a corto plazo, su inclusión parece claramente justificada ya que ellas presumiblemente representan las nociones de demanda por crédito externo por parte del sector privado y de la escala de operación bancaria, respectivamente. (Anexo, Nota 6).

No veo clara, sin embargo, la doble interpretación que se le da a la variable tiempo y su relación con la variable ficticia que supuestamente incorpora, en forma cualitativa, el diferencial de tasas de interés ¹⁴. El doctor García inicialmente dice que ¹⁵:

“... es de esperarse que de todas maneras haya una tendencia en el tiempo a un aumento de la razón PROM (variable dependiente); para incorporar este efecto se incluyó una variable tiempo que indica la tendencia al mayor endeudamiento con el exterior”.

Seguidamente anota ¹⁶:

“Por otra parte, como hubo unos cuantos períodos en los cuales la tasa internacional ajustada por devaluación fue inferior a la tasa interna de interés es de esperarse que el nivel de pasivos internacionales de los bancos comerciales se reduzca en relación con sus

¹⁴ El autor indica que se corrieron también regresiones utilizando el diferencial de tasas de interés propiamente dicho, ajustado éste por la tasa de devaluación, sin resultados positivos. Considero que la variable relevante para dicho ajuste sería expectativas sobre variaciones en la tasa de cambio, más bien que la devaluación efectivamente realizada, por cuanto ésta última corresponde a un concepto *ex post*. Reconozco, naturalmente, la dificultad inherente en definir una variable de esta naturaleza y el grado de arbitrariedad que implica el asumir uno u otro mecanismo de formación de dichas expectativas.

¹⁵ Página 47 del documento original.

¹⁶ Página 49 del documento original.

pasivos con el sector privado; para incorporar este efecto se introdujo una variable ficticia (DUM 2), cuyo valor es uno (1) cuando ocurre el fenómeno mencionado y cero cuando sucede lo contrario”.

En el párrafo siguiente señala ¹⁷:

“... la variable que más explica es la variable tiempo, la cual se introdujo con el propósito de capturar el efecto del diferencial en tasas de interés sobre el endeudamiento del sector bancario en el extranjero; se podría decir, entonces, que la variable tiempo, utilizada como variable explicativa alternativa al diferencial **permanente** en la tasa de interés...”.

Encuentro difícil aceptar la segunda interpretación que se le da a la variable tiempo por cuanto no entiendo la forma en que ella puede servir de aproximación para el efecto del diferencial. Adicionalmente, de ser tal apreciación correcta, una de los dos variables —la ficticia o el tiempo— sería redundante. Me parece más adecuado interpretar el tiempo como una variable de tendencia que refleja incrementos en el conocimiento sobre esta clase de operaciones financieras, una creciente incorporación del mercado financiero doméstico a los mercados internacionales, así como continuos ajustes en la evaluación subjetiva del riesgo u otros similares.

Otro punto de interés para comentar es el referente a la definición de la variable que se intenta explicar, o sea pasivos internacionales de los bancos. Si bien, ella debe ser definida en pesos por razones de comparabilidad con el resto de las variables, la no utilización de una tasa de cambios constante para llevar su valor en dólares al equivalente en pesos conlleva un problema de orden econométrico. De no haber sido este el procedimiento utilizado, movimientos en la tasa de cambio generarían cambios en la dimensión de la variable que no obedecen a una variación en la contratación efectiva de deuda externa sino más bien a modificaciones en la valoración de la deuda ya existente y que, por lo tanto, no podrían ser explicadas por las variables independientes. Este problema obviamente redundaría en un sesgo estadístico de los coeficientes estimados.

Un comentario concreto sobre los resultados de la estimación se hace difícil por cuanto el autor no presenta su interpretación de ellos y no es explícito tampoco en identificar todas las variables en el cuadro de resultados empíricos. Así, aunque se puede concluir que tanto el volumen de comercio como la cartera bancaria tienen una influencia positiva sobre el endeudamiento externo, no se puede identificar la magnitud de los efectos ya que la información presentada no permite diferenciar estas dos variables. (Anexo, Nota 7).

¹⁷ Página 49 del documento original.

Es evidente sí que la mayor proporción de la explicación está dada por el tiempo y que la contribución marginal del resto de variables no es apreciable. Quizá la estimación de la ecuación en forma de cambios, al eliminar el factor de tendencia, permitiera juzgar más acertadamente si en efecto el endeudamiento externo bancario puede racionalizarse por medio de factores económicos diferentes a su simple crecimiento en razón del paso del tiempo.

Finalmente, en el modelo que se estima se asume implícitamente que los ajustes en los pasivos internacionales de los bancos, motivados por variaciones en los argumentos explicativos, se efectúan en su totalidad dentro de un período equivalente al de la periodicidad de las observaciones utilizadas (asumo que es trimestral ya que no se especifica explícitamente). Valdría la pena investigar la validez de esa hipótesis a través de la introducción de un mecanismo de ajuste en el modelo.

Para concluir quiero manifestar que el trabajo empírico presentado por el doctor García constituye una contribución al esfuerzo por promover el interés en esta área de investigación y que los comentarios aquí consignados no son más que un intento de contribuir también al mismo propósito. (Anexo, Nota 8).

ANEXO

NOTAS ACLARATORIAS

Nota 1 — Las curvas de equilibrio que menciono en este aparte se refieren a un extenso recuento que sobre este particular el autor hacía en su primera versión. Igualmente, me refiero a alternativas de la tasa de cambio, ya que en aquella se presentaban tales ejercicios.

Cuando anoto: “Esencialmente describe el conocido análisis de asignación de políticas de Mundell”, no es porque haya pasado desapercibida la nota No. 1 a la página décima de la última versión del documento, sino porque dicha cita no aparecía en la versión anterior.

Nota 2 — Cuando me refiero a que “los capítulos siguientes parecen basados en un modelo de tipo más general”, quiero significar que no veía claramente cómo los supuestos hechos por el autor en su primera versión le sirvieran al propósito que intentaba, ya que en ella se anotaba: “Se supone que la oferta de bienes y servicios, está fija en el corto plazo y que los precios son flexibles de manera que hay un nivel único de “empleo”. Y, en nota de pie de página observaba que aunque existían otras alternativas, “...para nuestros propósitos es suficiente el supuesto hecho en el texto”.

Nota 3 — El paréntesis que hago ahora se relaciona con dos supuestos extremos que se presentaban respecto a la función de oferta de dinero y que se hacían explícitos en dos de las ecuaciones pertenecientes al modelo planteado en el primer documento. En esta nueva versión el autor parece sugerir una nueva formulación en la cual la combinación a que me refiero si podría estar basada.

Nota 4 — Por considerar que este punto constituye una observación al modelo inicialmente planteado por el doctor García, que con-

sidero fundamental, me veo obligado a aclarar que en dicho modelo se afirmaba: "Se podría distinguir entre la balanza comercial (Bt) y la balanza de capitales (Bc), donde la primera depende del nivel de gasto y de la tasa de cambio real, y la segunda de la tasa de interés real (r)". Y, en nota de pie de página: "...como se está suponiendo que la tasa de interés en el mercado internacional permanece constante se ha optado por utilizar solamente el nivel de la tasa de interés interna...".

Parece sin embargo, que el autor, para su nueva versión, recapacitó sobre la inconsistencia allí existente y sustituyó el concepto de **tasa real** por el de **tasa nominal** y el de la tasa interna en forma exclusiva por el de diferencial de tasas nominales.

No obstante el haberse introducido la corrección referida, en la página 16 de la nueva versión se vuelve a incurrir en la misma inconsistencia inicial cuando se hace referencia a problemas de presiones inflacionarias y déficit de balanza de pagos; en efecto, se anota: "para simplificar más el análisis se supone que la movilidad de capitales es permitida y perfecta, por lo tanto la tasa de interés real está determinada en el mercado internacional".

Nota 5 — En referencia a este punto, me parece acertado que el autor en su versión final (pág. 18) haya reconocido la importancia que para el éxito de una devaluación representa el tomar en cuenta el problema de elasticidades, ya que en la versión inicial era ignorado.

Nota 6 — Debo aclarar que, de acuerdo con el texto final, debería referirme a **modelos** y no al **modelo**, por cuanto en este último documento se presentan varias versiones funcionales, en adición a la lineal inicialmente planteada; éstas son: la logarítmica y la semilogarítmica. Con todo, no estoy de acuerdo con la afirmación de que: "La ventaja de las estimaciones logarítmicas está en que el coeficiente estimado da directamente el valor de la elasticidad de la variable dependiente en relación con la variable independiente...", por cuanto no existe necesariamente ventaja en el simple hecho de obtener las elasticidades directamente. La ventaja de utilizar una u otra forma funcional debe ser juzgada más bien con base en que ella sea consistente con los supuestos del modelo que se quiere estimar.

Nota 7 — Debo aquí aclarar que este problema ya no se presenta en la última versión, en la cual sí se definen variables, período de estimación y periodicidad de las observaciones.

Nota 8 — A estas conclusiones inicialmente presentadas, quisiera añadir que me complace el hecho de que varios de los puntos que anotaba como fallas al primer documento fueron corregidos en su última versión. Debo sí reiterar mi observación de que el recuento teórico presentado por el doctor García, aún me deja el interrogante de su relevancia para el caso que se proponía examinar.

Comentarios

Pablo Salazar De Heredia

Debo felicitar a la Asociación Bancaria de Colombia por haber tenido la iniciativa de continuar estos simposios que se han convertido en foros de reunión de la inteligencia colombiana. Con seguridad de esta asamblea surgirán importantes conclusiones que facilitarán la toma de decisiones a nivel gubernamental.

Igualmente, agradezco la invitación que he recibido de la Asociación Bancaria y de su presidente, doctor Eduardo Wiesner, para comentar el trabajo del doctor Jorge García "La Política Cambiaria y la Movilidad Internacional de Capitales en Colombia"*.

El alcance de su documento lo especifica con claridad el doctor García cuando en la introducción señala que su ensayo tiene por objeto "examinar la relación que existe entre las políticas cambiaria y monetaria en presencia y ausencia de movilidad internacional de capitales, los problemas que se presentan para controlar la inflación" y situaciones indeseables de balanza de pagos ocasionados por determinadas medidas de índole fiscal, monetario o cambiario. Finalmente, el trabajo tiene también el propósito de establecer las posibles repercusiones del control al movimiento internacional de capitales o de la fijación de tasas arbitrarias de interés.

Sin embargo, la lectura del documento del doctor García nos demuestra que más que un análisis de la política cambiaria y la movilidad internacional de capitales en Colombia es un excelente estudio teórico de la repercusión de determinadas políticas sobre el nivel de precios, la tasa de cambio y la tasa de interés.

En efecto, el doctor García desarrolla un modelo compuesto por tres mercados, bienes y servicios, monetario y cambiario, y después de definirlos examina bajo distintos regímenes cambiarios la efectivi-

* Se refiere al documento inicialmente presentado por el doctor García [N.E.].

dad de los instrumentos monetarios y fiscales sobre el nivel de ingreso nacional y el estado general de precios.

Con disciplina rigurosa García nos demuestra bajo diferentes supuestos cuales son las ventajas o desventajas de utilizar medidas fiscales o monetarias en situaciones de tasas de cambio fijas y flexibles. Su presentación nos permite escoger el instrumento más adecuado para cada supuesto y para cada fin que nos hayamos fijado, bien sea aumentar el producto nacional, o poner coto a un proceso inflacionario o equilibrar la balanza de pagos.

Enseguida García procede a recalcar las dificultades existentes en una economía que controla el movimiento de capitales y sus tasas de interés y que simultáneamente persigue otros objetivos como la adecuada asignación de recursos productivos, el equilibrio interno y el externo o el crecimiento del ingreso nacional. Aquí pone énfasis en la necesidad de no casarse con soluciones de corto plazo para resolver problemas estructurales de largo plazo y sugiere que en estos casos es indispensable tomar medidas que "resuelvan los problemas económicos subyacentes en la estructura de la economía".

Agrega García que cuando, a pesar de la prohibición a la importación de capitales, existe un superávit en la balanza de pagos la comunidad sacrifica más altos niveles de inversión y de consumo por un mayor nivel de reservas internacionales. Aclara luego que esta situación sólo se justifica cuando los costos presentes de la acumulación puedan ser compensados con beneficios futuros.

Las últimas páginas de su trabajo las dedica el doctor García a tratar someramente la movilidad de capitales en Colombia. Acepta que una de las razones para que Colombia reciba recursos del exterior es la diferencia que existe entre las tasas de interés interna y externa, habida cuenta del proceso de devaluación del peso en relación con el dólar. A García le llama la atención que el aumento en la entrada o salida de capitales no reduzca a aumente el diferencial en las tasas de interés como, según él, sería de esperarse. Al respecto señala que para la elaboración de su estudio efectuó varias regresiones que correlacionaban el nivel de los pasivos internacionales de los bancos comerciales con el diferencial de tasas de interés o la relación de pasivos internacionales a pasivos con el sector privado con la relación de tasas de interés internas o internacionales ajustadas para devaluación y que los resultados obtenidos fueron bastante pobres. Por tanto García concluye que el mercado de capitales colombiano ha estado en situación de desequilibrio durante los últimos diez años y que el desequilibrio se ha mantenido debido a "la existencia de controles al endeudamiento externo o a las operaciones que los bancos pueden realizar en moneda extranjera".

De ahí que García crea que los cambios en el diferencial entre la tasa de interés interna y externa no desestimular el deseo de endeudamiento.

darse sino que afectan la velocidad de ajuste del individuo o banco a la composición de sus activos. Entonces García considera que el creciente nivel de endeudamiento de los bancos es resultado del apetito de la banca para aumentar sus operaciones, apetito que para ser satisfecho requiere que se adquieran pasivos. Como para García es más rentable endeudarse en el extranjero, es allí donde los bancos conseguirán sus pasivos. En consecuencia, García insiste en que en una economía en crecimiento, con desequilibrio en su mercado de capitales, los bancos propenderán porque la relación de pasivos internacionales a pasivos con el sector privado colombiano aumente.

Pero García reconoce que buena parte del endeudamiento externo colombiano se utiliza para financiar operaciones de comercio exterior y que, en la medida en que éste se desarrolla, los pasivos internacionales tendrán tendencia a crecer.

Por último, García argumenta que no existe contradicción alguna entre la porción teórica de su trabajo, que atribuye los movimientos de capitales a la diferencia entre las tasas de interés interna y externa, y el segmento empírico del mismo, donde se considera que la preferencia de los bancos comerciales a endeudarse en el exterior es consecuencia del aumento del comercio internacional de Colombia y los obstáculos que deban salvar los bancos para ampliar su cartera. Para García si no existiera el diferencial no habría motivación para financiar el comercio internacional o para ampliar la cartera bancaria a través de endeudamiento externo.

En resumen y con la esperanza de no haber traicionado al autor, esta es la ponencia del doctor García. Entonces, parece apropiado plantear algunos interrogantes.

A medida que avanzaba en la lectura y que seguía con interés el planteamiento teórico del doctor García, pensaba yo que el autor estaba planteando las bases indispensables para analizar la situación colombiana, las políticas seguidas durante los últimos años, el desarrollo de nuestro sector externo, la compatibilidad de las diversas medidas adoptadas por los gobiernos, la supervivencia del sistema de control de cambios, la repercusión de la llamada "Reforma Financiera". Pero, y he aquí mi desilusión, estos temas se ignoran y la ponencia se limita a presentar, eso sí con mucho brillo y con lujo de detalles, distintos aspectos de teoría económica a nivel de texto de enseñanza universitaria.

Los comentarios sobre la economía colombiana se limitan a algunos párrafos sobre la financiación del comercio exterior a través de la banca colombiana y a constatar econométricamente el peso de los factores que inciden sobre este tipo de endeudamiento. En ninguna parte se utiliza el modelo presentado para estudiar las razones que llevaron a la implantación del control de cambios en 1967, ni para ver

cual ha sido su efecto, ni para comentar el manejo arbitrario de la tasa de cambio o el sistema de devaluación permanente, ni para meditar sobre la política monetaria o el manejo de tasas de interés y su relación con la tasa de cambio. Este capítulo nos lo debe el autor y personalmente lo invito a realizarlo ya que, estoy seguro, permitirá profundizar de manera sistemática muchos aspectos de nuestra economía que generalmente sólo se tratan a la ligera. Hoy, cuando en algunos sectores se clama por la eliminación del control de cambios e, inclusive, por una revaluación del peso, este tipo de estudio cuidadoso y completo del problema adquiere urgencia.

Cuando García habla de movilidad de capital internacional hacia Colombia no define la palabra **capital** y se concentra su análisis en los pasivos internacionales de los bancos comerciales. Pero el flujo de recursos del exterior toma formas diversas.

En primer término existe la inversión directa en una empresa dedicada a actividades productivas. Este tipo de movimiento de capital requiere de la autorización del gobierno y debe ceñirse a una reglamentación minuciosa. Su valor durante los últimos tres años, según las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República de enero de 1978, ha oscilado entre un mínimo de US\$14.9 millones y un máximo de US\$17.5 millones, de lo cual se deduce que Colombia no presenta las condiciones indispensables para que este tipo de capital venga con facilidad al país. Se debe esta situación al tratamiento que se le otorga al inversionista extranjero o a un rendimiento relativamente bajo de la inversión productiva en Colombia? Este es un interrogante que quiero dejarle al doctor García.

Una segunda forma que puede tomar el capital internacional que viene a Colombia es la del crédito al gobierno colombiano. Este crédito, a su turno, puede contratarse de distintas maneras. Existe la posibilidad de un "Public Placement", como la colocación de una emisión de bonos del Gobierno de Colombia en los mercados internacionales, o de un "Private Placement" que consiste en conseguir que un grupo de bancos comerciales extranjeros adquieran pagarés firmados por el gobierno colombiano. Y también es posible conseguir el empréstito en una de las agencias internacionales de crédito, como el Banco Mundial o el Banco Interamericano. El costo de la financiación depende principalmente de la modalidad escogida y del plazo del crédito. Pero, en todos los casos, el capital no se ha movilizado hacia Colombia autónomamente sino ha sido el Estado el que ha salido a buscarlo. Cómo introducir esta variable dentro de sus modelos, es una inquietud que dejo al doctor García, máxime cuando se tiene en cuenta el hecho de que ésta es una decisión autónoma de los gobiernos, a menudo motivada por razones ajenas al nivel de las tasas de interés interna y externa.

De otra parte, el capital extranjero también puede venir a Colombia como crédito directo al sector privado colombiano para fines ajenos al comercio exterior. Sin embargo, este tipo de operación se encuentra severamente limitado y restringido y sólo en ocasiones es hoy permitido. Aquí cabe preguntarle al doctor García si de acuerdo con sus modelos es conveniente esta restricción.

Un mecanismo que ha adquirido vigencia últimamente es la entrada clandestina de capitales. Estos tienen diversos orígenes pero su vinculación al país generalmente se explica por la disparidad entre las tasas de interés externa e interna.

Y finalmente tenemos la financiación de importaciones, que es consecuencia de la política de comercio exterior del país y del mayor o menor acceso a fuentes de recursos internos para pagar el valor de los bienes importados. La financiación de importaciones es consecuencia de la debilidad que alguna época tuvo nuestro sistema financiero. Lo sano y lógico sería que las importaciones se financiaran con recursos locales y que la contribución de nuestro sistema bancario al comercio exterior de Colombia se limitara a proveer los mecanismos de garantía y documentación indispensables para el flujo normal de mercancías de un país a otro. Desafortunadamente la insuficiencia de recursos domésticos nos llevó a acostumbrarnos a adquirir nuestras importaciones con créditos externos.

El sistema subsiste porque el crédito bancario se mueve dentro de un mercado de demanda. Esta situación conduce a que los pasivos internos de la banca, una vez deducidos los encajes y las inversiones forzosas, puedan ser colocados en su totalidad entre la clientela a las tasas de interés bancarias, y sin que alcancen a colmar la demanda. De ahí que exista interés, tanto por parte de los bancos comerciales, como de la clientela, de utilizar al máximo un recurso que se puede considerar como marginal, cual es el de las líneas de crédito ofrecidas por los bancos del exterior o los bancos comerciales colombianos para financiar importaciones. Mientras la financiación de importaciones pueda efectuarse por el banco colombiano a una tasa de interés superior a la que le cobran por la utilización de la línea perdurará la motivación para realizar este tipo de operación.

Personalmente, nunca he creído que la financiación de importaciones implique un flujo de capitales hacia Colombia. Considero que este mecanismo facilita la llegada al país de bienes provenientes del exterior, cuyo valor debe ser cancelado posteriormente.

Hoy la financiación de importaciones se realiza de la siguiente manera:

1. El importador pide a un banco comercial colombiano que establezca una carta de crédito a favor del vendedor extranjero.

2. Al despacho de la mercancía la carta de crédito es hecha efectiva por el vendedor.

3. El banco corresponsal del banco comercial colombiano carga la cuenta corriente del banco colombiano en una cuantía equivalente al valor de la carta de crédito que ha hecho efectiva el vendedor de mercancía.

4. El banco colombiano financia, dentro de los plazos fijados por la Junta Monetaria, al importador colombiano. Esta financiación se efectúa en divisas con cargo a la línea de crédito pactada por el banco colombiano con uno de sus corresponsales extranjeros y, por tanto, implica el aumento de los pasivos internacionales del banco comercial colombiano.

5. Los recursos que el banco colombiano consigue en el exterior tienen un costo que oscila entre medio punto y dos puntos por encima de la tasa de interés **prime**.

6. En el momento de vencerse el plazo autorizado por la Junta Monetaria, el banco colombiano debe girar al banco corresponsal el principal y los intereses del crédito concedido al importador, quien a su turno ha debido cancelarle al banco el monto de la financiación. Al efectuarse el giro, el banco colombiano deja de utilizar la línea concedida por su corresponsal y elimina su pasivo extranjero.

Está claro entonces que la financiación de importaciones no produce movimiento de capitales hacia Colombia. Toda la mecánica consiste en dotar al importador de un crédito de corto plazo.

Entonces, por qué no utilizar un procedimiento diferente, así:

1. La banca colombiana opera con un sistema de encajes elevado, que la obliga a mantener improductivos alrededor de \$50.000 millones.

2. Los recursos contratados por los bancos colombianos en el exterior para financiar importaciones ascienden a cerca de US\$550 millones (casi \$19.000 millones) y tienen un costo financiero anual de aproximadamente US\$50 millones.

3. Parecería entonces conveniente que la financiación de importaciones que hoy se efectúa con recursos externos se pudiera realizar en pesos colombianos utilizando recursos del encaje bancario.

4. La financiación de importaciones con recursos locales podría ajustarse a los plazos y condiciones fijados por la Junta Monetaria y que actualmente se encuentran vigentes.

5. Este tipo de financiación no sería inflacionario puesto que no implicaría poner en circulación los dineros destinados con este fin. Simplemente se sustituirían los recursos externos por recursos internos actualmente congelados y cuando el importador cancelara la

deuda, de acuerdo con los plazos estipulados por la Junta Monetaria, los recursos no regresarían a la circulación sino que volverían a encajarse en el Banco de la República.

6. El sistema de financiar localmente las importaciones traería la ventaja adicional de no generar presiones sobre la balanza de pagos del país, pues se eliminarían los gastos financieros ligados a la utilización de las líneas de crédito en el exterior.

7. Para los bancos colombianos el sistema propuesto tiene el provecho adicional de que, al reemplazar la financiación de importaciones con recursos externos por una financiación con recursos internos, de los que actualmente se encuentran congelados como encaje, se eliminaría uno de los pasivos bancarios que actualmente pesan en la relación de "Pasivos a Capital y Reserva Legal".

Estas observaciones sobre la implantación de un mecanismo que permita financiar las importaciones tienen especial importancia hoy cuando nuestro café se cotiza a precios muy inferiores a los del año pasado y cuando en el futuro no aparece muy claro un superávit en la balanza de pagos. La disminución por este concepto de nuestro endeudamiento externo liberaría recursos que eventualmente podrían requerirse para otros fines.

De nuevo, felicito al doctor Jorge García por su magnífica presentación teórica y le sugiero que utilice su esquema para analizar la situación colombiana. Mis comentarios han buscado complementar una parte de su juicioso estudio, particularmente en lo que se refiere a la financiación de importaciones a través del sistema bancario colombiano. Igualmente, he querido plantear algunos interrogantes que contribuyan a la discusión general sobre la movilidad internacional de capitales en Colombia.

Reitero mis agradecimientos a la Asociación Bancaria por invitarme a exponer sobre este tema y a ustedes por la paciencia con que me escucharon.

Capítulo III

**Devaluación y Mecanismo
de Ajuste en Colombia**

Eduardo Wiesner Durán

Comentarios

*Hernando Gómez Otálora
Hugo Palacios Mejía*

*Eduardo Wiesner Durán**

INTRODUCCION

La experiencia cambiaria y monetaria de los últimos cuatro lustros, y en particular de los últimos tres años, revela que la economía colombiana, periódica y casi regularmente, se ve sujeta a serias alteraciones en su sector externo y a profundas modificaciones en su organización económica interna. Por lo general el proceso ha sido uno en el que lo más evidente es la ocurrencia de una modificación en la tasa de cambio —casi siempre una devaluación— seguida por un proceso de ajuste interno en busca del equilibrio, entre el sector externo y el interno del país. El entendimiento de tal proceso de ajuste es de vital importancia para evitar traumáticos y abruptos cambios en los componentes de los sectores interno y externo de la economía. Como el país no puede controlar la ocurrencia de cambios de origen externo, debe tener una clara idea del efecto que ellos tienen sobre su economía, para así estar preparado para dirigir —no solamente para acomodar— el proceso de ajuste que corresponda. Debe tener también una clara idea de cómo, independientemente de la ocurrencia de cambios de origen externo, su propia política económica, y en particular el manejo de la oferta monetaria, puede originarle agudos desequilibrios con el resto del mundo y exigirle, en consecuencia, rigurosos procesos de ajuste.

El propósito del presente escrito es analizar cuál ha sido la experiencia del país en materia de ajuste interno y externo durante los últimos años, en especial durante el período 1975-1978. Se quiere, en particular, explorar líneas de política sobre el proceso de ajuste que tendrá lugar dentro del período 1978-80. El objetivo de fondo del documento es contribuir a la formulación de un esquema de política general que le permita al país alcanzar un razonable grado de equilibrio y de control sobre la dinámica de sus mecanismos de ajuste.

* Las opiniones expresadas en este artículo representan los puntos de vista del autor y no comprometen en modo alguno a las instituciones a los cuales haya estado o esté vinculado.

El trabajo comprende dos partes. La primera, de carácter teórico, busca resumir los fundamentos esenciales del mecanismo de ajuste según éste se examine desde distintos ángulos o marcos conceptuales. La segunda hace referencia específica al caso colombiano tratando de precisar qué políticas podrían ser las más aconsejables para nuestro caso particular y a la luz de la perspectiva externa.

Como sólo excepcionalmente podría caber en nuestra situación el caso de un ajuste frente a un proceso de revaluación, el énfasis recaerá en el mecanismo según éste opera bajo condiciones de depreciación de la tasa de cambio. Por ello se ha titulado este trabajo "devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia".

I. MARCO TEORICO

A. POR QUE UN PROCESO DE AJUSTE?

El tema del mecanismo de ajuste en el comercio internacional tiene una larga tradición académica. Entre los primeros que formularon un esquema teórico del proceso de ajuste se destaca David Hume¹ quien, a mediados del siglo XVIII, buscaba demostrar, con lo que llegó a denominarse el enfoque "price-specie-flow mechanism", que los mercantilistas estaban equivocados en su insistencia en acumular oro o superávits en el comercio internacional. Desde entonces es mucho lo que ha evolucionado el concepto del mecanismo de ajuste y es mucha la experiencia que en su operación han ganado los países. Hoy en día y en particular desde mediados de 1960, cuando entró en crisis el sistema monetario internacional, el tema del mecanismo de ajuste mantiene gran vigencia y constituye motivo de agitada controversia en un mundo de creciente interdependencia y que ahora da sus primeros pasos hacia un sistema global de cambios flexibles.

Antes de entrar a tratar los distintos enfoques o esquemas de análisis del proceso de ajuste conviene ir un paso atrás y preguntar primero, por qué un proceso de ajuste? ajuste con respecto a qué? Comenzar por estos interrogantes es básico para tomar conciencia del tema y del problema de que se trata. De otra manera todo el ejercicio, por elegante que sea, parecerá ajeno a la vida real y separado de los desafíos que enfrentan quienes hacen —y critican— la política económica. Es decir, es fundamental ver por qué existe la necesidad de un proceso de ajuste —cualquiera que sea su dirección— para entonces así poder captar su verdadero significado.

Casi ningún país es económicamente autosuficiente. Unos más que otros, todos compran o venden más allá de sus fronteras. Todos

¹ David Hume *Writings on Economics*, editado por Eugene Rotwein; Londres: Thomas Nelson and Sons, 1955.

prestan o se endeudan con deudores o acreedores extranjeros. En fin, todo país inevitablemente tiene una relación económica externa. Tal relación establece la necesidad de ajustar una parte cuando cambia la otra o de dirigir un proceso de ajuste en busca de una determinada relación entre el sector interno y el externo.

Sin entrar por ahora a analizar las causas de un superávit o de un déficit cambiario, que bien puede tener un origen interno como externo, es fácilmente entendible que un país no podría sostener indefinidamente un creciente desequilibrio en su balanza comercial. Si sus ingresos externos son mayores —menores— que los internos, tal situación no podrá mantenerse sin que se llegue a una nueva situación en la cual el superávit —déficit— comienza a disminuir y surge una nueva tendencia que ajusta o restablece un equilibrio entre el sector interno y el externo. Cuando existe un equilibrio entre ingresos y egresos externos, es decir, cuando no se presentan déficits o superávits de balanza cambiaria, existe, como dice Meade², un "equilibrio externo" y no hace falta entonces ningún proceso de ajuste. Debe tenerse presente que no sólo un déficit requiere ajuste, también un superávit lo exige. Esta idea corresponde al concepto de simetría que tanta controversia suscita cuando un país, en permanente posición de superávit, es llamado a que revalúe su moneda. En el caso particular de Colombia lo tradicional ha sido el ajuste frente al déficit. Ahora, sin embargo, a partir de 1975 el problema nuevo que se enfrenta es el del ajuste frente al superávit y a sus muy especiales características.

Ahora bien, específicamente a qué responde el proceso de ajuste? En esencia a dos posibles tipos de disturbios: los monetarios y los reales. Estos, a su vez, pueden originarse interna o externamente. Por lo general, lo común es que un país se encuentre frente a la necesidad de un proceso de ajuste como resultado de una acción combinada de causas monetarias y reales que actúan tanto desde su propia economía como de afuera³. Tal situación sería, por ejemplo, la de un país donde se presentan simultáneamente una mejoría real en su ventaja comparativa, junto con un exceso de oferta monetaria sobre su demanda por dinero mientras que, al mismo tiempo, tiene que acomodar su tasa de cambio a tasas de inflación mundial distintas a la propia.

Frente a una situación como la descrita, así como frente a un desequilibrio cualquiera, los interrogantes que surgen son evidentes: en primer lugar, cómo identificar —y aislar— la causa primaria del disturbio. Luego, cómo saber cuál debería ser el ajuste correcto. Y

² J. E. Meade, *The Balance of Payments*, Oxford University Press, London, 1950, p. 4.

³ Para una discusión sobre los efectos de disturbios monetarios en el sector real de la economía véase Arango, Sebastián, "A Portfolio Approach to the Demand for Money in an Open Economy". Tesis doctoral, New York University, Mayo 1977. p. 187.

cómo distinguir, además, entre la acción de un factor endógeno en el proceso de ajuste de una causa del disturbio. Es decir, cómo separar lo que es causa de disturbio y lo que es efecto del proceso de ajuste. La inflación, por ejemplo, puede ser ambas cosas, tanto un factor de ajuste como un factor de disturbios⁴. Lo mismo puede decirse de los controles administrativos y de las restricciones sobre giros que pueden ser usados durante un período de transición hacia un ajuste, como también para retardar el ajuste. Finalmente, el punto es también válido para la tasa de cambio y para la balanza de pagos, máximos mecanismos del proceso de ajuste y de relación con el sector externo. Una tasa de cambio sobrevaluada, subvaluada, o en proceso de ajustar su precio interno con el externo, puede estar actuando tanto como mecanismo de ajuste que como factor o causa de disturbios. Se tiene, entonces, que uno de los más difíciles problemas al estructurar una política de ajuste —un plan de estabilización, por ejemplo— es la identificación de las causas del desequilibrio y el manejo —o libre acción— de los mecanismos de ajuste.

B. AUTOMATICIDAD Y VELOCIDAD DEL AJUSTE

Toda necesidad de ajuste, en una forma u otra, siempre acaba por encontrar su expresión y solución en un nuevo nivel de equilibrio o en una nueva tendencia hacia el equilibrio. Esto es particularmente cierto en un período de tiempo distinto al corto plazo. Pero esto no es mayor consuelo para la política económica. Para ella lo importante, y lo urgente, es cómo reducir la necesidad de ajustes y cómo lograr que éstos sean lo más eficientes posibles. Se enfrenta así al problema de tener que escoger entre el mercado como mecanismo de ajuste o la acción directa de los instrumentos de política. Casi siempre se encuentra que no es posible ignorar el mercado y que, por otra parte, algunas causas de disturbios pueden ser consideradas como no reales o permanentes, sino derivadas del proceso mismo y que, por consiguiente, deben ser dirigidas y controladas por la política económica.

Pero el verdadero problema en la escogencia de una política de ajuste radica en la identificación de los factores envueltos y en el establecimiento de las relaciones de causalidad. Cómo saber, por ejemplo, hasta qué punto, cuando se pasa de una paridad fija a una flexible pero controlada, la devaluación corrige tan sólo una inflación interna o si también expresa una "exagerada" presión especulativa sobre la moneda doméstica. En estos casos, por lo general, los países optan por "dirigir" el proceso de ajuste. La acción de la política económica casi nunca deja que el proceso de ajuste del mercado opere con plena autonomía. Para algunos esto es una nueva fuente de disturbios que sólo retrasa y amplifica el tamaño y el costo del ajust-

⁴ Véase Milton Friedman, "The International Adjustment Mechanism", Federal Reserve Bank of Boston. Conference Series No. 2, Boston, 1969, p. 16.

te ⁵. Para otros, como Richard Caves ⁶ la creciente variedad de las causas de disturbios y su mayor intensidad hacen que los gobiernos se sientan forzados a intervenir la acción del mercado como mecanismo de ajuste. La reciente devaluación del peso mejicano, por ejemplo, no dejó que esta moneda flotara libremente del todo y, además, fue acompañada de medidas complementarias. Lo mismo puede decirse del nuevo régimen de cambios del Perú.

La escogencia entre un mecanismo de ajuste dirigido o autónomo dependerá mucho de la predicción que hagan los encargados de la política económica sobre la suavidad, velocidad y oportunidad del proceso de ajuste. Por lo general, todo país preferirá un proceso suave a uno abrupto y se reservará la escogencia de la oportunidad para iniciarlo ⁷. Qué tan gradual, accidentado o intempestivo pueda en la práctica resultar el proceso de ajuste, va a depender, claro está, del grado en que la nueva tasa de cambio opere libremente, o en forma intervenida, y según se pase de un determinado régimen cambiario y de una política monetaria a otra, y según exista, o no, credibilidad sobre la naturaleza de la nueva política que se anuncia. Si, por ejemplo, frente a una anunciada devaluación, que supuestamente irá acompañada de un cambio libre, se mantienen restricciones administrativas indirectas, y no se controla la oferta monetaria, el mercado presionará la moneda local más allá de lo que inicialmente pueda haberse calculado. *fuerte*

La escogencia, en abstracto, de un proceso de ajuste autónomo y de mercado en vez de uno dirigido y administrado, va a depender, en última instancia, del juicio que se tenga sobre la disciplina monetaria del país en cuestión. En el caso de aquellos cuya capacidad de disciplina monetaria es mínima se podría argumentar que lo más recomendable sería que se dejase al mercado el ajuste con el sector externo. Así, al menos, el proceso sería suave y no abrupto, aunque se traduciría en frecuentes y casi constantes devaluaciones. Por otra parte, los países que puedan confiar en su disciplina monetaria, bien pueden intentar un proceso de ajuste administrado a través de paridades cambiantes pero supervisadas, por ejemplo. En líneas generales, y un poco *a priori*, ésta podría ser la aspiración para Colombia donde sería ilusión pretender mantener una paridad fija o un cambio libre estable con base en estricta disciplina monetaria. Lo realista sería ir administrando una esperada y cambiante paridad en función del grado de inflación interna y externa, y de la mayor disciplina monetaria que se fuera adquiriendo.

⁵ Véase Milton Friedman, *op. cit.*, p. 18.

⁶ Véase Richard Caves, "The International Adjustment Mechanism", Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 2, Boston, U.S.A., 1969, p. 10.

⁷ Como fue el caso de Colombia en la discusión con el Fondo Monetario Internacional, en Noviembre 29 de 1966.

Ahora bien, en el caso del llamado desequilibrio fundamental⁸, cómo debería hacerse el proceso de ajuste? Si se estaba operando bajo un régimen de paridad fija parecería inevitable que el ajuste fuera dirigido y que resultara bastante menos que gradual. Si el régimen era uno de cambio libre no es fácil ver cómo el desequilibrio fundamental se habría podido acumular hasta exigir un ajuste masivo. La tasa de cambio habría ido absorbiendo el proceso mismo del desequilibrio "fundamental" y corrigiéndolo. El mercado habría sido el mecanismo de ajuste.

Y qué se puede decir sobre la velocidad del proceso de ajuste? es éste más rápido por la vía del mercado que por la vía de la política económica? En verdad no se puede ofrecer una respuesta absoluta a este respecto. Primero, porque casi ningún país va a adoptar un proceso de ajuste que no sea mixto, es decir, que no combine señales del mercado con la acción de instrumentos de política. Por otra, es necesario tener en cuenta tanto el origen del disturbio como su magnitud, así como el período de tiempo durante el cual se ha postergado la iniciación del proceso de ajuste y los efectos secundarios que tal demora haya podido tener. Otro conjunto de elementos de vital importancia en la velocidad del proceso de ajuste son las medidas correctivas que se piense establecer y el grado de voluntad política que se tenga para sostenerlas.

Frente a este difícil problema de la velocidad del proceso de ajuste Swoboda sostiene que lo fundamental es tener en cuenta la movilidad internacional del capital así como la proporción entre los bienes intercambiados y los no intercambiados⁹. En cuanto a la movilidad del capital, definida como su respuesta a las tasas de interés, es claro, por ejemplo, que un superávit de balanza comercial puede ser rápidamente neutralizado si el capital doméstico fluye hacia afuera atraído por más altas tasas de interés¹⁰. En el caso particular de Colombia, por ejemplo, una rápida movilidad de capital hacia afuera, en respuesta a más atractivas tasas de interés, habría sido en 1976 una alternativa para corregir el superávit existente¹¹.

⁸ Desequilibrio fundamental es aquel que por su tamaño y persistencia no puede ser corregido solamente por ayuda financiera, o por lo que Meade llama "financiamiento acomodaticio". Véase su *Balance of Payments*, p. 13.

⁹ Alexander K. Swoboda, "Monetary Policy Under Fixed Exchanged Rates; Effectiveness, the Speed of Adjustment, and Proper Use", en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, editado por Frenkel y Johnson. University of Toronto Press, 1977, p. 251.

¹⁰ Claro está que la pregunta que aquí surge es la de si con políticas internas se puede, efectivamente, reducir las tasas de interés por debajo de los niveles internacionales.

¹¹ Esta habría sido la política recomendada por el enfoque monetario como la forma de enfrentar el exceso de oferta monetaria creado por la política de no dejar revaluar el peso al presentarse la subida de los precios del café. El punto, sin embargo, es bien complejo pues, en nuestro caso, la inflación y la lentísima devaluación significaron lo contrario: tasas internas de interés más altas que las externas. Este punto y otros son tratados en detalle por el Dr. Jorge García en su documento para el II Simposio sobre Financiamiento Externo.

En cuanto a la importancia relativa del comercio internacional frente a la producción interna, es claro que un desequilibrio en un sector externo que representa un cinco por ciento del producto de un país tomará en principio menos tiempo para ser corregido que si tal proporción es del 20%. Claro está que todo depende, como se ha dicho antes, del origen y naturaleza del disturbio. Pero, en general, la apreciación de Swoboda es válida.

C. LA TEORIA DEL MECANISMO DE AJUSTE

Como ya se indicó al comienzo, la teoría del mecanismo de ajuste se remonta a David Hume¹² quien formuló el esquema llamado "Price Specie-Flow Mechanism" para explicar como se ajustaba una economía a superávits o a déficits. Este esquema, dentro de la tradición clásica, suponía: (a) la vigencia del patrón oro, (b) la teoría cuantitativa del dinero y (c) la movilidad, hacia arriba y hacia abajo, de precios y salarios. Al registrarse un déficit se originaba una exportación de oro que, por definición, reducía la cantidad de dinero pues la moneda doméstica estaba atada a las reservas internacionales, lo cual precipitaba una caída en los precios ya que, dentro de la teoría cuantitativa, a menor cantidad de dinero los precios se verían forzados a descender. La reducción en los precios detendría el déficit, haciendo atractivas las exportaciones y llevando la economía a ajustar su posición con el sector externo. Este esquema operaba automáticamente y dentro de paridades fijas, es decir, no hacía falta la intervención de la política económica ni era necesario ajustar la tasa de cambio. Dentro de sus supuestos este mecanismo era impecable y ofrecía una consistente explicación sobre cómo se ajustaba el comercio internacional. En la práctica, sin embargo, el mecanismo tenía serias debilidades. Por una parte, la intervención de los bancos centrales con frecuencia impedía que el ajuste en los precios actuara. Por otra, los flujos y reflujos de oro —capital— no se producían tanto como resultado de las variaciones en los precios sino como consecuencia de diferencias en las tasas de interés. Finalmente, el esquema clásico adolecía de una falla fundamental: no tenía en cuenta los efectos de cambios en el ingreso y en el gasto sobre el proceso de ajuste.

Con las restricciones indicadas la teoría del ajuste monetario fue evolucionando hasta 1930, cuando, según Frenkel y Johnson,¹³ la revolución Keynesiana la obligó a un receso que sólo terminó alrededor de 1950.¹¹ Keynes demostró que el ajuste interno —no el externo— o la tendencia hacia pleno empleo, no se producía automáticamente como sostenían los clásicos, sino que era indispensable la

¹² Véase su "Of the Balance of Trade" en *International Finance*, editado por Richard Cooper, Penguin Books, 1969, p. 35.

¹³ Frenkel y Johnson, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, "Essential Concepts and Historical Origins", Toronto: The University of Toronto Press, 1976, p. 29.

acción directa de la política económica. Por 20 años el enfoque monetario estuvo a la sombra de la teoría predominante que era la que buscaba explicar el ajuste a nivel interno. Alrededor de 1950 el enfoque clásico fue revivido por Meade con su célebre obra sobre balanza de pagos¹⁴. En esa misma década aparecen los trabajos de Milton Friedman en su defensa de las tasas de cambio flexibles¹⁵ y se plantea la controversia entre el enfoque monetario sobre balanza de pagos y el enfoque "tradicional", llamado el esquema del "multiplicador Keynesiano".

La pregunta central sobre la teoría contemporánea de ajuste es la siguiente. Si ya Keynes demostró que el equilibrio interno no se da automáticamente, será la próxima etapa de la teoría probar que tampoco se da en el sector externo? Según Marina Von Neumann "estamos ahora reconociendo que el mecanismo clásico puede resultar inoperante en el mundo Keynesiano del desempleo y de las rigideces hacia abajo en los precios y en los salarios"¹⁶. Ante esto, el enfoque monetario tiene una muy bien fundamentada respuesta. Acepta la inexistencia de la automaticidad del proceso de ajuste pero da como explicación la insistencia en mantener un régimen de paridades fijas. Si se abandona este sistema cambiario, medida que según Friedman¹⁷ ocurrió primero en la práctica que en la forma legal, el mecanismo de ajuste tendría mucha más probabilidad de actuar, por sí solo, para alcanzar el equilibrio. Esto, sin embargo, no quiere decir que habría equilibrio en la tasa de cambio, esto sólo se obtendría si se corrige la causa del desequilibrio de balanza de pagos en su origen, y para los monetaristas tal origen se da, en la mayoría de los casos, en el manejo de la política monetaria.

D. LOS PROCESOS DE AJUSTE

La literatura académica contemporánea se divide, por lo general, en dos escuelas de pensamiento sobre la forma como, bajo tasas de cambio fijas, opera el mecanismo de ajuste. Para los Keynesianos éste se logra a través de ajustes en los flujos de ingreso (income-flow-adjustments), mientras que para los "monetaristas" el equilibrio se alcanza vía modificaciones en los "stocks" de dinero (asset stock changes). Para los primeros, una reducción en las exportaciones, por ejemplo, finalmente tiene que producir, a través del llamado multiplicador, una baja en las importaciones o, al menos, una tendencia de ajuste en esa dirección. Para los segundos, la reducción en

¹⁴ Meade, James E., *The Balance of Payments*, Londres: Oxford University Press.

¹⁵ Friedman Milton, "The Case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, 1953.

¹⁶ Von Neumann Whitman, Marina, *Policies for Internal and External Balance*, Princeton University, Special Papers in International Finance, No. 9, 1970, p. 1.

¹⁷ Véase Friedman, Milton, *The International Adjustment Mechanism*, Boston: The Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 2, 1969, p. 17.

importaciones resultaría de la pérdida del "stock" de dinero necesario para pagar las exportaciones, lo cual disminuiría el gasto total, aliviando así la presión sobre la balanza de pagos. En ambos casos el sistema de precios opera para producir el ajuste y el proceso se cumple dentro de un régimen de paridad cambiaria fija.

Y qué significan estas diferencias de interpretación del proceso de ajuste? qué tan importantes son esas diferencias? Siendo la balanza de pagos y la tasa de cambio los mecanismos que traducen la relación entre el sector externo y el interno, resulta entendible que sea en su significado y en su función donde se concentre la controversia entre el enfoque monetario¹⁸ y el Keynesiano. Sus distintas apreciaciones sobre la balanza de pagos no son sólo de enfoque sino de esencia y tienen muy distintas implicaciones para la interpretación de los procesos de ajuste.

Para los defensores del enfoque monetario, la balanza de pagos de un país no está determinada tanto por los precios relativos de los bienes y servicios intercambiados entre un país y otro, como por la relación entre el total de pagos y el total de ingresos de los residentes de una determinada economía¹⁹. El enfoque tradicional sobre la balanza de pagos concibe los déficits y los superávits como el resultado de un desequilibrio parcial entre los sectores externos de dos países mientras que el enfoque monetario concentra su atención en la capacidad global de la economía para "absorber", mediante cambios en reservas internacionales y en activos financieros, diferencias entre gasto total e ingreso. Cuando la capacidad de absorción de la economía es inferior —o superior— a su ingreso total el resultante superávit —déficit— se expresa por aumentos —reducciones— en sus reservas y activos financieros.

El llamado enfoque de absorción, que según los monetaristas constituye un avance sobre el esquema tradicional que asignaba el principal papel a los precios relativos, se acerca al modelo monetario pues reconoce que el ajuste en la balanza de pagos de un país no depende sólo, o primordialmente, de las elasticidades de los bienes intercambiados, sino del comportamiento global del gasto al variar los precios. En el artículo clásico sobre este enfoque, S.S. Alexander señala cómo cambios en la acumulación o desacumulación de activos, como efecto de políticas monetarias compensatorias, pueden producir ajustes que "neutralizan el efecto de las elasticidades"²⁰. Es

¹⁸ Frenkel y Johnson consideran que es mejor hablar del enfoque monetario sobre balanza de pagos, en contraste con el enfoque monetarista, para así evitar confusiones con las apreciaciones monetaristas sobre el manejo de la política monetaria y fiscal. Véase su "The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins", *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Edited by Jacob A. Frenkel and Harry G. Johnson, University of Toronto Press, 1976, p. 24.

¹⁹ Harry G. Johnson, "Towards a General Theory of the Balance of Payments", *Op. Cit.*, p. 47.

²⁰ Sidney S. Alexander, "Effects of a Devaluation: A Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches", *American Economic Review*, marzo 1959, p. 34.

decir, que no siempre el problema de balanza de pagos se puede resolver con soluciones exclusivas para el sector internacional. La visión monetaria de balanza de pagos hace énfasis precisamente en eso, en que el conjunto de la economía es el que debe ser tenido en cuenta, en particular la situación de la oferta monetaria.

El enfoque monetario ve a la balanza de pagos como un fenómeno estrictamente monetario. Si se presenta un superávit en la cuenta corriente lo interpreta como un exceso del ingreso sobre la capacidad de "absorber" un flujo de bienes y servicios y por ello se genera ese superávit en cuenta corriente. Si se presenta un superávit en la cuenta de capital lo interpreta como un exceso de la demanda por dinero que hace necesario exportar títulos financieros, o lo que es lo mismo, importar más capital que el que se exporta. En general este esquema de análisis ve los problemas de balanza de pagos como desequilibrios entre el total de pagos y el total de ingresos de los residentes de un país. Si existe un déficit, esto tiene que significar que se desahorra o que hubo creación de crédito por parte del banco central. La corrección del déficit significa entonces la venta de reservas o la reducción del crédito por parte del banco central. En ambos casos se presenta una contracción monetaria. Esto subraya la apreciación "monetarista" de que un déficit en la balanza de pagos está asociado con un exceso de oferta monetaria.

En balance se puede decir que el enfoque monetario ha venido rápidamente ganando batallas académicas y de política económica. El enfoque monetario, por ejemplo, propugnó por el establecimiento de un sistema monetario internacional basado en tasas de cambio flexibles y, como se sabe, el mundo ha abandonado las paridades fijas. Dentro del nuevo régimen de tasas de cambio flexibles, cómo podría un aumento o disminución de reservas expresar un superávit o un déficit de balanza de pagos? cómo podría hacerlo en el sentido clásico de diferencias en precios relativos? o por variaciones en los términos de intercambio? En verdad, bajo un sistema de flexibilidad automática las reservas y sus variaciones representadas por superávits o por déficits tan sólo expresan el grado de intervención del banco central para "administrar" la tasa de cambio.

En el caso específico de la balanza de pagos el enfoque monetario ha tenido tanta influencia que en 1976 un comité de expertos, creado por el gobierno de los Estados Unidos para que estudiase la presentación que debería tener la balanza de pagos de ese país, recomendó que se dejasen de utilizar las palabras déficit o superávit en relación con las transacciones internacionales de ese país ²¹.

No es fácil, desde luego, ofrecer una apreciación global o tomar una posición específica sobre la controversia que, a nivel teórico y

²¹ Véase, *The Presentation of the U.S. Balance of Payments: A Symposium*, Edward Bernstein et al; Princeton University, *Essays in International Finance*, No. 123, Agosto 1977, p. V.

práctico, se desarrolla actualmente sobre el significado de los componentes de la balanza de pagos o sobre el proceso exacto a través del cual se produce el mecanismo de ajuste. Afortunadamente para el caso particular de Colombia, el problema, por su magnitud, puede ser estudiado sin tener que tomar detalladas posiciones sobre la teoría cuantitativa del dinero, sobre el origen monetario de los desequilibrios en la balanza de pagos o sobre el mecanismo de ajuste. Por lo general, la dirección del ajuste que se tiene que hacer parece clara. Lo es, pues sería innegable que, cuando la oferta monetaria se ha venido acelerando durante los últimos años hasta llegar a niveles superiores al 30%, tal aumento de liquidez necesariamente tiene un efecto sobre el resultado cambiario, independiente de lo que pudiera adscribirse a diferencias en precios relativos entre Colombia y el resto del mundo.

Lo mismo puede decirse sobre las tasas de inflación y su expresión cambiaria. En los últimos tres años la inflación ha sido de 18% en 1975, de 26.2% en 1976 y de 29.3% en 1977. Y, sin embargo, el ajuste en la tasa de cambio tan solo ha sido de 15% en 1975, de 10% en 1976 y de 4.5% en 1977. La pregunta que hay que contestar primero es: en qué sentido variar la tasa de cambio?. Para responderla no es indispensable compartir una u otra versión de las teorías de Cassel sobre poder adquisitivo paritario.

E. DEVALUACION Y AJUSTE CAMBIARIO

Por definición la balanza de pagos de un país siempre está en equilibrio. Como se trata de una cuenta de doble entrada, todos los ingresos están compensados por un egreso y viceversa. Un déficit en la cuenta corriente de bienes y servicios, por ejemplo, se traduce en un equilibrio en la balanza de pagos mediante una transferencia de capital del sector externo al interno. Si esta transferencia tiene lugar en forma "autónoma", es decir, sin el ánimo exclusivo de compensar el déficit en la cuenta corriente, entonces se puede pensar que el país en referencia no tiene problemas de balanza de pagos. Pero si el regreso al equilibrio contable de la balanza ocurre no por una transferencia autónoma sino por una intervención que busca "acomodar" el déficit mediante variación en las reservas o mediante políticas restrictivas, entonces sí se puede afirmar que existe un desequilibrio en la balanza de pagos aunque éste, en su presentación contable, **ex-post**, muestre una situación equilibrada²². Claro está que no siempre es fácil, como dice Haberler²³ distinguir entre los movimientos de capital que son autónomos y aquellos que son inducidos o "acomodantes". A pesar de esta dificultad, sin embargo, no es tarea

²² Los conceptos de ajustes "autónomos" y ajustes para acomodar desequilibrios de balanza de pagos fueron desarrollados por Meade en su *The Balance of Payments*, *Op. Cit.*

²³ Véase su *Survey of International Trade Theory*, Princeton University, Special Papers in International Economics, No. 1, 1961, p. 31.

imposible diagnosticar un desequilibrio de balanza de pagos. Y qué hacer cuando éste se presenta? En general podría decirse que existen tres tipos de mecanismos para corregir un desequilibrio de balanza de pagos: (a) el de la paridad fija con vigencia del patrón oro; (b) el de las tasas de cambio fluctuantes —devaluar frente a déficits y revaluar frente a superávits— y, (c) controles sobre la tasa de cambio y políticas sobre el gasto total. Ya se vio que el mecanismo del patrón oro supone condiciones casi imposibles, como la movilidad hacia abajo de precios y salarios, así como la neutralidad de la banca central. Como tales condiciones hoy resultan casi inaceptables —si es que alguna vez lo fueron²⁴ y como ya tiene aceptación global el sistema de tasas de cambio flexibles, en la práctica y frente a déficits de balanza de pagos quedan, básicamente, los mecanismos de devaluación y de políticas modificatorias del total del gasto. Por lo general, estos dos últimos mecanismos se utilizan en forma complementaria buscando reforzarse en sus efectos para restaurar el equilibrio en la balanza de pagos.

Ahora bien, bajo qué condiciones se debe devaluar? cuándo conviene devaluar? cuáles son los efectos de una devaluación? Estos interrogantes han sido motivo de gran discusión académica y, a nivel teórico, existe una proliferación de condiciones y de caveats sobre cuándo, para qué y cómo devaluar. Dado que para el presente escrito resultaría imposible cubrir en detalle la totalidad de la literatura al respecto, el desarrollo del tema se cumplirá haciendo un breve resumen de los principales enfoques, buscando una síntesis que nos permita llevar el aparato teórico al análisis del caso colombiano.

1. Enfoque de las elasticidades

Este enfoque recibe tal nombre por su énfasis en las condiciones de elasticidad-precio de la demanda por importaciones y por exportaciones que enfrenta el país que hace la devaluación. También se le llama el enfoque de Marshall, por su especial atención al comportamiento de las curvas de oferta y de demanda bajo condiciones de equilibrio parcial. En esencia, el enfoque de las elasticidades busca precisar bajo qué condiciones de elasticidad—precio un país puede esperar que desaparezca un déficit en su balanza de pagos. Si la demanda por sus exportaciones, por ejemplo, no reacciona al menor precio resultante de la devaluación, entonces su ingreso de divisas no se verá aumentado. Así mismo, si su demanda interna por importaciones no se reduce frente al más alto precio de la divisa, sus egresos no se reducirán y más difícil será restablecer el equilibrio de balanza de pagos. En síntesis, se requiere que se cumpla la llamada

²⁴ R. Triffin, por ejemplo, sostiene que aún en el siglo XIX es dudoso que los países nayan, en efecto, dejado que el mecanismo de los precios y los salarios hiciera el ajuste de un desequilibrio en su balanza de pagos. Por lo general, también recurrirían a la devaluación antes que "deflar" sus economías. Véase su "The Myth and Realities of the So-Called Gold Standard" en *Readings in International Finance*, editado por Richard Cooper, Penguin Books, 1971, p. 41.

“condición de Marshall y Lerner”, según la cual, para que una devaluación tenga efectos “normales” se requiere que la suma de las elasticidades-precio de la demanda por importaciones y de la demanda —externa— por exportaciones sea superior a la unidad.

Es evidente que este enfoque concentra su atención en los respectivos sectores externos de los países envueltos y en sus precios relativos. Un desequilibrio entre estos sectores debe ser corregido a través de cambios precisamente en esos sectores. Aunque este enfoque no es incorrecto sí es incompleto. La verdad es que los efectos de una devaluación van más allá de lo que ocurra como resultado de la acción de las elasticidades-precio actuando sobre distintos precios relativos. El resultado de la devaluación va a depender no sólo de las elasticidades sino de lo que ocurra con los flujos agregados de gasto e ingreso. Si el gasto y el ingreso total aumentan o si varía su composición entre demanda por bienes importados y demanda por bienes producidos domésticamente, no es claro que el solo juego de las elasticidades puede restaurar el equilibrio en la balanza de pagos.²⁵ En respuesta a esta evidente debilidad del enfoque de las elasticidades surgió el llamado “enfoque de la absorción”.

2. Enfoque de la absorción

La esencia del “enfoque de absorción” consiste en que un desequilibrio de balanza de pagos es tratado como una diferencia entre el ingreso y el gasto, la absorción total. La balanza comercial siempre resulta igual a la diferencia entre el ingreso y la “absorción”²⁶. Será negativa —déficit en la balanza— cuando el país “absorbe” más que su ingreso. La balanza será positiva, o tenderá a recuperarse, cuando el ingreso crece más rápidamente que la absorción, o cuando la absorción decrece pero el ingreso lo hace menos lentamente o permanece inmodificado.

De esta manera, la prioridad se traslada del efecto de la devaluación sobre las elasticidades al efecto de la devaluación sobre el ingreso. Las preguntas pertinentes se vuelven, entonces, cómo afecta la devaluación del ingreso? y, cómo afecta un cambio en el ingreso a la absorción? Con estos interrogantes se deja atrás la concepción sectorial de los precios relativos de los bienes intercambiados —y sus respectivas elasticidades— para llegar a la totalidad de la economía, en particular a los aspectos monetarios.

La forma como la devaluación influirá sobre el ingreso y cómo cambios en éste modificarán la absorción va a depender de distintos tipos de efectos y de situaciones. La situación de empleo y de subuti-

²⁵ Al variar los niveles de ingreso y de gasto así como su distribución, cambiara la posición de las curvas de oferta y demanda por bienes importados y exportados, afectándose así sus elasticidades originales.

²⁶ Véase Sidney S. Alexander, “Effects of a Devaluation on a Trade Balance”, *International Monetary Fund, Staff Papers*, Abril, 1952.

lización de capacidad instalada determinará, particularmente en el sector exportador, un incremento de producción y de utilización de factores, lo que actuaría como un "multiplicador del comercio externo", induciendo un mayor nivel de actividad económica en general. El efecto de la devaluación dependerá también de cómo respondan los términos de intercambio y de cómo varíe la absorción misma y, en fin, de otros aspectos tales como la distribución del ingreso y la asignación de recursos. Pero la variable crítica, la que en última instancia determinará el resultado de una devaluación sobre la balanza de pagos, es el comportamiento de la oferta monetaria. Como dice Machlup, "nada se puede decir sobre los efectos de una devaluación a menos que se den especificaciones exactas sobre la oferta monetaria, el crédito y la política fiscal del gobierno"²⁷.

De esta manera llegamos al llamado modelo monetario de la balanza de pagos y que ya fuera tratado en el capítulo sobre los procesos de ajuste. Visto ahora este último enfoque desde el ángulo de la conveniencia de una devaluación se pueden hacer los siguientes comentarios adicionales.

3. Enfoque monetario

Este enfoque, como ya se vio, considera como esencialmente de origen montario los problemas de balanza de pagos y sostiene que la forma de corregir un déficit o un superávit es a través de políticas que actúan sobre la oferta monetaria, sobre la creación del crédito y sobre el gasto total. En esencia Johnson²⁸ distingue dos tipos de políticas correctivas: (a) una política de reducción del gasto total y, (b) una política que modifica la composición del gasto. Dentro de la primera se pueden contemplar medidas para reducir la oferta monetaria, para alcanzar un equilibrio fiscal y aún controles directos sobre el gasto. Dentro de la segunda política se pueden señalar medidas como la devaluación y como los controles al comercio internacional. La inclusión de la devaluación como una posible medida para reorientar la dirección del gasto, haciendo parte de una política sobre su monto total, resulta por demás interesante ya que, en efecto, lo que expresa es que la devaluación no es el mecanismo de ajuste sino apenas parte del proceso. Este punto es de vital importancia para distinguir las prioridades de los distintos enfoques sobre balanza de pagos.

Para terminar la presentación de los postulados del enfoque monetario hace falta hacer referencia a la diferencia que establece

²⁷ Fritz Machlup, *International Payments, Debts and Gold*, New York: Charles Scribner and Sons, 1964, p. 189.

²⁸ H. Johnson, "Towards a General Theory of the Balance of Payments", *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Editado por Johnson y Frenkel, University of Toronto Press, 1976, p. 56.

Johnson²⁹ entre un déficit de balanza de pagos que surge de una decisión "stock" y de un déficit que surge de una decisión "flow". En el primer caso, la comunidad crea un déficit pues, en un momento dado, decide substituir moneda local por activos en moneda de reserva o por moneda de reserva misma. Tal decisión es una y una sola. Tiene un efecto específico sin mayores repercusiones a través del tiempo. En el segundo caso, sin embargo, la comunidad crea un déficit de carácter más permanente pues decide mantener un exceso de gasto (absorción) sobre ingresos. Su balanza comercial se mantendrá entonces en déficit. La substitución de activos en moneda doméstica por activos en moneda de reserva no necesariamente significa un deterioro en la posición internacional del país, mientras que el constante flujo de mayor absorción de la que permite el ingreso sí se traduce en un debilitamiento de la posición económica externa del país.

En resumen, se tiene que la teoría sobre la conveniencia de la devaluación podría tener dos extremos. Uno, el de la posición de los "precios relativos" y de las elasticidades. Otro, el del enfoque monetario. En el primer caso la tesis es que los desequilibrios —déficits— se corrigen por acción de una determinada situación de las elasticidades en los precios de los bienes intercambiados. En el segundo caso el desequilibrio —déficit— no tiene probabilidad de corregirse sin una política monetaria restrictiva y sin una reorientación o reducción del gasto. Entre estos dos enfoques se encuentran posiciones intermedias como la correspondiente a la "absorción". En la práctica, la mayor validez de un enfoque sobre otro va a estar condicionada más por las magnitudes del origen del desequilibrio —y de la devaluación correctiva— que por la consistencia lógica de cada modelo teórico. Así, por ejemplo, una devaluación que rebaje a la mitad el precio de una moneda doméstica muy seguramente tendrá un efecto "normal" sobre la balanza de pagos. Por otra parte, ninguna situación de elasticidades podrá corregir un desequilibrio si, simultáneamente con la devaluación, se incrementa masivamente la oferta monetaria. Todo esto quiere decir que al considerar los efectos de una devaluación se tiene que prestar atención a todos los elementos: a las elasticidades, a la absorción y a la situación monetaria.

F. CONCILIACION DEL AJUSTE INTERNO Y EL EXTERNO

Hasta aquí hemos hablado del proceso de ajuste del sector externo de un país con el sector externo de los otros países o con el resto del mundo. Hemos también hablado del ajuste entre el sector interno y externo, pues existen claras interdependencias entre la corrección de un déficit o de un superávit cambiario, por ejemplo, y las medidas o ajustes que ocurren, o tienen que inducirse, en variables internas

²⁹ Véase su "Towards a General Theory", en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Editado por Johnson y Frenkel; University of Toronto Press, 1976, p. 52.

como el nivel de ingreso, el ritmo de cambio en los precios, o el ritmo de aumento en la oferta monetaria. Es así evidente que existe una estrecha interrelación entre el proceso de ajuste con el exterior y con la parte doméstica de la economía. Ahora bien, esa interdependencia puede significar complementariedad entre los procesos de ajuste, así como posibles conflictos o discrepancias entre los objetivos de un ajuste externo y las metas de política económica a nivel interno. Es decir, se pueden presentar, y así ocurre con frecuencia, que el proceso de ajuste para corregir un desequilibrio a nivel interno —la existencia de inflación o desempleo, por ejemplo— entre el conflicto con la meta de restaurar o mantener un equilibrio del sector externo con el resto del mundo. Esta situación plantea difíciles dilemas³⁰ como tener que escoger entre abandonar o sacrificar parcialmente una meta —bien la interna o la externa— o intentar un proceso de ajuste global que logre, simultáneamente, el doble propósito del equilibrio interno, junto con el equilibrio externo. Tal objetivo es muy difícil de alcanzar y normalmente se tiene que aceptar que determinados resultados en una prioridad de política interna—externa— conlleven costos de oportunidad en la búsqueda del equilibrio externo —interno—. Existe entonces la necesidad de conciliar entre sí los procesos de ajuste en el sector externo con los procesos de ajuste en el sector interno para lograr las metas globales de la economía.

Para precisar el problema de la conciliación de metas y procesos de ajuste veamos cuál sería la situación ideal. Según S. Korkman³¹ sería aquella en la cual exista en un país balance interno y externo simultáneamente. Qué quiere decir esto? En esencia, que a nivel interno un país se encuentra bajo empleo pleno y con una tasa de inflación igual a cero, y que a nivel externo no tiene déficit ni superávit en su balanza de pagos. Esta óptima e improbable situación puede entrar en desequilibrio por una causa interna o externa, real o monetaria, o, como ocurre con tanta frecuencia, por una combinación de estas cuatro causas. Puede ocurrir, por ejemplo, que por un diferencial de inflación —cero ritmo a nivel doméstico y positivo ritmo a nivel internacional— el país llega a acumular un superávit cambiario. Si su tasa de cambio se utiliza como el mecanismo de ajuste, habría una revaluación, desaparecería el superávit y se restauraría el equilibrio. Si su política financiera de crédito o monetaria se utiliza como mecanismo de ajuste en vez de la tasa de cambio, habrá una presión sobre la balanza de pagos para “absorber” el superávit y restablecer el equilibrio. En ambos casos, los dos instrumentos básicos para el ajuste serían la tasa de cambio y la política financiera, monetaria y fiscal. Hasta aquí se habría corregido el desequilibrio externo, crea-

³⁰ Como se verá más adelante Colombia no ha sido excepción a este problema. Por el contrario, casi siempre ha tenido que enfrentar este tipo de dilemas.

³¹ Véase su “Exchange Rate Policy in Relation to Internal and External Balance” *The Scandinavian Journal of Economics*. Vol. 79, 1977, p. 19.

do en este caso por una causa monetaria externa. Pero, qué puede suceder? Que el esfuerzo por restablecer el equilibrio externo, a través de política monetaria dé origen a nivel interno a un proceso inflacionario, lo cual crearía entonces la necesidad de un ajuste interno. Pero es más, esta última situación, a su turno, podría generar medidas anti-inflacionarias que crean desempleo y hacen atractiva la idea de mantener un superávit externo. Se tiene, entonces, que se presenta un conflicto entre medidas que por una parte corrigen el desequilibrio externo pero por otra crean un interno y viceversa.

Toda esta disquisición no es sólo un ejercicio teórico. En la práctica abundan los casos en que estos conflictos se presentan. La solución de estas dificultades no es imposible dentro de una teoría como la clásica en la que se supone la vigencia del patrón oro y movilidad hacia abajo de precios y salarios. Pero, qué hacer cuando, como ocurre en el mundo contemporáneo, no existe o, políticamente no se acepta, tal movilidad de salarios y precios hacia abajo? Este es el llamado mundo Keynesiano donde el balance interno ya no se da automáticamente, como lo creían los clásicos, y donde, sin paridades fijas ni patrón oro, se pone en duda que el balance externo se logre por la sola acción del mercado.

La experiencia de Alemania ³² a fines de la década de los sesenta y comienzos de la presente década ilustra bien el caso del conflicto entre el ajuste interno y el externo. Cuando Alemania vio crecer sus reservas internacionales tenía como opciones: (a) revaluar su moneda y arriesgar la pérdida de mercados externos, así como ver aumentada su tasa de desempleo, o (b) comprar las reservas arriesgando la pérdida del control monetario y la ocurrencia de la inflación,³³. La medida de la revaluación le corregía el creciente superávit —le arreglaba el desequilibrio externo— pero le creaba desempleo interno. A su vez la meta interna de mantener altas tasas de empleo le creaba la necesidad de exportar. Así, el tratar de mantener un objetivo interno le generaba el riesgo de un desequilibrio externo. Como es bien sabido, el desenlace de este conflicto lo acelera la crisis del dólar en 1972 al final de la cual se generalizaron las tasas de cambio fluctuantes y, de hecho, Alemania le dio prioridad a su balance interno, dejando flotar su moneda.

En más de una ocasión Colombia ha experimentado situaciones análogas en las que existió conflicto entre las metas o dificultad en conciliar los procesos de ajuste. Como nuestra historia de ajuste se resume por lo general en devaluación cambiaria, basta recordar los

³² Sobre este tema véase Artus, R. Jacques, "Exchange Rate Stability and Managed Floating: The Experience of the Federal Republic of Germany", *International Monetary Fund, Staff Papers*, July 1976, p. 334.

³³ Véase Cohen, B.J. *Balance of Payments Policy*, *Penguin Books*, 1970, p. 137, para un excelente análisis de las alternativas que tenía Alemania frente a su creciente superávit cambiario.

casos en que el equilibrio externo —la búsqueda de un freno a los déficits cambiarios— no se logró alcanzar, pues una política monetaria interna, que aparentemente buscaba preservar un balance doméstico, impidió la acción del proceso de ajuste. Otro ejemplo sería el reciente superávit cambiario en el cual el exceso de oferta de divisas se habría podido absorber con una revaluación pero aquí habría subsistido, a nivel externo, un desequilibrio potencial pues tal revaluación no habría estado sustentada por una mejoría real y permanente en los términos de intercambio. Por otra parte, además, el haber perseguido el balance externo como meta de largo plazo dio origen a un desequilibrio monetario interno y a la inflación.

Este difícil problema de conciliar divergentes propósitos y, en ocasiones, antagónicos procesos de ajuste conduce a muy interesantes disyuntivas sobre la utilización de los instrumentos de política económica. Cómo usarlos para un propósito y no para otro? Cómo usar uno en complemento de otro? Cómo usar, por ejemplo, política monetaria y fiscal para asegurar equilibrio interno (como recomendaría Keynes): pero sin que se genere inflación que conduzca a desequilibrios de balanza de pagos? O, cómo dar prioridad a las metas internas dejando a la tasa de cambio,³⁴ el equilibrio automático del sector externo? A qué se debe dar prioridad, al equilibrio interno o al externo, y para qué propósito es más eficiente un instrumento que otro? Estos interrogantes permiten afirmar que el problema central de todo proceso de ajuste es, entonces, cómo escoger y utilizar los instrumentos de política más pertinentes, a saber: tasa de cambio, reservas internacionales y una combinación de política monetaria y fiscal, para con ellos alcanzar, simultáneamente, balance interno y externo.

Una de las formas que se ha sugerido para facilitar tal escogencia y tal utilización es seleccionar el instrumento en función del origen de la causa del desequilibrio. Esto es lo que Mundell³⁵ llama el "principio de la clasificación efectiva de los mercados". Este enfoque, sin desconocer que casi cualquier instrumento tiene efectos que alcanzan más de un objetivo de política, señala que existen "ventajas comparativas" entre ellos que hacen preferible adoptar, como lo sugiere Meade³⁶, política financiera, monetaria y fiscal para alcanzar el balance interno, y política cambiaria y de reservas para lograr el equilibrio externo. La argumentación para esta preferencia está en que, por lo general, las políticas financieras actúan directamente sobre el nivel y composición del gasto mientras que sólo lo hacen indirectamente sobre la balanza de pagos o sobre el sector externo.

³⁴ Tal como el enfoque monetario habría recomendado a Colombia que hiciera para manejar el superávit.

³⁵ Robert A. Mundell, "Principle of Effective Market Classification". Véase su *International Economic*, Macmillan, New York, 1968, Cap. II.

³⁶ Véase su *The Balance of Payments*, Oxford University Press, 1950, p. 169.

En el caso específico de Colombia y en relación con su proceso de ajuste con el sector externo el anterior enfoque sugeriría que, en primera instancia, fueran la tasa de cambio y las reservas las que dirigieran el proceso de ajuste pues fue allí donde se originó el desequilibrio externo, y que la política monetaria y fiscal fuera usada para complementar y garantizar los efectos de los cambios buscados con los instrumentos cambiarios, nuestro problema es sin embargo bien difícil, pues ya se tiene no solo un desequilibrio externo sino uno interno representado por una rápida inflación. Además, como resultado de la decisión de no abandonar el control de cambios al presentarse en 1975 la helada de cafetos en el Brasil, la oportunidad del reajuste por la vía de revaluación ya no es factible ni aconsejable³⁷. Lo que ahora queda por examinar es el proceso de ajuste frente al sector externo y al interno como resultado de la presencia de (a) 1.831 millones de dólares en reservas internacionales al comenzar el año de 1978, (b) tasa de cambio sobrevaluada y (c) inflación acumulada durante 1976 y 1977. El desafío es particularmente complejo pues el proceso de ajuste tendrá que proyectarse y cumplirse dentro de una perspectiva de precios del café hacia la baja. Con tal perspectiva comienza el país el año de 1978. Veamos cuál puede ser ese proceso. Pero veamos primero cuál ha sido nuestra experiencia en el manejo de los procesos de ajuste durante los últimos lustros.

G. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La evolución de la teoría y la práctica del mecanismo de ajuste frente a desequilibrios en los sectores externos de los países muestra un proceso creciente de complejidad sin que, al final del cual, se pueda ofrecer una inequívoca y absoluta tesis de validez general para todos los procesos de ajuste. Tal evolución va desde el esquema clásico de Hume y Ricardo, con su énfasis en el patrón oro y el equilibrio automático, hasta Meade, Johnson y Friedman, con su enfoque global y particularmente monetario. En la práctica, parece que el sistema del patrón oro no funcionó con la automaticidad y perfección que por lo general se le atribuye, y hay razones para pensar que la solución de "deflar" internamente nunca fue adaptada realmente por ningún país. Así mismo, la solución de las paridades fijas tampoco fue del todo la norma, siendo abundantes los ejemplos de ajustes de uno u otro tipo a las tasas de cambio.

En cuanto a la teoría de la corrección de los desequilibrios, es evidente una secuencia en la que se comienza por poner todo el énfasis en los precios relativos, en los costos y en las elasticidades de los respectivos sectores externos, para pasar luego a concentrar la atención en los aspectos del gasto —absorción— total, con lo cual se

³⁷ Si es que en su momento fue deseable. Sobre este punto véase Eduardo Wiesner, "Reservas Internacionales y Política Cambiaria", *Financiamiento Externo*, Banco de la República y Asociación Bancaria, 1977, p. 175.

desemboca en el enfoque monetario. De esta manera se llega también a los difíciles problemas de identificar las causas de los desequilibrios, de seleccionar los instrumentos para corregirlos y de mantener un balance, no sólo entre el sector externo de un país y el resto del mundo, sino entre sus metas de política económica interna y su equilibrio externo.

Los distintos enfoques sobre corrección de desequilibrio no parecen excluyentes y entre más se avanza en el examen de la etiología de un disturbio, bien sea éste real o monetario, interno o externo, más claro se ve que la política correctiva tiene que ser integral, es decir, tiene que cubrir tanto medidas puramente cambiarias como las estrictamente monetarias y fiscales. No parece así que un déficit de balanza de pagos pueda ser fácilmente resuelto con una simple devaluación, así sea ésta de tal magnitud que encuentre receptivas elasticidades en los respectivos sectores externo. Si no se complementa tal medida con el uso de instrumentos monetarios, financieros y fiscales, el resultado será menor que el buscado.

Por lo general, el énfasis de la teoría y de los modelos analíticos recae en los desequilibrios de déficit cambiario bajo paridades fijas. Siendo ahora aceptable el régimen de tasas de cambio fluctuantes se tiene entonces que reevaluar el significado de los resultados que expresan las balanzas de pago dentro de su concepción tradicional. Por ejemplo, variaciones en las reservas, así como superávits o déficits, qué quieren decir ahora, cuando es previsible la fácil variación de la tasa de cambio?

El problema central del proceso de ajuste es la conciliación de las necesidades de equilibrio del sector externo con las metas de la política económica interna. Este problema es particularmente complejo en razón de la estrecha interdependencia entre un tipo de desequilibrio y otro, y debido a la interrelación de los efectos de los distintos instrumentos de política. Sin embargo, la opinión de los distintos autores parece inclinarse a favor de la utilización de los mecanismos cambiarios para corregir desequilibrios externos y la aplicación de instrumentos monetarios y fiscales para mantener un balance interno.

Así como desde Keynes se acepta que el equilibrio interno —el logro del empleo pleno bajo estabilidad de precios— no se da automáticamente por las fuerzas del mercado, existe también una apreciable opinión que descarta la ocurrencia espontánea del equilibrio externo. La razón de fondo para que esto sea así parece ser más por causas políticas que por deficiencias del modelo teórico. Resulta que casi ningún gobierno está dispuesto a dejar de intervenir sobre las fuerzas del mercado para, según su entender y criterio, mitigar los efectos negativos que sobre el bienestar de su comunidad pueda generar un ajuste sin dirección por parte de la política económica. La

práctica general parece ser que el mercado indica la dirección del proceso de ajuste, pero la política económica dirige los pasos y las etapas del mismo.

II. TRES DECADAS DE EVOLUCION CAMBIARIA*

INTRODUCCION

El examen de la evolución cambiaria del país a partir de la segunda guerra mundial, es decir, durante un período de aproximadamente 30 años, revela un fascinante proceso de aprendizaje así como una casi épica aunque infructuosa lucha por ajustar el sector externo del país al resto del mundo y por lograr un mínimo de equilibrio entre el manejo doméstico y la política económica externa. Quizás la magnitud y ambición del propósito explica —y tal vez justifica— los muy limitados éxitos de las políticas de ajuste. Es posible también que las circunstancias económicas y políticas que acompañaron los esfuerzos contra la inflación y contra la devaluación hayan impedido alcanzar los objetivos buscados. En todo caso, el análisis de lo ocurrido en el frente cambiario y monetario durante las últimas tres décadas muestra que, a pesar de todo, se ha avanzado en el manejo de las situaciones y que, aunque no siempre por la ruta más corta, el país ha ido gradualmente dirigiéndose hacia políticas más apropiadas y ha hecho importantes innovaciones por mejorar su proceso de ajuste con el sector externo. Claro está que aún queda mucho camino por recorrer y que la prueba máxima de qué tanto progreso se ha hecho, tan solo se presentará a partir de 1978. Durante este año y el próximo se verá hasta qué punto ha aprendido el país a dirigir sus procesos de ajuste.

Esta segunda parte del documento está dedicada a examinar el proceso de ajuste en el caso específico colombiano. Ella se divide en cuatro secciones, cada una de las cuales cubre un período que, por sus características, se distingue de los otras. En primer lugar se analiza el período 1948-1967, al que se le ha llamado “el ajuste bajo paridad fija”. La segunda sección corresponde a los años de 1967 a 1975 y se la ha titulado “ajuste bajo cambio flexible”. La llamada bonanza cafetera de mediados de la década singulariza los años de 1975 a 1978, como un período especial al que se le ha denominado “ajuste bajo superávit cambiario”. Esta es la tercera sección de esta segunda parte. Por último, la cuarta sección se concentra en el análisis de lo que durante los próximos dos años tendrá que ser el ajuste monetario y cambiario interno y externo, hacia una tasa o hacia ritmo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. Es de presumir y de esperar que tal ajuste se haga entre 1978 y fines de la presente

* El autor desea dejar constancia de su agradecimiento con el Dr. Eduardo Lora cuya colaboración en la elaboración de los anexos estadísticos y en la organización de la información sobre tasas de cambio fue muy valiosa.

década. Cada una de las cuatro secciones culmina con un resumen y unas conclusiones sobre lo que podría ser el balance de la experiencia de cada período estudiado.

Al final de esta segunda parte se intenta una apreciación global sobre las tres décadas, buscando orientar y sugerir líneas de política sobre el proceso de ajuste que aún falta por realizarse, es decir, sobre el correspondiente al período 1978 a 1980, cuando seguramente el actual desequilibrio externo e interno tendrá que ser dirigido, acomodado o absorbido en una forma u otra por el país. La idea central es que tal proceso de ajuste sea dirigido por la política económica y sean maximizados sus beneficios y minimizados sus costos, todo ello para el mayor provecho de nuestra economía.

En general, en esta segunda parte se procura aplicar el esquema de ajuste tratado en la parte teórica del documento. Claro está que este esfuerzo no se puede calificar sino de preliminar. Haría falta una investigación mucho más profunda y extensa que esta primera aproximación al tema para que se pudiera afirmar que ya se tienen conclusiones definitivas sobre lo que ha sido nuestra accidentada historia cambiaria. Es más, quizás la primera importante conclusión que sí emerge de este escrito es la de que se está en mora³⁸ de contar con un trabajo exhaustivo y minucioso que reconstruya todos los detalles y analice todas las incidencias, tanto de corto como de largo plazo, de lo que ha sido la evolución cambiaria moderna de nuestro país. Ojalá el presente documento contribuya a que tal investigación se inicie y culmine pronto.

A. AJUSTE BAJO PARIDAD "FIJA" 1948-1967

La primera etapa de la historia cambiaria contemporánea de Colombia podría decirse que cubre un período aproximado de 20 años entre 1948 y 1967. Se inicia con la Ley 90 de 1948 y culmina en marzo de 1967 con la expedición del Decreto 444. Durante ese período se presentaron seis devaluaciones oficiales o modificaciones en la paridad fija entre el peso y el dólar³⁹. Como se verá más adelante, no fue éste un período en el cual, en un sentido estricto, se mantuvieran paridades fijas.⁴⁰ Sin embargo, así se le ha denominado para distin-

³⁸ Con esto no se quiere decir que no existen trabajos serios sobre el tema. Los hay, y entre ellos se destacan: la tesis doctoral de Jorge García García, el libro de Carlos Díaz Alejandro, los capítulos correspondientes de la obra de Fernando Gaviria Cadavid y otros. Sin embargo, aún no dispone el país de una profunda investigación sobre lo que ha sido su historia monetaria y cambiaria contemporánea, equivalente a lo que Friedman y Schwartz hicieron para el caso de los Estados Unidos.

³⁹ En realidad la devaluación se hacía con respecto a una paridad con el oro. Sin embargo, estando nuestra moneda atada al dólar y lográndose una gran facilidad de expresión y de análisis haciendo referencia a esa divisa, y no al oro, se ha preferido seguir tal alternativa.

⁴⁰ Para facilitar el estudio de la evolución cambiaria colombiana así como para destacar la compleja estructura de sus distintos tipos de cambio, se ha preparado, y se presen-

guirlo de los años posteriores a 1967 y siguientes a 1975, pues reúne características tan peculiares y tan propias que claramente singularizan esas dos décadas de los períodos subsiguientes.

En las secciones que siguen se presenta un breve resumen de las devaluaciones que se hicieron durante este período y se intenta sobre ellas un primer análisis dentro del contexto que se ha venido desarrollando, es decir, dentro del marco conceptual de ajuste del sector externo y de ajuste también con el sector interno.

1. Diciembre 10 de 1948. Devaluación de \$1.75 a \$1.95

Por medio de la Ley 90 del 10 de diciembre de 1948 el gobierno nacional devaluó oficialmente el peso de \$1.75 a \$1.95. Nominalmente, al menos, esta devaluación fue del 11%. Sin embargo, ya desde el segundo semestre de ese año el peso había registrado cotizaciones de hasta \$3.08 por dólar⁴¹, a través del denominado Certificado de Cambio⁴² que constituía el título representativo de moneda extranjera. Estos Certificados de Cambio que, según el Decreto 1949 de junio 9 de 1948, eran “de libre mercado pero no de libre aplicación”, constituían un primer intento de fomentar exportaciones distintas a las tradicionales. El más alto tipo de cambio correspondía entonces a esas exportaciones mientras que las tradicionales —café, banano, plátano, textiles y otras— se pagaban por el Banco de la República a la tasa oficial⁴³. La más alta tasa del mercado para estos Certificados, que podían ser negociados en el mercado, significaba que un volumen de importaciones se hacía a un costo más elevado que el de la cotización oficial. Por lo general tales importaciones correspondían a los bienes con mayores impuestos y restricciones para su compra en el exterior. De esta manera la devaluación real fue inferior a la nominal pues la nueva paridad de \$1.95 fijada en diciembre de 1948 ya estaba por debajo del nivel de algunas transacciones. Así mismo, muchas importaciones y exportaciones ya se venían haciendo por encima del nivel de \$1.75. Como se verá más adelante, esta particular forma de devaluar, por encima de la paridad preexistente pero por debajo del nivel máximo del mercado, fue una práctica que se gene-

tan como Anexos No. 1, 2, 3 y 4, una serie de cuadros que resumen mejor que cualquier crónicas las variaciones en las tasas de cambio y la numerosa legislación que acompañaba el proceso.

⁴¹ Véase Teigeiro José D., y Elson Anthony, “The Export Promotion System and the Growth of Minor Exports in Colombia”, *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, julio 1973, p. 423. Según Banco de la República la cotización media de los Certificados en Septiembre de 1948 fue de \$3.08. La tasa de \$2.73 parece más bien un promedio de cotizaciones entre junio y diciembre.

⁴² Los Certificados de Cambio substituyeron a los Certificados de Oro que habían sido creados por la Ley 61 de 1974 como un subsidio y estímulo a la producción de este metal.

⁴³ Desde la misma fecha de creación de los Certificados de Cambio, estas exportaciones principales se venían pagando a \$1.845 por dólar, y no a \$1.745, tasa puramente nominal (Decretos 1949 y 1952 de 1948).

CUADRO No. 1
COLOMBIA, EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO CON RESPECTO AL DOLAR
1923-1948

| Año | Cotización | Año | Cotización |
|-------------------|------------|--------------------|------------|
| 1923 | \$ 1.04 | 1936 ⁵ | \$ 1.75 |
| 1924 | 1.00 | 1937 | 1.75 |
| 1925 | 1.01 | 1938 ⁶ | 1.75 |
| 1926 | 1.01 | 1939 | 1.75 |
| 1927 | 1.02 | 1940 ⁷ | 1.75 |
| 1928 | 1.02 | 1941 | 1.75 |
| 1929 | 1.03 | 1942 | 1.75 |
| 1930 | 1.03 | 1943 ⁸ | 1.75 |
| 1931 | 1.03 | 1944 ⁹ | 1.75 |
| 1932 ¹ | 1.05 | 1945 ¹⁰ | 1.75 |
| 1933 ² | 1.16 | 1946 | 1.75 |
| 1934 ³ | 1.55 | 1947 | 1.75 |
| 1935 ⁴ | 1.60 | 1948 ¹¹ | 1.75 |

FUENTE: Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, 1947-1948, p. 65.

¹ Esta tasa rigió a partir del 12 de enero de 1932. A partir del 7 de mayo de ese año (Decreto 422 del 7 de mayo de 1932) se estableció una prima de exportación del 10% De esta forma la tasa real llegaba a \$1.15.

² A partir del 25 de febrero de 1933 desaparece la prima de exportación fijada por Decreto 422 de 1932 y, en su lugar, se establece un premio de once puntos sobre el precio de la divisa. El 4 de septiembre de 1933 el Banco de la República elevó en 10 puntos el tipo de cambio. El 26 de septiembre se establece un cambio semilibre, ya que se autoriza que el 85% de los giros sobre el exterior se negocie libremente, debiéndose vender al Banco de la República el 15% restante al tipo del 113%. Quedó así suspendida la fijación del tipo de compra y venta de dólares por parte del Banco de la República. El resultado inmediato fue el alza en la cotización del dólar. En octubre de 1933 el Banco de la República decidió entrar a comprar a \$1.50 con lo cual detuvo la subida del dólar. Sin embargo, el 5 de diciembre de ese año, en vista del descenso de sus reservas, el Banco de la República suspendió las ventas de giros al \$1.50.

³ Desde el 5 de diciembre de 1933 hasta octubre 31 de 1934 continuó el cambio semilibre. El dólar llegó hasta \$1.82 en agosto de 1934. Luego bajó y se estabilizó, con la intervención del Banco de la República, alrededor de \$1.55.

⁴ El 23 de enero de 1935 el Banco elevó el precio de venta a \$1.60. El 30 de enero suspendió el Banco las ventas directas al público y ordenó hacer remates por conducto de la Bolsa de Bogotá.

⁵ El 15 de mayo de 1936 el Banco suspendió los remates en la Bolsa y dispuso comprar al \$1.73 y vender al \$1.75 contra solicitudes aprobadas por la Oficina de Control.

⁶ La Ley 167 del 19 de noviembre de 1938 fijó la cotización en \$1.75.

⁷ A mediados de 1940 la Junta Administradora del Fondo de Estabilización fijó cuatro tipos diferenciales de cambio según turnos para grupos de mercancías. El primer grupo tenía una tasa de \$1.75, el segundo \$1.79, el tercer turno una tasa de \$1.87, y el cuarto grupo una tasa de \$1.95.

⁸ El 7 de abril de 1943, el Fondo de Estabilización modificó los tipos de cambio de los grupos rebajándolos así: segundo turno \$1.76, tercer turno \$1.77, cuarto turno \$1.78.

⁹ La Oficina de Control de Cambios suspendió por medio de la Resolución 128 del 19 de abril de 1944 los tipos diferenciales de cambio y dispuso que todas las licencias se otorgaran al cambio de \$1.75, correspondiente al turno primero.

¹⁰ El 23 de mayo de 1945 la Oficina de Control de Cambios estableció para cinco grupos de mercancías depósitos de garantía de diferente cuantía sobre el valor de la respectiva licencia.

¹¹ El 10 de diciembre de 1948, por medio de la Ley 90 de ese año, se devaluó el peso de \$1.75 a \$1.95.

realizó durante el primer período de la historia cambiaria de la post-guerra.

Como resultado de la Ley 90 de 1948 basta decir "a manera de resumen, que el sistema de cambios colombiano quedó operando por medio de un mercado oficial con tasas diferenciales y un mercado de Certificados de Cambio con tasas fluctuantes"⁴⁴.

Ahora bien, dentro de nuestro esquema teórico las preguntas básicas que se tienen que formular y contestar son las siguientes: a qué obedeció la devaluación? qué propósitos tenía y cuáles logró? Las hipótesis básicas serían que se devaluó en respuesta a una sobrevaluación del peso, a un deterioro de la balanza de pagos, a un exceso de oferta monetaria, a una mayor capacidad de "absorber"⁴⁵ bienes y servicios que de generar el ingreso para pagarlos. Por otra parte, presumiblemente con la devaluación se buscaría frenar la pérdida de reservas, estimular las exportaciones y asimilar en la tasa de cambio un exceso de oferta monetaria y un aumento en los niveles internos de precios.

Veamos cuál era la situación previa a la devaluación. En cuanto a reservas internacionales el país venía registrando una acelerada pérdida desde fines de la segunda guerra mundial. Durante 1947 la reducción fue de 24.3 millones de dólares que representaban aproximadamente un 20% del nivel total de reservas de ese año. Entre junio de 1946 y julio de 1947 la pérdida de reservas fue de 40 millones de dólares⁴⁶. Esta rápida reducción podría ser explicada como la presión por importaciones que era de esperarse luego de las restricciones inevitables durante la guerra. Pero, con mayor razón, también podría ser entendida como el resultado de una tasa de cambio sobrevaluada que solo gracias a las restricciones vigentes durante la guerra había podido ser mantenida⁴⁷. Debe recordarse que la paridad de \$1.75 por dólar venía rigiendo desde 1938 cuando la Ley 167 de ese año oficialmente devaluó el peso modificando la paridad que, con respecto al oro, regía desde 1912⁴⁸.

⁴⁴ Véase Fernando Gaviria, *Moneda, Banca y Teoría Monetaria*, Tercera Edición, Banco de la República, 1977, p. 407.

⁴⁵ En términos del esquema teórico tratado en la primera parte esto quería decir que se tenía un déficit en la cuenta corriente de balanza de pagos, es decir, que la importación de bienes y servicios excedía la exportación de este tipo de bienes.

⁴⁶ Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1947 a junio 30 de 1948, p. 32.

⁴⁷ Tan cierto es esto que ya en 1940 la tasa de \$1.75 tan solo regía para las mercancías incluidas en el llamado "primer turno". Para los otros turnos regían tipos de cambios más altos. Sobre este punto de la sobrevaluación del peso y de su nivel real de paridad adquisitiva con el dólar, véase Carlos Díaz Alejandro, Colombia: *Foreign Trade Regimen and Economic Development*, Colombia University Press, 1976, p. 15.

⁴⁸ Para una síntesis de la evolución del tipo de cambio desde 1923 hasta 1948, véase el Cuadro No. 1.

En cuanto al comportamiento de los medios de pago es evidente que, aunque su medición planteaba problemas conceptuales y estadísticos, éstos habían venido creciendo aceleradamente hasta el punto de que, según las palabras del entonces gerente del banco de la República, doctor Luis Angel Arango “de 1946 a 1947, el aumento del medio circulante fue de \$8.6 millones, es decir, que en el último año casi se cuadruplicó dicha cantidad”,⁴⁹. Durante el año 1948 los medios de pago continuaron creciendo y como cosa curiosa en marzo de ese año el encaje bancario requerido se redujo de 30% a 25%. Normalmente se habría esperado lo contrario, una elevación del encaje y una política de contracción y de reorientación monetaria — en los términos contemporáneos de H. Johnson — para evitar llegar a la corrección cambiaria vía la devaluación. Pero ello no ocurrió y la devaluación, como ya se indicó, fue hecha el 16 de diciembre de 1948.

La rápida reducción de reservas desde 1946 y los substanciales déficits comerciales de 1947 y 1948 no sólo llevaron a la devaluación señalada sino al establecimiento de restricciones a las importaciones a través de “cupos básicos”. Existían tres cupos básicos y ciertos criterios de “necesidad” y de “conveniencia nacional” para asignar las divisas disponibles. Luego, por medio del Decreto 1949 del 9 de junio de 1948 se asimilaron a Certificados de Cambio los “Certificados de Oro que había sido creados por la Ley 61 de 1946”. Esos nuevos Certificados de Cambio constituían “un primer paso hacia un mercado libre”⁵⁰ y como se vió, su cotización llegó a exceder los tres pesos, con lo cual la devaluación no ajustó sino parte del desequilibrio cambiario. Además, el Decreto 1952 del 9 de junio de 1948 fijó impuestos de giros hasta de 26% para los “cupos básicos”⁵¹. La devaluación de \$1.75 a \$1.95, en síntesis, fue poco lo que corrigió o ajustó en el frente cambiario. Y en el frente monetario ya se vió que tampoco se siguió una política complementaria. El desajuste externo se mantuvo. El desajuste interno también.

Un último comentario sobre esta devaluación es pertinente. Y por qué no se devaluó a un mayor nivel? Por qué no se eliminaron las restricciones a las importaciones y los impuestos a los giros? Cómo es posible que, aparentemente, el proceso de ajuste interno y externo hubiera sido tan incompleto? No es fácil dar respuesta a estas preguntas. Con seguridad no se trataba de imprevisión o de insuficiente entendimiento de los verdaderos procesos económicos y financieros.

⁴⁹ Véase Banco de la República, *Informe Anual Gerente*, julio de 1946 a junio 30 de 1948, p. 40.

⁵⁰ Es interesante destacar esta observación del entonces gerente del Banco de la República, Dr. Luis Angel Arango, pues ella revela una preocupación por alcanzar una meta cambiaria menos llena de controles y restricciones. Casi que podría decirse que esa ha sido la aspiración de las autoridades cambiarias y monetarias durante décadas. Pero nunca ha sido posible lograrla. Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Julio 1947 a Junio 1948, p. 61.

⁵¹ Los cuales se encontraban anteriormente en 4%.

La hipótesis es que existían actitudes y reservas que cuestionaban la bondad de devaluar, cuando se creía que con ello solo se aumentaría la inflación y el ingreso de los cafeteros sin que se obtuviese como contrapartida un mayor volumen de exportaciones⁵² o se mitigase la presión alcista de los precios. La noción de que la devaluación generaba la inflación y no viceversa, parecía ejercer una poderosa influencia. Esta concepción contrasta con el enfoque monetario a que se ha hecho referencia en la primera parte de este documento.

Por otra parte, el ajuste externo vía una contracción del circulante no se consideraba aceptable pues "es sabido que la deflación por debajo de los niveles normales reduce los consumos y en tal virtud las ventas, eleva los precios y salarios a niveles exageradamente bajos, es inseparable de la desocupación, y en una palabra, trae consigo la paralización de todos los negocios"⁵³. Esta última apreciación confirma la opinión de Triffin, presentada al comienzo del artículo, en el sentido de que lo normal es que ningún país acepte la solución del ajuste a través de la deflación interna. Colombia no era y no parece ser la excepción a esa norma.

2. Marzo 20 de 1951. Devaluación de \$1.95 a \$2.50

Como era de esperarse, menos de tres años después de la devaluación reseñada fue necesario hacer otra, esta vez al nivel de \$2.50. Las características de la segunda devaluación no fueron muy distintas de la primera. A partir de 1949 el nivel de la cotización del Certificado de Cambio excedió ampliamente la cotización oficial llegando⁵⁴ en marzo de 1950 a \$3.44. Aproximadamente un año después, el 20 de marzo de 1951 y por medio del Decreto Extraordinario 637, el peso fue devaluado oficialmente de \$1.95 a \$2.50.

Esta medida no llegó sorpresivamente, al menos para quien hubiese estado observando el comportamiento de las variables monetarias y de balanza de pagos. La devaluación a \$1.95 había sido seguida de continuas pérdidas de reservas y de déficits de balanza comercial así como de medidas restrictivas sobre los giros al exterior. Los medios de pago también habían venido creciendo rápidamente durante los años de 1949 y 1950. Tan solo entre julio de 1949 y junio de 1950 su aumento⁵⁵ fue del 25%. Sobre el origen de los medios de pago decía el gerente del Banco de la República "que el principal factor de ex-

⁵² Como es sabido se estima que la elasticidad precio de la demanda por café es relativamente baja por lo cual una reducción en su precio no genera un incremento en las ventas que aumente el producto total recibido.

⁵³ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Julio 1 de 1947 a junio 30 de 1948, p. 63.

⁵⁴ Véase Teigeiro José D., y Elson Anthony, "The Export Promotion System and the Growth of Minor Exports in Colombia", *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, julio 1973, p. 423.

⁵⁵ Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio 1949 a junio 30 de 1950, p. 19.

pansión de ellos fue el ensanche del crédito de los bancos afiliados”⁵⁶ y más adelante advertía sobre los peligros “de un potencial de aumento de los medios de pago en circulación”⁵⁷. En el frente cambiario hubo además retrasos de pagos al exterior y una balanza comercial con un déficit de cien millones de dólares entre junio de 1949 y junio de 1951 a pesar de “la oportuna intervención del Control de Cambio, que contuvo el drenaje de nuestras reservas de oro y divisas”⁵⁸. El nivel interno de precios llegó a aumentar en un 21.9% entre junio de 1950 y junio de 1951. En ese mismo período los medios de pago aumentaron en un 23.9% con respecto al año anterior⁵⁹.

Todo este esquema conducía a una devaluación o a una contracción interna que, como ya vimos, se consideraba impracticable. Es de notar que, por lo general, durante los años de 1948 a 1951 el precio promedio del café en los mercados internacionales no había venido decreciendo. Por el contrario, su promedio fue de 33 centavos entre julio de 1948 y junio de 1949, y llegó a cotizarse⁶⁰ a un promedio de 58 centavos de dólar entre junio de 1950 y junio de 1951. Es decir, todo lo reseñado no ocurría, como habría podido pensarse, como consecuencia de una continua y rápida reducción en el precio del principal producto de exportación del país. El Cuadro No. 2 muestra el comportamiento de los precios promedio del café tipo Manizales para el período.

El Decreto Extraordinario 637 en virtud del cual se devaluó de \$1.95 a \$2.50 introdujo también importantes modificaciones al régimen de cambios y fue complementado por medio del Decreto 638 de la misma fecha, el cual estableció una lista de bienes de prohibida importación. Aunque el Decreto 637 eliminó los llamados Certificados de Cambio, dejó una modalidad de cambio múltiple pues a las exportaciones de café les mantuvo un reintegro de \$1.95 para el 75% de su valor y para el 25% restante autorizó se pagara el nuevo tipo de cambio que sería determinado de común acuerdo con la Junta Directiva del Banco de la República y por la Junta Reguladora de Cambios⁶¹. Las divisas provenientes de otras fuentes serían compradas y vendidas por el Banco de la República a razón de \$2.50 por dólar. Los Cupos Básicos de Importaciones, que habían sido creados en

⁵⁶ *Ibid*, p. 21.

⁵⁷ *Ibid*, p. 24.

⁵⁸ Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio 1950 — junio 1951, p. 154.

⁵⁹ *Ibid*, p. 47.

⁶⁰ *Ibid*, p. 135.

⁶¹ *Ibid*, p. 135. El Decreto 637 creó la Junta Reguladora encargada de proponer las modificaciones al tipo de cambio, que debería ser aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República. Ese mismo tipo sería el aplicable al 25% de las divisas cafeteras, que según el propio Decreto 637 debería ir aumentándose gradualmente hasta llegar al 100%.

CUADRO No. 2
 PRECIOS ANUALES PROMEDIO PARA EL CAFE "MANIZALEZ"
 EN NUEVA YORK, 1948-1967

| Año | US centavos por libra (454 gm) | Año | US centavos por libra (454 gm) |
|------|-----------------------------------|------|-----------------------------------|
| 1948 | 32.57 | 1958 | 52.41 |
| 1949 | 37.61 | 1959 | 45.22 |
| 1950 | 53.25 | 1960 | 44.89 |
| 1951 | 58.70 | 1961 | 43.62 |
| 1952 | 57.01 | 1962 | 43.62 |
| 1953 | 59.92 | 1963 | 39.55 |
| 1954 | 79.93 | 1964 | 48.80 |
| 1955 | 64.38 | 1965 | 48.47 |
| 1956 | 73.97 | 1966 | 47.43 |
| 1957 | 63.94 | 1967 | 41.94 |

FUENTE: Revista Banco de la República.

agosto de 1947 por medio de la Resolución 174 de la Oficina de Control de Cambios, fueron eliminados por el Decreto 637 de 1951.

Sobre la devaluación de \$1.95 a \$2.50 es importante destacar que el llamado Comité de Desarrollo Económico⁶² había hecho la recomendación de un nuevo régimen cambiario que no unificaría de inmediato las tasas de cambio. Decía el Comité:

“Estamos convencidos de que el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo está por encima del actual tipo de cambio oficial. Una elevación inmediata conjuntamente en los tipos de compra y venta de divisas causaría un descenso en la formación de capital y un aumento en la demanda de bienes de consumo. Puesto que la producción de bienes de consumo no podría incrementarse tan rápidamente, se presentaría un alza en el costo de la vida”⁶³.

Esta recomendación, como ya se vio, fue acogida por el Decreto 637 de marzo de 1951, y dio origen al denominado “diferencial de cambios”, así como a utilidades por este concepto. Tales utilidades fueron destinadas a fortalecer el Fondo Nacional de Café, el Tesoro Público y a capitalizar la Caja Agraria, entre otros propósitos.

Es interesante observar que este manejo ya expresaba una preocupación por la inflación de origen cambiario y revelaba como propósito central de la política llegar a un tipo de cambio unificado. Pero todo ello en un futuro, no en el presente. No había en esta política una contradicción? Cómo se podría estar hablando de la bondad de una tasa única de cambio y de equilibrio cuando se hacía precisamente lo contrario? O sería que se trataba de una política de transi-

⁶² Entidad que estaba a cargo del estudio del Informe del Banco Mundial de 1950.

⁶³ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1951 a junio de 1952, p. 205.

ción? ⁶⁴. Aparentemente tal era el caso, pues aunque se buscaba llegar a un solo tipo de cambio se quería lograr este objetivo sin elevar súbitamente el ingreso cafetero lo cual se consideraba que produciría inflación.

Esta especial circunstancia de saber en qué dirección llevar la política cambiaria pero sin poder hacerlo en el corto plazo parece ser otra de las características más distintivas del manejo del sector externo del país. Ya veremos más adelante cómo este mismo fenómeno vuelve a repetirse en 1957 y en 1978. La pregunta que a este respecto surge, desde ahora, es si en verdad el país quería alcanzar un tipo de cambio unificado y de equilibrio o si lo que pasaba era que su tradicional y atávico temor a una inflación, supuestamente generada por la devaluación, así como la inestabilidad del crecimiento de la oferta monetaria y la inelasticidad de las exportaciones hacían que en realidad se ajustara el sector externo, pero siempre sólo transitoriamente, sin que en el fondo se quisiera llegar a una tasa unificada con mínimos controles y restricciones. Es sobre esta consideración que se tiene que desarrollar el análisis del sector externo del país. Puede o quiere el país, en verdad, dirigir su política externa y cambiaria hacia el equilibrio del mercado? O, por el contrario, prefiere mantener una política de control de cambios, aún sin complementarla con una correspondiente política interna?

Veamos ahora qué ocurrió con posterioridad a la devaluación de marzo de 1951. Es decir, veamos si ella, desde un comienzo, gestó la próxima devaluación, y examinemos también qué desarrollos se presentaron que hubieran podido contribuir a fortalecer los efectos de la devaluación o a neutralizarlos.

En cuanto a la balanza comercial el segundo semestre de 1951 terminó en equilibrio, pero no así la primera mitad de 1952 que culminó con un déficit de 11.8 millones de dólares ⁶⁵. En desarrollo de la obligación de ir unificando un tipo de cambio para las exportaciones cafeteras se expidió el 27 de octubre de 1951 el Decreto 2277 que elevó a un 40% la porción del reintegro de divisas que pagaría a \$2.50 el Banco de la República. Este Decreto ofreció elevar tal porcentaje 'a razón de un punto y medio cada mes, es decir en cuarenta meses a partir del 15 de noviembre de 1951' ⁶⁶.

En cuanto al comportamiento monetario, los medios de pago aumentaron ⁶⁷ en un 23.8% entre junio de 1951 y junio de 1952 y se consideraba que 'para el futuro inmediato los medios de pago presentaban perspectivas más o menos definidas de alza'. Es curioso, sin embargo, que durante este período los índices de precios perma-

⁶⁴ Ya se verá más adelante cómo este sistema de políticas *ad hoc* y de transición ha tenido que ser repetido para evitar presiones inflacionarias.

⁶⁵ Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1951 a junio de 1952, p. 43.

⁶⁶ *Ibid.*, p. 49.

⁶⁷ *Ibid.*, p. 55.

necieran casi sin variación. En Bogotá en ese año (junio de 1951 a julio de 1952) se presentó un descenso de 2.8% en el llamado entonces "costo de la vida"⁶⁸, para la clase obrera en Bogotá.

Gracias al aumento de los precios del café, durante los años de 1953 y 1954 no se presentaron en el país serios problemas cambiarios. El ascenso del precio del café significó que el nivel promedio, que había sido de 57 centavos de dólar entre julio de 1951 y junio de 1952, llegara a un promedio de 74 centavos entre julio de 1953 y junio de 1954, habiéndose registrado un mes, marzo de 1954, cuando la cotización promedia⁶⁹ llegó hasta 92 centavos para el café tipo Armenia. En febrero de 1954, por medio del Decreto 513, se suprimió la lista de artículos de prohibida importación. Según Jorge García García esta medida tenía como propósito no sólo un equilibrio en la balanza de pagos, sino también facilitarle al gobierno el manejo de la oferta monetaria bajo condiciones de rápida acumulación de reservas⁷⁰. Díaz Alejandro⁷¹ sostiene que en este período el peso estaba tan sobrevaluado que su paridad adquisitiva era comparable a la de 1930. Tal política de liberación tuvo entonces por efecto que en 1954 las importaciones llegaron a 672 millones de dólares, nivel que sólo fue alcanzado de nuevo en 1966.

Tan favorables desarrollos en el sector externo fueron acompañados por rápidos aumentos en los medios de pago y en los precios. Los primeros, por ejemplo, aumentaron en un 27.3% entre julio de 1953 y junio de 1954, cuando se habían incrementado en un 13.5% en el año anterior. Los precios, a su vez, crecieron en 13.3% (vida obrera en Bogotá)⁷² entre la mitad de 1953 y junio de 1954.

Los anteriores fenómenos tenían un origen eminentemente externo: la acumulación de reservas⁷³. Para contrarrestarlo se elevaron los encajes bancarios y se limitó el ingreso de los exportadores⁷⁴. El Decreto 52 del 13 de enero de 1954 suspendió transitoriamente el aumento automático mensual de un punto y medio para el tipo de cambio aplicable a las exportaciones de café. Luego, los Decretos 1051 del 31 de marzo y el 1448 del 5 de marzo de 1954 crearon un gra-

⁶⁸ *Ibid.*, p. 59.

⁶⁹ Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1953 a junio 30 de 1954, p. 117.

⁷⁰ Véase su *A History of Economic Policies in Colombia: 1953-1970*, Tesis Doctoral, Universidad de Chicago, 1976, p. 4.

⁷¹ Véase su *Op. Cit.* p. 15.

⁷² Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, 1953-1954, p. 162.

⁷³ Como se ve la inflación de 1976 y 1977 creada por la acumulación de reservas no es nada nuevo en la historia cambiaria del país.

⁷⁴ Se crearon "comprobantes de exportación" sobre determinados artículos para mantener divisas en poder del público, las cuales sólo podían utilizarse para importar vehículos y carnes de determinadas condiciones y posteriormente para pagar timbres de importación.

vamen que equivalía al 50% del excedente en dólares sobre el precio de US\$115 por cada saco de café exportado de 70 kgs.⁷⁵.

El aumento de los encajes bancarios fue más bien moderado. El 23 de abril de 1954 se estableció un encaje adicional del 40% para los aumentos de las exigibilidades a la vista y antes de 30 días. El encaje ordinario sobre el cual se estableció el marginal era de 20% a mediados de 1953. Esta restricción a la expansión monetaria contrasta, como se verá más adelante, con la de 1977 cuando el encaje marginal fue del 100% y el ordinario llegó al 46.5%.

Con todo y lo favorable que era la situación externa, a mediados de 1954 ya se empezaba a manifestar alguna preocupación por la tasa de cambio. Al respecto decía el entonces gerente del Banco de la República "predomina desde hace meses en distintos sectores cierta inquietud acerca de la firmeza del tipo de cambio de \$2.50"⁷⁶.

En cuanto a situación fiscal como fuente de expansión de la oferta monetaria y de presión eventual sobre la tasa de cambio, se debe señalar que para junio de 1954 se registraba un déficit fiscal de \$56 millones que correspondía a un 5.2% del monto total del presupuesto que era de \$1.071 millones.

La bonanza cafetera de los primeros años de 1950 terminó a fines de 1954. La balanza cambiaria de la segunda mitad de ese año terminó con una pérdida de 60 millones de dólares. El 22 de octubre de ese año, en respuesta a la crisis cambiaria que se avecinaba, el gobierno dictó el Decreto 3077 por medio del cual elevó los impuestos de timbre y aumentó el número de artículos de importación sujetos a tales gravámenes. El reintegro cafetero fue reducido en atención a la baja en los precios externos. Pero estas medidas no fueron suficientes. Las importaciones habían venido creciendo aceleradamente, pasando de un promedio mensual de \$35 millones en 1952, a un promedio de \$41 millones en 1953 y, finalmente, a un promedio ⁷⁷ de \$53 millones mensuales en 1954. Los pagos al exterior comenzaron a retrasarse.

Al comenzar 1955 se evidencia la vulnerabilidad de la posición cambiaria del país. En sólo los meses de enero y febrero el país "absorbió" un superávit de 93 millones de dólares y se incurrió, adicionalmente, en un déficit de US\$34 millones. La Oficina de Cambios se vio forzada a cerrar los registros de importación del 12 de febrero al 1° de marzo. El 16 de ese mes el gobierno dictó el Decreto 331, creando cinco grupos de mercancías de importación y estableciendo

⁷⁵ Este gravamen sólo duró 6 meses pues en octubre de 1954 fue reducido a US\$110 el reintegro cafetero.

⁷⁶ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1953 a junio de 1954, p. 150.

⁷⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1954 a junio a junio de 1955, p. 39.

impuestos de timbre que iban del 3% — para el llamado grupo preferencial— hasta del 100%. Adicionalmente a estos gravámenes se establecieron depósitos previos y otras numerosas y complejas restricciones para limitar la demanda por importaciones. Pero estos esfuerzos resultaron infructuosos. “En el primer trimestre de 1955 las autorizaciones para ventas de cambio llegaron a 229 millones de dólares”⁷⁸. Es decir, un promedio mensual casi igual al doble de 1954.

La difícil situación de comienzos de 1955 había sido agravada por cambio en la política cambiaria del Brasil que permitió a los exportadores de café de ese país bajar sus precios en el mercado internacional. Esto evidentemente afectó los ingresos de divisas de Colombia⁷⁹. Se destacó de esta manera la necesidad de una coordinación de políticas entre los países productores ya que una medida unilateral puede perjudicar seriamente a otros exportadores. Esto adquiere significado actual cuando se ve que, a comienzos de 1978, la política de altos reintegros de Colombia supone una complementaria política por parte del Brasil. Sin embargo, una devaluación —por ejemplo— en este último país podría crear serios problemas a nuestra capacidad de sostener un precio externo.

Como resultado de estos desarrollos la situación cambiaria se tornó muy compleja. El Decreto 1372 del 13 de mayo de 1955 abrió la posibilidad de un dólar libre que los importadores podían utilizar sin sujeción a los gravámenes y a las restricciones del Decreto 1259 de ese mismo año. Así, había varias tasas de cambio para la compra y

⁷⁸ *Ibid.*, p. 44.

⁷⁹ Véase Jorge García, *A History of Economic Policies in Colombia: 1953-1970*, Tesis doctoral, Universidad de Chicago, 1976, p. 58.

CUADRO No. 3
COLOMBIA, CRECIMIENTO ANUAL, ABSOLUTO Y RELATIVO,
DE LOS MEDIOS DE PAGO*,
1949-1967

| Año | Miles \$ | Cambio % | Año | Miles \$ | Cambio % |
|------|----------|----------|------|----------|----------|
| 1949 | 913.9 | | 1959 | 3.715.9 | 12.0 |
| 1950 | 962.4 | 5.3 | 1960 | 4.102.6 | 10.4 |
| 1951 | 1.119.4 | 16.3 | 1961 | 5.112.4 | 24.6 |
| 1952 | 1.309.4 | 17.0 | 1962 | 6.168.8 | 20.7 |
| 1953 | 1.548.7 | 18.3 | 1963 | 6.922.5 | 12.2 |
| 1954 | 1.846.9 | 19.3 | 1964 | 8.369.7 | 20.9 |
| 1955 | 1.933.8 | 4.7 | 1965 | 9.680.1 | 15.7 |
| 1956 | 2.415.3 | 24.9 | 1966 | 11.035.2 | 14.0 |
| 1957 | 2.744.4 | 13.6 | 1967 | 13.450.0 | 21.9 |
| 1958 | 3.318.0 | 20.9 | | | |

FUENTE: Revista Banco de la República.

* Excluye Depósitos Oficiales.

CUADRO No. 4

INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR EMPLEADOS, 1951-1967
(Variación porcentual diciembre-diciembre)

| Año | Variación % | Año | Variación % |
|------|-------------|------|-------------|
| 1951 | 2.8 | 1960 | 7.0 |
| 1952 | 2.6 | 1961 | 6.2 |
| 1953 | 6.8 | 1962 | 6.8 |
| 1954 | 3.9 | 1963 | 29.9 |
| 1955 | 2.5 | 1964 | 9.3 |
| 1956 | 7.4 | 1965 | 14.8 |
| 1957 | 19.1 | 1966 | 13.3 |
| 1958 | 8.4 | 1967 | 7.6 |
| 1959 | 8.0 | | |

FUENTE: 1951-1954, índice del costo de la vida de la clase media en Bogotá, 1955 en adelante, índice de precios al consumidor, DANE.

para la venta de dólares, además de intrincadas restricciones y limitaciones administrativas. Dentro de la numerosa legislación, cómo saber cuál era la tasa de cambio? cómo calcular qué tanta devaluación escondían las distintas tasas de cambio existentes? Dar respuesta a estas preguntas no es tarea fácil y aquí no se intentará hacerlo. Para efectos del análisis que en este documento se está desarrollando es suficiente destacar la casi indescifrable situación cambiaria que vivía el país, como expresión de un intento de ajuste del sector externo que era retrasado, incompleto, casi imposible de administrar y que no tenía suficiente apoyo en medidas monetarias y fiscales para lograr un ajuste interno paralelo.

El año de 1955 terminó con un déficit cambiario de 124.7 millones de dólares⁸⁰. aunque durante sus últimos meses de nuevo se intentó elevar el costo de las importaciones, no a través de una devaluación, sino trasladando mercancías de un grupo con bajo impuesto de timbre a otro grupo con más alto impuesto de timbre. Tal tarea, entre otras, cumplió el Decreto 2797 de octubre de 1955.

Durante 1955 se mantuvo la paridad del cambio oficial al \$2.50 para "materias primas y elementos esenciales", pero trasladando mercancías a otros grupos y al mercado libre de divisas. Durante ese año el ritmo de crecimiento de los medios de pago se aceleró hasta llegar al 24.9%, nivel que no se había registrado en muchos años; así mismo ocurrió con los precios que crecieron en un 7.4%. El Cuadro No. 3 muestra las variaciones absolutas y relativas de los medios de pago para el período 1949-1967. A su vez el Cuadro No. 4 muestra los índices de inflación para 1951-1967.

⁸⁰ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1955 a junio de 1956, p. 39.

La complejidad del manejo cambiario se acentuó con esquemas especiales para acelerar el pago de deuda comercial externa y para restringir aún más las importaciones. Se llegó inclusive a suspender los servicios de la Oficina de Registro de Cambios y, adicionalmente, el Decreto 3142 del 20 de diciembre de 1956 reclasificó los grupos de importación y sus gravámenes. Por último, la mayor complicación se produjo con el Decreto 2929, del 30 de noviembre del mismo año, que creó los denominados "Títulos de Divisas", que eran de obligada adquisición por parte de los exportadores quienes hasta entonces, y como excepción, no tenían que vender sus divisas al Banco de la República. En ese mismo mes se elevó el reintegro cafetero, pero se acordó pagar una parte al \$2.50 y otra con "Títulos de Divisas". Dentro de este nuevo esquema hasta la tasa de compra para los cafeteros se hizo fluctuante⁸¹. Y cuál era esa tasa? Ella dependía del precio en el mercado libre de los Títulos de Divisas. Y cuál era el precio de estos Títulos? Pues ello dependía de la tasa que estuvieran dispuestos a pagar los importadores por distintos tipos de bienes, lo cual a su vez dependía de los grupos y de los impuestos de timbre y de los depósitos previos.

Al finalizar el año de 1956 era evidente que no se podía mantener la tasa oficial del \$2.50 ni toda la compleja infraestructura que la acompañaba como sustituto de una devaluación. Devaluación que a febrero de 1957 probablemente llegaba a cerca del 100%, a juzgar por la opción que en ese mes dio el Banco de la República⁸². a los importadores para pagar parte de su deuda externa con dólares oficiales vendidos a \$4.95. La devaluación oficial ocurrió pocos meses después.

3. Junio 17 de 1957. Devaluación de \$2.50 a \$4.80

Por medio del Decreto 107 del 17 de junio de 1957 el gobierno promulgó una reforma cambiaria sobre las siguientes bases: (a) la coexistencia de dos mercados fluctuantes, uno llamado de "Certificados" y otro de "capitales", (b) la creación de un Fondo de Regulación Cambiaria, (c) el establecimiento de una lista de prohibida importación y otra de licencia previa, (d) la cancelación de la deuda comercial pendiente. El sentido de esta reforma quedó admirablemente resumido por el entonces gerente del Banco de la República, doctor Ignacio Copete Lizarralde, cuando al respecto señaló:

"Tiende pues la reforma a obtener una reducción en las importaciones, manteniéndolas al nivel mínimo posible; a adoptar un

⁸¹ Este esquema bien puede ser interpretado como precursor o como antecedente del manejo que se ha venido dando al Certificado de Cambio en 1977 a partir de la Resolución 25 de ese año. Se aprecia así que rara vez hay algo verdaderamente nuevo u original en el manejo cambiario del país.

⁸² Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1956 a junio de 1957, p. 43.

régimen de libre cambio por mucho tiempo desconocido en el país, y a arreglar, en plazo razonable, la cuantiosa deuda acumulada en los años inmediatamente anteriores. Como cuestión de fondo, desde luego, se trata de que el precio del peso se fije en forma real, de suerte que refleje la situación económica verdadera, sin artificios que pueden ocultar transitoriamente la verdad, pero que a la larga impiden que el deterioro de la situación se conozca y corrija en oportunidad.

Naturalmente, esta reforma debe estar necesariamente complementada por la política monetaria y fiscal. El pleno éxito de la misma dependerá esencialmente de una firme acción monetaria que disminuya la liquidez imperante en el momento, y de una severa revisión de los gastos públicos que acomode éstos a la realidad nacional”⁸³.

Los anteriores planteamientos reflejan madurez en el manejo cambiario y un gran avance en el entendimiento de lo que significa un proceso de ajuste. La reacción del mercado a fines de junio de 1957 colocó al precio del Certificado en \$4.85 y en \$5.90 el del “mercado de capitales”. De esta forma la devaluación oficial fue del 94% para el mercado de los Certificados y del 136% para el mercado de capitales⁸⁴. Este último mercado representaba una proporción menor en el total de las transacciones, correspondiendo su oferta a los nuevos capitales y a renglones tales como turismo y regalías. La demanda por Certificados de este mercado la formaban el servicio de los nuevos capitales y de créditos posteriores al Decreto 109.

Claramente la intención de la separación de los dos mercados era pagar la tasa más alta donde menos impacto tenía sobre el nivel interno de precios y donde mayor fuera su efecto como estímulo a nuevos capitales. El nivel de devaluación nominal del \$4.80 parecía bajo, es decir, que aún sobrestimaba el peso, si se recuerda que como estímulo al pago de deuda externa el Banco de la República había ya ofrecido vender dólares libres a \$4.95.

Ahora bien, qué desarrollos monetarios y cambiarios acompañaron este nuevo intento de ajuste del sector externo? Por el lado de los medios de pago, lo que se presentó fue una aceleración en su ritmo de crecimiento. Entre junio de 1956 e igual mes de 1957 éstos crecieron en 27.5%, cuando su tasa de aumento en el período correspondiente e inmediatamente anterior había sido de 18.1%. Gran parte de este incremento tenía origen en el crédito al gobierno, que du-

⁸³ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1956 a junio de 1957, p. 48.

⁸⁴ Claro está que en este último caso, la devaluación real fue mucho menor pues los Títulos de Divisas ya se venían cotizando a precios superiores al \$2.50. Ahora bien, desde el punto de vista de la cotización libre se podría pensar que hubo una revaluación pues el precio superaba los \$6.

plicó sus préstamos en el primer semestre de 1957⁸⁵. El exceso de liquidez también se originaba en las demoras de los pagos al exterior. Este último fenómeno es de especial interés al mirar la perspectiva cambiaria de todo el período y ver cómo los problemas se repiten con sorprendente inexorabilidad. Cuando en 1976 se vivía también un exceso de liquidez, hubo de nuevo un rápido crecimiento del endeudamiento comercial externo y un retraso en los pagos que agravaban la situación monetaria. En este último caso, el origen del retraso a los pagos lo daba el diferencial entre las tasas internas y externas de interés⁸⁶.

Otro problema que se presentó paralelo a la devaluación de 1957 fue la retención de las ventas al exterior en espera de la elevación del tipo de cambio; entretanto los exportadores obtenían crédito interno para financiar las cosechas. Esta fuente de expansión monetaria es otra de las constantes que se repite periódicamente en la historia cambiaria del país. Como se quiere sostener el precio externo del café con un alto reintegro, entonces se acumulan inventarios que requieren financiación. Como se sabe o anticipa que eventualmente habrá devaluación, hay un incentivo a retener ventas y esperar la mejoría del ingreso interno sin tener que reducir el reintegro o el nivel interno de compra. Este tratamiento es ingenioso y no está exento de razones. Sin embargo, a mediano y largo plazo el financiamiento de los inventarios resulta inflacionario, lo que presiona la balanza de pagos y eventualmente a través de la pérdida de reservas induce a una mayor devaluación. Por lo general, durante este período el crédito del Banco de la República a la Federación de Cafeteros constituía una de las principales fuentes de incremento de la base monetaria y de los medios de pago⁸⁷.

Siguiendo con los desarrollos posteriores a la devaluación se encuentra que los niveles de precios, por su parte, también crecieron más rápidamente que en los períodos anteriores. El "costo de la vida, Clase Obrera, Bogotá" creció en un 13.9% en el primer semestre de 1957. El Índice Nacional de Precios al Consumidor, Empleados, aumentó en un 19.1% para todo el año. Nunca antes desde la postguerra se había presentado tan aguda inflación⁸⁸. Por su parte, el problema de la deuda externa sólo pudo ser resuelto mediante un crédito de US\$60 millones del Export-Import Bank y otro por US\$27 millones otorgado por un grupo de diez bancos estadounidenses.

⁸⁵ *Ibid.*, p. 76.

⁸⁶ Sobre este punto véase Eduardo Wiesner y Fernando Montes, en sus artículos "Reservas Internacionales y Política Cambiaria" y "El Control y la Financiación de las Importaciones", en *Financiamiento Externo 1977*, Banco de la República y Asociación Bancaria, Bogotá, 1977.

⁸⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio 1957 a junio 30, 1958, p. 82.

⁸⁸ Véase Cuadro No. 4.

Gran parte de la actividad cambiaria del segundo semestre de 1957 tuvo que ser dedicada al arreglo de la deuda externa.

Tan solo pocos meses después de la devaluación, en septiembre, fue necesario por medio de la Resolución 16 del Banco de la República elevar el depósito previo para importaciones al 100%. Esta gran presión por importaciones ya revelaba el margen en que la nueva paridad no había alcanzado a ajustar el sector externo. Revelaba también que el sector interno continuaba aún en desequilibrio. El precio del "Certificado" cerró en diciembre de 1957 a 5.37 pesos⁸⁹.

4. Marzo 26 de 1958. Devaluación de \$4.80 A \$6.10

La devaluación de junio de 1957 al \$4.80 no duró mucho. En marzo de 1958 el Gobierno Nacional adoptó el Decreto Legislativo 80 el cual, en esencia, estableció lo siguiente: (a) la compra de las divisas de exportación a un tipo de cambio fijo, pero ajustable eventualmente, (b) la venta de las divisas a través de remates públicos, (c) el pago de fletes ya no se haría con Certificados como estipulaba el Decreto 107 sino con dólares del mercado de capitales, (d) se crea el impuesto de retención cafetera, (e) se fija el cambio de compra y de venta a \$6.10 a partir del 26 de marzo.

La creación del impuesto de retención cafetera era una forma de neutralizar el aumento del ingreso cafetero resultante de la devaluación. Como se puede apreciar, éste era, y es, uno de los problemas básicos del manejo cambiario. Cómo devaluar para no sobrevalorar el peso y para fomentar otras exportaciones pero sin que simultáneamente se mejorara el ingreso cafetero? La búsqueda de una solución a este aparente conflicto está presente en todo el desarrollo de la política cambiaria del país desde la post-guerra hasta la bonanza cafetera de 1977.

En cierto sentido el Decreto 80 del 26 de marzo de 1958 significó o fue equivalente⁹⁰ a otra devaluación pues el precio de compra del Certificado se fijó en 6.10%, es decir, una elevación del 29%. El precio de venta (para importaciones) del Certificado fue de \$6.73 en abril de ese año. Con base en esta última cotización, la devaluación para esas importaciones fue mayor. Por su parte, el dólar libre fluctuó alrededor de 8 pesos durante el segundo semestre de 1958. Para este mercado libre de capitales la devaluación fue del \$6.10 al \$8, es decir de un 31%.

El año de 1958 se desarrolló, al igual que los anteriores, caracterizado por medidas que buscaban: (a) controlar la expansión de los

⁸⁹ Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1957, junio de 1958, p. 42.

⁹⁰ Podría argumentarse, sin embargo, que para el exportador cafetero tal devaluación no existió en su totalidad pues junto con la elevación del tipo de cambio de compra de sus divisas le fue establecido un impuesto de retención física del 15 por ciento.

medios de pago, (b) reducir el aumento de los precios, (c) aliviar la presión sobre la balanza de pagos, (d) acelerar los giros y pagos al exterior, (e) disminuir el crédito del Banco de la República para financiar inventarios de café, (f) recuperar por parte del Banco de la República el control de la oferta monetaria. Sobre este último punto el gerente del Banco de la República decía:

“La ingente contribución prestada por el Banco, vale decir el país, a la política cafetera en defensa de los precios externos vinculados estrechamente a las compras internas, debe haber llegado cerca de su punto final. Si como se supone, las próximas ventas de café permitirán cancelar una buena parte de la cartera por este concepto, quedará de todas maneras un saldo cuantioso, por lo menos el contraído con anterioridad a la financiación prevista en la reforma cambiaria de marzo, y será por lo tanto prudente concebir fórmulas que en un plazo más o menos corto amorticen este pasivo. No afirmo esto invocando únicamente nociones de liquidez, sino como el correspondiente reflujo a la presión inflacionaria que en el pasado representó este renglón, el cual al succionarse significaría un arma monetaria de indudable necesidad. De otro lado, para cumplir su función directiva, el Banco necesita agilidad en sus operaciones, bien sea en el sentido de irrigar, como en el de contraer, según lo indiquen las circunstancias”⁹¹.

Es decir, había clara conciencia de que el país, como resultado de su intensa monoexportación, no tenía política cambiaria o monetaria independiente. Lo que tenía era política cafetera. Ahora bien, no es fácil apreciar hasta qué punto tal política cambiaria o monetaria con los pocos grados de libertad que tenía tendía a fortalecer o a debilitar tal monoexportación o si tendía a que a largo plazo la política cambiaria y monetaria ganara independencia⁹².

En materia cambiaria el año de 1959 se distingue por la adopción⁹³ de la Ley 1ª del 16 de enero y por el cumplimiento de una política de control a las importaciones sobre la base de cuatro grupos de importaciones con depósitos previos diferenciales. El precio del Certificado mantuvo durante el año un nivel de compra de \$6.10 y uno

⁹¹ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1957 a junio 30, 1958, p. 85.

⁹² Sería fundamental para el mejor entendimiento del desarrollo cambiario del país contar con una investigación que, tomando un horizonte de tiempo de 20 ó 25 años, examinara los efectos de las políticas de corto plazo, de crisis, que casi siempre han predominado en el manejo del sector externo. Hay poca duda que el manejo del corto plazo ha sido original, efectivo y, por lo general, defensible; lo que no se sabe es si visto como política de largo plazo haya sido el mejor posible. La síntesis es que el corto plazo no nos ha dejado actuar en el largo plazo. Nuestras políticas de corto plazo, sumadas, son las que han determinado el largo plazo. Cómo cambiar esta secuencia es el problema básico.

⁹³ Gran parte de lo dispuesto por el Decreto Legislativo 080 de 1958 fue incorporado y ampliado en la Ley 1a. de 1959.

de venta de \$6.40⁹⁴. El dólar libre tuvo un precio alrededor de 8 pesos durante la primera mitad del año, pero durante el último trimestre su cotización bajó hasta 7 pesos en diciembre de 1959.

Según Díaz Alejandro la combianción de distintos tipos de cambio y la variación de mercancías de un grupo a otro significó que durante el primer trimestre de 1959 la tasa real de cambio de importaciones se revaluara en cerca de un 8%⁹⁵.

Durante la primera mitad de 1960 y por medio de la Resolución 20 del 13 de mayo del Banco de la República, el precio de compra del Certificado fue elevado hasta \$6.50 y el de venta llegó a \$6.70 en junio de ese año⁹⁶. Como el precio del dólar libre había seguido bajando hasta \$6.80, se puede decir que en junio de 1960 la diferencia entre los dos mercados era mínima. El dólar libre se había revaluado de 8 pesos en el primer semestre de 1959 a \$6.80 un año después. El Certificado, por su parte, se había devaluado, en venta de \$6.10 a \$6.50 y en compra de \$6.40 a \$6.70.

A mediados de 1960 se empezó a experimentar con devaluaciones mínimas del Certificado. Esta acertada política del entonces Ministro de Hacienda Hernando Agudelo Villa lamentablemente no encontró apoyo político y tuvo que ser suspendida⁹⁷. La tasa de cambio de venta del certificado se "congeló" al \$6.70 y así se mantuvo hasta noviembre de 1962 cuando fue elevada a \$9.00.

Sin embargo, esta gran proximidad de las cotizaciones del Certificado de Cambio y del dólar libre no duró mucho. Durante el segundo semestre de ese año la cotización del dólar libre se elevó hasta \$7.23 en noviembre y diciembre.

Los dos años de 1961 y de 1962 revisten especial importancia dentro del esquema del presente escrito. Veamos en primer lugar los desarrollos de 1961. En este año los medios de pago crecieron en un 24.6%, frente a 10.4% en 1960⁹⁸. Las dos principales causas de ese aumento fueron el crédito al gobierno nacional y la financiación a la Federación Nacional de Cafeteros⁹⁹. El aumento en los medios de pago tuvo lugar a pesar de que, por pérdida de reservas internacionales, se registró una reducción de 314 millones de pesos. Este gran aumento de los medios de pago no pasó desapercibido. Al respecto dijo el entonces gerente del Banco de la República, doctor

⁹⁴ La estabilidad de esta cotización se logró mediante la intervención del Fondo de Regulación Cambiaria creado por la Ley 1a. y no fue pues una tasa de mercado.

⁹⁵ Véase su *Op Cit*, p. 189.

⁹⁶ El cambio en la tasa de compra se debió a que la de venta superó en más de 60 puntos durante cuatro semanas a la primera. (Dec. 80/58).

⁹⁷ Véase Díaz Alejandro, *Op Cit*, p. 190.

⁹⁸ Véase Cuadro No. 3..

⁹⁹ Banco de la República. *Informe Anual del Gerente*, julio 1960 a diciembre 31, 1961, p. 86.

CUADRO No. 5
COLOMBIA: SITUACION FISCAL Y DE TESORERIA
1948-1967
(\$ millones)

| Año | Situación de Caja del Gobierno Nacional ¹ | Superávit (+) ó Déficit Fiscal (-) a fin de año | Superávit (+) Déficit (-) Tesorería |
|------|--|---|-------------------------------------|
| 1948 | — | - 18.7 | — |
| 1949 | — | - 13.4 | — |
| 1950 | — | + 26.9 | — |
| 1951 | — | + 60.9 | — |
| 1952 | — | + 60.7 | — |
| 1953 | — | + 21.1 | — |
| 1954 | — | + 224.1 | — |
| 1955 | — | + 33.0 | — |
| 1956 | — | - 43.4 | — |
| 1957 | — | - 4.9 | — |
| 1958 | — | + 18.2 | — |
| 1959 | — | + 201.5 | — |
| 1960 | — | + 130.5 | — |
| 1961 | — | - 238.2 | - 181.6 |
| 1962 | — | - 792.4 | — |
| 1963 | - 735.8 | - 210.3 | - 482.7 |
| 1964 | - 594.0 | + 23.5 | - 404.0 |
| 1965 | - 392.0 | - 377.9 | - 177.3 |
| 1966 | + 54.2 | + 153.7 | + 57.2 |
| 1967 | - 230.6 | + 879.0 | + 157.1 |

FUENTE: Revista Banco de la República y Contraloría General de la República.

— No existe información.

¹ Superávit o Déficit de operaciones efectivas del gobierno nacional.

Eduardo Arias Robledo, "el análisis de los medios de pago en 1961, enfrentado al de otros factores de la economía hace pensar que su crecimiento no ha sido adecuado"¹⁰⁰. Frente a este rápido aumento de los medios de pago el incremento en los precios fue moderado, tan sólo 6.2% para el año según el "Índice de Precios al Consumidor, Empleados Bogotá"¹⁰¹.

La ejecución fiscal de 1961 arrojó un déficit de 238 millones de pesos, cantidad que fue cubierta por medio del descuento de pagarés del gobierno nacional por parte del Banco de la República¹⁰².

En el sector externo, se presentó durante 1961 una reducción en las exportaciones que sólo llegaron a 435 millones de dólares cuando habían sido¹⁰³ de \$467 millones en 1960 y de \$476 millones en 1959. La diferencia entre compra de divisas y autorizaciones para giros en Certificados de Cambio arrojó un déficit de 29.3 millones de

¹⁰⁰ *Ibid*, p. 94.

¹⁰¹ *Ibid*, p. 203 y Cuadro No. 4.

¹⁰² Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, ene. 1-Dic. 31, 1962, p. 73.

¹⁰³ *Ibid*, p. 161.

dólares ¹⁰⁴. Los registros de importaciones, por su parte, aumentaron con respecto a 1960 y se presentó un déficit en cuenta corriente. Las reservas tuvieron que ser aumentadas con crédito externo.

Veamos ahora el año de 1962. En este año el incremento de los medios de pago se redujo en comparación con 1961 llegando a un ritmo de 20.7%. La principal causa de tal expansión la constituyó el crédito del Banco de la República al gobierno nacional que, además de cancelar el déficit fiscal de 1961 por 238 millones de pesos, cubrió también el déficit de 1962 por 600 millones de pesos. El cuadro No. 5 muestra la situación fiscal del país en el período 1948-1967.

En el sector externo el nivel de autorizaciones para pago de importaciones fue superior al de 1961 y aunque las compras de divisas fueron bastante inferiores a las de 1961 (\$429.8 millones frente a \$480.9 millones), se presentó un déficit de 104.0 millones de dólares en esta cuenta. Ante la obviamente difícil situación, el gobierno adoptó un conjunto de medidas tendientes a reducir la presión sobre la balanza de pagos. Elevó los encajes bancarios, elevó los depósitos de importación, trasladó mercancías de la lista de libre importación a la lista previa y aumentó la lista de prohibida importación. En fin, trató de evitar la devaluación. Pero sin éxito. Su ocurrencia ya había sido determinada previamente, tanto por los resultados de la política cambiaria y monetaria, como por la inexorable reducción en los precios del café quem de un promedio de 74 centavos por libra — Manizales en N.Y. — en 1956, se habían reducido ¹⁰⁵ hasta llegar a 40.7 centavos en promedio en 1962. En diciembre de 1962 la Ley 83 modificó el régimen cambiario y oficializó la devaluación.

Antes de entrar a analizar esta muy peculiar ¹⁰⁶ devaluación del período 1948-1967 resulta oportuno destacar cómo ya desde entonces se tenía plena conciencia, a nivel de la autoridad monetaria, de cuál era el sentido de una devaluación, es decir de un ajuste externo, y de qué políticas a nivel de ajuste interno eran indispensables complementos de tal modificación del tipo de cambio.

Al respecto decía el doctor Eduardo Arias Robledo, gerente del Banco de la República:

“Por supuesto la devaluación significa un correctivo monetario formidable, toda vez que encarece el precio de una mercancía subvaluada, y lo coloca a niveles reales. Esto quiere decir que los importadores sufren una restricción en su liquidez, y naturalmente, que los precios que se formen con todo o parte de mercancías extranjeras deberán modificarse en el mismo sentido, con la obvia

¹⁰⁴ *Ibid*, p. 60.

¹⁰⁵ Véase Cuadro No. 2.

¹⁰⁶ Díaz Alejandro, *Op Cit*, p. 188, dedica una sección de su libro a analizar el caso especial de esta devaluación.

consecuencia de pérdida de la capacidad en los sectores compradores, y por tanto, con un menor consumo, a menos que los empresarios resuelvan sacrificar parte de su utilidad. De aquí que el efecto restrictivo que la devaluación trae consigo, debe ser mantenido vigorosamente a fin de que se alcancen los objetivos propuestos. Si el impacto monetario de una devaluación fuera compensado con la elevación proporcional del crédito, con el objeto de que se cubran los nuevos costos implícitos en ella y se mantenga la "demanda total", se caería inmediatamente en el mismo desequilibrio que se quiso corregir y los efectos buscados se harían completamente nugatorios"¹⁰⁷.

A pesar de tan acertadas apreciaciones la devaluación se presentó y, como se verá más adelante, la lección no se aprendió del todo pues los desequilibrios tanto externos como internos continuaron.

5. Noviembre 20 de 1962. Devaluación de \$6.70 a \$9.00*

En realidad la devaluación del \$6.70 a \$9 no la hizo la Ley 83 del 26 de diciembre de 1962 pues ya con anterioridad, desde el 27 de noviembre de ese año, el Banco de la República a través del Fondo de Regulación Cambiaria¹⁰⁸, había elevado la cotización de venta del Certificado de Cambio de \$6.70 a \$9.00. La cotización de compra del Certificado fue elevada de \$6.50 a \$7.10¹⁰⁹. En esencia la Ley 83 de 1962 que sometió el gobierno al Congreso tenía como propósito básico "distribuir el diferencial cambiario que resultaba del margen entre el tipo de compra y el de venta"¹¹⁰. Como en ocasiones anteriores, cada vez que se contemplaba una devaluación la controversia que se suscitaba entre los exportadores de café, que querían un tipo de cambio alto y unificado, y los importadores y deudores de crédito externo, que querían un tipo más bajo que el libre, se resolvía mediante una transacción que se expresaba en un sistema de cambio dual o múltiple. Sobre este punto decía el gerente del Banco de la República:

"En la actual coyuntura se han hecho ostensibles especialmente dos sectores con posiciones adversas a las fórmulas en estudio: el grupo destacado de productores de café, que aspira a un tipo de compra para sus divisas superior a \$7 por dólar, y quienes tienen reembolsos pendientes al exterior por mercancías, que a su vez

* Tasa de Venta del Mercado de Certificados.

¹⁰⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Ene. de 1962 a Dic. 31 de 1962, p. 75.

¹⁰⁸ Según lo dispuesto por el Artículo 42 de la Ley 1 de 1959.

¹⁰⁹ A partir de noviembre de 1962 es cuando más difícil se hace seguir la evolución de la devaluación, pues se intensifica la práctica de pasar mercancías de un mercado a otro y de una tasa de cambio a otra, sin oficialmente variar el tipo de cambio.

¹¹⁰ *Revista del Banco de la República*, "La Situación General", noviembre 1962, p. 275.

piden que se les reconozca totalmente la diferencia entre el dólar al \$6.70 y el del nuevo nivel”¹¹¹.

El Congreso aprobó¹¹² el proyecto de ley y asignó 30 centavos del diferencial cambiario al Fondo Nacional del Café y diez centavos a los Comités Departamentales. El remanente se destinó, como recurso presupuestal del gobierno, a ser contrapartida de inversión dentro del plan de desarrollo económico.

Durante 1963 el precio de compra y de venta del Certificado de Cambio se mantuvo en \$7.10 y \$9.00, respectivamente. El precio del dólar libre se redujo hasta \$10 a fines de ese año, con lo cual se buscaba mantener una diferencia mínima entre los dos mercados. Al respecto decía Arias Robledo:

“Ya en muchas ocasiones se ha repetido que nada hay más dañino para el normal desarrollo de la economía que un distanciamiento inadecuado entre el precio de las dos divisas. Su estabilidad es base insustituible de estos objetivos, siendo de resaltar la confianza que ésta acentúa día por día en los hombres de negocios”¹¹³.

Esta opinión ya indicaba una posición sobre los cambios múltiples y una preferencia por un tipo de cambio unificado. En cierto sentido, la experiencia enseñaba que la meta de administrar distintas tasas (para los cafeteros, para los importadores, para los exportadores de productos nuevos, para los deudores, para los turistas, etc.) era una tarea casi imposible de cumplir y que, aunque el cambio único no estaba exento de dificultades o de riesgos, era, o comenzaba a ser, ya en 1963 preferible.

Durante el año de 1963 la aceleración de los medios de pago se redujo a un ritmo de 12.2%. En el sector externo se logró un equilibrio entre las compras de divisas (\$446.4 millones) y las autorizaciones para giros en Certificados de Cambio (443.0 millones de dólares). Sin embargo, se presentó un déficit de Balanza Comercial de 59.4 millones de dólares. El Cuadro No. 6 muestra los resultados de la Balanza Comercial de Bienes para el período 1948-1967.

En materia cambiaria y monetaria lo más importante del año de 1963 fue la autorización dada por la Ley 21 de ese año para crear una Junta Monetaria “encargada de estudiar y adoptar las medidas en

¹¹¹ *Ibid.*, p. 277.

¹¹² Quizás convenga agregar aquí que el gobierno nacional, a fines de 1962, había contemplado como alternativa a la reforma cambiaria un impuesto de \$2.30 por cada dólar de registro de importación. Esta idea llegó a expresarse en un proyecto de Ley que fue presentado a la Cámara. El proyecto fue, eventualmente, substituido por lo que se convirtió más tarde, en la Ley 83 del 26 de Dic., 1962.

¹¹³ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Dic. 31 de 1963, p. 54.

CUADRO No. 6
 COLOMBIA: BALANZA COMERCIAL DE BIENES
 1948-1967
 (millones de dólares)

| Año | Importaciones | Exportaciones | Balanza |
|------|---------------|---------------|---------|
| 1948 | 323.7 | 306.6 | -17.0 |
| 1949 | 264.6 | 335.2 | 70.6 |
| 1950 | 364.7 | 395.6 | 30.9 |
| 1951 | 419.0 | 484.3 | 65.3 |
| 1952 | 415.4 | 483.0 | 67.6 |
| 1953 | 546.7 | 605.5 | 58.7 |
| 1954 | 671.8 | 669.1 | -2.7 |
| 1955 | 669.3 | 596.7 | -72.6 |
| 1956 | 657.2 | 551.6 | -105.6 |
| 1957 | 482.6 | 511.1 | 28.5 |
| 1958 | 399.9 | 460.7 | 60.8 |
| 1959 | 415.6 | 473.0 | 57.4 |
| 1960 | 518.6 | 464.6 | -54.0 |
| 1961 | 557.1 | 434.5 | -122.6 |
| 1962 | 540.4 | 463.4 | -76.9 |
| 1963 | 506.0 | 446.7 | -59.4 |
| 1964 | 586.3 | 548.1 | -38.2 |
| 1965 | 453.5 | 539.1 | 85.6 |
| 1966 | 674.1 | 507.6 | -166.6 |
| 1967 | 496.9 | 509.9 | 13.1 |

FUENTE. Informe Anual del Gerente, Banco de la República, 1968-1969, p. 188.

materia de moneda, de cambio y de crédito, que conforme a las reglas vigentes han correspondido a la Junta Directiva del Banco de la República"¹¹⁴. Desde el punto de vista de la estructura institucional para el manejo de la política monetaria y cambiaria del país nada es más significativo que la creación de la Junta Monetaria.¹¹⁵

Nuevas modificaciones al régimen cambiario se adoptaron mediante el Decreto 1734 del 17 de julio de 1964 que estableció que "únicamente subsistirá como exportación mayor el café, en tanto que el valor de todas las demás exportaciones será reintegrado al tipo de cambio libre"¹¹⁶. Este mismo Decreto señaló que la Junta Monetaria podría variar el sistema de venta de Certificados de Cambio o substituirlo por otro a un tipo fijo. El apoyo a las exportaciones menores de este Decreto es evidente al otorgarles el más alto tipo de cambio.

¹¹⁴ Revista Banco de la República, "La Situación General", agosto, 1963, p. 184.

¹¹⁵ Sin subestimar la enorme importancia de la creación y entrada en funcionamiento de la Junta Monetaria, no se hará aquí su análisis. Lo básico es subrayar que, sin las facultades que le otorgó la Ley 21 simplemente no se habría podido mejorar el manejo cambiario ni monetario del país. Sobre estos puntos véase Fernando Gaviria, *Op. Cit.* p. 431.

¹¹⁶ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Dic. 31 de 1964, p. 51.

El año de 1964 es de especial interés pues, según el esquema del presente escrito, en ese año y en particular durante su segundo semestre se gestó la última devaluación típica del período 1948-1967. El año comenzó con una elevación del precio de compra del Certificado de Cambio que pasó de \$7.10 a \$7.30 mediante la Resolución No. 1 del 10 de enero de ese año de la Junta Monetaria. Esta medida buscaba, entre otras cosas, dar un primer paso hacia la eliminación del diferencial cambiario, lo cual había sido solicitud permanente del sector cafetero. El año también comenzó con una reacceleración de los medios de pago que a septiembre mostraban ya un incremento del 16.8%¹¹⁷. Sobre el origen del aumento de los medios de pago decía el gerente del Banco de la República, Arias Robledo:

“Hechas estas observaciones y, analizando el resto de los renglones que conforman las causas de aumento y disminución en el lado del Banco de la República, se llega a la conclusión de que fueron los créditos concedidos al gobierno nacional y a la Federación de Cafeteros los que marcaron la pauta en las emisiones de carácter primario”¹¹⁸.

Este exceso de liquidez no tardó en mostrar su “efecto monetario”, en términos de la escuela descrita en la parte teórica de este documento. A partir de mediados del año de 1964 la presión sobre la oferta de dólares libres del Banco de la República, vendidos a 10 pesos, se hizo irresistible. Los esfuerzos del Banco Emisor por sofocar esa crisis de confianza en el peso no tuvieron éxito pues ya para esos meses el apoyo de la política monetaria llegó tarde. Luego de “perder” reservas en cuantías que llegaron a más de tres millones de dólares en un día, la Junta Monetaria mediante la Resolución 46 de octubre de 1964 suspendió la venta de dólares libres. El precio en el mercado sin intervención del Banco de la República ascendió vertiginosamente hasta \$14 a fines de diciembre de ese año. Ya en ese momento era previsible que habría una nueva devaluación. O como sustituto, una severa política contraccionista y de reorientación del gasto. Y ya hemos visto que esta segunda alternativa no lograba tener mayor éxito permanente.

Aunque en 1964 se presentó el quinto déficit consecutivo (38.2 millones de dólares) en la balanza comercial, la devaluación “oficial” se postergó. En su lugar se optó por una elevación gradual del precio de compra del Certificado de Cambio que en marzo de 1965 y mediante Resolución 8 de la Junta Monetaria fue elevado de \$7.30 a \$7.67. Más tarde, mediante la Resolución 33 de la Junta Monetaria el precio del Certificado fue elevado a \$8.50. Por su parte, el sistema de pagar las exportaciones menores a una tasa de cambio igual a la

¹¹⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31 de 1964, p. 53.

¹¹⁸ *Ibid.*, p. 66.

promedio de la semana anterior en el mercado libre¹¹⁹. fue eliminado por el Decreto Legislativo 1709 del 29 de junio de 1965. Se estableció que el Banco de la República adquiriría las divisas provenientes de tales exportaciones al tipo de cambio que señalara la Junta Monetaria. Con esta medida se buscaba, aparentemente, evitar que la tasa de cambio del mercado libre halara hacia arriba y más rápidamente la tasa de cambio más baja de las exportaciones menores. Se buscaba también y como siempre en este tipo de situaciones, evitar agravar la presión inflacionaria resultante de una tasa de cambio en ascenso. Díaz Alejandro¹²⁰. observa que esta tasa de \$13.50, que fue fijada por Resolución 20 de 1965 de la Junta Monetaria, podría tener el atractivo de ser intermedia entre la de \$9 del Certificado y la de \$18 del mercado libre, permitiendo argumentar que se trataba de una revaluación para abaratar la tasa libre. Como cosa curiosa, el hecho es que la tasa libre bajó de \$19 a \$17.80 entre agosto y octubre de 1965. El mercado libre continuó por encima de la tasa oficial. Luego, en cierto sentido, las exportaciones menores vieron revaluado su tipo de cambio y reducidos sus estímulos cambiarios.

Pero lo más importante en materia cambiaria durante 1965 fue la expedición del Decreto 2322 del 2 de septiembre de ese año. Esta norma eliminó el sistema de remates de Certificados de Cambio y estableció dos nuevos mercados de divisas, a saber, el preferencial y el intermedio. El primero tenía como oferta las divisas originales en las exportaciones de café y de otras cuyo contenido de materia prima importada fuera superior al 50%¹²¹. La demanda por divisas de este mercado provendría básicamente de las importaciones a las cuales se les autorizara tal tipo preferencial de cambio.

Respecto de la situación cambiaria entonces existente opinaba así Fernando Gaviria:

“La estructura de los tipos de cambio para esa época era claramente indicativa del estado caótico de la situación cambiaria, al igual que lo había sido a fines de 1956 y principios de 1957, cuando se pretendió mantener un tipo de cambio preferencial para importaciones al nivel de \$2.50 por dólar, coexistiendo con otras tasas cuyas cotizaciones eran más de dos veces superiores. Así, en 1965 regía análogamente un tipo de cambio preferencial para importaciones de \$9 por dólar que se comparaba con otro, también para importaciones pero menos esenciales, de \$13.50 por dólar y aún con otro mucho más alto en el mercado libre de capitales que llegó a elevarse hasta los \$20 por dólar. Era evidente que

¹¹⁹ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31, 1965, p. 51.

¹²⁰ Véase su *Op. Cit.*, p. 198.

¹²¹ Este es otro ejemplo de manejo cambiario combinado con objetivos de política industrial o de substitución de importaciones.

el peso colombiano a la tasa de \$9 por dólar estaba fuertemente sobrevaluado”¹²².

Por su parte, el “mercado intermedio” se abastecía de las divisas provenientes de exportaciones distintas al café y otras. La demanda por estas divisas provendría básicamente de las importaciones a las cuales se les autorizara este tipo “intermedio” de tasa de cambio. Las divisas de este mercado se destinaban también al pago parcial de fletes y otras obligaciones.

Finalmente, siguiendo lo dispuesto por el Decreto 2322 del 2 de septiembre de 1965, la Junta Monetaria mediante la Resolución 32 del 3 de septiembre de 1965 suspendió los remates y fijó en \$9 el precio de venta de la divisa en el mercado preferencial y en \$13.50 el precio de venta de la divisa en el mercado intermedio.

El año de 1965 terminó con una balanza comercial favorable en 85.6 millones de dólares¹²³. Los medios de pago crecieron en un 15.7%¹²⁴, siendo la principal fuente de expansión la banca comercial y el crédito a la Federación Nacional de Cafeteros. Los precios crecieron en un 14.8%¹²⁵. En cuanto a las finanzas públicas el año cerró con déficit fiscal.

El año de 1966 es el penúltimo del período en consideración y denominado “ajuste bajo paridad fija”. Durante ese año fue necesario adoptar la última reforma cambiaria antes del establecimiento del régimen que modificó la esencia del enfoque de ajustes estables, pero que no tenían mayor durabilidad. El Decreto 2867 del 29 de noviembre de 1966 se produjo como consecuencia de: (a) el descenso en los ingresos externos por café, (b) la disminución en el total de reintegros por exportaciones menores (c) un incremento del 34% con respecto a 1965 en los registros de importación, (d) un aumento del 14% en los medios de pago durante el año, y (e) un déficit en la balanza comercial de 166.7 millones de dólares. En opinión de Fernando Gaviria C. “con la expedición de este Decreto se posponía la inminencia de la devaluación al restablecer el control de cambios”¹²⁶.

El nuevo sistema cambiario suspendió el mercado libre de oro y divisas y dispuso que sólo el Banco de la República podía adquirir y vender estos valores. El Decreto 2867 también creó el “mercado de capitales”. Luego, la Junta Monetaria, con base en las facultades que le otorgaba el mencionado Decreto, dictó las Resoluciones 48 y 49 de 1966 por medio de las cuales señaló las pautas generales que

¹²² *Moneda, Banca y Teoría Monetaria*, Bogotá, Banco de la República, 1977, Tercera Edición, p. 434.

¹²³ Véase cuadro No. 6.

¹²⁴ Véase cuadro No. 3.

¹²⁵ Véase cuadro No. 4.

¹²⁶ Fernando Gaviria, *Op. Cit.*, p. 439.

deberían tenerse en cuenta para la elaboración y ejecución de los presupuestos de divisas para pagos con cargo al mercado de Certificados de Cambio y de Capitales.

Así mismo, la Junta Monetaria fijó en \$16.25 para compra y \$16.30 para venta el tipo de cambio del mercado de capitales a partir de diciembre 1° de ese año. Como en agosto de 1965 la divisa había llegado en el mercado libre al nivel de \$19.25, podría aducirse que, en cierta forma, tanto el Decreto 2867 de 1966, como el posterior Decreto 444 de 1967, produjeron en este mercado en particular una revaluación. Por otra parte, sin embargo, se debe recordar que el precio de compra en el mercado "intermedio" había sido fijado en \$13.50 por la Junta Monetaria, tan sólo 14 meses atrás, mediante la Resolución 32 del 2 de septiembre de 1965. Con respecto a esta última base no hay duda que hubo una devaluación.

En este punto del desarrollo del tema es oportuno destacar la gran complejidad para seguir la pista, en detalle, de cada una de las variaciones en el tipo de cambio en cada mercado. Resulta fácil enredar el análisis, más que aclararlo, si la minuciosidad es la perspectiva con que se mira el problema. Tal vez es mejor, y no se pierde nada de lo significativo, apreciar el conjunto del manejo y ver su intrincada complejidad como el resultado de la incapacidad del sistema para enfrentar el desafío de un ajuste estable. El conjunto de medidas es lo relevante. Su naturaleza toda era similar pues se trataba, en esencia, de administrar lo imposible y de atajar lo inevitable. El Decreto 2867 de noviembre de 1966 apenas dió tiempo para la próxima devaluación¹²⁷.

El año de 1966 terminó con una expansión de medios de pago del 14.0%¹²⁸. a pesar de una pérdida de reservas internacionales. La expansión de medios de pago generada en el Banco de la República "tuvo su origen primordialmente en el aumento del Crédito a la Federación Nacional de Cafeteros"¹²⁹, entidad que enfrentaba una difícil situación de liquidez a pesar de que, a fines de 1966, redujo el precio interno para la carga de café de \$762 a \$737. Sobre este punto es pertinente destacar lo dicho por el gerente del Banco de la República:

"Resulta imperioso buscarles soluciones adecuadas a estas elevadas emisiones para compras internas del grano, pues aparte de producir eventuales alteraciones en la economía nacional, dificultan el manejo del control monetario"¹³⁰.

¹²⁷ Su adopción en su momento significó un reto al Fondo Monetario Internacional que había venido recomendando una reforma cambiaria con base en una sustancial devaluación.

¹²⁸ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31, 1966, p. 50.

¹²⁹ *Ibid.*, p. 52.

¹³⁰ *Ibid.*, p. 52.

La balanza comercial de bienes arrojó en el año de 1966 un déficit de 166.6 millones de dólares¹³¹. El precio del café tipo Manizales bajó aún más, llegando en diciembre de ese año a 44 centavos, terminando para el año con un promedio de 47 centavos¹³². El aumento de precios entonces fue del 13.3%¹³³. Al finalizar el año todas las condiciones monetarias y cambiarias señalaban —y exigían— una devaluación. Esta vino junto con la más importante reforma cambiaria de las últimas tres décadas, el Decreto 444 del 22 de marzo de 1967.

El repaso de lo ocurrido en el período 1962-1966 revela un agitado manejo monetario y cambiario. Casi que podría decirse que la poco afortunada devaluación de 1962 hizo muy difícil la adopción de una política estable y viable. Al respecto dice Jorge García García: “en resumen, el período 1962-1966 fue uno de manera errático y contradictorio en todos los frentes de la política económica”¹³⁴.

6. Marzo 22 de 1967. Devaluación de \$9.00 a \$13.50*

El Decreto 444, entre otras muchas cosas, confirmó la existencia de los dos mercados contemplados por el Decreto 2867 de 1966: el de Certificados de Cambio y el de Capitales. En el primero de éstos la cotización la fijaba el mercado, pues los títulos expedidos por el Banco de la República eran de libre negociación. Para el mercado de capitales, por el cual se efectuaban las transacciones que antes se hacían por el llamado mercado libre, la Junta Monetaria fijaría las tasas de compra y venta.

A partir del Decreto 444 el precio de venta del Certificado en el que se denominaba mercado preferencial y, que desde diciembre de 1962 tenía un precio de \$9, fue elevado a \$13.50. De esta forma, la última devaluación no gradual fue del 50%, en el caso del precio de venta de divisas por parte del Banco de la República en el que hasta entonces se llamaba mercado preferencial. En el que se denominaba “mercado intermedio” ya la cotización de venta por parte del Banco de la República era de \$13.50, y a este precio¹³⁵ venía desde la vigencia del Decreto Legislativo 2322 de 1965. En este segundo mercado no hubo entonces ninguna devaluación como consecuencia inmediata del Decreto 444 de marzo de 1967. Como ya se

¹³¹ Véase cuadro No. 6.

¹³² Véase cuadro No. 2.

¹³³ Véase cuadro No. 4.

¹³⁴ Véase su *Op. Cit.*, p. 74.

* Se trata del mercado preferencial. En el caso del mercado intermedio ya las tasas de compra y de venta estaban a \$ 13.50 desde septiembre de 1965. La tasa de compra para las divisas cafeteras estaba a \$ 9.94 en mayo de 1967. Esta tasa de compra cafetera ya también había superado el nivel de los \$ 9 en agosto de 1966.

¹³⁵ Véase Anexo No. 3.

indicó, en el caso del "mercado de capitales" el precio de \$16.30 ya había sido fijado por la Junta Monetaria a partir de diciembre de 1966. En este caso tampoco hubo una devaluación como resultado del Decreto 444.

En realidad la devaluación a \$13.50 no fue realizada íntegramente por el Decreto-Ley 444 el que, sencillamente, vino a oficializarla para el conjunto de las operaciones antes comprendidas en los mercados "preferencial" e "intermedio". El primer tipo de operaciones que se rigió por la tasa de \$13.50 fue la liquidación de divisas provenientes de exportaciones diferentes a café, a partir de junio 23 de 1965. Algunos meses después, también se empezó a pagar a \$13.50 la venta de divisas para el que entonces se llamó mercado "intermedio". Desde agosto de 1966 las importaciones de mercancías que venían pagándose a la tasa de \$9 en el mercado "preferencial" fueron trasladadas al mercado "intermedio", cuya tasa de venta era de \$13.50. Así, entonces, la tasa de \$13.50 ya regía en marzo de 1967 para todas las operaciones que utilizaban divisas de mercados oficiales. El Decreto-Ley 444 representó realmente una devaluación de \$9 al \$13.50 solamente para la liquidación del petróleo crudo para refinación interna, para los giros a los estudiantes y para los servicios de la deuda pública externa contraída con anterioridad a septiembre de 1965. Ni siquiera para el café el Decreto 444 significó una devaluación del \$9 al \$13.50 ya que, en marzo de 1967, las divisas originadas en reintegros cafeteros se estaban pagando a \$9.94.

Ahora bien, por muchas razones el Decreto 444 es la pieza central del desarrollo cambiario del país durante los últimos 30 años. En él se capitalizó la experiencia de 20 años, a partir de la post-guerra, y se establecieron las pautas para lo que básicamente ha sido el manejo cambiario desde su adopción en 1967. En esencia el Decreto consagra el control de cambio y un tipo de cambio flexible; busca llegar a un tipo de cambio unificado y aspira a eliminar los distintos mercados hasta entonces existentes. Este último propósito lo logra en junio de 1968 cuando convergen los mercados de capitales y el de Certificados de Cambio en una sola cotización de la divisa a un precio de \$16.30.

No es fácil resumir el Decreto 444 ni es aquí el propósito examinarlo en detalle. Para nuestros objetivos basta señalar las características ya indicadas y subrayar, con la opinión del entonces gerente del Banco de la República, el alcance de este pilar del desarrollo cambiario del país. Decía así Arias Robledo:

"El gobierno tuvo en cuenta que el nuevo estatuto de cambios, fuera de corregir dificultades a corto término, debería tener la suficiente flexibilidad para permitir en el largo plazo un desarrollo económico acelerado a niveles deseables de producción, ingreso y empleo, fácil de adaptarse a futuras situaciones que se le presen-

taran al país en este campo. Esta filosofía quedó plasmada en los Decretos-Leyes 444 y 688 de 1967, expedidos por el gobierno en virtud de las autorizaciones que le concedió el congreso nacional por medio de la Ley 6ª del mismo año.

Las normas mencionadas establecen innovaciones de trascendental importancia, pues de un sistema de relativas libertades se pasó a otro de control total sobre el cambio y se establecieron restricciones al comercio internacional, tendientes a ajustar la demanda de cambio exterior a los recursos disponibles. Con el nuevo estatuto el gobierno se propuso promover el desarrollo económico y social y el equilibrio cambiario por medio del fomento y la diversificación de las exportaciones, el estímulo a la inversión de capitales extranjeros, la repatriación de capitales y el mantenimiento de un nivel adecuado de reservas internacionales. Uno de sus fundamentos básicos es el de la concentración de las reservas internacionales en el Banco de la República''¹³⁶.

Con el Decreto 444 de marzo de 1967 termina una accidentada evolución cambiaria del país, durante la cual en el transcurso de 20 años, entre 1948 y 1967, el peso oficialmente se devaluó seis veces y pasa de \$1.75 por dólar a \$13.50 por dólar para el mercado más bajo y a \$16.50 para el mercado más alto.

Desde el punto de vista del manejo institucional y de formulación y ejecución de política los hechos más importantes de este período fueron la creación de la Junta Monetaria y la expedición del Decreto 444. Se puede afirmar que la acción combinada de estos dos instrumentos legales e institucionales fueron el producto decantado de la experiencia acumulada de tantas crisis desde 1948, y que ellos explican gran parte del progreso que alcanzó el país en estas materias a partir de la segunda mitad de la década de 1960.

7. Resumen y conclusiones

No es fácil, de ninguna manera, hacer un resumen y una síntesis analítica de lo que ha sido la experiencia cambiaria del país durante el período 1948-1967. Aunque a este intervalo de tiempo aquí se le ha denominado "ajuste bajo paridad fija", es evidente que, con muy contadas excepciones, nunca se logró mantener en realidad una paridad fija. Por el contrario, lo que ocurría era que la tasa oficial sí se mantenía por algún tiempo, pero sólo nominalmente pues en términos económicos la cotización real del peso iba perdiendo gradual pero inexorablemente capacidad adquisitiva, así tal proceso de erosión fuera parcial y temporalmente suspendido o diferido por restricciones a las importaciones, por gravámenes, por depósitos previos y por

¹³⁶ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31 de 1967, p. 47.

toda una variada gama de mecanismos que, al final, cedían el paso a la devaluación.

Con todo y lo difícil que es extraer las lecciones centrales del período bajo consideración, es importante y útil para la formulación de futura política intentar precisar los aspectos y procesos de fondo, las características constantes y las similitudes de las distintas experiencias que en materia de devaluación se vivieron en esos años. Es importante, así mismo, tratar de entender el por qué de las políticas que se siguieron y ver qué concepciones o esquemas determinaron una particular línea de estrategia frente a los problemas.

Antes de proceder a este ejercicio es básico advertir que lo que sigue no tiene la pretensión de ser exhaustivo o definitivo. Para los estudiosos del tema serán obvias importantes omisiones como son los aspectos relacionados con la tasa de cambio petrolera, con la explotación y exportación del oro, con el mercado negro de divisas, con las exportaciones menores y otros, que no están casi ni mencionados en este trabajo y que, en un estudio más profundo y pormenorizado, deberían recibir la atención y el tratamiento que merecen. Por otra parte se tiene conciencia de que el tema del ajuste con base en las relaciones entre los siguientes factores: (a) medios de pago y sus distintas fuentes; (b) precios del café, a nivel interno y externo; (c) reintegros; (d) inflación interna y externa; (e) tasas de interés y diferencial entre la interna y la externa; (f) reservas internacionales; (g) cuasidineros; y otras variables, debe ser más rigurosamente estructurado dentro de un modelo con cuantificación y con alguna capacidad de predicción. Ese ejercicio ojalá se realice y ojalá que este trabajo preliminar contribuya a acelerar su iniciación.

La presentación que sigue se ha organizado así: primero, un análisis de las características de las devaluaciones examinadas; luego, un resumen de las condiciones generales de la economía previas y posteriores a las devaluaciones; en tercer lugar se trata de ver el por qué de las estrategias seguidas. El resumen general termina con una apreciación global para el período.

Veamos entonces y en primer lugar las características centrales de las devaluaciones examinadas. En esencia ellas se distinguen por:

a) Casi siempre la devaluación se hacía desde un nivel nominal inferior al real y, a veces, aún hasta un nivel nominal inferior al real. El peso casi siempre resultaba sobrevaluado aún después de las devaluaciones.

b) Casi siempre se devaluaba en forma diferencial para los distintos tipos de cambio. Esta práctica se acompañaba también de restricciones diferenciales para ciertas importaciones y para algunas exportaciones. Se trataba así de administrar la oferta y demanda de divisas

para cada mercado cambiario. El traslado de mercancías de un grupo a otro era un mecanismo de devaluación disfrazada.

c) Casi siempre se estipulaba o se pretendía un proceso gradual de convergencia de las distintas tasas de cambio existentes.

d) Los cambios múltiples daban origen a utilidades cambiarias o a los llamados diferenciales cambiarios que, por lo general, iban a financiar el Fondo Nacional del Café, a fortalecer las inversiones de este Fondo, a apoyar el presupuesto nacional y a tratar de compensar al sector cafetero por la pérdida de ingreso representada en un tipo de cambio menor al de otras exportaciones.

e) Casi siempre se dejaba un mercado libre con el cual se buscaba estimular ciertas exportaciones y hacer costosas las importaciones.

f) La devaluación aparecía como una solución a una crisis originada más en el sector externo que en el interno.

g) Por lo general se consideraba que la devaluación generaba inflación y no que ésta determinaba aquélla.

h) En más de una ocasión las devaluaciones iban precedidas de altos reintegros cafeteros y de una acumulación de stocks del grano ¹³⁷.

A. Como resultado de las devaluaciones reales inferiores a las nominales las variaciones en el tipo de cambio no lograban credibilidad permanente. Como, además, ellas iban acompañadas de mayores o menores restricciones a importaciones o a los giros, era mayor la duda que se tenía sobre la capacidad del peso de mantener una determinada paridad. Se originaba así una constante especulación en contra del peso que en ocasiones podía ser moderada, pero que constantemente estaba presente a la espera de substituir activos financieros en moneda local por activos financieros en divisas, o dispuesta a acumular importaciones o exportaciones en el caso del café; siempre, en todo caso, apostándose a favor de la devaluación. Rara vez tales expectativas resultaron frustradas ¹³⁸.

B. La práctica de devaluar por debajo de una paridad del mercado tenía distintas intensidades según se tratase de una tasa de cambio o de otra. Por lo general, la disparidad entre la devaluación real y la nominal era mayor en el caso de los mercados preferenciales o de Certificados de Cambio con poca negociabilidad libre, mientras que la disparidad relativa era menor en el caso de las tasas de cambio más altas o de semilibre compra y venta. Esta política, aparentemente, buscaba reducir al mínimo posible la incidencia de la elevación de los costos de bienes y servicios importados que se consideraban más necesarios o urgentes que la de aquellos que se negociaban a las

¹³⁷ En 1978 será éste de nuevo el caso?

¹³⁸ Se trataba de esas situaciones denominadas "Self Fulfilling Prophecies", es decir, profecías o advertencias que se autodeterminan o cumplen por sí mismas.

tasas más altas del mercado libre y cuya influencia en los costos y precios internos era menos difícil de manejar políticamente. Jorge García señala cómo de esta manera se pretendía un doble e imposible uso de la tasa de cambio: por una parte, buscar que ella sirviera como instrumento para alcanzar el equilibrio en la balanza de pagos y por otra, como mecanismo para controlar la inflación¹³⁹. Uno de los inconvenientes de esta forma de devaluar era que las importaciones, casi todas, acababan liquidándose a la tasa más alta, independientemente de cual fuera su cambio real frente a la divisa. Así, no sólo se frustraba el propósito de reducir el efecto sobre el nivel interno de precios, sino que se preparaba el terreno para una próxima devaluación donde, de nuevo, la variación real sería inferior a la nominal.

C. La meta de alcanzar un tipo de cambio unificado aparecía como un propósito que nunca lograba alcanzarse, así se estableciera un proceso gradual de convergencia y así se tuviera algún éxito inicial, como fue el caso del desarrollo del decreto 637 del 20 de marzo de 1951. Como se recordará, este Decreto, entre otras medidas, estipuló que los reintegros del café se pagarían en un 25% no a la tasa más baja de \$1.75 sino a una más alta, presumiblemente del \$2.50. Más tarde, el Decreto 2227 del 27 de octubre de 1951 elevó a un 40% la porción del reintegro que se pagaría al \$2.50 y ofreció que esta proporción llegaría al 100% en un período de 40 meses. En enero de 1954 se fijó esta tasa en \$2.38 sin lograrse por tanto la prometida convergencia con la tasa de \$2.50. Sólo posteriormente se eliminó el diferencial cafetero mediante Decreto 333 de febrero de 1955 reapareciendo al producirse la siguiente devaluación.

D. La existencia de diferenciales cambiarios daba origen a utilidades que, por una parte reclamaban los cafeteros y, por otra, pretendía el gobierno nacional como un recurso fiscal. La distribución de las utilidades constituía una transacción en la cual el Fondo Nacional del Café fortalecía sus inversiones, bien en la Caja Agraria o en el Banco Cafetero, o los Comités Departamentales del Cafetero aumentaban sus presupuestos. Por su parte, el gobierno nacional lograba un importante aporte a sus recursos fiscales. El punto de fondo y el más difícil de determinar sobre esta distribución del "diferencial cambiario" es saber si el resultado neto del sacrificio del sector cafetero al recibir la más baja tasa de cambio en comparación con el financiamiento que recibía la Federación del Banco de la República o del Presupuesto Nacional —cuando ella enfrentaba circunstancias de iliquidez— resultaba más o menos inflacionario que las alternativas disponibles. Es decir, qué era mejor a largo plazo para el conjunto de la economía: pagar una baja tasa al sector cafetero y tener que financiarlo en condiciones de iliquidez de la Federación o pagarle una tasa unificada y más alta sin compromiso de eventual financiamiento?

¹³⁹ Véase su *A History of Economic Policies in Colombia 1953-1970*, Tesis doctoral, Universidad de Chicago, 1976, p. 44.

Cómo repartir los altos precios o los bajos precios del café es el punto fundamental en toda discusión sobre política cambiaria y cafetera. Como se verá más adelante la única solución estable a este difícil problema es reducir la importancia relativa del café en el total de las exportaciones.

E. La existencia de un mercado libre ha sido también una meta de esas que siempre se tenían que diferir o alcanzar sólo parcialmente. El repaso de los planteamientos hechos por los responsables de la política cambiaria muestra que se tenía un gran interés en poder llegar a un sistema de mínimos controles, pero el corto plazo y las constantes emergencias impedían el acercamiento a un esquema cambiario menos restrictivo. En todo caso, una constante de las reformas cambiarias de este período era dejar un mercado semilibre que indicara los niveles de cotización de las fuerzas del mercado. El proceso gradual de erosión del poder adquisitivo del peso llevaba a que esa tasa semilibre fuera el presagio de las futuras cotizaciones de los tipos de cambio más controlados.

F. La inestabilidad de los precios externos del café más que el manejo de la oferta monetaria, de las finanzas públicas o de las políticas de importación, parecía recibir la mayor responsabilidad en el momento de formularse la devaluación, como un ajuste a una crisis de confianza sobre el peso y como una solución a una rápida pérdida de reservas internacionales.

G. El temor de acelerar la inflación¹⁴⁰ mediante la devaluación es una de las constantes que se encuentra al examinar la argumentación y la legislación sobre la materia. En todo momento, una de las preocupaciones centrales era cómo evitar que la devaluación generara más inflación. La idea de que la devaluación era primordialmente el resultado del proceso inflacionario interno sólo era acogida por unos pocos. En la práctica, la disciplina monetaria y fiscal dejaban mucho qué desear y la secuencia de inflación, devaluación, inflación, se convirtió en un juicio de tácita aceptación, en el cual la prioridad de la política económica era combatir más la devaluación que la inflación. Claro, el resultado fue el conocido.

H. La necesidad de mantener precios externos altos del café, limitando la oferta de los países productores, llevaba a que Colombia mantuviese altos reintegros. Esta política se traducía en la salida del mercado interno de gran parte de los exportadores privados y en una acumulación de inventarios por parte de la Federación de Cafeteros. Acumulación que exigía un financiamiento del Banco de la república, lo cual agravaba la presión inflacionaria y, a la postre, precipitaba la devaluación. De esta manera la elevación del tipo de cambio resultaba, al final, como un sustituto, parcial al menos, de la reducción del

¹⁴⁰ Sobre este punto véase Jorge García García, *A History of Economic Policies in Colombia*, Tesis doctoral, Universidad de Chicago, 1976, p. 32.

precio interno o de la disminución del reintegro. Este era otro de los ciclos con los que la política económica procuraba defender el peso frente a crisis cambiarias. Sin disponer de un esquema alternativo con el cual se puede hacer un análisis comparativo no es fácil —ni defendible— emitir un juicio sobre la bondad de este esquema. El tema es de gran importancia, como se puede advertir al ver que al comenzar 1978, de nuevo, estamos frente al ciclo bajo referencia. Al finalizar 1977 el reintegro se mantuvo alto para sostener precios externos y la Federación tuvo que acumular más de cuatro millones de sacos de café. En 1978 la pregunta que ahora se hace la política económica es: qué tanto devaluar?

Veamos ahora una breve reseña de las condiciones generales de la economía que rodeaban las devaluaciones. Un rápido examen de los Cuadros 3, 5, 4 y 2, así como de las páginas anteriores permite apreciar claras tendencias así: (a) creciente expansión monetaria, (b) déficits fiscales y créditos del Banco de la República al Gobierno Central, (c) aumento de los niveles internos de precios, (d) caída de los precios del café.

Por lo general no parece existir ninguna regla constante sobre la secuencia de las devaluaciones, como sería, por ejemplo, el que el incremento de los medios de pago se tradujera automáticamente y con un retraso fijo en un aumento de los precios; siendo éste seguido por un déficit de balanza comercial, por pérdida de reservas y, a continuación, por una devaluación. Hay casos de devaluación que responden más a un esquema de este tipo que otros. Sin embargo, lo que es destacable es el comportamiento de conjunto y la tendencia de las variables. Eran tantas y tan variadas las medidas para frenar, para suspender, para diferir y para remediar parcialmente los problemas, que los procesos no muestran, no podrían mostrar en lo agregado una típica relación de causalidad o secuencia de desarrollos. Es el balance lo que cuenta. Veinte años de encomiables e intensos esfuerzos siempre bajo la presión de lo urgente y de la emergencia resultan en al menos seis devaluaciones y en toda una rica gama de experiencias con distintos tipos de esquemas cambiarios, desde el más severo control hasta los intentos de liberalización, desde los cambios fijos hasta los fluctuantes.

Este muy resumido recuento de lo que fue la evolución cambiaria entre 1948 y 1967 muestra un manejo que difícilmente puede ser enmarcado dentro de uno de los enfoques teóricos descritos en la primera parte de este documento. La velocidad de los cambios, la multiplicidad de las restricciones administrativas, las heterogeneidad de las tasas de cambio —unas para importaciones, otras para exportaciones, otras para un mercado de cuenta corriente y otras para un mercado de capitales— simplemente hacen imposible adscribir la experiencia del país a un determinado esquema de ajuste.

En todo caso, no parece que el comportamiento de las variables económicas ni el manejo de los instrumentos de políticas cambiaria y monetaria resultaran coordinados entre sí dentro de un marco de política general. Esto ocurría así no tanto por imprevisión o por falta de control sobre las variables críticas, como por la inmensa dificultad de poner en práctica y de mantener vigente por un mínimo de tiempo un esquema integral de política. Hubo además algunos casos en que la insuficiencia del control monetario significó una gran limitación a los efectos del ajuste que se buscaba con la devaluación. Fueron 20 años en que los esfuerzos de la autoridad monetaria y cambiaria resultaban infructuosos frente a las abruptas variaciones de los precios externos del café y frente a las crisis de confianza que se presentaban sobre el peso. En ningún momento se logró suficiente estabilidad para organizar un esquema global. Dentro de tan rápido proceso de ajuste tras ajuste, y de corrección parcial a corrección demorada, no hubo forma de complementar el manejo de las situaciones con políticas sobre tasas de interés, sobre salarios, sobre precios, sobre resultados fiscales, sobre movilidad internacional de capitales. Se trataba, si se quiere, de una lucha desigual. Cuando se intentaba un ajuste externo se presentaba un desajuste interno —déficit fiscal o rápido incremento de medios de pago— que prácticamente creaba la inmediata necesidad de otro ajuste y éste, a su vez, sin alcanzar a complementar su vigencia, se tornaba en una fuente de disturbio que, a su turno, no alcanzaba a ser corregida a tiempo. Así, la política cambiaria iba no adelante de los acontecimientos sino detrás de ellos, respondiendo a ellos.

Ahora bien, por qué pasaba todo esto?, por qué ninguno de los sistemas cambiarios que se intentaron pudieron tener una mínima estabilidad? hasta qué punto conviene al país adjudicar la responsabilidad exclusivamente a una vulnerabilidad del sector externo del país, en función de la inestabilidad de los precios del café? Quizás la respuesta esté en la observación hecha al comienzo sobre los países con poca disciplina monetaria¹⁴¹ y fiscal. Durante esas dos décadas de 1948 a 1967, resultaría difícil demostrar que se mantuvo una gran vigilancia real sobre la oferta monetaria y sobre el proceso inflacionario. Sería difícil demostrar, también, la bondad de algunas políticas cambiarias. Por último es indudable que no se podrán calificar de impecables algunas devaluaciones¹⁴². Finalmente, sería casi imposible demostrar que el peso no estuvo casi todo el tiempo sobrevaluado. Según Fernando Gaviria Cadavid tal sobrevaluación fue una de las causas más importantes de las crisis cambiarias¹⁴³.

Este período de 1948 a 1967 quizás deba ser considerado como uno de aprendizaje y previo a un manejo con más respaldo político,

¹⁴¹ Véase p. 127

¹⁴² Véase Díaz Alejandro Carlos, *Op. Cit.*, p. 18.

¹⁴³ Véase su *Op. Cit.*, p. 435.

con más convicción y con más conciencia de los riesgos. Por ello el Decreto 444 ha sobrevivido desde entonces y su desempeño ha sido mucho más afortunado. Pero aquí es importante destacar que el mayor éxito relativo del Decreto 444 coincide en gran parte con el auge de las exportaciones menores, es decir, con el período en que baja la importancia relativa del café en el total de las exportaciones. Este aspecto es fundamental. Mientras el café continúe representando una proporción tan abrumadoramente predominante en el total de exportación, lograr la estabilidad cambiaria para Colombia puede ser una tarea casi imposible. Cómo defender una tasa de equilibrio en un momento dado si, sorpresivamente, pueden "subir o bajar los ingresos de exportación en proporciones masivas"? Según Díaz Alejandro, no es difícil encontrar tal tasa de equilibrio si se mantiene una mínima estabilidad en los ingresos de exportación de café ¹⁴⁴.

Es decir, no se puede dejar que el peso se revalúe al subir los precios del café y que se devalúe cuando ellos bajen. Tal inestabilidad cambiaria traería serios perjuicios a la economía del país. Pero si el café tan solo representa, por ejemplo, un tercio del valor de nuestras exportaciones, entonces, las fluctuaciones que pueda tener su precio en el exterior, por substanciales e inesperadas que sean, serán mucho más fáciles de manejar y la política monetaria y la cambiaria podrán mantener sus rumbos y objetivos globales sin entrar a los ajustes *ad hoc* y de corto plazo, que, como se ha visto, tantas dificultades traen. Claro está que, si independientemente de las fluctuaciones externas en el precio del café, las políticas monetaria y fiscal internas no guardan una adecuada relación con el crecimiento de la economía y con el comportamiento de la demanda por dinero, ninguna estabilidad de precios del café en Nueva York, así como casi ninguna diversificación de exportaciones, va a producir necesariamente estabilidad cambiaria ¹⁴⁵.

La inevitable conclusión de todo no es entonces novedosa ni dramática, pero sí fundamental e inequívoca: es indispensable reducir la importancia relativa de las exportaciones cafeteras. Obviamente la forma de lograr esto no es dejando de exportar café sino exportando adicionalmente otros productos y servicios. Más que por medio de la sustitución de importaciones o por medio de las restricciones cuantitativas o administrativas, la única manera que tiene el país de resolver su escasez crónica de divisas y la inestabilidad de oferta de éstas es a través de la promoción de nuevas exportaciones. El día en que el país tenga cinco o más productos de exportación, todos con una importancia relativa similar como generadores de divisas, se podrá pretender una política cambiaria distinta a una política exclusiva-

¹⁴⁴ Véase su *Op. Cit.*, p. 15 y 97.

¹⁴⁵ Sobre este punto véase Eduardo Wiesner, "Las Modificaciones del tipo de Cambio y los Niveles Domésticos de Precios", *La Nueva Economía*, Bogotá, mayo 1966, p. 13.

mente cafetera. Entonces se podrá aspirar a una tasa de equilibrio con posibilidades de éxito. El corolario de este planteamiento se traduce en una frase: la política de fondo y de largo plazo tiene que ser el fomento a la diversificación de exportaciones. Ahora en 1978 que el país tiene un volumen muy satisfactorio de reservas, lo que más indicado, parece es que haga su ajuste con el sector externo, no tanto reduciendo las exportaciones como manejando su tasa de cambio para fines de largo plazo. Es decir, utilizando el incentivo de la tasa de cambio para alcanzar la diversificación de las exportaciones.

B. AJUSTE BAJO CAMBIO FLEXIBLE, 1967-1975

La experiencia cambiaria del período 1948-1967 llevó a que, a partir del Decreto 444, se desistiera de mantener constante durante prolongados lapsos de tiempo una paridad fija. Condujo también a que se suspendiera la práctica de tener más de un tipo de cambio simultáneamente. Desde 1967 se aplicó un sistema cambiario basado en devaluaciones graduales¹⁴⁶. casi permanentes, por medio de las cuales el Banco de la República ajustaba la tasa de cambio de acuerdo con un presupuesto de devaluación incluido en el marco global de la política monetaria y económica general. Esta nueva política cambiaria constituía una revolución. Se había perdido el miedo a la inflación causada por la devaluación. Se había superado la actitud de que la estabilidad cambiaria, *per se*, era lo correcto. Se había reconocido, implícitamente al menos, que no se tenía la suficiente disciplina monetaria o fiscal para garantizar una paridad estable. Por último, se había admitido que la única forma de manejar la devaluación desde un punto de vista político, tanto a nivel doméstico¹⁴⁷. como externo¹⁴⁸ era haciéndolo constante y gradualmente. De esta manera se lograba: (a) reducir la controversia sobre la oportunidad¹⁴⁹. de la devaluación, (b) aminorar los problemas derivados de retrasos en el pago de deuda externa, (c) evitar los ajustes salariales compensatorios y las contra-producentes emisiones monetarias. Se evitaba, en síntesis, que las devaluaciones fueran abruptas causas de disturbios y de dificultades tanto de orden económico como político. Por todo esto el nuevo régimen cambiario fue un indiscutible avance.

En junio de 1968, la devaluación gradual que desde el nivel de \$13.50 se había venido haciendo sobre el Certificado de Cambio al-

¹⁴⁶ Presumiblemente tales ajustes obedecían al libre juego de la oferta y demanda por divisas, lo que se llama "dirty floating". En la práctica, se trataba de un sistema dirigido por el Banco Central, que correspondía más bien a la noción de "controlled crawling peg".

¹⁴⁷ Díaz Alejandro opina que los problemas que trajo la devaluación de 1962 influyeron en la concepción de la devaluación de 1967. Véase su *Colombia Foreign Trade Regimes*, Colombia University Press, 1976, p. 204.

¹⁴⁸ Sobre este punto basta recordar el incidente con el Fondo Monetario Internacional el jueves 29 de noviembre de 1966.

¹⁴⁹ Tan solo en parte, pues entonces la discusión se refería más al ritmo de cambio en la tasa de cambio y a la oportunidad de acelerarlo o desacelerarlo.

canzó la tasa del mercado de capitales al nivel de \$16.30. De esta forma se unificaron las tasas de los dos mercados y el país comenzó a vivir su primer período, desde la post-guerra, en el cual mantuvo en esencia una sola tasa de cambio oficial.

Los ritmos de devaluación para el Certificado de Cambio durante el período 1967-1977 aparecen en el Cuadro No. 7. Como se puede apreciar, no se mantuvo una tasa constante y tampoco es factible relacionar su velocidad de variación con el comportamiento exclusivo de una específica variable económica. El enfoque era dar una influencia prioritaria al nivel interno de inflación, de las importaciones, de los precios del café en el exterior y de la perspectiva en general. En todo caso, la noción de mantener una paridad adquisitiva efectiva¹⁵⁰ teniendo en cuenta la inflación interna y la externa, así como subsidios y gravámenes especiales, empezó a hacer parte integral de la configuración de la tasa de cambio del país. Con todo, sin embargo, la devaluación para el período 1967-1975 apenas se tradujo en un incremento real del 2.7% para la tasa de cambio¹⁵¹. Pero ya se había alcanzado un progreso pues los retardos de ajuste en la tasa de cambio no eran de la magnitud de algunos de los registrados durante 1948-1967.

El análisis del período 1967-1975 muestra resultados muy satisfactorios en comparación con el período anterior, 1948-1967. En general, no se presentó ninguna crisis cambiaria, ni ninguna radical modificación en el régimen legal sobre el manejo del sector externo. Aunque los ritmos de la inflación empezaron a acelerarse a partir de 1970 y los precios del café sólo mejoraron ligeramente¹⁵², la situa-

¹⁵⁰ Sobre este tema véase, Lawrence H. Officer, "The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates: a Review Article", *Staff Papers*, International Monetary Fund, Marzo 1976, p. 3. Véase también Belanger, Gerard, "An Indicator to Effective Exchange Rates For Primary Producing Countries", *Staff Papers*, International Monetary Fund, marzo de 1976, p. 113.

¹⁵¹ Véase *Coyuntura Económica*, Octubre 1976, p. 70.

¹⁵² Véase Cuadro No. 2.

CUADRO No. 7
RITMO DE DEVALUACION DEL CERTIFICADO DE CAMBIO*
1967-1977

| Año | Ritmo % | Año | Ritmo % |
|------|---------|------|---------|
| 1967 | 16.7 | 1973 | 8.8 |
| 1968 | 7.1 | 1974 | 15.0 |
| 1969 | 5.7 | 1975 | 15.0 |
| 1970 | 7.0 | 1976 | 10.0 |
| 1971 | 9.5 | 1977 | 4.5 |
| 1972 | 9.0 | | |

FUENTE: Revista Banco de la República.

* Diciembre a Diciembre.

CUADRO No. 8
REINTEGROS POR EXPORTACIONES DE PRODUCTOS DIFERENTES A CAFE,
1967-1971

| Año | Millones US\$ | Variación Anual % |
|------|---------------|-------------------|
| 1967 | 117.1 | --- |
| 1968 | 178.4 | 52.3 |
| 1969 | 207.2 | 16.1 |
| 1970 | 237.0 | 14.4 |
| 1971 | 297.8 | 25.7 |

FUENTE: Revista Banco de la República.

ción externa era estable y sin serios problemas. La causa principal de estos resultados estaba en el rápido auge de las llamadas exportaciones menores que habían recibido gran impulso con el Decreto 444 de 1967. En respuesta a los incentivos legales, el apoyo institucional de Proexpo y, en particular, el estímulo del Certificado de Abono Tributario CAT, y una tasa de cambio en permanente devaluación, las exportaciones menores casi triplicaron su valor de reintegro entre 1967 y 1971, como lo muestra el Cuadro No. 8.

Aunque durante el período 1967-1975 no se presentaron crisis cambiarias, este período se distingue del anterior por la aceleración de la expansión de los medios de pago y de la inflación. Dicho de otra manera, resulta sorprendente que a pesar de la aceleración de la inflación y de la expansión de los medios de pago, el manejo cambiario logró ser estable precisamente cuando, en comparación con el período anterior, más adversas le eran las circunstancias. En efecto, si entre 1951 y 1967 la inflación de dos dígitos tan solo se presentó en cuatro años, a saber ¹⁵³ en 1957 (19.1%), en 1963 (29.9%), en 1965 (14.8%) y 1966 (13.3%); a partir de 1971, y como lo muestra el Cuadro No. 9 ella se mantiene por encima de tal nivel en todos los años. Los medios de pago, por su parte, también muestran una tendencia a acelerarse y, con excepción del año de 1970 cuando sólo llegan a aumentar en un 10.9%, en la mayoría de los años siguientes crecen a más del 20% por año.

Dentro del nuevo esquema cambiario la reactivación de la presión inflacionaria fue acompañada por mayores ritmos de devaluación del Certificado de Cambio. Sin embargo, es perceptible cierto retraso en los años de 1973 y 1974, quizás originado en la mejoría de los precios del café precisamente en esos años. Se aprecia así, que aun dentro del sistema de paridad "estable pero ajustable" ¹⁵⁴, la esencia del

¹⁵³ A propósito, es interesante asociar tales cuatro años de máxima inflación con las devaluaciones ocurridas durante ellos o muy cercanas a ellos.

¹⁵⁴ Esta es la terminología que se adoptó al aceptar el sistema monetario internacional los cambios flexibles en 1974. Cuando ello ocurrió, Colombia ya tenía varios años de práctica con este sistema.

CUADRO No. 9
 MEDIOS DE PAGO E INFLACION,
 1967-1977

| Año | Medios de Pago* | |
|------|-----------------|-------------|
| | Cambio % | Inflación** |
| 1967 | 21.9 | 7.6 |
| 1968 | 14.8 | 6.7 |
| 1969 | 19.5 | 8.5 |
| 1970 | 17.2 | 7.2 |
| 1971 | 10.9 | 12.6 |
| 1972 | 24.4 | 14.1 |
| 1973 | 29.3 | 22.1 |
| 1974 | 19.5 | 25.2 |
| 1975 | 27.8 | 17.5 |
| 1976 | 34.7 | 25.4 |
| 1977 | 30.3 | 29.3 |

FUENTE: Revista Banco de la República.

* Excluye Depósitos Oficiales.

** Índice Nacional de Precios al Consumidor, Empleados.

problema cambiario tradicional se mantenía, ya no tanto sobre el interrogante de, a qué nuevo tipo de cambio devaluar, sino, sobre la pregunta: a qué ritmo devaluar cuando suben los precios del café. La persistencia del problema de cómo limitar el ingreso cafetero cuando suben los precios es, como se ha visto, una de las características más intrigantes del sistema cambiario colombiano. Claro está, su solución, como se dijo, no es factible sin una diversificación de exportaciones¹⁵⁵. En todo caso el hecho de que no se presentara

CUADRO No. 10
 COLOMBIA: BALANZA CAMBIARIA*, 1967-1977

| Año | Millones US\$ | Año | Millones US\$ |
|------|---------------|------|---------------|
| 1967 | -14.5 | 1973 | +69.6 |
| 1968 | +6.0 | 1974 | -112.1 |
| 1969 | -19.5 | 1975 | +30.1 |
| 1970 | -58.7 | 1976 | +681.6 |
| 1971 | -109.3 | 1977 | +663.6 |
| 1972 | +3.3 | | |

FUENTE: Banco de la República. Informe Anual del Gerente y Revista Banco de la República.

* Definida como el déficit o superávit en cuenta corriente, o la diferencia entre exportación de bienes y servicios e importación de bienes y servicios.

¹⁵⁵ En los próximos capítulos veremos como, cuando ocurrió la bonanza cafetera de 1976 y 1977, prácticamente se tuvo que aceptar la vieja fórmula de siempre: suspender la devaluación. Esta política no dejó de tener sus críticos. Véase Eduardo Wiesner, "Qué tanta devaluación?", *Banca y Finanzas*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, diciembre de 1976, p. 10.

CUADRO No. 11
RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS, 1967-1977

| Año | Millones US\$ | Año | Millones US\$ |
|------|---------------|------|---------------|
| 1965 | 145.0 | 1972 | 392.8 |
| 1966 | 144.0 | 1973 | 524.1 |
| 1967 | 149.4 | 1974 | 448.2 |
| 1968 | 217.7 | 1975 | 553.4 |
| 1969 | 257.3 | 1976 | 1.171.6 |
| 1970 | 257.5 | 1977 | 1.829.7 |
| 1971 | 265.3 | | |

FUENTE: Banco de la República, Informe Anual del Gerente, Saldos a final de diciembre de cada año.

ninguna aguda crisis cambiaria entre 1967 y 1975, cuando precisamente en esos años se acelera la inflación y se expanden rápidamente los medios de pago, es un crédito que debe abonársele al nuevo régimen de tasas de cambio flexibles y al mejor manejo cambiario realizado.

Como se puede observar en el Cuadro No. 10, la balanza cambiaria entre 1969 y 1975 estuvo en déficit los primeros tres años. A partir de 1972 se nota una reacción en los precios de café que contribuye a que se equilibre la balanza cambiaria y a que en 1973 se logre un superávit de 69.6 millones de dólares. Durante 1974, año de recesión mundial y de importantes reformas a nivel doméstico como la tributaria y la financiera, se presentó un déficit de balanza comercial de 112.1 millones de dólares y las reservas internacionales brutas¹⁵⁶, que habían venido aumentando año por año desde 1966, descienden en aproximadamente 87 millones de dólares. Esta pérdida de reservas reflejó el menor nivel de endeudamiento en ese año en comparación con el anterior. Sobre este punto decía el Gerente del Banco de la República: "como se menciona antes, el ingreso de capitales fue bastante inferior al de años recientes, producto de actuaciones deliberadas del gobierno y de las autoridades monetarias para evitar endeudamientos innecesarios o gravosos en momentos en que los niveles de reservas no hacían tan apremiante el uso de esta clase de recursos"¹⁵⁷.

El punto más importante de destacar sobre el período de 1967-1975, además de la ausencia de crisis cambiarias, es la reducción del grado de monoexportador del país. El Cuadro No. 12 muestra en forma inequívoca la acelerada pérdida de importancia relativa del café que, de representar un 63% en 1967, desciende a constituir 41.4% en 1974. Las exportaciones de petróleo se reducen también en

¹⁵⁶ Véase Cuadro No. 11.

¹⁵⁷ Banco de la República, Informe Anual del Gerente. Enero a Diciembre de 1974, p. 53.

CUADRO No. 12
COMPOSICION PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES DE COLOMBIA,
1964-1976

(Valores FOB US\$ millones)

| Año | Café ¹ | Petróleo ² | Otros ³ |
|------|-------------------|-----------------------|--------------------|
| 1964 | 71.9 | 13.7 | 14.4 |
| 1965 | 63.8 | 16.4 | 19.8 |
| 1966 | 64.7 | 14.1 | 21.2 |
| 1967 | 63.2 | 12.0 | 24.8 |
| 1968 | 63.3 | 6.5 | 30.2 |
| 1969 | 55.4 | 9.1 | 35.5 |
| 1970 | 62.8 | 7.9 | 29.3 |
| 1971 | 56.5 | 7.2 | 36.3 |
| 1972 | 49.3 | 3.5 | 47.2 |
| 1973 | 48.4 | 2.1 | 47.5 |
| 1974 | 41.4 | 0.3 | 58.3 |
| 1975 | 44.2 | — | 55.8 |
| 1976 | 52.9 | — | 47.1 |

FUENTE: Banco de la República. Informe Anual del Gerente. Enero a Diciembre 1974, p. 75, Enero a Diciembre 1976, pp. 108 y 115.

¹ Fedecafé.

² Ministerio de MINas y Energía.

³ Registros aprobados por Incomex ajustados por modificaciones.

forma acelerada, disminuyendo su peso relativo del 12% en 1967 a 0.3% en 1974. Por su parte, las "otras exportaciones" y las "exportaciones menores", por primera vez en la historia moderna del país, llegan a representar en 1974 más de la mitad del total de las entradas de divisas por concepto de ventas de bienes y servicios. Fueron esos años del periodo 1967-1977 de gran importancia en la evolución del problema cambiario del país. Por primera vez se estaba logrando una reestructuración de fondo; se estaba logrando, también, la tan buscada diversificación de exportaciones.

El Cuadro No. 12 resume, mejor que cualquier otra explicación, la evolución de la estructura del comercio exterior y el drama cambiario del país. Cuando a fines de 1974 ya se estaba alcanzando la diversificación llegó la más reciente y más intensa bonanza cafetera que el país haya conocido. Como resultado de tener altos precios el café, lo cual ha sido la tradicional aspiración del país, se vió truncado el proceso de diversificación de exportaciones, como fácilmente se aprecia que ocurrió durante los años de 1975 a 1977.

Ahora bien, el examen de las estadísticas indica claramente que esos años son atípicos dentro de la tendencia y deben ser considerados como accidentes transitorios dentro de una perspectiva de más largo plazo del comercio exterior del país. Lo normal, o mejor, lo que dictan las tendencias subyacentes o seculares, es que el café manten-

ga una gran importancia relativa dentro del conjunto de las exportaciones, a menos que se logre, por medio de políticas especialmente diseñadas para ese propósito, reorientar el futuro crecimiento de las ventas externas del país, de tal manera que se acelere la diversificación. Pero como veremos más adelante, lo apremiante de esta necesidad del largo plazo pierde evidencia al subir los precios del café y desaparecen, en el corto plazo, los problemas cambiarios. Por ejemplo, si no hubiera habido bonanza cafetera a fines de 1975, la necesidad de importar petróleo y los crecimientos de la oferta monetaria habrían llevado al país a una inevitable reestructuración de su política cambiaria. No hay duda de que, hoy en día, quizás el aspecto más subestimado en el accidentado proceso cambiario de diversificar las exportaciones es el relacionado con la pérdida de divisas por concepto de compras de petróleo. Pero este hecho ha pasado parcialmente desapercibido en razón de la relativa abundancia de divisas. Parece claro que si esto no fuera así, otra muy distinta sería la actual política sobre precios de la gasolina y de incentivos a la exploración y explotación de petróleo. De nuevo el Cuadro No. 12 destaca esa circunstancia que viene a afirmar, mucho más ahora que en la década de los cincuenta o de los sesenta, la apremiante necesidad de reducir la importación de las exportaciones del café.

Ahora bien, dentro del esquema analítico que aquí se ha querido desarrollar, el examen del período de 1967 a 1975 induce a pensar que para mediados de la década del setenta, el país iba destinado a tener que establecer un ajuste a fondo en su sector externo. No iba acercándose a una crisis cambiaria de tipo tradicional del período 1948-1967, pero sí a la necesidad de adoptar políticas para controlar la creciente inflación y para ajustar la tasa de cambio cuyo nivel de sobrevaluación se había aumentado. Cuando estaba vigente tal perspectiva y cuando ya se habían dado los primeros pasos para reestructurar el frente fiscal y el monetario¹⁵⁸, se presentó la helada de cafetos del Brasil en junio de 1975. Cuando ella llegó ya se había iniciado una más rápida devaluación del Certificado de Cambio y ya se había logrado reducir a niveles inferiores al 20% la inflación interna. En cierto sentido puede decirse que la helada de cafetos en el Brasil hizo dar un vuelco al nuevo manejo cambiario que se estaba dando al país. Toda una gama de políticas e instrumentos que estaban orientados a manejar una escasez de divisas, un déficit cambiario y una pérdida de reservas, tuvieron que ser reorientados para enfrentar una situación totalmente distinta. La importante meta de la diversificación y en la que tantos progresos se había hecho tuvo que entrar en forzado receso.

¹⁵⁸ Con esta sucinta presentación no se quiere subestimar la inmensa importancia de la nueva política económica adoptada antes de que se presentara la bonanza cafetera, que seguramente habría permitido un ajuste sin profundos trastornos en la marcha de la economía. Por razones de brevedad no se pueden tratar aquí asuntos tan destacables como la reforma tributaria de 1974, ni como la nueva política financiera.

C. AJUSTE BAJO SUPERAVIT CAMBIARIO, 1975-1978

Al ocurrir la helada de cafetos en el Brasil, en junio de 1975, y al ser anticipable una elevación de los ingresos externos, se planteó para la política económica de Colombia uno de los más difíciles dilemas imaginables: abandonar el control de cambio y permitir que el futuro superávit cambiario fuera adquirido por el sector privado o, por el contrario, mantener el control oficial sobre las divisas y buscar que fuera el Banco de la República el comprador de los dólares. Ambos cursos de acción ofrecían ventajas y traían riesgos que diferían tanto en el corto como en el largo plazo. La primera alternativa se traduciría en una revaluación, corriéndose el riesgo de valorizar una moneda cuya estructura económica subyacente no había sido mejorada realmente por causa permanente. La segunda alternativa tenía como atractivo la posibilidad de romper el tradicional cuello de botella del sector externo del país. Sin embargo, con ella se corría el riesgo de fuertes presiones inflacionarias al monetizarse el aumento de las reservas internacionales. Como es sabido, Colombia decidió pensando más en el largo plazo que en el corto y asumió así el riesgo de la inflación manteniendo el control de cambios. La solución de corto plazo —permitir la revaluación— habría significado menos problemas monetarios inmediatos pero habría traído serias consecuencias cambiarias futuras.

Dentro de los distintos enfoques de ajuste a que se hizo referencia en la parte teórica de este escrito, la estrategia de ajuste que se siguió no corresponde básicamente a ningún modelo. En primer lugar, y contrariamente a lo que llegó a pensarse, el ajuste que se buscaba no era adscribible al enfoque monetario¹⁵⁹, ya que éste habría recomendado que libremente se dejaran actuar las fuerzas de oferta y demanda de las dos monedas —activos financieros— participantes, el peso y el dólar, así el resultado fuera que el exceso de oferta de divisas se tradujera en una revaluación del peso.

La política seguida tampoco es enmarcable dentro del “modelo de la absorción” pues no se permitió que, del todo, las importaciones aumentaran libremente hasta copar la capacidad de absorción que podría tener reprimida el país a través de un arancel y de listas de prohibida importación. En este punto es interesante destacar la complementariedad entre el enfoque monetario y el de la absorción, en el sentido de que el primero habría argumentado que al no permitirse la revaluación se limitara la capacidad de absorción, impidiendo que el efecto del mayor ingreso de divisas se tradujese en mayores importaciones.

¹⁵⁹ Para una discusión sobre si la política seguida fue monetarista o no, véase Eduardo Wiesner, “Monetarismo y Política Cambiaria en Colombia”, *Banca y Finanzas*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, junio de 1977, p. 36.

En cuanto al enfoque de las elasticidades, la política seguida mostró que a altos niveles de precios del café sí se presentó una reducción en la demanda por ese producto. Se vió, por otra parte, que la respuesta de las importaciones no depende tanto del precio de la divisa como del nivel interno de actividad económica. Por ello no fue posible, en parte, que el superávit fuera absorbido por importaciones de bienes y servicios y fue necesario que una parte sustancial tuviera que ser acumulada en la forma de reservas internacionales.

Ahora bien, que ninguno de los enfoques hubiera orientado rigurosamente la política de ajuste seguida no es del todo sorprendente, pues ellos, en esencia, están diseñados o concebidos para una dinámica de devaluación más que de revaluación. El enfoque monetario es quizás el más fácilmente adscribible como solución a una necesidad de ajuste, tanto de superávit como de déficit cambiario.

Si se tuviera que forzar la ubicación de la política adoptada dentro de algún molde teórico de ajuste, al que más se aproximaría sería al del patrón oro ya que, en la práctica, el aumento de las divisas se convirtió en un incremento casi equivalente en la moneda local y generó una rápida inflación. Si esta forma de mirar el ajuste del superávit estuviera no muy lejos de la realidad, se podría anticipar que durante la otra mitad del proceso de ajuste —la que aún faltaría por completarse dentro del esquema patrón oro—, la inflación interna eventualmente llevaría a que una futura aceleración de las importaciones y un retraso en las exportaciones resultara en la eliminación de gran parte de las reservas internacionales hasta ahora acumuladas. Es decir, si lo que se siguió fue una política patrón oro, aún faltaría por completarse el ciclo clásico, en el cual los más altos precios internos eventualmente conducen a que desaparezca el superávit y se produzca así el ajuste del sector externo. Pero en verdad no era el patrón oro el esquema de ajuste que se buscaba. En esencia lo que se quería era hacer el ajuste vía las reservas internacionales y no vía la tasa de cambio. Se tenía la confianza de que era factible controlar la expansión de la oferta monetaria y, por lo tanto, la inflación. Las cosas, sin embargo, así no resultaron. Veamos qué pasó.

Como era de esperarse, lo primero que ocurrió como resultado de la elevación de los precios del café fue una aceleración de los medios de pago, que de un ritmo de aumento de 19.5% en 1974 pasaron a 27.8, 35.2 y 30.3% en 1975, 1976 y 1977, respectivamente. La respuesta a esta expansión de la liquidez fue la más severa política de contracción monetaria que haya conocido el país. Tan grande fue el esfuerzo que tanto en 1976 como en 1977 la base monetaria creció más que los medios de pago, produciéndose el raro fenómeno de un multiplicador en descenso.

Uno de los factores que contribuyó a hacer más difícil el control de la oferta monetaria fue el diferencial de tasas de interés, entre la in-

terna y la externa que, en lugar de inducir la salida de capital, atraía el endeudamiento externo al ser más alto el rendimiento de capital en pesos. Como tantas veces ocurre en el manejo de la política económica, esta circunstancia resultaba del dilema¹⁶⁰ de tener que escoger entre devaluar para elevar el costo del endeudamiento externo, pero dando origen a un innecesario estímulo a las exportaciones, o no devaluar precisamente para no generar más pesos con la compra de divisas, pero entonces retardando el ajuste de las monedas según su paridad adquisitiva real.

También como era de esperarse, la política seguida dio origen a una acumulación de reservas internacionales sin precedentes. La reducción de 86.4 millones de dólares ocurrida en 1974 se convirtió en un aumento de reservas de 118 millones en 1975, de 618 millones en 1976 y de 663 millones de dólares en 1977. Por otra parte, se contaba a comienzos de 1978 con un inventario de más de cuatro millones de sacos de café cuyo valor, a precios de 1.50 dólares por libra, podría estimarse en aproximadamente 700 millones de dólares.

Al igual que tantas veces en el pasado cuando se mejoraban los precios del café, la devaluación tuvo que ser suspendida o su ritmo reducido, como consecuencia de la necesidad de sacrificar objetivos cambiarios de largo plazo a urgencias monetarias de corto plazo. Así, la devaluación fue tan sólo del 10% en 1976 y del 4.5% en 1977. Estos ritmos de devaluación contrastan con la aceleración de la inflación interna que llegó a 25.7% y a 29.3% en 1976 y 1977, respectivamente. Como consecuencia de ese retraso en ajustar la tasa de cambio, el peso resultó sobrevaluado.

El dilema entre fortalecer la posición de reservas, por una parte, y arriesgar la inflación, por otra, se hizo tan agudo a comienzos de 1977 que la autoridad monetaria recurrió al ingenioso¹⁶¹ mecanismo de conservar el control de cambios pero, para limitar la expansión primaria derivada de la compra de los reintegros, establecer plazos y descuentos que, al diferir la entrega de pesos a cambio de dólares, en la práctica significan una revaluación parcial del peso. El mecanismo ha tenido gran éxito. Hasta fines de 1977, con su uso se había diferido la monetización de más de 14.000 millones de pesos con lo cual se logró evitar que la expansión de los medios de pago hubiera sido superior al 40%.

La utilización del Certificado de Cambio como instrumento de contracción monetaria —o de postergación de expansión moneta-

¹⁶⁰ Sobre esta disyuntiva véase Eduardo Wiesner "Qué tanta Devaluación" *Banca y Finanzas*, Asociación Bancaria de Colombia, diciembre de 1976, p. 10.

¹⁶¹ Este mecanismo no era del todo original ya que tenía un antecedente en el Decreto 1949 del 9 de junio de 1948. Así mismo la Ley 90 del 16 de Diciembre de 1948 dio a los Certificados de Cambio "una validez no mayor de 90 días contados desde la fecha de su expedición. Vencido este plazo, sólo serán convertidos en moneda corriente al tipo oficial fijado por el Banco de la República en el día del vencimiento".

ria — estableció en forma explícita la relación monetaria que siempre ha existido entre la oferta monetaria y la balanza de pagos. Uno de los problemas que ojalá no haya que lamentar en el futuro cuando se elimine la actual utilización del Certificado de Cambio, es que se desdibuje esa relación, olvidándose que el mercado en una forma u otra la mantiene, bien a través de especulación en favor o en contra del peso, o bien a través de expectativas sobre el ritmo de inflación. En todo caso y como era de esperarse, la atención de la política económica durante 1977 se concentró en el manejo del Certificado de Cambio ¹⁶². Todo parece indicar que igual caso ocurrirá en 1978.

Siendo el Certificado de Cambio libremente negociable en la Bolsa de Valores, su descuento y su plazo de redención ante el Banco de la República originaron un rendimiento financiero variable en función del precio de compra en el mercado monetario y del precio de venta a su vencimiento. La administración o la calibración de tal rendimiento, es decir, el manejo de las variables determinantes de la oferta y la demanda del Certificado se convirtió en 1977 en el propósito central de la política monetaria y cambiaria. No fue ciertamente fácil graduar ese rendimiento ya que tal ejercicio significaba graduar simultáneamente los siguientes factores: (a) el precio de redención del Certificado, es decir la tasa oficial de devaluación y (b) el precio de compra en el mercado monetario, lo que exigía el manejo de la oferta y de la demanda por el Certificado. En cuanto al manejo de la demanda se tenía que influir tanto sobre el rendimiento en comparación con otros papeles de inversión, como sobre los usos permitidos para hacer pagos con el Certificado. En cuanto a la oferta, ella dependía de las exportaciones, principalmente de las de café y de otros servicios. Siendo la Federación de Cafeteros la principal exportadora de café — dada la necesidad de proteger el precio externo del grano con un alto reintegro — entonces, el manejo de la oferta dependía de las necesidades de financiamiento de la Federación para hacer compras de café y sostener el precio interno. A su vez, las necesidades de financiamiento de la Federación dependían del crédito que pudiera obtener del Banco de la República sin que con ello se distorsionara el manejo de la oferta monetaria. De esta manera se daba la vuelta al círculo monetario y a sus flujos, dependiendo todo de todo, pero con distintas intensidades y con diferentes retrasos, y transmitiéndose los efectos a través de inesperados mecanismos. Esto último sucedió, por ejemplo, cuando las Corporaciones de Ahorro y Vivienda perdieron recursos que, atraídos por un mayor rendimiento, fueron convertidos en Certificados de Cambio, con lo cual el FAVI tuvo que prestar fondos a las Corporaciones dando origen a un financiamiento indi-

¹⁶² Las Resoluciones de la Junta Monetaria que tienen que ver con el manejo del Certificado de Cambio son la 25 del 13 de abril, la 32 del 25 de Mayo, la 46 del 13 de Julio, la 64 de Noviembre 16, la 66 de Noviembre 30; todas ellas de 1977. La Primera Resolución de 1978 se refirió al descuento del Certificado de Cambio.

recto y a un no buscado crédito del Banco de la República para comprar Certificados.

Siendo tan intrincado este elaborado proceso de calibrar el precio y el rendimiento del Certificado de Cambio no es entonces de extrañar que, en ocasiones, el país revaluaba y devaluaba simultáneamente. Revaluaba cuando bajaba el precio del Certificado de Cambio y devaluaba cuando subía el precio de redención por parte del Banco de la República. Y para cada factor determinante del rendimiento del Certificado existía una necesidad de política económica cuyos objetivos no siempre coincidían. Así, por ejemplo, la necesidad de ajustar la tasa de cambio a una paridad adquisitiva real significaba que la devaluación elevaba el rendimiento del Certificado, lo cual producía trastornos en el mercado monetario. Las necesidades de recursos en pesos de la Federación de Cafeteros presionaban hacia abajo el precio del Certificado con lo cual, de nuevo, se elevaba su rentabilidad creando en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda el fenómeno ya señalado de perder depósitos. Por otra parte, si se permitía una reducción en el precio del Certificado en la Bolsa, se desestimulaba aún más a las "otras exportaciones" que ya estaban afectadas por la revaluación que se había hecho a través del descuento y del plazo del Certificado de Cambio. En fin, cada aspecto del manejo del Certificado de Cambio exigía tanto una atención específica a su comportamiento individual, como una visión general sobre su interdependencia con el resto del aparato económico. En síntesis, el manejo del Certificado de Cambio se convirtió en el instrumento de ajuste del superávit cambiario y de la inflación interna.

Al finalizar el año de 1977 y comenzar 1978 el ritmo de devaluación empezó a acelerarse sugiriendo la búsqueda de una tasa de cambio menos alejada de la de equilibrio. Tan sólo entre enero y febrero la tasa de cambio se devaluó en cerca de uno por ciento cuando toda la devaluación de 1977 había sido del 4.5%. Según lo ya señalado esta aceleración de la devaluación fue acompañada por medidas tendientes a elevar el precio del Certificado de Cambio ¹⁶³.

El examen de la política de ajuste del superávit revela que ella fue, en esencia, una política interina y de transición. Tenía que serlo pues se partía de la base de que la bonanza cafetera era transitoria y de que la estructura y tendencias de fondo de la economía del país no se habían modificado. Esta concepción, que era correcta, determinó la orientación básica que se siguió. Durante el período de la acumulación del superávit —que debe distinguirse del período de la desacumulación del superávit— fue necesario suspender políticas y objetivos de largo plazo y, hasta cierto punto, fue inevitable dar prioridad a las exigencias del corto plazo. Fue así como por ejemplo se desaceleró la devaluación aún frente a mayores ritmos de inflación.

¹⁶³ Véase la Resolución No. 1 del 18 de Enero de 1978 de la Junta Monetaria.

Fue así, también, como se desestimuló la diversificación de exportaciones y, en parte, se mantuvo un subsidio al precio interno del petróleo. Los programas de inversión pública fueron desarrollados lentamente para que la política fiscal complementara la monetaria y la cambiaria. En el área de tasas de interés y de movilización de capital fue poco lo que se pudo hacer pues la existencia del control de cambios limitaba las posibilidades de ajuste por este medio. En síntesis, el ajuste del superávit se hizo acumulando reservas y no a través de la tasa de cambio. La pregunta que ahora surge es: como hacer el proceso de ajuste al empezar a descender el ritmo de acumulación de reservas?.

D. AJUSTE HACIA EL EQUILIBRIO, 1978-1980

Al comenzar el año de 1978 el país se encuentra en una situación de desequilibrio en su sector externo y en su sector interno. En cuanto al primero, tiene una paradójica situación cambiaria en la cual, junto con un peso sobrevaluado, dispone de reservas internacionales de 1.882 millones de dólares ¹⁶⁴, además de un inventario de existencia de café de más de cinco millones de sacos. En cuanto al desequilibrio interno, el país todavía vive un período inflacionario y su tasa de inversión pública y privada requiere una aceleración. El problema del ajuste es entonces doble. Por una parte debe orientar su tasa de cambio hacia una tendencia de equilibrio de largo plazo y, por otra, debe lograr tal objetivo controlando la inflación interna y simultáneamente acelerando su tasa de crecimiento. Al final del proceso de ajuste externo e interno lo que se quiere lograr es: (a) una situación cambiaria que contribuya al crecimiento interno y que no genere presión inflacionaria doméstica y (b) una situación fiscal y monetaria bajo control que no induzca desequilibrios en la balanza de pagos o abruptas variaciones en la tasa de cambio o en los niveles internos de precios.

El manejo de los instrumentos de política económica para lograr estos interdependientes objetivos exigirá la existencia de un marco global de análisis y control que permita dirigir el proceso de ajuste. El propósito de este capítulo es configurar una primera aproximación a ese marco de política. No sobra destacar que el esquema que aquí se sugiere no pretende infalibilidad. Su aspiración central es suscitar discusión alrededor del tema y contribuir a la formulación del mejor esquema posible.

Como los componentes principales del desajuste existente son: (a) el control de cambio, (b) el Certificado de Cambio, (c) los inventarios de café, (d) las reservas internacionales y la tasa de cambio y, (e) la inflación y la oferta monetaria, resulta entendible que el marco de política económica que oriente el proceso de ajuste hacia el equili-

¹⁶⁴ Dato a febrero 10 de 1978 — Fuente: Banco de la República.

brio esté construido sobre subpolíticas en cada una de estas áreas. Subpolíticas que, claro está, son interdependientes y que su desarrollo tienen que guardar consistencia entre sí. Veamos cuáles serían esas subpolíticas.

1. Control de cambio

Si a mediados de 1975 y durante 1976 y 1977 se decidió matener el control de cambio, con mayor razón se podría argumentar ahora que durante el período de ajuste que actualmente se inicia, tal régimen cambiario debe ser mantenido. Si pudiera ser discutible la conveniencia de un control de cambio bajo condiciones de creciente superávit cambiario, parecería que son pocos los argumentos para desmontar tal régimen precisamente cuando la perspectiva de ingresos externos es la contraria. Sin embargo, no es del todo estéril contemplar que, al menos en teoría, existiría un esquema de ajuste para el actual superávit cambiario que tendría como premisa la eliminación del control de cambio. Tal curso de acción, dentro del enfoque monetario a que se hizo referencia en la parte teórica, llevaría a que se produjese una substitución de activos financieros en pesos y en dólares, al final del cual el exceso de oferta monetaria actualmente acumulada se convertiría en inversiones en divisas, desapareciendo en la transacción gran parte de las reservas internacionales. De esta manera se lograría el ajuste del exceso de liquidez representado por encajes requeridos, que tenían un valor de \$55.885 millones¹⁶⁵, y se reducirían las reservas internacionales en poder del Banco de la República.

La velocidad de ajuste de este tipo de proceso dependería de si el ajuste es de tipo "stock" o de tipo "flujo"¹⁶⁶. El ajuste "stock" supone que la respuesta del mercado es instantánea, es decir, que todo el exceso de oferta monetaria que en un momento dado pueda existir se invierte en una sola gran transferencia de capital¹⁶⁶, en otra moneda —divisas— donde el rendimiento financiero real se supone que será mayor. Si el ajuste que se produce es del tipo "flujo" la transferencia se hará gradualmente, más por la cuenta corriente que por la cuenta de capital de la balanza de pagos. Es decir, a lo largo del tiempo el país irá "absorbiendo" una mayor capacidad de importar —representada por el superávit en reservas internaciona-

¹⁶⁵ Dato a febrero 4 de 1978. Fuente: Banco de la República.

¹⁶⁶ Sobre la velocidad de respuesta tipo "stock" o tipo "flujo" véase Kouri, Pentti, J.K. "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and the Long Run: A Monetary Approach". *The Scandinavian Journal of Economics*, May 1976, p. 281.

¹⁶⁷ Para una discusión de las posibilidades de ajuste a través de la movilidad internacional del capital, véase el trabajo de Jorge García, "La Política Cambiaria y la Movilidad Internacional de Capitales en Colombia", presentado al II Simposio sobre Financiamiento Externo, Medellín, marzo de 1978.

les — a través de mayores importaciones de bienes, servicios y documentos financieros ¹⁶⁸ .

Ahora bien, la anterior sería la respuesta del mercado dentro de una perspectiva de decreciente superávit cambiario. Si la perspectiva fuera otra, de creciente superávit como consecuencia, por ejemplo, de una nueva y devastadora helada en el Brasil en junio o julio de este año, entonces la libertad de cambios se traduciría, muy probablemente, en el proceso inverso; en lugar de un exceso de demanda por divisas habría un exceso de demanda por pesos y se produciría una revaluación de nuestra moneda. Revaluación que, en este caso, y recordando el amplio inventario de café de que se dispone, tendría mucha más probabilidad de justificarse que cuando pareció contemplable a mediados de 1975.

Como no podría edificarse una política de ajuste sobre la base de la probabilidad esperada de una nueva helada en el Brasil, se mantiene, entonces, la alternativa de hacer el ajuste hacia el equilibrio bajo control de cambio. Si llegare a preguntarse: y por qué no eliminar el control de cambios?, la respuesta es muy sencilla: porque el resultado sería que el país se habría quedado con la inflación y sin las reservas internacionales ¹⁶⁹. Para qué se habría hecho el enorme esfuerzo de contracción monetaria de los últimos dos años si, al final, iban a sacrificarse las reservas internacionales? En consecuencia, descontando la improbable ocurrencia de una nueva helada en el Brasil, el marco externo con el que se debe formular una política de ajuste es bajo el mantenimiento del control de cambios y bajo la perspectiva de un superávit cambiario decreciente.

B. Certificados de Cambio

Para entender mejor el papel que juega el Certificado de Cambio en el proceso de ajuste, es conveniente verlo desde dos posibles alternativas extremas. Una, en la cual se elimina su uso contraccionista ¹⁷⁰ y desaparecen los plazos y los descuentos hoy vigentes. Otra, en la cual se aumentan esos plazos y esos descuentos, además de que se restringen más severamente sus usos para el pago de importaciones. La escogencia entre estas dos alternativas estaría determinada primordialmente por la proyección que se haga sobre el futuro comportamiento del sector externo del país. Si se supone que los precios del café se mantendrán por encima de los dos dólares durante el resto de 1978 y hasta 1980, entonces poca sería la duda sobre la conveniencia

¹⁶⁸ Quizás no sobra recordar aquí que las inversiones hechas en el extranjero o en documentos financieros extranjeros constituyen tanto una exportación de capital como una importación de títulos o derechos en otra moneda.

¹⁶⁹ Para una discusión de este punto véase, Mejía Palacio, Jorge, "Una Economía en Interinidad", *Banca 1977*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, 1977, p. 29.

¹⁷⁰ En un sentido estricto el actual manejo del Certificado no es contraccionista sino factor que difiere o neutraliza la expansión monetaria.

de adoptar medidas para fortalecer el Certificado de Cambio como mecanismo de contracción monetaria. Pero, si como es más razonable suponerlo, se proyecta una segunda mitad del año de 1978 y todo 1979 con precio del café en descenso, no sería prudente la adopción de medidas que graven con bajas tasas de cambio a las exportaciones menores que, como ya se vio, son las fundamentales para la diversificación externa del país y para su viabilidad y estabilidad cambiaria de largo plazo.

Como ninguna de las dos alternativas extremas de manejo del Certificado constituye una inequívoca ruta de política cambiaria, las opciones que quedan son intermedias y necesariamente tienen que ser transitorias; tienen simplemente que hacer la transición cambiaria entre el actual atípico período de 1975 a 1978 y el próximo plazo de ajuste hacia una tasa de equilibrio. Como todo parece indicar que la perspectiva actual es de precios del café hacia la baja, la transición cambiaria debería dirigirse a suavizar el acople del actual régimen interino con uno estable a fines de 1978 y comienzos de 1979.

Si el objetivo es, como debe serlo, el logro de una tasa de cambio unificada que tienda hacia el equilibrio ¹⁷¹, tal política de transición enfrenta difíciles conflictos. Ya en la parte teórica se vio cuán difícil es conciliar metas de largo plazo con urgencias del corto plazo, así como hacer compatibles propósitos e instrumentos cuyos efectos son interdependientes y no necesariamente complementarios. Tal es el desafío que enfrenta la política de transición. Por ejemplo, la más rápida devaluación para ajustar la sobrevaloración del peso elevaría el rendimiento del Certificado de Cambio generando distorsiones en el mercado de capitales. Por otra parte, una congelación de la devaluación, al igual que siempre se ha hecho cada vez que suben los precios del café, no tendría mayor justificación cuando es evidente que el mercado externo de grano tiende hacia la baja.

Las propuestas de desmontar el Certificado sin simultáneamente indicar una solución al desbordamiento monetario que ello significaría son incompletas y poco constructivas. El problema debe plantearse dentro del contexto de la política económica y en acuerdo con metas de largo plazo. Por ello la transición cambiaria tendrá que mantener el actual uso contraccionista del Certificado mientras se despeja la incertidumbre sobre los precios del café. Pero, para atender necesidades cambiarias menos inmediatas que las monetarias, la devaluación no debería suspenderse aunque todavía se tenga el miedo de que ello genera inflación. Este manejo del ritmo de devaluación es

¹⁷¹ No es fácil hacer una síntesis de lo que se entiende por tasa de cambio de equilibrio. Dentro del marco teórico ya expuesto, ella podría ser entendida como la igualdad entre las transacciones autónomas de pago y de recibo de divisas, sobre la base de una tendencia a que se mantenga esa condición. La tasa de cambio de equilibrio también puede ser vista como aquella que, a largo plazo, no tiende a generar grandes superávits o déficits cambiarios. Sobre este punto véase Wiesner, Eduardo, "Qué tanta Devaluación?", *Banca y Finanzas*, No. 154, 1976, p. 11.

aconsejable como anticipo al estímulo que necesitarán las exportaciones menores para sustituir la pérdida de divisas que inevitablemente vendrá en 1979 al normalizarse el mercado internacional del café. Además, es importante ir ajustando, también, el diferencial existente entre el nivel interno y externo de las tasas de interés para así obtener una moderación del problema monetario.

Las preguntas básicas que surgen frente a los anteriores planteamientos son dos. Primero, cómo controlar el rendimiento del Certificado para que no distorsione el mercado de capitales y no amenace a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda? y segundo, cómo desmontar finalmente la función contraccionista del Certificado? Claramente estos dos interrogantes están interrelacionados entre sí y así mismo lo están sus respuestas. En cuanto a la primera pregunta, el enfoque tiene que seguir siendo hallarle más usos y demandas al Certificado, permitiendo, por ejemplo, que sea una inversión sustitutiva de encaje ordinario, con lo cual se lograría la contracción monetaria, mientras ella es necesaria, y se facilitaría mantener un ritmo razonable de ajuste cambiario. En cuanto a la segunda pregunta, es decir, en cuanto al desmonte mismo del Certificado, la respuesta depende más del lado de la oferta de Certificados que del lado de su demanda. En la medida en que el sector externo genere una acumulación de reservas internacionales y la Federación de Cafeteros, como casi exclusivo exportador, tenga que vender Certificados para financiar sus compras internas, es muy difícil eliminar el Certificado y lanzar a la corriente circulatoria una liquidez adicional. Mientras no sea aconsejable variar la política cafetera externa y mientras no se defina la perspectiva de precio en la segunda mitad de 1978, la utilización del Certificado como "instrumento puente" de transición cambiaria tendrá que seguirse utilizando hasta que el desequilibrio interno —la inflación— no esté bajo suficiente control. Cuando ello ocurra, entonces la economía podría absorber y asimilar expansiones primarias en descenso, sin que ello necesariamente se traduzca en presión inflacionaria.

Por otro lado, y ya pensando en el desarrollo futuro de operaciones de mercado abierto, parece aconsejable que se explore la conveniencia de manejar el Certificado de Cambio como una muy útil y novedosa herramienta de control de liquidez.

C. Inventarios de café

La síntesis de la perspectiva cafetera ¹⁷² podría ser la siguiente. Para sostener el precio externo se ha establecido un alto reintegro que ha dejado la mayor parte de la comercialización interna del grano a la

¹⁷² Esta es, como es obvio, una primera aproximación al problema. El tratamiento a fondo de esta perspectiva es tratado por Rudolf Hommes y por Antonio Hernández en su trabajo "Bonanza Cafetera, su Distribución y Manejo", que hace parte de los temas del II Simposio sobre Financiamiento Externo. Medellín, marzo 1978.

Federación de Cafeteros. La poca demanda externa por el producto se ha traducido en una acumulación de café que a fines de febrero de 1978 se acercaba a los seis millones de sacos. Si los precios del café se mantienen altos y si llegase a helar de nuevo en el Brasil a mediados de 1978, tal inventario colocaría al país en una privilegiada posición en el mundo y despejaría para muchos años sus preocupaciones cambiarias. Sería, además, el mejor premio posible al difícil manejo de la política cafetera de los últimos dos años. Pero esto es improbable que ocurra. El problema es entonces cómo dirigir el proceso de ajuste al mismo tiempo que se sostienen los precios externos. De nuevo, este punto está atado a lo que se pueda hacer en materia de diferir expansión monetaria a través del Certificado de Cambio. Y ya se vió, también, que ello depende de qué tanto más terreno se gane en la lucha contra la inflación interna.

El manejo del necesario equilibrio entre las ventas de café y el control de la oferta monetaria no es fácil. Tan simple afirmación no es un truismo. Resulta que en la actual coyuntura, al igual que en el pasado, se sabe en qué dirección orientar la política, pero en el corto plazo las soluciones tienen que ser difíciles compromisos entre lo que es urgente y lo que es importante. Una vez más se ve, en 1978, que los dilemas encontrados en 1966, 1962, en 1957 y antes, aún persisten. Quizás la única conclusión posible en esta coyuntura es que la meta de diversificar exportaciones no debe resultar sacrificada con un manejo del Certificado de Cambio que castigue las exportaciones menores.

4. Reservas internacionales y tasa de cambio

Cuando el país decidió hacer el ajuste del superávit cambiario "vía" las reservas y no "vía" la tasa de cambio, escogió un camino al final del cual tendría que encontrarse con una acumulación de reservas y con una acumulación de oferta monetaria. Y así ha ocurrido. Al iniciarse el año de 1977 las reservas internacionales llegaban a 1.198 millones de dólares. Al comenzar 1978 tales reservas alcanzaban un valor de 1.830 millones de dólares. Si se tiene en cuenta los inventarios de café de más de cinco millones de sacos, se puede estimar que al finalizar el primer trimestre de 1978 las "reservas internacionales" monetarias y reales estarán en el nivel de los 2.500 millones de dólares. Como este superávit ya está parcialmente absorbido a través de la inflación de los últimos años, así como a través del menor ritmo de devaluación, no parecería indicado pensar ahora en un ajuste hacia una tasa de equilibrio con base, de nuevo, en las reservas. Es decir, no sería conveniente desmonetizar las reservas permitiendo que el saldo del exceso de liquidez, aún existente, fuera invertido en las divisas disponibles en el Banco de la República.

Ahora bien, aunque muchos economistas ¹⁷³ como Bernstein ¹⁷⁴ y Machlup ¹⁷⁵, se inclinan por corregir un desequilibrio aplicando las soluciones a las causas mismas de ese desequilibrio, en nuestro caso tal estrategia — si implicara una rápida reducción en las reservas internacionales — sería algo extemporánea y conduciría, como ya se dijo, a que el país se quedara con la inflación y sin las reservas. Por consiguiente, parece que la dirección de nuestro ajuste debe hacerse más bien a través del manejo combinado de las reservas y de la tasa de cambio, partiendo del hecho de que el manejo de estas variables determina en gran parte el comportamiento de la oferta monetaria y de la inflación. Como línea general de política, el proceso de ajuste debe orientarse a mantener despejado de riesgos y problemas el frente cambiario del país. La forma más fundamental en que se debe aprovechar la actual situación de reservas internacionales es para programar el futuro crecimiento del país, sin amenazas sobre su posición cambiaria, sin reservas sobre la estabilidad del peso y con una gran independencia y libertad de acceso al mercado internacional de capitales.

La anterior estrategia es recomendable no tanto porque se crea en lo que Scitovsky ha llamado “la ética protestante del comercio internacional” ¹⁷⁶, en la que siempre los superávits son preferibles a los déficits, sino porque nuestro país aún no ha logrado ese mínimo de independencia del sector externo que es indispensable para el desarrollo de una política económica autónoma. En las actuales circunstancias, cuando se ha perdido terreno en la fundamental diversificación de las exportaciones, lo aconsejable es partir de una situación cambiaria sólida para acelerar la transformación del sector externo del país.

Dentro de los anteriores planteamientos cabe entonces un manejo de las reservas internacionales que no caería en la tentación de utilizarlas como factor neutralizador de dificultades en el control de la oferta monetaria. La dirección de la política debería dar prioridad al control de la presión inflacionaria interna para que la consecuencia sea la estabilidad dinámica del frente cambiario, y para que la tasa de cambio pueda ser administrada sin altibajos y con sentido de dirección.

A medida que la reducción en los precios del café en los mercados internacionales disminuya el ritmo de acumulación de reservas in-

¹⁷³ Sobre este punto véase Cohen B.J. *Balance of Payments Policy*, Penguin Modern Economics, 1970 p. 112.

¹⁷⁴ Bernstein Edward M., “Strategic Factors in Balance of Payments Adjustment” International Fund, *Staff Papers*, 1956, Vol. 5.

¹⁷⁵ Machlup, F., “In Search for Guides for Policy”, W. Fellner, *Main Training and Restoring Balance in International Payments*, Princeton University Press.

¹⁷⁶ Scitovsky Tibor, “A New Approach to International Liquidity”, *American Economic Review*, 1966, Vol. 56.

ternacionales, la presión inflacionaria originada en el sector externo decrecerá y será factible ir graduando el ajuste del ritmo de devaluación con la expansión de la oferta monetaria. De esta manera se irá cumpliendo la transición cambiaria y se irá acercando la tasa de cambio a la de equilibrio y, lo que es no menos importante, se producirá el indispensable estímulo a las exportaciones no tradicionales, para así alcanzar la meta de largo plazo, a saber, diversificar las fuentes de divisas y obtener una mayor independencia en el manejo cambiario.

5. Inflación y oferta monetaria

El acelerado proceso de inflación y de incremento en la oferta monetaria vivido por el país en 1976 y en 1977 tiene un origen eminentemente cambiario y una fuente claramente identificable: la monetización de las reservas internacionales. En efecto, durante 1976, un 75.8% del aumento ¹⁷⁷ en la base monetaria se originó en la compra de reservas internacionales. Este porcentaje fue 59.2% para el año ¹⁷⁸ de 1977. Si no hubiera sido por la acción antiexpansionista del Certificado de Cambio este último porcentaje hubiera sido muy superior. Por su parte, la oferta monetaria creció en un 35.2 en 1976 y en 30.3% en 1977. Los ritmos de inflación fueron de 25.9 en 1976 y de 29.3% en 1977.

Al comenzar el año 1978 la perspectiva en cuanto a comportamiento de la oferta monetaria y de la inflación es menos preocupante de lo que fue al iniciarse 1977, cuando aún no se disponía del uso antiexpansionista del Certificado de Cambio y cuando era evidente que los precios del café tendían al alza. Ahora el problema parece estar más bajo control. Por lo tanto es razonable suponer que durante 1978 se moderará la presión alcista de los precios y la velocidad de expansión de los medios de pago. Esta orientación de la política económica debe mantenerse como condición para el ajuste del desequilibrio interno y como requisito indispensable para la estabilidad del ajuste del sector externo. Si la inflación no logra ser controlada, la gran oportunidad que representa la sólida posición de reservas del país puede ser seriamente debilitada. Así pues, quizás, la máxima prioridad del proceso de ajuste global, es el control de la inflación.

Con una posición inflacionaria interna bajo control no habrá expectativas de crisis de precipitada devaluación, ni bases para una especulación en contra del peso en caso de que los precios del café desciendan vertiginosamente. Si esto último ocurriera bajo condiciones de una oferta monetaria desbordada, se correría el riesgo de facilitar la venta de reservas para absorber excesos de liquidez, perdiéndose

¹⁷⁷ Véase *Banca y Finanzas*, Revista de la Asociación Bancaria de Colombia, marzo 1977, p. 13.

¹⁷⁸ Véase *Banca y Finanzas*, Revista de la Asociación Bancaria de Colombia, marzo 1978.

el propósito básico de ellas, cual es garantizar la estabilidad de un ritmo dirigido de ajuste en la tasa de cambio.

Ahora bien, aunque se han hecho grandes progresos en la lucha contra la inflación, lo cierto es que todavía el país se encuentra bajo condiciones de exceso de oferta monetaria, representada en los encajes congelados en el Banco de la República y en los Certificados de Cambio emitidos y en circulación. Esta presión inflacionaria potencial tendrá que ir siendo absorbida gradualmente durante 1978.

6. Resumen y conclusiones

a) Al colocar el período del superávit cambiario 1975-1978 dentro de un horizonte de tiempo más amplio y al examinar sus características, resulta evidente que se trata de un lapso de tiempo atípico, transitorio y fuera de las tendencias de largo plazo del sector externo del país. Por ello las políticas para el manejo de la coyuntura deben ser gradualmente reemplazadas por políticas con metas de largo plazo. Dentro de estas últimas, la más básica es el establecimiento de un régimen cambiario estable, aunque dinámico, que no genere inflación interna y que contribuya a la diversificación de las exportaciones del país.

b) Descontando la ocurrencia de una nueva helada en el Brasil a mediados de 1978, el país debe programar su proceso de ajuste externo sobre la base del mantenimiento del control de cambios y de una perspectiva de precios del café hacia la baja.

c) Mientras se alcanza un completo control sobre la presión inflacionaria interna y mientras la perspectiva externa sea de creciente superávit cambiario, será indicado mantener la utilización antiexpansionista del Certificado de Cambio.

d) Para evitar distorsiones en el mercado de capitales y serias amenazas sobre las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, el rendimiento del Certificado de Cambio debería ser meticulosamente vigilado para que, al mismo tiempo que se hace un ajuste cambiario hacia el equilibrio del largo plazo, se avance en el proceso de unificar la tasa de cambio.

e) La condición indispensable para lograr un proceso de ajuste estable es controlar y reducir la presión inflacionaria interna. Este propósito debe ser alcanzado sin que se sacrifiquen reservas internacionales, es decir, sin que ellas sean utilizadas como mecanismos de absorción de excesos de liquidez.

f) La sólida posición de reservas internacionales de que actualmente disfruta el país debe ser aprovechada para programar un más rápido crecimiento interno sobre la base de un horizonte cambiario despejado y seguro.

g) El regreso de los precios del café a niveles normales no debe producir una crisis de confianza en el peso que, aunque actualmente sobrevaluado, está en condiciones de hacer una transición a una tasa cambiaria más realista y más acorde con las necesidades de largo plazo del país. Solamente si se llegase a perder el control de la oferta monetaria y de la inflación, estaría amenazado el peso y estaría bajo peligro la oportunidad de resolver durante los próximos años el problema de monoexportación del país.

ANEXO No. 1
 REGIMEN CAMBIARIO 1941-1957
 MERCADO DE DIVISAS Y TIPOS DE CAMBIO

| | Tipo oficial | | Cotización Promedia mercado bancario | Cotización Certificados de Cambio en la bolsa |
|------------------------|--------------|-------|--------------------------------------|---|
| | Compra | Venta | | |
| 1941 | 1.745 | 1.755 | | |
| 1942 | 1.745 | 1.755 | 1.7526 | |
| 1943 | 1.745 | 1.755 | 1.7449 | |
| 1944 | 1.745 | 1.755 | 1.7463 | |
| 1945 | 1.745 | 1.755 | 1.7520 | |
| 1946 | 1.745 | 1.755 | 1.7513 | |
| 1947 | 1.745 | 1.755 | 1.7545 | |
| 1948 | | | | |
| Enero | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | |
| Febrero | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | |
| Marzo | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | |
| Abril | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | |
| Mayo | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | |
| Junio ¹ | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | |
| Julio | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | 2.7957 |
| Agosto | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | 2.9086 |
| Septiembre | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | 3.0800 |
| Octubre | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | 2.7760 |
| Noviembre | 1.745 | 1.755 | 1.7548 | 2.5891 |
| Diciembre ² | 1.95 | 1.96 | 1.8233 | 2.6778 |
| 1949 | | | | |
| Enero | 1.95 | 1.96 | 1.9576 | 2.6548 |
| Febrero | 1.95 | 1.96 | 1.9576 | 2.7675 |
| Marzo | 1.95 | 1.96 | 1.9590 | 2.7388 |
| Abril | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.1164 |
| Mayo | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.2020 |
| Junio | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.2672 |
| Julio | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.2555 |
| Agosto | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.2047 |
| Septiembre | 1.95 | 1.96 | 1.3600 | 3.2115 |
| Octubre | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.0308 |

(Continuación)

| | | Tipo oficial | | Cotización Promedia mercado bancario | Cotización Certificados de Cambio en la bolsa |
|------|----------------------|--------------|-------|--------------------------------------|---|
| | | Compra | Venta | | |
| | Noviembre | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 2.9298 |
| | Diciembre | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 2.8720 |
| 1950 | Enero | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 2.9697 |
| | Febrero | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 2.9795 |
| | Marzo | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.285 |
| | Abril | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.3518 |
| | Mayo | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.2156 |
| | Junio | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.0139 |
| | Julio | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.0404 |
| | Agosto | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 2.8993 |
| | Septiembre | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.0449 |
| | Octubre | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.1297 |
| | Noviembre | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.1480 |
| | Diciembre | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 3.1577 |
| 1951 | Enero | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 2.9229 |
| | Febrero | 1.95 | 1.96 | 1.9600 | 2.6850 |
| | Marzo ³ | 1.95 | 1.96 | 2.1513 | 2.5529 |
| | Abril | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Mayo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Junio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Julio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Julio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Agosto | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Septiembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Octubre ⁴ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Noviembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Diciembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| 1952 | Enero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Febrero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Marzo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Abril | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Mayo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Junio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Julio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Agosto ⁵ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Septiembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Octubre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Noviembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Diciembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| 1953 | Enero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Febrero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Marzo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Abril | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Mayo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Junio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Julio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Agosto | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Septiembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Octubre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Noviembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Diciembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| 1954 | Enero ⁶ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Febrero ⁷ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| | Marzo ⁸ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |

(Continuación)

| | Tipo oficial | | Cotización Promedia mercado bancario | Cotización Certificadas de Cambio en la bolsa |
|-------------------------|--------------|-------|--------------------------------------|---|
| | Compra | Venta | | |
| Abril ⁹ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Mayo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Junio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Julio ¹⁰ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Agosto | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Septiembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Octubre ¹¹ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Noviembre ¹² | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Diciembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| 1955 Enero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Febrero ¹³ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | |
| Marzo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 3.35 |
| Abril | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 1.91 |
| Mayo ¹⁴ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 1.59 |
| Junio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | — |
| Julio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | M 4.27 |
| Agosto | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | m 3.74 |
| Septiembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | F 3.90 |
| Octubre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | M/m 4.20/3.77 |
| Noviembre ¹⁵ | 2.50 | 2.31 | 2.5100 | — |
| Diciembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | F 4.13 |
| 1956 Enero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 4.38 |
| Febrero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 4.25 |
| Marzo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 4.29 |
| Abril ¹⁶ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 4.57 |
| Mayo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 4.76 |
| Junio | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 4.68 |
| Julio ¹⁷ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 4.89 |
| Agosto | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 5.03 |
| Septiembre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | — |
| Octubre | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 5.47 |
| Noviembre ¹⁸ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 6.04 |
| Diciembre ¹⁹ | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | M/m 7.24/6.60 |
| 1957 Enero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 6.67/5.85 |
| Febrero | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 6.18/6.04 |
| Marzo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 6.75/6.13 |
| Abril | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 7.14/6.72 |
| Mayo | 2.50 | 2.51 | 2.5100 | 7.24/6.55 |

M Cotización máxima

m Cotización mínima

F Cotización a fin de mes

— No se registraron operaciones

--- No hay información

* Certificados de exportación durante los meses de marzo a mayo de 1955, cuando se negociaron oficialmente en bolsa. Dólares libres los meses siguientes.

¹ Por Decretos 1949 y 1952 de junio se reconoce una prima de 10 puntos sobre las exportaciones de café, banano, cuero, metales y piedras preciosas, ganado, carnes, textiles y manufacturas con contenido importado, y se crea el sistema de "Certificados de Cambio" negociables libremente y originados en divisas diferentes a los generados por las exportaciones anteriores, por importaciones de capital petrolero, Indemnizaciones por seguros, rendimiento de capitales colombianos en el exterior o por inversiones extranje-

ras registradas por el mercado oficial. Dichos Certificados se utilizarán de conformidad con los criterios de prioridad que fije la Oficina de Cambios. Se eleva a 14, 20 y 30% según el tipo de mercancías el impuesto sobre giros al exterior que de tiempo atrás se encontraba en 4%.

² La Ley 90 del 16 de diciembre fija el tipo de cambio de paridad intrínseca en 1.95 y elimina la prima de diez puntos que sobre el tipo de cambio oficial se venía reconociendo a los tenedores de títulos representativos de monedas extranjeras provenientes de las principales exportaciones. Se limita además la utilización de Certificados de Cambio.

³ El Decreto 637 del 20 de marzo elimina las restricciones a las exportaciones e importaciones (excepto las incluidas en la lista de prohibidas); elimina el mercado de certificados de cambio y dispone que el total del movimiento de divisas se haga a través del Banco de la República a los tipos fijos de venta y compra de \$ 2.51 y \$ 2.50 respectivamente, excepto para las divisas cafeteras que se liquidarán así: 75% a la tasa de \$ 1.95 y 25% restante a la tasa de \$ 2.50.

⁴ El Decreto 2277 del 27 de octubre establece que el 40% de los giros cafeteros se liquidará a \$ 250. El alza del restante 60% se distribuye en 40 meses a razón de punto y medio cada mes.

⁵ Por Decreto 1830 se declaran de libre exportación arroz, maíz, papa, azúcar y otros productos, cuyas divisas originarán comprobantes de exportación negociables que podrán utilizarse para importar automóviles y carnes de determinadas condiciones. El mercado de certificados de exportación sólo operó oficialmente en la bolsa durante los meses de marzo a mayo de 1955, por tanto no se dispone de cotizaciones anteriores.

⁶ El Decreto 52 del 13 de enero suspende transitoriamente el aumento automático de un punto y medio por mes para el tipo de compra de las divisas cafeteras dispuesto por el Decreto 2277 de 1951. El tipo efectivo se estabilizó así en \$ 2.3845 por dólar cafetero.

⁷ El Decreto 513 del 19 de febrero suprime el régimen de prohibida importación establecido por el Decreto 638/51 y crea para estas importaciones un impuesto del 40%, excepto las que se paguen con "Comprobantes de Exportación", según Decreto 1830/52.

⁸ El Decreto 1051 del 31 de marzo establece que el 50% del excedente sobre US\$ 105 y hasta el nivel de US\$ 125 por saco de café exportado sea percibido como impuesto por el fondo nacional del café (el nivel de US\$ 125 por saco equivalía al monto de reintegro).

⁹ El nivel de US\$ 105 como mínimo para aplicar el impuesto anterior se elevó a US\$ 115 en acuerdo suscrito entre el ejecutivo y la conferencia cafetera.

¹⁰ Se eleva a US\$ 128 el monto del reintegro por saco de café de 70 kilos.

¹¹ Se reduce a US\$ 110 el monto de reintegro y desaparece por tanto el gravámen marginal del 50%.

¹² Se eleva a 80% el gravámen sobre importaciones del "segundo grupo" (antes prohibidas).

¹³ Se clasifican las importaciones en 5 grupos con los siguientes gravámenes 3%, 10%, 30%, 80% y 100%, se introducen otras modificaciones al régimen de importaciones; se elimina el diferencial cafetero (Decretos 331 y 333/55).

¹⁴ El Decreto 1259 del 4 de mayo establece el sistema de balanzas comerciales bilaterales no deficitarias, excepto para el pago de importaciones con dólares libres, mercado que legaliza el Decreto 1372 del 13 de mayo. Ingresarán a este mercado los dólares mineros (Decreto 1901/53), los comprobantes de exportación sobre arroz, maíz, tabaco, textiles, cueros y otros, que anteriormente se utilizaban para pagar timbres de importación (Decretos: 513/54 y 331/55), y los correspondientes a comisiones, turismo y servicios. Tales divisas se utilizarán para pagar importaciones de los grupos segundo, tercero y cuarto (Decreto 311/55).

¹⁵ Fletes, regalías, comisiones y gastos bancarios se podrán girar al exterior con dólares libres. Se incluyen las divisas por exportación de banano y por indemnizaciones de seguros al mismo mercado.

¹⁶ Se restringe la utilización de dólares oficiales a materias primas y elementos esenciales para la producción interna. Se suspende el sistema de intercambio de trueque (Decreto 1259/55).

¹⁷ Se establece la opción de cancelar hasta el 50% de las solicitudes de cambio pendientes con dólares libres.

¹⁸ El Decreto 2929 del 30 de noviembre establece que las divisas de toda índole que no estén en la obligación de ser vendidas a la tasa oficial, deberán entregarse al Banco de la República a cambio de títulos de divisas.

¹⁹ Se suscribe un acuerdo para la cancelación de la deuda con los establecimientos bancarios norteamericanos.

ANEXO No. 2
REGIMEN CAMBIARIO 1957-1965

TASA DE CAMBIO EN LOS MERCADOS DE CERTIFICADO DE CAMBIO
Y DE CAPITALES

| | | Mercado de Certificado | | Mercado de Capitales | |
|------|------------------------|------------------------|-------|----------------------|-------|
| | | Compra | Venta | Compra | Venta |
| 1975 | Junio ¹ | 4.85 | 4.86 | 5.91 | 5.92 |
| | Julio | 4.80 | 4.81 | 5.79 | 5.80 |
| | Agosto | 4.89 | 4.90 | 5.88 | 5.89 |
| | Septiembre | 5.12 | 5.13 | 5.94 | 5.95 |
| | Octubre | 5.09 | 5.10 | 6.22 | 6.23 |
| | Noviembre | 5.21 | 5.22 | 6.19 | 6.20 |
| | Diciembre | 5.37 | 5.38 | 6.18 | 6.19 |
| 1958 | Enero | 5.61 | 5.62 | 6.41 | 6.42 |
| | Febrero | 6.01 | 6.02 | 6.85 | 6.86 |
| | Marzo ² | 6.10 | 6.11 | 6.99 | 7.00 |
| | Abril ³ | 6.10 | 6.73 | 7.65 | 7.66 |
| | Mayo | 6.10 | 6.77 | 7.66 | 7.67 |
| | Junio | 6.10 | 6.73 | 8.06 | 8.07 |
| | Julio | 6.10 | 6.73 | 8.06 | 8.07 |
| | Agosto | 6.10 | 6.51 | 7.99 | 8.00 |
| | Septiembre | 6.10 | 6.36 | 7.81 | 7.82 |
| | Octubre | 6.10 | 6.40 | 7.81 | 7.82 |
| | Noviembre | 6.10 | 6.41 | 7.94 | 7.95 |
| | Diciembre | 6.10 | 6.57 | 7.58 | 7.59 |
| 1959 | Enero ⁴ | 6.10 | 6.40 | 8.16 | 8.17 |
| | Febrero | 6.10 | 6.40 | 8.09 | 8.10 |
| | Marzo | 6.10 | 6.40 | 8.04 | 8.05 |
| | Abril | 6.10 | 6.40 | 8.01 | 8.02 |
| | Mayo ⁵ | 6.10 | 6.40 | 7.98 | 7.99 |
| | Junio | 6.10 | 6.40 | 7.98 | 7.99 |
| | Julio | 6.10 | 6.40 | 7.985 | 7.99 |
| | Agosto | 6.10 | 6.40 | 7.89 | 7.895 |
| | Septiembre | 6.10 | 6.40 | 7.28 | 7.29 |
| | Octubre | 6.10 | 6.40 | 6.78 | 6.79 |
| | Noviembre | 6.10 | 6.40 | 6.99 | 7.00 |
| | Diciembre | 6.10 | 6.40 | 6.97 | 6.98 |
| 1960 | Enero | 6.10 | 6.40 | 6.85 | 6.86 |
| | Febrero | 6.10 | 6.40 | 6.79 | 6.795 |
| | Marzo | 6.10 | 6.52 | 6.76 | 6.765 |
| | Abril | 6.10 | 6.70 | 6.75 | 6.76 |
| | Mayo ⁶ | 6.32 | 6.70 | 6.86 | 6.87 |
| | Junio | 6.50 | 6.70 | 6.82 | 6.83 |
| | Julio | 6.50 | 6.70 | 6.88 | 6.89 |
| | Agosto | 6.50 | 6.70 | 6.915 | 6.92 |
| | Septiembre | 6.50 | 6.70 | 6.97 | 6.98 |
| | Octubre | 6.50 | 6.70 | 7.07 | 7.08 |
| | Noviembre ⁷ | 6.50 | 6.70 | 7.08 | 7.07 |
| | Diciembre | 6.50 | 6.70 | 7.23 | 7.24 |
| 1961 | Enero | 6.50 | 6.70 | 7.26 | 7.27 |
| | Febrero | 6.50 | 6.70 | 7.45 | 7.46 |
| | Marzo | 6.50 | 6.70 | 7.985 | 8.00 |
| | Abril | 6.50 | 6.70 | 8.14 | 8.15 |
| | Mayo | 6.50 | 6.70 | 8.305 | 8.315 |
| | Junio | 6.50 | 6.70 | 8.35 | 8.36 |
| | Julio | 6.50 | 6.70 | 8.53 | 8.54 |
| | Agosto | 6.50 | 6.70 | 8.69 | 8.70 |

(Continuación)

| | Mercado de Certificado | | Mercado de Capitales | |
|--------------------------|------------------------|-------|----------------------|--------|
| | Compra | Venta | Compra | Venta |
| Septiembre | 6.50 | 6.70 | 8.685 | 8.69 |
| Octubre ⁸ | 6.50 | 6.70 | 8.703 | 8.708 |
| Noviembre | 6.50 | 6.70 | 8.747 | 8.754 |
| Diciembre | 6.40 | 6.70 | 8.826 | 8.835 |
| 1962 Enero | 6.50 | 6.70 | 8.790 | 8.799 |
| Febrero | 6.50 | 6.70 | 8.771 | 8.778 |
| Marzo | 6.50 | 6.70 | 8.813 | 8.820 |
| Abril | 6.50 | 6.70 | 8.966 | 8.973 |
| Mayo | 6.50 | 6.70 | 8.923 | 8.932 |
| Junio | 6.50 | 6.70 | 8.812 | 8.821 |
| Julio | 6.50 | 6.70 | 8.531 | 8.543 |
| Agosto | 6.50 | 6.70 | 8.512 | 8.522 |
| Septiembre | 6.50 | 6.70 | 8.741 | 8.750 |
| Octubre | 6.50 | 6.70 | 9.108 | 9.120 |
| Noviembre ⁹ | 6.51 | 6.81 | 10.438 | 10.492 |
| Diciembre | 7.10 | 9.00 | 11.025 | 11.055 |
| 1963 Enero | 7.10 | 9.00 | 10.445 | 10.460 |
| Febrero ¹⁰ | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Marzo ¹¹ | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Abril | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Mayo | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Junio | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Julio | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Agosto | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Septiembre | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Octubre | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Noviembre | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Diciembre | 7.10 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| 1964 Enero ¹² | 7.23 | 9.00 | 9.98 | 9.99 |
| Febrero | 7.30 | 9.00 | 9.979 | 9.985 |
| Marzo | 7.30 | 9.00 | 9.979 | 9.988 |
| Abril | 7.30 | 9.00 | 9.979 | 9.984 |
| Mayo | 7.30 | 9.00 | 9.98 | 9.985 |
| Junio | 7.30 | 9.00 | 9.98 | 9.984 |
| Julio ¹³ | 7.30 | 9.00 | 9.98 | 9.985 |
| Agosto | 7.30 | 9.00 | 9.98 | 9.985 |
| Septiembre | 7.30 | 9.00 | 9.979 | 9.985 |
| Octubre ¹⁴ | 7.30 | 9.00 | 10.358 | 10.361 |
| Noviembre | 7.30 | 9.00 | 12.268 | 12.296 |
| Diciembre | 7.30 | 9.00 | 12.749 | 12.774 |
| 1965 Enero | 7.30 | 9.00 | 12.939 | 12.967 |
| Febrero ¹⁵ | 7.30 | 9.00 | 13.894 | 13.935 |
| Marzo ¹⁶ | 7.45 | 9.00 | 13.928 | 13.947 |
| Abril | 7.67 | 9.00 | 14.448 | 14.470 |
| Mayo | 7.67 | 9.00 | 16.755 | 16.762 |
| Junio ¹⁷ | 7.67 | 9.00 | 18.725 | 18.775 |
| Julio ¹⁸ | 7.67 | 9.00 | 19.053 | 19.115 |
| Agosto | 7.67 | 9.00 | 19.162 | 19.253 |

¹ El Decreto 107 del 17 de junio establece una lista de bienes de prohibida importación, elimina las restricciones cuantitativas a las demás importaciones; crea un régimen de libre cambio con la coexistencia de dos mercados fluctuantes de certificados de cambio y de capitales, y fija un impuesto del 15% ad-valorem sobre toda exportación y del 10% sobre giros.

² La Federación suscribe un acuerdo con los exportadores de café en el cual éstos se comprometen a vender las divisas de la exportación a la tasa que fije el comité creado para el efecto y a mantener precios mínimos de oferta del grano en el exterior.

³ Los Decretos 80 y 102 introducen las siguientes modificaciones al sistema: a) compra de las divisas a un tipo fijo, periódicamente ajustable, b) ventas de las mismas en un mercado fluctuante a través de remates públicos, c) traslado de una parte de la demanda del mercado de certificados al de capitales, d) creación de un gravamen de retención del 15% del café exportado (Comité Nacional de Cafeteros).

⁴ Mediante Ley 1a. de 1959 se aprueba el régimen de cambios que introduce las siguientes modificaciones: a) clasificación de las importaciones en prohibidas, de licencia previa y de libre, b) liquidación de las divisas de exportaciones distintas a café, banano, cueros y metales preciosos a la tasa del mercado libre de divisas, excepto al componente importado de las exportaciones manufactureras, c) creación de un fondo de regulación cambiaria para estabilizar el mercado de certificados de cambio, d) ratificación del porcentaje de retención cafetera, e) impuestos ad-valorem del 15% para toda importación, f) estímulos a las exportaciones menores.

⁵ Por Decreto 1345 se modifica el régimen aduanero vigente desde julio de 1950. Se modifican sustancialmente las tarifas ad-valorem y específica para incentivar la sustitución de importaciones. Se elimina el Impuesto de giros del 10% (Decreto 107/57).

⁶ Por Resolución 20 del 13 de mayo, la Junta Directiva del Banco de la República eleva el tipo de compra de los certificados de cambio a \$ 6.50 (El Decreto 80/58, que modificó el régimen de los certificados de cambio, había establecido que si en cuatro semanas consecutivas después del 26 de julio de 1958 el precio de venta de dichos documentos superaba en más de 60 puntos el de compra fijado, éste podría ser ajustado por el Banco de la República).

⁷ Por Decreto 2591 de 1961 desde noviembre 9 hasta diciembre 31 del mismo año se fija en 9% la retención cafetera, a partir de entonces será nuevamente del 15%.

Por Decreto 2918/60 se reduce a 9% el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones a partir de 1961.

⁸ Por Decreto 2682 de 1961 desde octubre 27 hasta diciembre 31 del mismo año se fija en 4% la retención cafetera. A partir de enero de 1962 será nuevamente del 15%.

Por Ley 146 y Decreto 3235 de 1961 el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones queda suprimido a partir de 1962.

⁹ El precio de compra para los certificados de cambio fue fijado en 7.10 a partir del 27 de noviembre y el de venta fue conducido a \$ 9.00 desde el día 20 por el fondo de regulación cambiaria. Posteriormente mediante Ley 83 de 1962 fue aprobada por el Congreso la modificación a la Ley 1a. de 1959, según proposición del FMI para efectuar una devaluación directa. Dicha modificación incluyó el traslado al mercado libre las divisas por exportación de banano, platino y cueros, así como la creación de un fondo de divisas para la financiación de importaciones de bienes de capital y la prefinanciación de exportaciones.

¹⁰ El Banco de la República interviene en el mercado de capitales para estabilizar su precio en 9.98 para compra y 9.99 para venta a partir del 17 de enero.

¹¹ Por Decreto 419 reduce a 5% la retención cafetera a partir del 1o. de marzo.

¹² La Junta Monetaria eleva a 7.30 el tipo de compra para el certificado de cambio, mediante resolución 1 de 1964.

¹³ El Decreto 1734 traspasó al mercado de capitales las divisas diferentes a las provenientes por exportaciones de café que se encontraban bajo el régimen de certificados, desvinculando al capital petróleo del tratamiento dado al dólar cafetero, como hasta el momento venía sucediendo. Al respecto se facultó a la Junta Monetaria para fijar el precio de compra de las divisas de capital petróleo, el cual quedó también en \$9.00.

¹⁴ Se suspende la intervención del fondo de regulación cambiaria en el mercado de capitales.

¹⁵ Se autoriza nuevamente la intervención en el mercado de capitales y se aumenta el límite porcentual de divisas que el Banco de la República puede destinar a ese mercado. Se modifica el reintegro cafetero para afectar el mercado de capitales.

¹⁶ Por Resolución 8 de marzo 10 la Junta Monetaria eleva a \$7.67 la tasa de compra para los dólares cafeteros, aplicable también al capital petróleo.

Por Decreto 553 de marzo 11 se fija en 8% la retención cafetera.

¹⁷ Según Resolución 20 de la Junta Monetaria a partir de junio 23 las divisas provenientes de las exportaciones diferentes de café deben venderse al Banco de la República a la tasa de \$13.50, excepto la parte correspondiente al componente importado no reembolsable de la exportación.

¹⁸ Por Resolución 23 se establece que si el componente importado de una exportación excede el 50% de su precio FOB, el 90% de las divisas se liquidarán a la tasa de venta del certificado de cambio.

ANEXO No. 3

REGIMEN CAMBIARIO 1965-1967

TIPOS OFICIALES DE COMPRA Y VENTA Y MERCADEO DE DOLARES LIBRES

| | | Compra | | | Venta | | Dólares libres/ Mercado de capitales | |
|------|-------------------------|--------|--------------------|--------------------|-----------------------|--------|---|--|
| | | Café | Demás exportac. | Mercado Prefer. | Mercado Intermedio | Compra | Venta | |
| 1965 | Septiembre ¹ | — | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 18.725 | 18.769 | |
| | Octubre | 8.50 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 17.736 | 17.776 | |
| | Noviembre | 8.50 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 18.105 | 18.148 | |
| | Diciembre | 8.50 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 18.363 | 18.394 | |
| 1966 | Enero ² | — | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 18.135 | 18.163 | |
| | Febrero | 8.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 18.129 | 18.152 | |
| | Marzo | 8.90 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 17.859 | 17.883 | |
| | Abril | 8.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 17.859 | 17.882 | |
| | Mayo | 8.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 17.650 | 17.679 | |
| | Junio | 8.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.433 | 16.480 | |
| | Julio | 8.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 15.977 | 16.007 | |
| | Agosto ³ | 9.08 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.302 | 16.342 | |
| | Septiembre | 9.35 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.336 | 16.361 | |
| | Octubre | 9.35 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.248 | 16.269 | |
| | Noviembre ⁴ | 9.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.250 | 16.267 | |
| | Diciembre | 9.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.25 | 16.30 | |
| 1967 | Enero | 9.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.25 | 16.30 | |
| | Febrero | 9.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.25 | 16.30 | |
| | Marzo | 9.94 | 13.50 | 9.00 | 13.50 | 16.25 | 16.30 | |

¹ El Decreto 2322 introduce las siguientes reformas al sistema:

- a) Se elimina el mercado de Certificados de Cambio y se crean dos mercados de venta de divisas por parte del Banco de la República: Preferencial e Intermedio. Al primero ingresarán las divisas cafeteras y las de exportaciones con contenido importado superior al 50%, que se adquirirán a la tasa de \$8.50 y se venderán a la tasa de \$9.00 por dólar para pagos por concepto de mercancías comprendida en la lista preferencial; gastos del gobierno nacional en moneda extranjera; amortización a intereses de deuda externa pública liquidada a la tasa oficial con anterioridad a este Decreto; gastos de estudiantes y pago del petróleo crudo para refinanciación interna. Al segundo ingresarán las divisas por exportaciones distintas de café, compras de oro, inversiones registradas por este mercado y préstamos externos públicos o privados, y se utilizarán para el pago de mercancías no comprendidas en la lista preferencial, fletes, y amortización o intereses de deudas públicas o privadas registradas cuando no tengan acceso al mercado preferencial. El tipo de cambio para el mercado intermedio será de \$13.50 para compra y venta.
- b) Se establece un sistema de inscripción de inversiones de capital y se dispone que su reembolso y utilidades se girarán con divisas libres, excepto cuando se registren por el mercado intermedio con sujeción a otras condiciones.
- c) Se establece un régimen de registro de deudas externas.
La tasa de compra para importaciones de capital petróleo continúa en \$7.67.
Por Decreto 2373 de septiembre 6 se aumenta a 16% la retención cafetera.

² La resolución 6 de enero 26 eleva a \$8.94 el tipo de compra para las divisas cafeteras. Por Decreto 155 se fija en 15% la retención cafetera.

³ Mediante resolución 22, la Junta de Comercio Exterior adiciona la lista de libre importación y traslada al mercado intermedio las importaciones de mercancías. Se mantienen en el mercado preferencial los pagos de petróleo crudo, giros a estudiantes y servicios de la deuda externa pública anterior al Decreto 2322.

Por Resolución 34 de la Junta Monetaria se eleva a \$9.35 el tipo de compra para las divisas cafeteras.

⁴ El Decreto 2867 establece que solo el Banco de la República podrá comprar y vender divisas, fijando en \$16.25 y \$16.30 las tasas de compra y venta para las que hasta entonces venían negociándose libremente; suprime la libre importación de mercancías y establece prioridades para efectuar pagos al exterior.

Por Resolución 47 se eleva a \$9.94 el tipo de compra para las divisas cafeteras.

Por Decreto 2897 se fija en 19% la retención cafetera.

ANEXO No. 4

REGIMEN CAMBIARIO DESDE 1967¹

TASAS DE CAMBIO DE LOS MERCADOS DE CERTIFICADOS DE CAMBIO Y DE CAPITALES

| | | Certificado de Cambio | | Mercado de capitales | | Tasa efectiva dólares cafeteros |
|------|--------------------------|-----------------------|--------|----------------------|-------|------------------------------------|
| | | Compra | Venta | Compra | Venta | |
| 1967 | Marzo 29-31 ² | 13.513 | 13.529 | 16.25 | 16.30 | 10.000 |
| | Abril ³ | 13.793 | 13.820 | 16.25 | 16.30 | 10.414 |
| | Mayo | 14.043 | 14.076 | 16.25 | 16.30 | 10.602 |
| | Junio | 14.377 | 14.416 | 16.25 | 16.30 | 10.855 |
| | Julio | 14.584 | 14.627 | 16.25 | 16.30 | 11.047 |
| | Agosto | 14.836 | 14.877 | 16.25 | 16.30 | 11.275 |
| | Septiembre | 15.134 | 15.171 | 16.25 | 16.30 | 11.540 |
| | Octubre | 15.402 | 15.440 | 16.25 | 16.30 | 11.783 |
| | Noviembre ⁴ | 15.630 | 15.667 | 16.25 | 16.30 | 11.996 |
| | Diciembre | 15.743 | 15.779 | 16.25 | 16.30 | 12.122 |
| 1968 | Enero | 15.772 | 15.805 | 16.25 | 16.30 | 12.184 |
| | Febrero | 15.834 | 15.870 | 16.25 | 16.30 | 12.271 |
| | Marzo | 15.940 | 15.982 | 16.25 | 16.30 | 12.393 |
| | Abril | 16.014 | 16.086 | 16.25 | 16.30 | 12.491 |
| | Mayo | 16.186 | 16.219 | 16.25 | 16.30 | 12.666 |
| | Junio ⁵ | 16.267 | 16.306 | | | 12.770 |
| | Julio | 16.308 | 16.347 | | | 12.843 |
| | Agosto | 16.388 | 16.421 | | | 12.947 |
| | Septiembre ⁶ | 16.488 | 16.523 | | | 13.067 |
| | Octubre | 16.593 | 16.655 | | | 13.191 |
| | Noviembre | 16.758 | 16.793 | | | 13.365 |
| | Diciembre | 16.858 | 16.896 | | | 13.486 |
| 1969 | Enero | 16.882 | 16.919 | | | 13.506 |
| | Febrero | 16.975 | 16.938 | | | 13.580 |
| | Marzo | 17.043 | 17.082 | | | 13.634 |
| | Abril ⁷ | 17.127 | 17.166 | | | 13.702 |
| | Mayo | 17.169 | 17.206 | | | 13.735 |
| | Junio | 17.271 | 17.307 | | | 13.817 |
| | Julio | 17.332 | 17.371 | | | 13.866 |
| | Agosto | 17.436 | 17.475 | | | 13.949 |
| | Septiembre | 17.546 | 17.585 | | | 14.037 |
| | Octubre ⁸ | 17.614 | 17.656 | | | 14.091 |
| | Noviembre | 17.690 | 17.726 | | | 14.152 |
| | Diciembre | 17.793 | 17.834 | | | 14.234 |
| 1970 | Enero | 17.899 | 17.940 | | | 14.311 |
| | Febrero | 17.997 | 18.037 | | | 14.398 |
| | Marzo ⁹ | 18.089 | 18.132 | | | 14.471 |
| | Abril | 18.197 | 18.242 | | | 14.558 |
| | Mayo ¹⁰ | 18.286 | 18.329 | | | 14.629 |
| | Junio | 18.375 | 18.419 | | | 14.700 |
| | Julio | 18.476 | 18.521 | | | 14.781 |
| | Agosto | 18.547 | 18.591 | | | 14.838 |
| | Septiembre | 18.685 | 18.730 | | | 14.948 |
| | Octubre | 18.817 | 18.863 | | | 15.054 |
| | Noviembre | 18.915 | 18.964 | | | 15.132 |
| | Diciembre | 19.020 | 19.070 | | | 15.216 |
| 1971 | Enero ¹¹ | 19.14 | 19.19 | | | 15.31 |
| | Febrero | 19.27 | 19.32 | | | 15.42 |
| | Marzo ¹² | 19.41 | 19.46 | | | 15.53 |
| | Abril | 19.56 | 19.61 | | | 15.65 |
| | Mayo | 19.68 | 19.73 | | | 15.74 |

(Continuación)

| | Certificado de Cambio | | Mercado de capitales | | Tasa efectiva dólares cafeteros |
|--------------------------|-----------------------|--------|----------------------|-------|------------------------------------|
| | Compra | Venta | Compra | Venta | |
| Junio ¹³ | 19.80 | 19.84 | | | 15.84 |
| Julio | 19.97 | 20.02 | | | 15.98 |
| Agosto | 20.15 | 20.20 | | | 16.12 |
| Septiembre | 20.31 | 20.36 | | | 16.25 |
| Octubre | 20.46 | 20.52 | | | 16.37 |
| Noviembre | 20.634 | 20.685 | | | 16.51 |
| Diciembre | 20.809 | 20.864 | | | 16.65 |
| 1972 | | | | | |
| Enero | 20.99 | 21.04 | | | 16.79 |
| Febrero | 21.16 | 21.21 | | | 16.93 |
| Marzo | 21.33 | 21.39 | | | 17.06 |
| Abril | 21.50 | 21.55 | | | 17.20 |
| Mayo | 21.67 | 21.72 | | | 17.34 |
| Junio | 21.82 | 21.87 | | | 17.46 |
| Julio ¹⁴ | 21.96 | 22.01 | | | 17.57 |
| Agosto | 22.08 | 22.13 | | | 17.66 |
| Septiembre ¹⁵ | 22.25 | 22.30 | | | 17.80 |
| Octubre ¹⁶ | 22.40 | 22.45 | | | 17.92 |
| Noviembre | 22.53 | 22.58 | | | 18.02 |
| Diciembre | 22.70 | 22.75 | | | 18.16 |
| 1973 | | | | | |
| Enero ¹⁷ | 22.89 | 22.94 | | | 18.31 |
| Febrero | 23.02 | 23.08 | | | 18.42 |
| Marzo ¹⁸ | 23.14 | 23.19 | | | 18.51 |
| Abril | 23.25 | 23.31 | | | 18.60 |
| Mayo | 23.36 | 23.41 | | | 18.69 |
| Junio | 23.47 | 23.52 | | | 18.78 |
| Julio | 23.59 | 23.65 | | | 18.87 |
| Agosto | 23.75 | 23.81 | | | 19.00 |
| Septiembre | 23.97 | 24.03 | | | 19.18 |
| Octubre ¹⁹ | 24.17 | 24.23 | | | 19.34 |
| Noviembre | 24.37 | 24.42 | | | 19.50 |
| Diciembre | 24.63 | 24.68 | | | 19.70 |
| 1974 | | | | | |
| Enero | 24.95 | 25.00 | | | 19.96 |
| Febrero | 25.23 | 25.27 | | | 20.18 |
| Marzo | 25.42 | 25.47 | | | 20.34 |
| Abril | 25.50 | 25.54 | | | 20.40 |
| Mayo | 25.54 | 25.59 | | | 20.43 |
| Junio | 25.57 | 25.62 | | | 20.46 |
| Julio | 25.63 | 25.68 | | | 20.50 |
| Agosto | 25.81 | 25.87 | | | 20.65 |
| Septiembre | 26.25 | 26.31 | | | 21.00 |
| Octubre ²⁰ | 26.99 | 27.05 | | | 21.59 |
| Noviembre ²¹ | 27.58 | 27.63 | | | 22.06 |
| Diciembre | 28.21 | 28.30 | | | 22.57 |
| 1975 | | | | | |
| Enero | 28.88 | 28.94 | | | 23.39 |
| Febrero | 29.26 | 29.32 | | | 23.70 |
| Marzo | 29.62 | 29.68 | | | 23.99 |
| Abril ²² | 30.03 | 30.09 | | | 24.32 |
| Mayo | 30.42 | 30.48 | | | 24.64 |
| Junio | 30.83 | 30.88 | | | 24.97 |
| Julio | 31.18 | 31.24 | | | 25.26 |
| Agosto | 31.51 | 31.56 | | | 25.52 |
| Septiembre ²³ | 31.84 | 31.90 | | | 25.79 |
| Octubre ²⁴ | 32.17 | 32.23 | | | 26.06 |
| Noviembre ²⁵ | 35.52 | 32.57 | | | 26.34 |
| Diciembre | 32.83 | 32.89 | | | 26.59 |

(Continuación)

| | | Certificado de Cambio | | Mercado de capitales | | Tasa efectiva dólares cafeteros |
|------|-------------------------|-----------------------|-------|----------------------|-------|------------------------------------|
| | | Compra | Venta | Compra | Venta | |
| 1976 | Enero | 33.11 | 33.16 | | | 27.15 |
| | Febrero | 33.49 | 33.55 | | | 27.46 |
| | Marzo | 33.76 | 33.85 | | | 27.68 |
| | Abril ²⁶ | 34.10 | 34.16 | | | 27.96 |
| | Mayo ²⁷ | 34.45 | 34.52 | | | 28.25 |
| | Junio ²⁸ | 34.64 | 34.70 | | | 28.40 |
| | Julio | 34.88 | 34.95 | | | 28.60 |
| | Agosto | 35.19 | 35.26 | | | 28.86 |
| | Septiembre | 35.25 | 35.31 | | | 28.91 |
| | Octubre | 35.41 | 35.47 | | | 29.04 |
| | Noviembre ²⁹ | 35.81 | 35.87 | | | 29.36 |
| | Diciembre | 36.19 | 36.23 | | | 29.68 |
| 1977 | Enero ³⁰ | 36.37 | 36.42 | | | 30.19 |
| | Febrero | 36.38 | 36.44 | | | 30.20 |
| | Marzo ³¹ | 36.59* | | 36.00 | | 30.26 |
| | Abril | 36.50* | | 36.31 | | 30.14 |
| | Mayo ³² | 36.50* | | 36.34 | 36.42 | 30.16 |
| | Junio | 36.50* | | 36.20 | 36.31 | 30.05 |
| | Julio | 36.54* | | 35.43 | 35.55 | 29.41 |
| | Agosto | 36.82* | | 34.56 | 34.68 | 28.68 |
| | Septiembre | 37.14* | | 34.82 | 34.87 | 28.92 |
| | Octubre | 37.35* | | 35.38 | 35.45 | 29.37 |
| | Noviembre | 37.55* | | | | |
| | Diciembre | 37.97* | | | | |

* A fin de mes.

¹ El régimen vigente desde 1967 se basa en el decreto-ley 444 que establece un doble mercado de divisas: el de certificados de cambio y el de capitales, cuyas transacciones se efectúan a través del Banco de la República y los establecimientos de crédito autorizados.

² Por decreto-ley 444 se transforma "el impuesto representado por la existencia de un cambio diferencial para la compra de los giros provenientes de las exportaciones de café en un impuesto de 26% ad-valorem", de los cuales 4 puntos se destinan al Fondo Nacional del Café y el resto al Tesoro Nacional a través de la Cuenta Especial de Cambios. A partir de julio de 1967 y hasta el final de 1968 se dispone una reducción de dicho gravamen a razón de un cuarto de punto por mes y en adelante según el nivel del ingreso cafetero y la situación del mercado mundial. Sigue vigente el sistema de retención cafetera, que desde noviembre de 1966 se encontraba en 19%.

El tipo de venta para las divisas petroleras se mantuvo en \$ 9.00, según resolución 13 del 22 de marzo de 1967.

³ Por decreto 2745 se redujo a 24.5% el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones de café, sin perjuicio de la disminución gradual a partir de julio.

⁴ Por resolución 58 se dispone que las divisas destinadas a la industria petrolera estarán sujetas a la tasa del mercado de capitales. El decreto 2008 autorizó el pago en moneda extranjera del petróleo crudo para consumo interno, descontada la producción de Ecopetrol y el 25% de las restantes compañías, que se cubrirá a la tasa de \$9.00 por dólar.

⁵ Mediante resolución 24 de junio 1, la Junta Monetaria dispone unificar los mercados de Certificados de Cambio y de Capitales. A partir de esta fecha la única tasa nominal diferencial que persiste es la correspondiente a la venta de divisas petroleras, de \$9.00 por dólar.

⁶ Por decreto 2392 se eleva del 19 al 20% la retención cafetera.

⁷ Por decreto 544 se eleva a 23% la retención cafetera.

⁸ Por decreto 1746 se eleva a 25% la retención cafetera.

⁹ Por decreto 457 se eleva a 25 y 1/2% la retención cafetera.

¹⁰ Por resolución 33 la Junta Monetaria autoriza al Banco de la República a expedir Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, que podrán utilizarse para realizar giros al exterior no antes de sesenta días ni después de 180.

11 La resolución 2 establece un interés anual del 5% sobre los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.

12 Se establece que los títulos Canjeables serían nominativos y negociables.

13 A partir del 25 de junio por resolución 53, la Junta Monetaria fija en \$ 20 el tipo de venta de divisas para pagar la parte del petróleo crudo que se refine en el país y para la liquidación del petróleo crudo que debe cubrirse en dólares.

14 Por decreto 1322 se fija la retención en el equivalente a 27 kilos de café excelso por cada saco de café exportado, es decir en 3.57%

15 Por decreto 1639 se reduce a 30% el porcentaje de retención.

16 Por decreto 1939 se reduce a 30% el porcentaje de retención.

17 Se eleva a 31.64% el porcentaje de retención, según decreto 152.

18 Por decreto 356 y 498 se fija primero en 37.16% y luego en 35% el porcentaje de retención cafetera.

19 Mediante decreto 2116 se eleva a 39% la retención cafetera.

20 El decreto 2159 reduce a 30m el porcentaje de retención.

21 Por decreto legislativo 2374 se determina reducir en 4 puntos, a razón de un punto anual a partir de 1975, el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones de café, que se encontraba en 20% desde 1969, después de una reducción de 6 puntos a partir de marzo de 1967.

22 El decreto 732 eleva a 35% la retención cafetera.

23 Por resolución 47 se eleva a \$ 22 la tasa de venta del dólar para pago de petróleo crudo con destino a refinación interna y para la liquidación del petróleo crudo que debe cubrirse en dólares. A partir de este mes, por disposiciones sucesivas de la Junta Monetaria, dicha tasa se eleva a razón de \$ 1 por mes hasta llegar a \$ 26 por dólar en abril de 1976, cuando se unifica con la del mercado de Certificados de Cambio.

24 Por decreto 2247 se reduce a 30% la retención cafetera.

25 Por resolución 70 se reglamenta nuevamente el sistema de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.

26 Por decreto 699 se fija en 46.5% la retención cafetera.

Por resolución 23 se dispone utilizar a partir del 1o. de mayo la tasa del mercado de certificados de cambio como tipo de venta aplicable a los dólares para pago del petróleo crudo para refinación interna y para la liquidación del que debe cubrirse en moneda extranjera. Después de sucesivos ajustes a partir de septiembre de 1975 en dicha tasa, se llega finalmente a la unificación total de los tipos de cambio nominales.

27 Por decreto 853 se fija en 57% el nivel de retención cafetera.

28 Por decreto 1168 se eleva a 85% el nivel de retención cafetera. Se crean los Títulos de Ahorro Cafetero TAC.

29 Por decreto 2483 se fija en 80% la retención cafetera. Se firma un acuerdo con la Federación para suscribir US\$ 40 millones adicionales en Títulos Canjeables y para destinar otros recursos a fomento interno.

30 A partir del 1o. de enero, por acuerdo logrado en el Congreso Cafetero, se estabiliza en 80% el nivel de retención cafetera que en adelante se liquida así: 30% en café pergamino equivalente; 10% en TACs al equivalente de café pergamino y 40% en dinero al equivalente de café pergamino. Discrecionalmente se aceptó que la Federación fijara el precio del café pergamino aplicable a la liquidación de este último 40% de tal suerte que en realidad la retención efectiva pudo ser modificada según el nivel del reintegro cafetero así:

| Fecha de modificación | Precio de Liquidación (por Kilo) | Retención equivalente (%) |
|-----------------------|-------------------------------------|------------------------------|
| 1o. Enero | 61.60 | 84.0 |
| Enero 3 | 75.00 | 93.6 |
| Enero 14 | 87.00 | 102.1 |
| Feb. 17 | 100.00 | 111.4 |
| Feb. 18 | 108.00 | 117.1 |
| Feb. 24 | 123.00 | 127.9 |
| Feb. 28 | 163.00 | 156.4 |

(Continuación)

| Fecha de modificación | Precio de Liquidación (por Kilo) | Retención equivalente % |
|-----------------------|-------------------------------------|----------------------------|
| Mar. 9 | 182.00 | 170.0 |
| Mar. 23 | 280.00 | 240.0 |
| Abril 14 | 211.00 | 190.7 |
| Abril 22 | 203.00 | 185.0 |
| Mayo 27 | 187.45 | 168.4 |
| Junio 16 | 140.00 | 135.9 |
| Julio 12 | 103.75 | 111.1 |
| Julio 16 | 91.20 | 102.5 |
| Agosto 17 | 44.00 | 70.1 |

³¹ Por resolución 25, se establece para las exportaciones de café y servicios el sistema de certificados de cambio pagaderos con descuento dentro de los 30 días siguientes a su expedición y se autoriza su libre negociación en la bolsa.

³² Por resolución 32 se amplía a 90 días el plazo de liquidación con descuento para los Certificados de Cambio y se incluyen en este mecanismo las exportaciones de algodón, ganado en pie, carne vacuna y metales y piedras preciosas.

Comentarios

Hernando Gómez Otálora

INTRODUCCION

Ha sido en verdad muy estimulante para mí la oportunidad que mi amigo Eduardo Wiesner Durán me ha deparado de aplicarme nuevamente al estudio científico de los problemas económicos de la nación, luego de mi peregrinar, corto pero intenso, por los senderos de la política electoral. Regreso a claustros que me son conocidos y alterno como antaño, en el mundo de las ideas, con mentes tranquilas que me han extendido sincera y cordial amistad, fraguada a través de tantos años de comunión intelectual. Por ello acepté alborozado el ofrecimiento del Presidente de la Asociación Bancaria, joven pero ya consagrado en el panorama nacional, para que comente su ponencia. Y por ello mismo lamento no poder hallarme físicamente con ustedes, aunque sí estaré en espíritu y en sentimiento. He pedido a Patricia Sanclemente que dé lectura a este documento; ella conoce a fondo mi pensamiento sobre materias financieras y colaboró eficazmente conmigo y con el doctor Francisco Ortega en la preparación y publicación del texto sobre **Moneda y Banca en Colombia**, área que se relaciona íntimamente con el tema elegido por el doctor Wiesner Durán.

Este certamen es un eslabón más en la ininterrumpida cadena de seminarios sobre temas financieros, iniciada en 1972 con el I Simposio sobre el Mercado de Capitales en Colombia y proseguida luego en los años de 1973 a 1975, con certámenes anuales sobre el mismo tema que tuve oportunidad de coordinar y cuyos resultados sintetice en las respectivas convenciones de la Asociación Bancaria. Fue feliz idea de Eduardo Wiesner organizar en 1977 el I Simposio sobre Financiamiento Externo, que seguía la idea original de los que versaron sobre el mercado de capitales, perfeccionándola en el doble sentido de concretar los temas y de buscar un creciente rigor académico en el tratamiento de los mismos.

I. CONSIDERACIONES GENERALES

A. EVALUACION DEL ESTUDIO

Bajo el sugestivo título "Devaluación y Mecanismo de Ajuste en Colombia", Wiesner Durán expone y analiza las vicisitudes cambiarias del país en el dilatado trecho de nuestra historia que va desde el año 48, con la economía de post-guerra, hasta 1977, con las para nosotros novedosas circunstancias que ha traído consigo la bonanza cafetera. La exposición va precedida de un marco teórico y concluye con un atisbo de lo que está por venir en los años de 1978 a 1980.

La descripción que hace el autor de los sucesos y de las medidas adoptadas para conjurar las endémicas crisis originadas en el sector externo de la economía del país, resulta en una síntesis viva, expuesta con afecto y apasionante como reflejo de situaciones angustiosas, de soluciones por mucho tiempo ineficaces. Plasma el continuo reiniciar de los esfuerzos de un pueblo, proceso análogo a la existencia humana en la mente de los griegos y en la prosa de Camus con el mito de Sísifo. Pero ello es precisamente lo que da sentido a la vida de los hombres y de las naciones, constituye la simiente de la cual irradia lo épico que hay en el fondo del uno y de las otras.

Para el mundo científico el análisis de las devaluaciones y de los procesos de ajuste en nuestro país es de un valor inestimable, por lo frecuente de los problemas y lo múltiple y variado de las soluciones. En este sentido la historia de los cambios internacionales en Colombia es un verdadero laboratorio; los colombianos expertos en su manejo, capaces de opinar y dar consejo a otras naciones y de debatir con la mayor autoridad el tema en los foros internacionales. A ese laboratorio, a esa historia me siento profunda e íntimamente vinculado, por haber estado presente, en buena parte de ella, bien como actor, bien como testigo próximo de los acontecimientos.

Esa síntesis vivida del acaecer de la historia colombiana en el ámbito cambiario, está vertida por Eduardo Wiesner en un estilo claro y fluido, que hace de su lectura algo fácil y subyugante. No creo equivocarme, ni formular un juicio ligero, al afirmar que su monografía constituirá, por varios años, la mejor síntesis para el conocimiento general de la historia cambiaria del país y que como tal será de invaluable utilidad para académicos y estudiantes.

B. POSTERIORES INVESTIGACIONES

Naturalmente se requieren investigaciones adicionales. A ellas invita el autor al afirmar:

"Es más, quizás la primera importante conclusión que sí emerge de este escrito es la que se está en mora de contar con un trabajo exhaustivo y minucioso que reconstruya todos los detalles y ana-

lice todas las incidencias, tanto de corto como de largo plazo, de lo que ha sido la evolución cambiaria moderna de nuestro país. Ojalá el presente documento contribuya a que tal investigación se inicie y culmine pronto" ¹.

En efecto, la investigación rigurosa sobre fuentes primarias, de los sucesos, políticas y medidas en el campo que nos ocupa, no constituía propósito de la ponencia, ni podía adelantarse en el tiempo relativamente corto con el cual se cuenta para la preparación de esa clase de documentos.

Seguramente fue menester confiar en fuentes secundarias, a las cuales el autor rinde merecido tributo, especialmente la tesis doctoral de Jorge García García, *A History of Economic Policies in Colombia: 1953-1970*, Universidad de Chicago, 1976; el estudio de Carlos Díaz Alejandro, *Colombian Foreign Trade Regimen and Economic Development*, Columbia University Press, 1976; y el tratado de Fernando Gaviria Cadavid, *Moneda, Banca y Teoría Monetaria*, cuya tercera edición, salió de las prensas del Banco de la República el año pasado.

Pero al lado de estas obras de innegable valor, que por desgracia tan sólo he podido examinar de manera fragmentaria, dada su reciente aparición, hay un riquísimo material por explotar. Dentro de él se encuentran no sólo las memorias de los gerentes del Banco de la República, que el autor cita frecuentemente, sino también los documentos de la Junta Monetaria, del FMI, del BIRF; las cartas cruzadas entre estos organismos y el Gobierno Nacional, así como las exposiciones de voceros suyos ante el Grupo de Consulta y el CIAP, para citar únicamente algunos ejemplos.

En esas posteriores investigaciones de que viene hablándose, podría también hacerse más énfasis en las relaciones que midan entre el acaecer cambiario del país y sus políticas generales de desarrollo, especialmente en el campo industrial; sobre los factores políticos y psicológicos que han intervenido en él, así como en el papel que han jugado las agencias internacionales; en fin, tener presente como factor de la mayor importancia, la política cafetera, especialmente en materia de comercialización y de precios de compra del grano por la Federación. Este último tema adquiere especial vigencia frente a la revisión en curso de los contratos entre dicha entidad y el gobierno nacional. Los referidos aspectos se echan algo de menos en la ponencia objeto de este comentario.

¹ Pag. 144.

II. EL MARCO TEORICO

A. RELACION CON EL CASO COLOMBIANO

Los hechos que configuraron la historia cambiaria del país durante el período 1948 a 1977 son objeto de interesante análisis por parte del autor, a la luz del marco teórico que se discute en la parte primera de su estudio, aunque no siempre es clara la relación con éste. Posiblemente no puede serlo, por la distancia que media entre la teoría y la praxis, máxime si aquella se ha desarrollado con base en la experiencia de países cuyas características y grado de desarrollo difieren sustancialmente del nuestro. En todo caso, conviene detenerse, así brevemente, en el análisis del referido marco.

B. PRINCIPALES ASPECTOS

Se inicia la exposición del marco teórico con la pregunta de por qué un proceso de ajuste. A ella, como era de esperar, no se da una respuesta distinta de que cuando las partes de un todo se desajustan es menester acomodarlas. La imposibilidad de una respuesta radica en que se trata de un axioma que no requiere demostración.

El segundo tema del marco teórico versa sobre la automaticidad y velocidad del ajuste, puntos que no se relacionan necesariamente entre sí, aunque pueden tener vínculos remotos, según más adelante se verá.

La definición de si el proceso de ajuste debe confiarse al mercado, para que supuestamente opere de manera automática, o si en él debe intervenir el Estado, constituye tan sólo un caso concreto del problema filosófico, jurídico y económico, cuyos términos son el *laissez faire*, el intervencionismo, o la economía centralmente planificada. Como es sabido, los países occidentales practican el intervencionismo de Estado. No es extraño, pues, que en la ponencia se llegue a la conclusión de que "casi ningún país va a adoptar un proceso de ajuste que no sea mixto, es decir, que no combine señales del mercado con la acción de instrumentos de política"².

Pero esta conclusión que tan obvia resulta dentro del marco institucional colombiano, se ha olvidado en casi todas las etapas de nuestro devenir cambiario. Lo más frecuente ha sido pensar que puede evitarse el ajuste apelando a un control de cambios. Naturalmente, esta quimera se ha desvanecido en breve tiempo.

Otras veces se ha aceptado la devaluación como mecanismo de ajuste, pero señalando la nueva paridad por acto administrativo, sin tener en cuenta las indicaciones del mercado. El resultado ha sido que el ajuste nace muerto, que la nueva tasa de cambio es inadecuada desde el momento mismo de su establecimiento.

² Página 128.

De otra parte, han sido escasos, en términos generales, los intentos antagónicos de dejar a la mano invisible del mercado el proceso de ajuste. Lo intentó la Ley 1^a de 1959 con el mercado libre de divisas para las transacciones de servicios y de capitales, y la política de liberación de importaciones, aplicada como parte del plan de estabilización iniciado con el Decreto 2322 de 1965. Ninguno de estos dos intentos tuvo resultados satisfactorios.

En principio parecería como lo más aconsejable para el caso colombiano un régimen de relativa libertad para las transacciones corrientes y de control flexible para las de capital. Así se obtendría para el intercambio comercial el beneficio de la elasticidad precio de la demanda por exportaciones e importaciones, así como de una más eficiente asignación de recursos en la economía. Se evitarían de otra parte, bruscas oscilaciones en el movimiento de capitales; fenómeno propio de un país cuyos controles monetarios no son muy efectivos, cuyo sector externo es vulnerable y en donde por lo tanto, inciden fuertemente los factores psicológicos, imprevisibles y arbitrarios. Se reitera, sin embargo, que los controles al movimiento de capitales deben ser flexibles. En este orden de ideas no se entiende el sinnúmero de trabas para inversiones y reinversiones en Colombia y para la remesa de las utilidades, que nos coloca en clara desventaja frente a otros países del grupo andino. El control de cambios debe evitar operaciones especulativas, fuga de capitales, cargas excesivas para la balanza, pero no puede pretender convertirse en instrumento caprichoso de planificación de una economía basada fundamentalmente en la iniciativa privada.

Las ideas anteriores llevan a conclusiones que coinciden con dos observaciones fundamentales contenidas en la ponencia del doctor Wiesner: Una de carácter general y otra específica para el caso colombiano,

“La práctica general —dice— parece ser que el mercado indica la dirección del proceso de ajuste, pero la política económica dirige los pasos y las etapas del mismo”³.

“Lo realista sería para Colombia ir administrando una esperada y cambiante paridad en función del grado de inflación interna y externa, y de la mayor disciplina monetaria que se fuera adquiriendo”⁴.

Trata el ponente, simultáneamente con la automaticidad del proceso de ajuste, su velocidad. Según ya se anotó los dos problemas no están necesariamente vinculados. Por ello podría resultar ambigua la siguiente afirmación que se lee en la página 11 del ensayo:

³ Página 143.

⁴ Página 127.

“En el caso de aquellos países cuya capacidad de disciplina monetaria es mínima se podría argumentar que lo más recomendable sería el que se dejase al mercado el ajuste con el sector externo. Así, al menos, el proceso sería suave y no abrupto”.

Ello, sin embargo, no siempre ocurre así. Cuando cesó la intervención del Banco de la República en el mercado libre de divisas, en octubre de 1964, la cotización del dólar pasó de \$10.09 a \$14.36 en el corto lapso de 6 meses.

Quizás podría calificarse la afirmación de la ponencia, en el sentido de que si se deja operar al mercado **durante un tiempo más o menos prolongado y dentro de ciertos límites**, los ajustes cambiarios puede ser menos abruptos que en el caso de paridades fijadas esporádicamente por las autoridades monetarias, como ha ocurrido, por fortuna, desde la expedición del Decreto 444 de 1967.

En las secciones III y IV del marco teórico, sintetiza el ponente las teorías y los procesos del mecanismo de ajuste. Su aplicación al caso colombiano presenta extraordinarias complejidades y contradicciones que llevan en principio a preferir el enfoque de las elasticidades al monetario, pese a que este último parece prevalecer en la doctrina contemporánea y en la práctica de países más desarrollados, como lo indica el Dr. Wiesner.

En efecto, es imperativo, como lo afirma el autor en varios pasajes de su obra, promover y diversificar las exportaciones. Ello implica la conveniencia de una tasa de cambio flexible que se administre en función de las variaciones en el nivel interno de precios en comparación con los internacionales. De otra manera no será posible mantener la ventaja comparativa de nuestras exportaciones no tradicionales.

Naturalmente, este manejo no influirá significativamente en un incremento de las exportaciones de café, pues es conocida la baja elasticidad precio de la demanda del grano. Sin embargo, aquel permite mantener el ingreso en moneda nacional de los caficultores, en caso de baja de los precios internacionales.

Cuando dichos precios aumentan aceleradamente, como ocurrió en el segundo semestre de 1975, surge una contradicción entre el corto y el largo plazo, al cual se ha hecho referencia, pues en el corto plazo parecería aconsejable un menor ritmo de devaluación o aún una revaluación. Dada la amarga experiencia de crisis cambiarias en Colombia y la natural incertidumbre del mercado cafetero, parecería aconsejable optar por los intereses de largo plazo, que como queda dicho, sugieren la conveniencia de continuar un ritmo apreciable de devaluación. El estimularía, al mismo tiempo, el pago más rápido de las deudas externas, cuyo efecto monetario interno de contracción sería análogo al de transferencia de **stocks** financieros al exterior, pero sin debilitar la posición de reservas **netas de la nación**.

El exceso de ingreso cafetero puede congelarse a través de la retención, los impuestos a la exportación del grano y las tasas de cambio diferenciales. De lo contrario se aviva el proceso inflacionario y es preciso devaluar con mayor celeridad, creándose así un verdadero círculo vicioso.

Por cuanto hace referencia a la cuenta de capital de la balanza de pagos, no parece aconsejable buscar el equilibrio a través de cambios en las tenencias (*stocks*) de activos financieros domésticos por activos financieros externos, dada la debilidad cambiaria de Colombia, la necesidad de mantener una posición de reservas internacionales menos estrecha que la tradicional y la propensión de los residentes del país a conservar activos financieros en el exterior.

En torno a "Devaluación y Ajuste Cambiario" y "Conciliación de Ajuste Interno y Externo" que el autor analiza en las secciones IV y V del marco teórico, se formularán algunos comentarios al tratar del caso colombiano.

III. EL CASO COLOMBIANO

A. ALGUNAS SUGERENCIAS

En el punto primero de este escrito se destacaron los méritos de la exposición que hace el ponente de la historia cambiaria del país, entre 1948 y 1978. La versión final del documento, se vería enriquecida, sin embargo, con algunos pulimentos en la exposición de episodios y medidas; con la revisión de los antecedentes y alcances de algunas providencias y con un examen más minucioso de las cifras estadísticas, inclusive el empleo de modelos que permitan deducir indicadores más confiables para el análisis de lo ocurrido en ciertos lapsos.

Los pulimentos propuestos son ante todo de énfasis y prioridad en el relato. Especialmente útiles parecen en cuanto a los antecedentes de la Ley 83 de 1962, para destacar que el propósito inicial de esta norma fue establecer un impuesto de giros⁵ antes que distribuir el diferencial cambiario y que ese empeño fracasó porque es imposible devaluar a través de un Congreso. Asimismo, convendría hacer mayor énfasis en que el Decreto 2322 de 1965 buscó una devaluación a través de un sistema de tasas de cambio múltiples y que el proceso estaba consumado con el traslado de la práctica totalidad de los renglones del mercado preferencial al intermedio, cuando sobrevino la crisis cambiaria de 1966⁶.

⁵ Esto sólo se menciona en una nota de pie de página (p. 166 [112]).

⁶ A este punto se hace referencia no al tratar del Decreto 2322 y sus desarrollos (pp. 169ss.), sino al analizar el Decreto 444 de 1967 (p. 172 ss.).

Por cuanto a los antecedentes y alcances de algunas providencias, convendría revisar lo dicho sobre el decreto 1734 de 1964, en cuanto a fomento de las exportaciones no tradicionales, ya que los mecanismos allí previstos para tal fin no fueron la tasa de cambio (salvo para unos tres productos)⁷ sino la libertad de exportación, la posibilidad de garantizarla mediante contratos y un nuevo sistema de draw back.

Un segundo ejemplo de aspectos institucionales que convendría aclarar se encuentra en la página del escrito, cuya parte pertinente te dice:

“Con esta medida, Decreto 1709 de 1965⁸, se buscaba, aparentemente, evitar que la tasa de cambio del mercado libre halara hacia arriba y más rápidamente la tasa de cambio más baja de las exportaciones menores”.

Realmente la finalidad del Decreto 1709 fue disminuir las cuantiosas emisiones que el Banco de la República venía haciendo, al comprar las divisas provenientes de exportaciones no tradicionales a la tasa promedio del mercado libre durante la semana anterior y vendiéndolas luego a la cotización de los certificados de cambio; el promedio oscilaba alrededor de \$18.00, en tanto que el precio del certificado era de \$9.00. Resultaba así una pérdida para el Banco de la República de \$9.00 por cada dólar de exportación no tradicional que adquiriera. Este tema fue objeto de un agitado debate que se prolongó por varios meses y del cual existen numerosas constancias documentales.

En materia estadística, fuera de la necesidad de conciliar algunas cifras aparentemente disímiles de las memorias del Gerente del Banco de la República⁹ y de utilizar como indicador las reservas netas (ajustadas por atrasos de pagos cuando fuere menester) en vez de las brutas,¹⁰ convendría evaluar la política monetaria y su incidencia sobre el sector externo, en función del crédito interno neto del Banco de la República y no de los medios de pago, ya que estos pueden mostrar un crecimiento normal debido a una baja inconveniente en las reservas internacionales neta, originada en un exceso de

⁷ En la p. 167 parece sugerirse lo contrario.

⁸ Este decreto derogó la norma establecida desde la ley 10. de 1959, según la cual las divisas provenientes de exportaciones no tradicionales se adquirían por el Banco de la República a la tasa promedio del mercado libre registrada la semana anterior y autorizó a la Junta Monetaria para señalar el tipo de compra aplicable a las exportaciones menores. La Junta fijó dicha tasa en \$ 13.50, mediante Resolución 20 de 1965.

⁹ La balanza comercial que se usa en la monografía (Cuadro 6, p. 167) fue tomada del cuadro 115 (p. 188) del XLV y XLVI Informe Anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1968 y 1969, Segunda Parte, que se encuentra en discrepancia con la balanza comercial incluida en la balanza de pagos del cuadro 78 (p. 135) del mismo informe. Así, para 1964 la primera muestra un déficit de US\$ 38.2 millones, que el autor acoge (p.168), al paso que la segunda registra un superávit de US\$ 54.0 millones; diferencia tan grande no alcanza explicarse porque el cuadro 115 incluye importaciones CIF y el 78 FOB.

¹⁰ El autor utiliza estas últimas, que muchas veces no reflejan a plenitud la intensidad de la crisis (Cuadro 11, p. 186).

crédito interno del banco central, como ocurrió en 1963, lo cual no es ciertamente índice de buen manejo monetario, como podría deducir un lector poco familiarizado con los detalles de nuestra historia económica¹¹

B. LAS TRES ETAPAS DE LA HISTORIA CAMBIARIA DEL PAIS

En la historia cambiaria del país, durante los últimos veinte años, cabe distinguir tres etapas como lo hace el doctor Wiesner: La primera de crisis cambiarias recurrentes, que él denomina con propiedad "Ajuste bajo Paridad Fija" (1948-1967); la segunda de fortalecimiento sostenido de la balanza de pagos, por él llamada de "Ajuste bajo Cambio Flexible" (1967-1975); y la tercera de acelerado crecimiento de las reservas internacionales, que el autor analiza con el título "Ajuste bajo Superávit Cambiario" (1975-1978). Cabría además distinguir en el segundo de los períodos mencionados, el lapso comprendido entre 1972 y 1974 que se caracterizó por un uso acentuado del crédito externo por parte del gobierno nacional.

En las secciones siguientes se intentará un breve análisis de cada uno de dichos períodos, tomando como base el escrito de Wiesner Durán y formulando los comentarios del caso sobre aquel, cuando fuere menester.

C. CRISIS CAMBIARIAS RECURRENTES (1948-1967)

Haré énfasis en el lapso comprendido entre 1962 y 1967, que viví directamente. Analizaré, en primer término, las causas de las crisis y luego las políticas aplicadas para solucionarlas.

¹¹ En la página 166 del estudio donde se lee: "Durante el año de 1963 la aceleración de los medios de pago se produjo a un ritmo del 12.2%. En el sector externo se logró un equilibrio entre las compras de divisas (\$ 446.4 millones) y las autorizaciones para giros en Certificados de Cambio (\$ 443.0 millones de dólares). Sin embargo, se presentó un déficit de Balanza Comercial de \$ 59.4 millones de dólares". Esta afirmación merece varias cualificaciones. En primer término, si bien en 1963 el incremento de los medios de pago fue de 12.2% solamente, no es menos cierto que en ese año se registró una fuerte disminución en las reservas internacionales netas del Banco de la República (US\$ 32.5 millones, aproximadamente), circunstancia que actuó como poderoso factor de contracción monetaria. De no haber mediado éste, se habría registrado un incremento sin precedentes en la oferta monetaria. Y ciertamente, no era sano que las reservas cayeran en un momento en el cual su nivel era negativo; su disminución, en otras palabras, no constituía un factor adecuado de contracción monetaria. Han debido utilizarse otros. De allí que para exponer los desarrollos cambiarios y monetarios y para evaluar el resultado de las políticas aplicadas frente a ellas, sea indispensable examinar los factores primarios de expansión y de contracción que determinan el comportamiento de crédito interno neto del Banco de la República. De lo contrario, puede el lector llegar a conclusiones erróneas sobre las causas de la crisis y acerca del mayor o menor éxito con el cual se manejó la política financiera en un momento determinado. Y este asunto no es de poca monta. El problema interno se relaciona estrechamente con el sector externo de la economía, como lo anota el doctor Wiesner. De allí que deban considerarse simultánea y paralelamente los problemas de expansión del crédito interno y la variación de las reservas internacionales netas. Si en un momento determinado lo aconsejable es incrementarlas a través de un superávit de la balanza de pagos, no podría considerarse como un éxito de la política monetaria el aumento moderado de los medios de pago hecho a costa de una rebaja en su nivel. Por ello no consideré válidas las críticas hechas en un momento contra la Junta Monetaria, la cual acababa de substituir a la del Banco de la República en sus funciones, sobre la base de que en 1976 se había registrado un incremento mayor de los medios de pago 20.9%, pues en dicho año la pérdida de reservas fue solamente de US\$ 10.1 millones.

Razón tiene el ponente al señalar la dificultad que existe para distinguir entre causas y factores endógenos de un proceso cambiario. Distinguirlos netamente parece esfuerzo vano. De allí que el positivismo moderno prefiera explicar los fenómenos en términos de concomitancia, dejando de lado los esquemas de causalidad y los teleológicos que a éstos habían precedido.

Dentro de esta perspectiva, aparece asociado a las crisis cambiarias, casi siempre, una disminución más o menos drástica en el valor de las exportaciones de café; por ello puede considerarse como un factor constante que explica el fenómeno¹². Tal circunstancia no se refleja claramente en las series de precios del café "Manizales" en el exterior, empleadas en la ponencia¹³, pues obviamente depende también de los volúmenes exportados. Así, en 1961, la baja de precios fue mínima, al paso que el valor de las exportaciones cayó estruendosamente. En 1965 ocurrió algo similar. Estas circunstancias invitan a examinar con más detalle, en el futuro, la política de ventas de la Federación.

Otro factor que recuerdo haber hallado presente en las crisis cambiarias, fue un agudo incremento en la demanda de divisas, de carácter especulativo. Concretamente, él revestía la forma de una aceleración de pagos al exterior y de sustitución de activos financieros internos por activos externos. Ambos fenómenos se explican en términos de expectativas de alza en la tasa de cambio y de mayores restricciones cambiarias.

Sin embargo, a este respecto cabe preguntarse también si han intervenido factores de carácter monetario y por ende más fundamentales que los simplemente psicológicos. La respuesta es afirmativa. Una de las razones del fracaso de la devaluación de 1962 fue precisamente el extraordinario aumento del crédito interno neto del

¹² En cuanto a la crisis de 1961 a 1963, que vino gestándose desde el año 60, las cifras de exportaciones de café (FOB) fueron:

| Años | US\$ MM | Variación |
|------|---------|-----------|
| 1959 | 361.2 | |
| 1960 | 332.2 | -29.0 |
| 1961 | 307.8 | -24.4 |
| 1962 | 332.0 | +24.2 |
| 1963 | 303.0 | -29.0 |

La serie correspondiente a las crisis de 1965 a 1967 fueron:

| Años | US\$ MM | Variación |
|------|---------|-----------|
| 1964 | 394.2 | |
| 1965 | 343.9 | -50.3 |
| 1966 | 328.2 | -15.7 |
| 1967 | 322.4 | -5.8 |

FUENTE. Informe Gerente Banco República, 1968 y 1969, Segunda Parte, Cuadro 112, pp. 172-173.

¹³ Cuadro 2, página 151.

Banco de la República, en 1963 y en 1964, que ascendió a 25.2% y a 19.5%, respectivamente. Frente a estas magnitudes resultaron infructuosos los esfuerzos realizados en 1965 para detener la avalancha monetaria, reduciendo en 1.5% el crédito interno neto del banco central tal como puede apreciarse en el cuadro No. 1. También parece haber sido excesiva la expansión en 1966 (18.0%) y ello puede explicar, en parte, los descalabros cambiarios de ese año.

La relación entre desbordamiento monetario y crisis cambiaria no se aprecia con suficiente claridad en la ponencia. Ello obedece a que en ésta se toma la variación de los medios de pago para analizar su incidencia sobre la balanza de pagos. Pero según ya se anotó, tal enfoque resulta tautológico, por así decirlo, pues parte de la expansión inmoderada de los medios de pago puede haberse absorbido por una reducción en las reservas netas, originando serias perturbaciones cambiarias.

Cuáles han sido los factores primarios de expansión monetaria, determinantes del crecimiento inmoderado del crédito interno neto del Banco de la República, el cual a su turno ha contribuido a las crisis cambiarias, es un tema que exige una extensa investigación, más allá de los límites de este comentario.

En principio sólo puedo afirmar que en la crisis gestada en 1962 y 1963, que se desencadenó entre 1964 y 1965, la indisciplina monetaria fue general: déficit fiscal, financiamiento interno y externo a la Federación de Cafeteros, inoperancia de los encajes marginales establecidos para los bancos y múltiples líneas de crédito y redescuento para ellos.

Por cuanto a 1966 se refiere, un análisis superficial del resumen de las cuentas monetarias del Banco de la República muestra que la

CUADRO No. 1
BANCO DE LA REPUBLICA -- CREDITO INTERNO NETO 1962-1967
(\$ Millones)

| Años | (1) Activos | (2) Pasivos | (3) Billetes | (4) (2 - 3) | (5) Crédito Interno Neto | (6) Variación % |
|------|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------------------------|-----------------------|
| 1962 | 5.365 | 4.649 | 2.214 | 2.435 | 2.930 | — |
| 1963 | 5.839 | 4.832 | 2.661 | 2.171 | 3.668 | 25.2 |
| 1964 | 6.861 | 5.763 | 3.286 | 2.477 | 4.384 | 19.5 |
| 1965 | 8.010 | 7.456 | 3.764 | 3.692 | 4.318 | — 1.5 |
| 1966 | 8.747 | 7.894 | 4.242 | 3.652 | 5.095 | 18.0 |
| 1967 | 9.867 | 9.377 | 4.922 | 4.455 | 5.412 | 6.2 |

FUENTE: Informe Gerente Banco de la República, 1968-1969, Segunda Parte, Cuadros 16 y 9 — Variaciones calculadas por el autor.

causa de expansión primaria fue el crédito a la Federación de Cafeteros, que se amplió dramáticamente en cerca del 80.0%, al pasar de \$1.022 millones a \$1.838. Piénsese en la magnitud de estas cifras, en una época en la cual los billetes (desestacionalizados) andaban alrededor de \$3.023 millones solamente.

Esta última observación trae a la mente los resultados secundarios, pero no por ello menos graves, de una disminución en el valor de las exportaciones de café. Ella obliga a extender amplio crédito del Banco de la República a la Federación, para financiar existencias no exportadas, y reduce también los ingresos corrientes del gobierno nacional. En esta forma, las vicisitudes del mercado internacional del café no solamente son factor desestabilizante del sector externo de la economía, sino además de su situación interna.

También incidía frecuentemente en las crisis de cambio exterior el comportamiento de los salarios y los precios. Así, una de las causas principales del fracaso de la devaluación de 1962, fue el aumento general de salarios dispuesto en la Ley 1ª de 1963, el cual —si mi memoria no me falla— anduvo por las vecindades del 30%. Esta circunstancia, unida a malas cosechas y a la expansión ya anotada en el crédito interno neto del banco central, contribuyó al alza de casi 30% en el índice nacional de precios al consumidor empleados; en 1963.

Los problemas cambiarios de 1966 también pudieron tener alguna relación con el incremento de 14.8% y 13.3% registrado en el citado índice de precios, durante los años 1965 y 1966.

El último elemento que deseo mencionar como presente en épocas de dificultad cambiaria, es el cierre del crédito externo al gobierno nacional y al Banco de la República. Aunque poco humanitario es natural en el mundo de los negocios que al deudor en peligro de ruina no se le otorguen préstamos. Hace falta un concordato de acreedores en el cual se impongan condiciones para su rehabilitación, sólo hasta entonces se extenderá el anhelado financiamiento.

Así, en el año de 1965, fue menester estructurar y “vender” al Fondo Monetario Internacional —con la habilidad que para tales menesteres tiene mi brillante y respetado amigo el doctor Joaquín Vallejo— un plan de estabilización, encaminado a que reabriera sus arcas y con ellas las de otras entidades financieras públicas y privadas, a lo cual accedió finalmente el Fondo, luego de bastantes regateos y movido quizás por el remordimiento de conciencia que le causaba haber sido dicha entidad autora del plan de estabilización de 1963, que tan malos resultados produjo; entre ellos, una inmisericorde sangría de divisas de la Nación hacia el exterior, a través de su venta por el Banco de la República en el mercado libre, para sustentar una cotización irreal.

Más severa fue la actitud de las entidades financieras internacionales en 1966, cuando no quisieron prestar su concurso a Colombia y sugirieron a los bancos de Manhattan que se abstuvieran de hacerlo, no obstante que se trataba de sustentar la política de liberación de importaciones que ellas mismas habían prohijado y que estaba ya cercana al éxito. Ello desencadenó el enfrentamiento con el FMI, y el establecimiento del control de cambios en las postrimerías de 1966¹⁴.

Frente a las crisis cambiarias, algunos de cuyos impedimentos he sintetizado, ¿Qué acción tomar? ¿Qué mecanismos de ajuste utilizar? Las políticas monetarias que tan acertadamente sintetiza el doctor Wiesner en el marco teórico de su ponencia, resultaban ineficaces y posiblemente inconvenientes.

Reducir la oferta monetaria es empresa poco menos que imposible en la Colombia de hoy. Hay factores exógenos, que escapan al control de las autoridades monetarias, como el financiamiento a la Federación de Cafeteros, del cual ya se habló. Reducir los gastos de funcionamiento del gobierno nacional ha probado ser empeño infructuoso; limitar en forma drástica el crédito bancario puede afectar, real o supuestamente, los sectores productivos, con las consiguientes secuelas de baja producción y desempleo, que también se dan, agravado por problemas sociales, en caso de disminución de las inversiones públicas.

Substituir activos domésticos por externos para producir una contracción interna mediante el desplazamiento de stocks financieros era imposible porque la nación carecía de reservas internacionales. En aquella época el nivel de reservas netas del Banco de la República era negativo en cantidades que oscilaban entre US\$60 y US\$300 millones¹⁵. No había tela de donde cortar, según el dicho popular.

Igualmente ineficaces resultaban los controles. Claro que éstos se acentuaban para posponer el fatal desenlace de la crisis. Especialmente, se limitaban de manera drástica las importaciones, pero esta medida tenía efectos retardados, ya que transcurre algún tiempo entre la aprobación de las licencias para importar y el pago de las mercancías. Entre tanto, este último, se aceleraba ante la expectativa de

¹⁴ Decreto 2867 de 1966 (Noviembre).

¹⁵ La serie es la siguiente (US\$ MM):

| Años | Reservas Netas* |
|------|-----------------|
| 1962 | -79.4 |
| 1963 | -111.9 |
| 1964 | -122.0 |
| 1965 | -61.5 |
| 1966 | -194.8 |

FUENTE: Informe Gerente Banco de la República, 1968 y 1969, Segunda Parte, Cuadro 79 (p. 136).

* Cifras en 31 de diciembre, a la de 1966, se agregaron US\$ 200 millones de atrasos de pagos.

devaluación o restricciones, sin que la avalancha pudiera detenerse administrativamente porque ello, a más de violar el Acuerdo de Bretton Woods, suscrito por Colombia, y que ampara las transferencias corrientes, afectaría el crédito externo de la Nación ¹⁶.

Quedaba sólo la gran cirugía, la devaluación, necesaria y además aconsejada por los médicos del exterior como único recurso para poder usar del crédito externo.

Pero ha existido en el país —y para el caso en todas las naciones— una natural aversión a devaluar. Parte de ella responde a impulsos un tanto irracionales de soberanía. Hace poco tiempo cuando aconsejaba a funcionarios de algún Estado amigo la conveniencia de una devaluación, me contestaban que la paridad de su moneda era equiparable a la bandera nacional.

Al lado de esta consideración se encontraban, regresando al caso colombiano, razones de carácter político: a muchos centros de poder ciertamente no favorecía la devaluación: la industria era en buena parte importadora y deudora de divisas ¹⁷; los pocos exportadores no veían en la devaluación de la tasa de cambio principal un estímulo directo, pues sus divisas se liquidaban a tasas distintas y gozaban de otros estímulos; los cafeteros temían al diferencial cambiario, representado, por una tasa más baja que la principal y pensaban que el eventual aumento de aquella no compensaría el del costo de la vida; finalmente, los deudores en moneda extranjera temían un cambio abrupto de la paridad.

En cuanto a la clase media, a los trabajadores y a otros estamentos, existía la creencia de que la devaluación causaría un aumento igual en el costo de la vida, idea estimulada por los medios de comunicación. Esta preocupación no se justificaba desde el punto de vista estrictamente científico, especialmente dada la baja relación que existe en Colombia entre el monto de su comercio exterior y el PIB. Era explicable solamente porque la inflación y la devaluación se sucedían en cortos lapsos de tiempo: la primera forzaba a la segunda y esta última la estimulaba ligeramente. Además, porque la expansión monetaria previa al ajuste permitía un alza inmoderada de los precios, al amparo del clima de histeria colectiva, dentro del cual se desenvolvían los procesos de devaluación, clima enriquecido por la deficiente distribución del ingreso propia de nuestro país.

El temor a una devaluación abierta, la posponía y llevaba a las autoridades a encubrirla, bajo el velo de impuestos de giro o de tasas de cambio múltiples, complicando al máximo el sistema cambiario

¹⁶ No obstante, hubo retrasos pagos al exterior en 1964 (Resolución 53 de la Junta Monetaria) y en 1966, cuando se estableció el control de cambios.

¹⁷ Recuérdese que en 1963 las exportaciones no tradicionales ascendieron a US\$66.5 millones solamente.

con una tupida red de tasas de cambio, impuestos, regulaciones. Con el perdón de los señores académicos y de la distinguida lectora de este comentario, la situación trae a mi mente la época victoriana, con sus frondosas faldas que tantas historias y realidades ocultaban.

Las limitaciones técnicas de estas vías indirectas de ajuste llevaban finalmente a la devaluación abierta, algunas veces inferior a la tasa que efectivamente ya se había logrado. La oposición política había disminuido entretanto al haber podido cubrir, en buena parte, su posición de cambio exterior.

D. FORTALECIMIENTO SOSTENIDO DE LA BALANZA DE PAGOS (1967-1975)

Era evidente que una situación como la descrita en el punto anterior no podía mantenerse indefinidamente. Sus efectos eran altamente nocivos para la economía, dificultaban el desarrollo y sus mecanismos estaban gastados tanto intrínsecamente como ante la opinión pública. Era menester una revisión de las políticas y sistemas de cambio exterior del país.

El proceso fue coincidentalmente estimulado por la confrontación con el Fondo Monetario Internacional, que exigía devaluaciones masivas. Frente a esta posición se plantearon por el gobierno colombiano ideas que más tarde vinieron a formar parte del marco de las nuevas orientaciones cambiarias. En primer término, la inconveniencia de modificaciones abruptas en la tasa de cambio; en segundo lugar, el imperativo de crear un clima de estabilidad fiscal y monetaria que hiciera útil la devaluación y no un ejercicio anulado en poco tiempo por el desbordamiento de la oferta de dinero.

Algunos podrán estimar contradictorias estas últimas ideas con las debilidades que señalé al hablar de los instrumentos monetarios como sistema de ajuste. No existe realmente oposición de conceptos. Una cosa es que para mantener un relativo equilibrio interno se requiera una política monetaria sana y otra que a través de medidas monetarias pueda restablecerse el perdido equilibrio cambiario.

No habiéndose aceptado por las entidades financieras internacionales los razonables puntos de vista del gobierno nacional, procedió éste a instituir un control de cambios general, en una noche de noviembre del año de 1966. No quedaba otra alternativa, pues los recursos de cambio exterior del país se habían agotado en sustento de la política de liberación de importaciones. El control de cambios no fue, pues, un mecanismo de ajuste en el sentido exacto de la palabra, ni respondió a una orientación de política económica. Fue impuesto por los acontecimientos.

Pero era obvio que la situación no podía prolongarse indefinidamente: Importaciones prácticamente cerradas, moratoria de pagos

internacionales, prohibición legal de las transferencias de invisibles de la balanza, deterioro del crédito externo del país y parálisis de la actividad económica. Se sugirieron entonces dos fórmulas que constituían un regreso al pasado: Tasas de cambio múltiples y muy elevados recargos a los aranceles de aduana. Tuvo, sin embargo, el gobierno el acierto de rechazarlas por las razones expuestas en el numeral primero de esta sección y aplicarse a la búsqueda de soluciones nuevas.

Surgieron entonces las bases del Decreto 444 que se expidiera algunos meses después, el 22 de marzo de 1967. Conviene sintetizarlos porque se relacionan estrechamente con el marco teórico:

1. El mecanismo de ajuste sería la tasa de cambio, dadas las limitaciones de otros medios o la imposibilidad de aplicarlos.

2. Se optaría por un sistema de tasa de cambio flexible, que permitía atender las señales del mercado y al mismo tiempo evitar bruscas oscilaciones en el precio de las divisas.

3. El proceso de ajuste hacia la nueva paridad que exigían las condiciones ya reinantes en el país, no debería ser demasiado veloz, para evitar los fenómenos especulativos que habían sido propios del sistema de tasas de cambio fijas.

4. Logrado un relativo equilibrio era menester mantenerlo y afianzarlo a través de modificaciones graduales de la tasa de cambio.

5. Estas últimas se harían en función de la variación de los precios internos comparada con la de los internacionales; se adoptaba, así, un enfoque de elasticidades que permitiera fomentar las exportaciones no tradicionales, desestimular las importaciones y los gastos excesivos por servicios en el exterior.

6. La gradualidad del proceso inicial de ajuste exigía controles más o menos rigurosos sobre los cambios internacionales, para regular la oferta y la demanda de divisas. Pero el espíritu del Decreto 444 era el de confiar, cada vez más, en los mecanismos del mercado para determinar la paridad de la moneda.

7. Por otra parte, la experiencia negativa del mercado libre para el movimiento de capitales, había llevado desde 1965 a preparar un control de cambios, como se insinúa en algunas disposiciones del Decreto 2322 de ese año, las cuales exigieron el registro estadístico de las operaciones del mercado libre. Este es un aspecto sutil, que pasa generalmente desapercibido, incluso en el trabajo que comento. El sirvió de base para el control de cambios establecido en el Decreto 444, que es de carácter general.

8. Así pues, el control surgió tanto de la necesidad de moderar el desplazamiento de la tasa de cambio, como de controlar el movimiento de capitales. De otra parte, las disposiciones del estatuto cambia-

rio sobre el particular, son lo suficientemente amplias como para que el control se administre más o menos rigurosamente, según la situación cambiaria.

9. Al mismo tiempo, el Decreto 444 buscó estimular las exportaciones no tradicionales a través del Certificado de Abono Tributario —CAT— de la creación del Fondo de Promoción de Exportaciones y de otros medios. Adviértase, sin embargo, que el CAT se concibió como un instrumento transitorio; mientras culminaba el proceso de ajuste cambiario. Desarrollos recientes parecen indicar que el CAT es necesario aún con tasas de cambio que pudieran denominarse de equilibrio; podrá, desde luego, variar su nivel.

10. El CAT puede ser asimilado a una tasa de cambio diferencial, como también puede serlo el impuesto cafetero, en sentido contrario. Sin embargo, uno y otro carecen de la autonomía propia de las tasas de cambio, pues se vinculan a la paridad general de la moneda. En efecto, el Decreto 444 buscó eliminar las tasas de cambio múltiples y lograr una tasa de cambio unificada, para evitar operaciones especulativas y otras distorsiones.

Las características del estatuto cambiario, antes descritas, ponen de presente las virtudes de éste. Además, él permitió eliminar o al menos atenuar los factores políticos que se oponían, en el pasado, al ajuste de los desequilibrios externos. Su vigencia se ha prolongado mucho en el tiempo, sin modificaciones; las exportaciones no tradicionales han prosperado; se ha podido manejar, con mayor expedición, la política cafetera y ha habido un fortalecimiento sostenido de las reservas internacionales. Estos hechos hablan por sí mismos. No es ciertamente a mí a quien corresponde evaluar el estatuto cambiario, por la íntima vinculación que tuve en su gestación, redacción y expedición.

Para concluir esta sección se sugiere ampliar los comentarios de la ponencia sobre la relación entre el ajuste cambiario y ciertos aspectos financieros, como la utilización del crédito externo y la tasa de interés. Ya se observó que durante parte del período que se analiza hubo un apreciable endeudamiento externo del gobierno, que no parecía justificarse cuando crecían las reservas internacionales; esta anotación se relaciona con el movimiento de stocks como mecanismo de ajuste. Por cuanto a la tasa de interés se refiere, parece inconveniente su control artificial, pero su reducción mediante una disminución de la demanda de dinero proveniente de menores expectativas de inflación, puede contribuir, junto con un ritmo más acelerado de devaluación, a disminuir la afluencia de capital hacia el país, lo cual ayudará al equilibrio.

E. CRECIMIENTO ACELERADO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES (1975-1977)

El aumento de los precios internacionales del café trajo como consecuencia un incremento notable en los ingresos corrientes de la balanza de pagos y en las reservas internacionales. Nada malo hay en que esto haya ocurrido y quizás en tal sentido podrían precisarse algunas afirmaciones de la ponencia, especialmente aquella en la cual se lamenta el autor de que la llamada bonanza cafetera haya debilitado la diversificación de nuestras exportaciones.

Lo malo ha estado en que los precios internos de compra del café por la Federación se hayan elevado casi paralelamente, registrándose aumentos de casi 200% entre junio de 1975 y diciembre de 1976. Es esto lo que realmente ha desatado el proceso inflacionario, tanto por la expansión monetaria que implica, cuanto por la elevada propensión a consumir de los caficultores.

Al menos durante una parte del período que comento, el aumento de las reservas se ha visto acelerado por un incremento del endeudamiento externo y en general por flujos de capital hacia Colombia, estimulados por las altas tasas de interés que contrastan con el costo efectivo del dinero en el exterior para los residentes de Colombia, uno de cuyos componentes es la tasa de devaluación. En la medida en la cual ésta ha disminuido, la transferencia de capital ha aumentado, pese a las medidas administrativas de restricción al endeudamiento externo y aceleración de pagos al exterior.

Por la razón expuesta al final del párrafo anterior, y teniendo en cuenta el imperativo de promover las exportaciones no tradicionales cuyo comportamiento ha sido desalentador en los últimos años, conviene mantener un ritmo más acelerado de devaluación.

F. EL FUTURO

Dedica el ponente la última sección de su monografía a lo que puede ocurrir en los próximos dos o tres años. Aunque en materia cambiaria son difíciles las predicciones, sintetizaré brevemente mi pensamiento sobre el particular, cotejándolo con el del doctor Wiesner.

Proyecciones que he realizado indican que las reservas internacionales netas continuarán aumentando hasta 1979 y posiblemente también en 1980, ya que el proceso de recuperación de la economía mundial ha sido menos intenso pero más dilatado de lo que se creía inicialmente. Aún si en 1980 disminuyen las reservas, su monto sería suficiente para atender 8 meses de egresos corrientes de la balanza cambiaria, cuando el margen de seguridad es de unos 3 meses solamente. A estos resultados alentadores se llega aún teniendo en cuenta el incremento en las importaciones de petróleo y refinados y sin

contar con el equilibrio que ellas puedan tener a través de la exportación de gas natural.

No obstante lo anterior sería desaconsejable revaluar el peso por sus efectos negativos sobre las exportaciones no tradicionales. Ellos no podrían compensarse con subsidios excesivos que recargan el presupuesto nacional y pueden considerarse prácticas comerciales desleales por otros países. Por el contrario, la devaluación debe acelerarse para reactivar las exportaciones no tradicionales y para evitar el excesivo endeudamiento externo que expande los medios de pago y crea presiones inflacionarias adicionales.

Tampoco conviene eliminar el control de cambios, por las razones expuestas al hablar del marco teórico y del Decreto 444 de 1967. Es aconsejable sí, administrarlo con flexibilidad dada la abundancia de divisas, con lo cual no solamente se contribuirá al equilibrio sino a mantener una posición competitiva en materia de inversiones extranjeras, frente a otros países del Grupo Andino.

Comentarios

Hugo Palacios Mejía

INTRODUCCION: MERITO Y LOGROS DE LA CONTINUIDAD

Debo resaltar, en primer término, cómo este trabajo de Eduardo Wiesner tiene el mérito de continuar un esfuerzo intelectual muy brillante. Wiesner ha sido quizá quien, con mayor constancia, ha dedicado su tiempo al estudio de la situación cambiaria colombiana nacida de la bonanza cafetera. No es de extrañar, por ello, que haya alcanzado ya una afortunada sistematización de los conceptos y los problemas asociados con el financiamiento externo de nuestra economía; ni que, por ello, las recomendaciones que formula merezcan la mayor atención y estudio. Ni sobra anotar que la lectura de sus trabajos es particularmente provechosa, porque siempre tiene el cuidado de explicar en forma clara y erudita el marco académico del problema, antes de exponer cómo las políticas y los resultados se ajustan a aquel.

I. UNA VISION OPTIMISTA Y CONSTRUCTIVA

Según Wiesner, toda la política externa del país debe, en este momento, construirse sobre la hipótesis de precios descendentes del café y de reducción en el ritmo de crecimiento de las reservas internacionales.

Sin embargo, y aunque parezca paradójico, encuentro que el trabajo de Wiesner es optimista, en el sentido de que afirma que el país, por vez primera en muchos años, está preparado para afrontar esta situación. Preparado, en cuanto dispone de un nivel de reservas monetarias y cafeteras sin precedentes en la historia. Y en cuanto dispone, quizá, de una experiencia y de unas instituciones que pueden permitirle aprovechar aquellas para forjar una política externa

de largo plazo. El planteamiento de Wiesner contrasta con los análisis que se han hecho en los últimos cuatro años sobre la economía del país, análisis en los cuales, casi de manera uniforme, se ha señalado su impreparación para asimilar los desafíos y los problemas de la bonanza cafetera. La hiperbonanza ha pasado; el futuro, sin embargo, a la luz de los términos históricos de comparación, es todavía de bonanza. Halaga observar que surge ya un sentimiento de seguridad acerca de la aptitud colombiana para manejar, sin grandes traumatismos, el futuro cambiario.

II. ASPECTOS CONCEPTUALES

A. DIFICULTADES DEL CONCEPTO DE EQUILIBRIO

No sobra advertir que una de las grandes dificultades que enfrenta cualquier persona que asuma la tarea de Eduardo Wiesner consiste en trabajar con el concepto de "equilibrio en el sector externo". La interpretación más sencilla de ese concepto lleva a pensar en políticas económicas que obtienen una igualdad, en el largo plazo, entre las transacciones autónomas de importación y exportación. Debe recordarse, sin embargo, que el sector externo puede producir alteraciones sustanciales en el Producto Nacional y que, por lo tanto, el concepto de equilibrio puede variar en función de las metas y de la estrategia de crecimiento adoptadas por el país. De hecho, el énfasis puesto por Wiesner en la defensa de la situación de reservas que posee el país sugiere las ventajas de planear la política económica desde una posición inicial de desequilibrio. Valga este comentario únicamente para destacar la enorme complejidad del asunto tratado por el doctor Wiesner, y la necesidad, que él subraya, de que el país dedique más esfuerzos a la investigación de este problema.

B. LA PERSPECTIVA INTERNACIONAL

El doctor Wiesner formula su principal hipótesis, descenso en el ritmo de acumulación de reservas, con base ante todo en las expectativas de precio del café. En mi sentir, habría sido útil también alguna referencia a las perspectivas económicas internacionales. Existen serios indicios de que el mundo se encamina hacia una recesión similar a la de los años 74 y 75. De ello ser cierto, la hipótesis de Wiesner podría operar con caracteres más agudos que los previstos por él.

Wiesner registra cómo las exportaciones de café han demostrado tener una alta elasticidad precio; sin embargo, un receso mundial podría reforzar el problema cafetero vía la elasticidad ingreso, y afectar aún más la evolución de nuestras exportaciones no tradicionales.

C. EL PROBLEMA PRESUPUESTAL

Como Wiesner anota correctamente, la experiencia del país revela que muchos desequilibrios monetarios resultaron de situaciones deficitarias en las finanzas públicas. Y esos desequilibrios pueden ocasionar, a su vez, tensiones incontrolables en la situación cambiaria.

Por ello considero que si el país está abocado a continuar con una política de devaluación real, debe estudiarse en forma preferente el impacto que ello tendría sobre el Presupuesto. Como es bien sabido, el servicio de la deuda pública y el costo del dólar petrolero resultan agravados con la política mencionada. Hay otros factores que nos inducen a preocuparnos por el desarrollo fiscal del inmediato futuro. Por ejemplo, las reformas tributarias de 1977, que pueden haber abierto nuevas brechas para la evasión y que, sin duda, reducirán la elasticidad ingreso del sistema. Unida a ellas, la nacionalización de la enseñanza, y algunos problemas endémicos de nuestras finanzas públicas, llevan al país hacia una grave crisis presupuestal. El déficit fiscal podría alimentar de nuevo la inflación y alterar la viabilidad de la política formulada por Wiesner y obligar al país, de nuevo, a renunciar a las metas de largo plazo en obsequio a las urgencias de la coyuntura. El esquema planteado por Wiesner no estará completo mientras no incluya una respuesta a las inquietudes presupuestales que he expuesto.

D. LOS PROBLEMAS ADMINISTRATIVOS

Creo, también, que quienes avancen en el trabajo adelantado por Wiesner acerca de la reciente experiencia del país, deben introducir un exámen sobre el efecto del régimen de licencias y registros existentes. Tal régimen, y los problemas administrativos inherentes a él, contribuyeron en mi sentir de modo definitivo a fijar la política que las autoridades adoptaron. Existe en esta materia un factor limitante muy rígido, que puede desvirtuar la aplicabilidad de varias de las alternativas teóricas de que el país dispone para el manejo de su sector externo.

III. LA GRAN EXPERIENCIA: EL FINANCIAMIENTO CAFETERO

Uno de los aspectos mejor logrados en el trabajo de Wiesner consiste en subrayar de qué modo el análisis de los efectos del cambio en el ingreso de los cafeteros, ha distorsionado la política cambiaria.

Wiesner, sin embargo, no enuncia más alternativa que una de muy largo plazo: disminuir el peso relativo de las exportaciones de café dentro del conjunto de nuestra balanza comercial. Creo sin embargo, con todo respeto, que hace falta explorar mecanismos de acción más inmediata para tratar este problema.

En el fondo, con cualquier nombre que se le dé, la reducción del ingreso que deberían obtener los cafeteros si el precio interno reflejara directamente el precio en el exterior, equivale a un tributo. Esa es, entre otras, la función del impuesto ad valorem y de la retención cafetera. Estos instrumentos, sin embargo, tienen ciertos límites, y cuando el gravámen implícito en ellos alcanza un nivel muy alto, dan origen al contrabando.

Por ello me atrevo a sugerir la conveniencia de estudiar si el sistema de renta presuntiva, unido a algún mecanismo de retención en la fuente, podría emplearse en reemplazo o en combinación con los sistemas tradicionales para afrontar este problema. Los avances que el país ha realizado en materia de levantamientos catastrales podrían favorecer esta iniciativa, y la presunción de renta, y la eventual retención, harían que el caficultor tomara interés en establecer la magnitud real de sus operaciones. Si el porcentaje presuntivo fuera variable, podría adecuarse a las necesidades de la política anti-inflacionaria.

Creo, por supuesto que, a diferencia de lo que han propuesto hace poco destacados dirigentes nacionales, el producto de los impuestos cafeteros, cuando haya de ser invertido, debe beneficiar en forma especialísima, a los habitantes de las zonas cafeteras.

En la misma forma, la experiencia histórica sugiere que no se ha hecho un esfuerzo suficiente para asegurar que el sector cafetero obtenga financiamiento no inflacionario al adquirir la cosecha. La existencia de un grupo financiero de tanta importancia como el que posee el sector habría permitido, quizás, abrigar la esperanza de que surgiera algún sistema o alguna iniciativa al respecto. Pero, supongo, la débil estructura de nuestro mercado de capitales debió dificultar el hallazgo de una solución. Aunque quizá, la facilidad garantizada de acceso al crédito del Banco de la República contribuya a explicar el fenómeno. En todo caso, el experimento de los Certificados de Cambio, con todos sus problemas, puede tener la ventaja de haber señalado el camino hacia un tipo de solución financiera menos traumática que las conocidas.

IV. LAS SOLUCIONES

En síntesis, Wiesner señala que el futuro previsible debe manejarse con un régimen de control de cambios; manteniendo, con reformas, el sistema de Certificados de Cambio hasta que sea evidente que la inflación ha cedido; procurando mantener un nivel de reservas capaz de prevenir sobresaltos, y devaluando en tal manera que las exportaciones no tradicionales puedan neutralizar el impacto de las variaciones en el precio externo del café.

En varias oportunidades Wiesner desecha el planteamiento según el cual la devaluación ocasiona inflación, y se inclina, más bien, por la alternativa opuesta: que el alza de los precios internos ocasiona el aumento en el precio de las monedas extranjeras. Por supuesto, esta materia puede llevar a una controversia interminable. Por considerar, sin embargo, que el alza en el precio de la divisa desvía la demanda interna hacia factores de producción necesarios para producir los bienes que resulta demasiado oneroso importar, y aumenta la demanda por los factores que sea preciso incorporar a los nuevos bienes exportables, creo que sí produce un efecto inflacionario. El impacto de la devaluación sobre los salarios reales y sobre las finanzas públicas me preocupa también. Y por eso, normalmente, no estaría inclinado a compartir la recomendación de continuar devaluando cuando el país dispone de un alto nivel de reservas y cuando padece todavía de presiones inflacionarias.

Si, pese a ello comparto, en general, las soluciones sugeridas por Wiesner, se debe ante todo a su diagnóstico del futuro cafetero, agravado, como señalé, por las perspectivas de una recesión en el mundo, y porque Wiesner urge, simultáneamente, el control sobre las demás causas de la inflación.

Creo, finalmente, oportuno hacer algunas precisiones respecto a los planteamientos de Wiesner sobre Control de Cambios y Certificados.

A. EL CONTROL DE CAMBIOS

En términos generales, el sistema de control de cambios ha sido eficaz. Gracias a él, el país dispone de una herramienta institucional de gran valor para épocas de crisis cambiaria, y para reducir los movimientos puramente especulativos de capitales. El control de cambios, unido al control de importaciones, asegura un uso más racional de nuestros recursos de divisas. Y es muy útil para asegurar que el sistema tributario produzca sus propósitos de redistribución del ingreso. Además, los colombianos nos hemos acostumbrado a él; es un factor de disciplina social que no podemos abandonar.

Sin embargo, creo que la experiencia reciente demuestra que el sistema es demasiado rígido. En otras palabras, debería de ser reformado para que, en coyunturas de excepción y dentro de límites precisos, las autoridades cambiarias tuvieran más alternativas; para que, por ejemplo, no fuese necesario monetizar de inmediato toda la moneda extranjera adquirida por los nacionales del país. Algunas reformas, hechas con el debido cuidado, pueden aumentar sin duda la eficacia del control de cambios; porque es claro que las lecciones de la bonanza cafetera no podían haber sido previstas en 1967.

B. LOS CERTIFICADOS DECAMBIO

Esas reformas, entre otras cosas, deben servir para evitar que el sistema de Certificados de Cambio se convierta en una respuesta obligada a toda coyuntura de aumento súbito y masivo de reservas.

Porque, en verdad, el sistema de los Certificados tiene múltiples desventajas. Pese a las medidas compensatorias que se intentaron, su impacto sobre las exportaciones no tradicionales ha sido nocivo. Sus efectos sobre el ahorro destinado a vivienda han contrariado los propósitos anti-inflacionarios del Gobierno. El mercado de capitales ha sufrido grave distorsión. Y, quizá lo más grave de todo, el objetivo de redistribuir el ingreso a través de la política tributaria se ha visto menguado, pues estos papeles han sido herramienta principalísima de evasión. Es cierto, como dice Wiesner que, mientras no desaparezca sustancialmente la tendencia inflacionaria que ha vivido el país, no es posible pensar en el desmonte acelerado de este sistema. Pero creo que algunos de sus efectos han sido tan nocivos que es preciso desarrollar alternativas, como parte de la ganancia institucional que el país debe heredar de la bonanza.

V. CONCLUSIONES

El trabajo de Eduardo Wiesner destaca cómo, por vez primera en muchos años, el país dispone de una situación de reservas y de un acervo institucional capaz de permitir un manejo de la política cambiaria acorde con los objetivos de desarrollo de largo plazo. La hipótesis central, que parece correcta, es la de una disminución en el ritmo de crecimiento de nuestras reservas. Por ello, y para diversificar el sector externo de nuestra economía, recomienda realizar una devaluación real y defender, en lo posible, un nivel de reservas que garantice autonomía en el manejo del sector externo.

Las juiciosas observaciones del doctor Wiesner deben complementarse con estudios más detallados sobre el efecto de la devaluación en el presupuesto del sector público, sobre los mecanismos de financiamiento y de tributación del sector cafetero, y sobre reformas del estatuto cambiario encaminadas a reducir el impacto monetario de la acumulación de reservas y el uso a los Certificados de Cambios.

Capítulo IV

La Bonanza Cafetera: Su Distribución y Manejo

*Antonio Hernández G.
Rudolf Hommes R.*

Comentarios

*Jorge Méndez M.
Roberto Junguito Bonnet*

Antonio Hernández G.

Rudolf Hommes R.

INTRODUCCION

El propósito fundamental de este trabajo consiste en la cuantificación de los ingresos adicionales obtenidos por el sector cafetero y el gobierno a consecuencia de los mayores precios que se registraron en los mercados mundiales a partir de julio de 1975. Para este propósito el trabajo desarrolla inicialmente un marco conceptual, que define la bonanza cafetera en términos de la diferencia entre los ingresos obtenidos por los diferentes sectores y los ingresos esperados en condiciones de escasez de oferta, y a partir de él cuantifica la distribución de los beneficios.

Con posterioridad a ello se hace un análisis de las políticas coyunturales que se prosiguieron para hacerle frente al fenómeno y la coherencia de las mismas.

Quisiéramos agradecer a los doctores Eduardo Wiesner y Morris Harf los comentarios que nos hicieron en la etapa de formulación del plan de trabajo.

Igualmente agradecemos a la Fundación de Investigaciones Económicas y Sociales (FINES) y a Plann-Centro Latinoamericano y del Caribe para Estudios Sociales— el apoyo logístico e institucional que nos brindaron para la realización del trabajo.

No sobra añadir que la formulación, análisis y conclusiones de este esfuerzo son de responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen a las entidades a las cuales prestan sus servicios.

I. LA BONANZA CAFETERA: CUANTIFICACION Y DISTRIBUCION

A. DEFINICION

En el período comprendido entre enero de 1963 y junio de 1975, los precios del café (en valor constante de 1975) se mantuvieron dentro de una franja que va desde los 65 centavos de dólar por libra, a los 102 centavos por libra (apéndice 1). Con probabilidad muy pequeña de error (del orden del 1%) podemos afirmar que hasta junio de 1975, el nivel normal de los precios de café, en valor constante de 1975, era inferior a los US\$.994 por libra, precio que en esa época se podría considerar como el nivel máximo normal dentro de la posible distribución de precios de café colombiano en el mercado de Nueva York.

Como se muestra en el apéndice 1, se han identificado dos niveles de precios en el mercado de café en términos constantes: de un lado, cuando las condiciones del mercado han sido favorables a los productores (mercado de vendedores), los precios se han movido dentro de una distribución cuya media es de US\$.8958 en valor constante de 1975; de otro, cuando las condiciones del mercado han sido favorables a los tostadores e intermediarios del extranjero (mercado de compradores), los precios se han movido dentro de una distribución centrada alrededor de una media de US\$.7363 en valor constante de 1975.

Dada la evidencia empírica histórica, era de esperar que la helada del Brasil en 1975 propiciara condiciones de un mercado de vendedores, en el que el nivel normal de precios hubiera sido cercano a US\$.8958, el valor esperado de los precios del café en dicho mercado¹. Es decir, que el precio normal esperado en julio de 1975 como consecuencia de la helada que provocó lo que ahora conocemos como la "bonanza cafetera" debería haber sido de US\$.8958. En esta forma, cualquier variación del precio por encima de ese nivel (en términos constantes), se puede considerar como ganancia adicional o bonanza, pues está por encima de lo esperado. Sin embargo, dichas variaciones no constituyen estrictamente un "windfall" en la medida en que el precio no supere el nivel de US\$.994 que hemos escogido como la cota máxima para lo que puede considerarse como precio normal².

Así la variación entre el precio esperado y cualquier precio superior a éste, pero inferior a la cota máxima, produce una "bonanza"

¹ La hipótesis subyacente en esta definición es que el precio del café se había movido hasta Junio de 1975 en el mercado de vendedores dentro de una distribución estable, con media US\$.8958 y en el mercado de compradores con una distribución estable con media US\$.7363.

² La escogencia de US\$.994 como cota máxima es arbitraria, y corresponde a la probabilidad de 1% de que el precio sea superior a ese nivel, dado que se mueve dentro de una distribución de probabilidad normal, con media $P \times US$.895$ y desviación típica = US\$.0417.

pero no un "windfall". Por el contrario, si el precio supera la cuota máxima, se produce un evento improbable, lo que sí genera ganancia ocasional, que para efectos de este trabajo se mide como la diferencia entre el precio observado y la cuota máxima. En términos simbólicos, la definición de la "bonanza cafetera" se puede expresar así (todos los precios en dólares de 1975 en libras de café):

$$\begin{aligned} \text{Bonanza} &= P_m - P_m^e \\ \text{Variación Normal} &= \begin{cases} P_m - P_m^e & \text{si } P_m < P_m^L \\ P_m^L - P_m^e & \text{si } P_m \geq P_m^L \end{cases} \\ \text{Ganancia Ocasional} &= \begin{cases} P_m - P_m^L & \text{si } P_m > P_m^L \\ 0 & \text{si } P_m \leq P_m^L \end{cases} \end{aligned}$$

donde $P_m^e = .8958$ es el precio esperado en un mercado de vendedores, P_m es el precio de mercado y $P_m^L = .994$ es el precio máximo "normal".

Cabe advertir que esta definición de bonanza mide solamente las variaciones de precios por encima de los niveles que se hubieran esperado una vez conocida la noticia de los efectos de la helada de 1975. Otra definición de bonanza incluiría los ingresos adicionales que corresponden a que los precios del café venían moviéndose en un mercado de compradores con anterioridad a julio de 1975 y que en esa época los pronósticos de precios indicaban que las condiciones de mercado de compradores prevalecían por un buen tiempo en la ausencia de un fenómeno exógeno como fue la helada de 1975.

La decisión de escoger la definición más restrictiva de "bonanza" obedeció a la consideración de que la economía estaba acostumbrada, como lo hizo en varios períodos anteriores, a absorber los beneficios de un mercado de vendedores, pero no había tenido experiencia frente a excedentes como los que aquí se definen como bonanza y cuyo manejo pretene analizar este estudio.

La definición de "bonanza" se da por demás en precios unitarios constantes de 1975. Este año se escogió como base por ninguna otra razón que la de ser el año en el que se inicia el fenómeno de bonanza. Fue necesario expresar los precios en valor constante, en primer lugar para estandarizar la base de comparación, y además porque el valor constante está implícito en la definición de bonanza. Mal podríamos adjudicarle categoría de bonanza a una variación de precios que no hace otra cosa que mantener fijos los términos de intercambio.

Desde el punto de vista teórico, el índice más apropiado para efectos de estandarizar los precios manteniendo constantes los términos de intercambio sería un índice basado en la canasta de importaciones en DEG de los países productores de café. Sin embargo, el ejercicio

de construir un índice de esas características puede contribuir muy poco a las conclusiones de este trabajo y bastante al esfuerzo de los investigadores. Por ese motivo se escogió como **proxy** el Índice Total de Precios al por Mayor en el Comercio de Estados Unidos.

B. OTRAS DEFINICIONES: LA DISTRIBUCION SECTORIAL

1. La Bonanza del Gobierno

El gobierno recibe el impuesto **ad-valorem** t_n como porcentaje de las exportaciones de café al precio de reintegro Pr al que se registre la exportación³. El reintegro esperado en un mercado de vendedores se define como el precio de mercado esperado menos el margen normal para cubrir los costos de los exportadores en moneda extranjera, que es del orden de US\$7.50 por saco de 70 kilos (o sea de US\$.0487 por libra exportada). Claramente, esta definición corresponde a la estrategia histórica de maximizar el ingreso de divisas del país.

En la misma forma en que definimos la bonanza total, la bonanza del gobierno tiene dos componentes: la ganancia ocasional, o sea el impuesto adicional que se deriva de niveles del reintegro superiores al que correspondería a un precio externo normal máximo (Pm^L), y la ganancia normal que se deriva de movimientos del reintegro por encima del nivel esperado, pero sin exceder la cota máxima. Así, se puede definir simbólicamente la bonanza del gobierno en los siguientes términos (todos los precios en dólares de 1975 por libra de café):

$$\begin{aligned} \text{Bonanza del gobierno} &= (Pr - Pr^e) t_n \\ \text{Variación Normal} &= \begin{cases} (Pr - Pr^e) t_n & \text{si } Pr \leq Pr^L \\ (Pr^L - Pr^e) t_n & \text{si } Pr > Pr^L \end{cases} \\ \text{Ganancia Ocasional} &= \begin{cases} (Pr - Pr^L) t_n & \text{si } Pr > Pr^L \\ 0 & \text{si } Pr \leq Pr^L \end{cases} \end{aligned}$$

donde: $Pr^e = Pm^e - .0487$, es el nivel esperado del reintegro

$Pr^L = Pm^L - .0487$, es el nivel máximo normal

Pr es el nivel del reintegro, y

t_n es la tasa porcentual del impuesto **ad-valorem**

2. Bonanza del Gremio Cafetero

Para efectos de la definición, la bonanza del gremio cafetero tiene dos componentes: lo que corresponde al Fondo Nacional del Café por concepto de la retención y lo que corresponde a la Federación Nacional de Cafeteros como exportador. Esta última se discutirá en la sección correspondiente a la bonanza de los exportadores.

³ Empíricamente, Pr es un precio ponderado que resulta de dividir el valor registrado de las exportaciones por la cantidad exportada.

El Fondo Nacional del Café recibe la retención para efectos de estabilizar el precio interno y para poder garantizar el adecuado abastecimiento del mercado internacional. De acuerdo con nuestra definición de bonanza, la que le corresponde al Fondo Nacional del Café proviene de la retención adicional (en especie o en dinero) que capta por encima de lo que sería el nivel esperado de la retención en condiciones de un mercado externo de vendedores. La retención esperada se define como la diferencia en dólares de 1975 entre un valor que corresponde al reintegro menos el impuesto *ad-valorem* y el precio interno y deduciendo de esta cantidad un margen del 4.5% sobre el valor del reintegro para cubrir los gastos y las utilidades internas del exportador. El precio interno esperado se calculó en dólares de 1975 con la fórmula acordada en junio de 1972 entre el gobierno y el gremio cafetero (en esa época se encontraban los precios en las primeras etapas de un mercado de vendedores como consecuencia de la helada en el Paraná en Junio de 1972). Para esta fórmula se utilizó como precio de referencia el nivel discriminante de US\$.816 por libra entre mercados de compradores y vendedores, que en dólares de 1975 corresponde aproximadamente al precio básico de US\$.54 por libra de 1972, y como precio de base el precio interno de julio de 1975 así:

$$\text{Bonanza del Gremio Cafetero} = (\text{Pr} - \text{Pr}^e) (1 - t_n - .045) - \text{Pi} + \text{Pi}^e$$

$$\begin{aligned} \text{Variación Normal} &= (\text{Pr} - \text{Pr}^e) (1 - t_n - .045) - \text{Pi} + \text{Pi}^e \quad \text{si } \text{Pr} \leq \text{Pr}^L \\ &= (\text{Pr}^L - \text{Pr}^e) (1 - t_n - .045) - \text{Pi}^L + \text{Pi}^e \quad \text{si } \text{Pr} > \text{Pr}^L \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Ganancia Ocasional} &= (\text{Pr} - \text{Pr}^L) (1 - t_n - .045) - \text{Pi} + \text{Pi}^L \quad \text{si } \text{Pr} > \text{Pr}^L \\ &= 0 \quad \text{si } \text{Pr} \leq \text{Pr}^L \end{aligned}$$

donde: $\text{Pi}^e = .44 + .35 (\text{Pm}^e - .816)$, es el precio interno esperado

y Pi = es el precio interno

A esta bonanza hay que sumarle la de la Federación Nacional de Cafeteros en su condición de exportador.

3. Bonanza de los Exportadores

La bonanza de los exportadores se define también como la utilidad adicional que obtuvieron como consecuencia de la elevación de los

precios del mercado internacional. Esto es, la diferencia entre la utilidad realizada ($P_m - P_r + .045 P_r$) y la utilidad normal ($P_m^e - P_r^e + .045 P_r^e$).

También, como en los casos anteriores esta bonanza se divide entre la variación normal en el mercado de vendedores y la ganancia ocasional:

$$\text{Bonanza de los exportadores} = (P_m - P_r) - (P_m^e - P_r^e) + .045 (P_r - P_r^e)$$

$$\begin{aligned} \text{Ganancia Normal} &= (P_m - P_r) - (P_m^e - P_r^e) + .045 (P_r - P_r^e) \\ &\quad \text{si } P_m \leq P_m^L \\ &= (P_m^L - P_r^L) - (P_m^e - P_r^e) + .045 (P_r^L - P_r^e) \\ &\quad \text{si } P_m > P_m^L \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Ganancia Ocasional} &= (P_m - P_r) - (P_m^L - P_r^L) + .045 (P_r - P_r^L) \\ &\quad \text{si } P_m > P_m^L \\ &\quad \text{si } P_m \leq P_m^L \end{aligned}$$

Cabe advertir que en estas definiciones no se incluyen las bonificaciones que le otorga la Federación de Cafeteros a los compradores de café para obtener cotizaciones para el café colombiano superiores a las de los cafés centroamericanos. Ello hace que nuestra definición subestime la bonanza de los exportadores, ya que en épocas de escasez relativa del grano la bonificación debe ser inferior a la que se otorgue en épocas normales⁴.

4. Bonanza de los Productores

La bonanza de los productores se reparte así:

$$\begin{aligned} \text{Bonanza de los Productores} &= P_i - P_i^e \\ \text{Variación Normal} &= P_i - P_i^e && \text{si } P_i \leq P_i^L \\ &= P_i^L - P_i^e && \text{si } P_i > P_i^L \\ \text{Ganancia Ocasional} &= P_i - P_i^L && \text{si } P_i > P_i^L \\ &= 0 && \text{si } P_i \leq P_i^L \end{aligned}$$

⁴ La política de bonificaciones obedece a una estrategia que tiende a maximizar el ingreso de divisas al país. En épocas en las que hay oferta suficiente, el país cambia un bien escaso (las divisas) por café. Sin embargo, en los últimos dos años el café ha sido también un bien escaso, de tal forma que la bonificación debe ser menor que en épocas normales.

C. UNA NOTA SOBRE LAS CANTIDADES EXPORTADAS

En todas nuestras definiciones de bonanza, total y por sectores, nos hemos referido exclusivamente a las variaciones en los precios. Estrictamente, una definición de bonanza debería incluir también el efecto del incremento de los precios sobre la cantidad exportada, y el "efecto cantidad" de la bonanza, o sea el incremento o disminución de la cantidad exportada sobre un nivel normal de exportaciones. Sin embargo, debido a lo numeroso de los factores políticos, climatológicos y económicos que inciden sobre las cantidades que exporta Colombia, cualquier intento de estimar lo que hubiese sido normal en materia de la cantidad de sacos exportados en un mercado de vendedores es entrar en el campo de la ciencia ficción. Por otra parte, al introducir el "efecto cantidad" con base en un nivel normal hipotético de exportaciones, haríamos de la definición de "bonanza" un concepto teórico que operacionalmente no permitiría analizar el manejo que se le dió a la escalada de los precios internacionales, ni efectuar una comprobación sobre los órdenes de magnitud de los resultados. Por esos motivos, se optó por analizar y cuantificar únicamente el "efecto precio" de la bonanza.

D. LA CUANTIFICACION DE LA BONANZA

De acuerdo con nuestro modelo de cuantificación, entre julio de 1975 y septiembre de 1977 el país obtuvo un ingreso por concepto de exportaciones de café superior en US\$1.207 millones⁵ al nivel normal que se hubiese podido esperar en julio de 1975. Este es el valor de la "bonanza cafetera", tal como se define en este estudio. El 60% de dicho valor se causó en los meses de enero a septiembre de 1977, el 38% durante 1976 y solamente el 2% en 1975 (Ver cuadro No. 1).

CUADRO No. 1
DISTRIBUCION DE LA BONANZA CAFETERA
(US\$000, precios constantes de 1975)

| | Bonanza Total | Exportadores Privados | Productores | Gremio | Gobierno |
|-------------------|------------------|--------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Año 75 | 2.639 | 72.574 | 15.198 | (64.295) | (20.838) |
| Año 76 | 473.223 | 191.871 | 211.521 | 26.253 | 43.578 |
| Año 77* | 731.199 | 92.408 | 188.080 | 340.676 | 110.035 |
| Total | 1.207.061 | 356.853 | 414.799 | 302.634 | 132.775 |
| Participación (%) | 100.0 | 29.56 | 34.36 | 25.08 | 11.00 |

* Hasta Septiembre.

⁵ Precios constantes de 1975.

CUADRO No. 2
DISTRIBUCION DE LA BONANZA CAFETERA
(US\$000, precios corrientes)

| | Bonanza Total | Exportadores Privados | Productores | Gremio | Gobierno |
|--------|------------------|--------------------------|-------------|----------|----------|
| Año 75 | 2.639 | 72.574 | 15.198 | (64.295) | (20.838) |
| Año 76 | 494.991 | 200.697 | 221.251 | 27.461 | 45.582 |
| Año 77 | 807.081 | 101.998 | 207.598 | 276.030 | 121.455 |
| Total | 1.304.711 | 375.269 | 444.047 | 339.196 | 146.199 |

En dólares corrientes, el valor de la bonanza en el período fue de US\$1.304.71 millones y en pesos corrientes de \$46.819.3 millones.

La distribución de la bonanza puede apreciarse en los cuadros Nos. 1, 2 y 3. El sector cafetero, comprendidos los productores, exportadores y el gremio, se benefició directamente con el 89% de la bonanza, mientras que el gobierno percibió solamente el 11%, una participación inferior a la tasa del impuesto *ad-valorem*. Se confirma en esta forma que el gobierno fue fiel a su política de permitir que el sector cafetero fuera el principal beneficiario directo de la bonanza. En dicho sector se puede observar que los productores obtuvieron el 34.36% del mayor ingreso, lo que es consistente con los acuerdos que se efectuaron entre el gobierno y el gremio en 1972⁶. Los productores no solamente obtuvieron una elevada participación de la bonanza sino que también adicionalmente se les trasladó el efecto de la devaluación.

El otro grupo que se benefició significativamente con el aumento de los precios fue el de los exportadores, quienes recibieron el 29.6% de la bonanza.

Como se puede observar en los anexos 1 y 2, los productores y exportadores se beneficiaron inmediatamente, y en niveles muy su-

CUADRO No. 3
DISTRIBUCION DE LA BONANZA CAFETERA
(millones de pesos corrientes)

| | Bonanza Total | Exportadores Privados | Productores | Gremio | Gobierno |
|--------|------------------|--------------------------|-------------|-----------|----------|
| Año 75 | 84.9 | 2.334.0 | 488.8 | (2.067.8) | (670.1) |
| Año 76 | 17.235.6 | 6.988.3 | 7.704.0 | 956.2 | 1.587.1 |
| Año 77 | 29.498.8 | 3.728.0 | 7.587.7 | 13.743.9 | 4.439.2 |
| Total | 46.819.3 | 13.050.3 | 15.780.5 | 12.623.3 | 5.356.2 |

⁶ En dichos acuerdos se convino en trasladarle al productor el 35% de los aumentos del precio internacional por encima de un precio de referencia, transfiriéndole al productor las variaciones de la tasa de cambio.

periores a lo que sería normal en un mercado de vendedores, de las alzas de precios en el mercado internacional. De otro lado, hay que anotar que, entre julio de 1975 y abril de 1976, el Gobierno y el Fondo Nacional del Café obtuvieron ingresos por concepto de la exportación de café inferiores a lo que podría esperarse en un mercado de vendedores y muy inferiores a lo que les correspondería según nuestro modelo, con los precios externos de ese período. Ese menor ingreso sobre el nivel hipotético que les debiera haber correspondido se trasladó como bonanza adicional a los productores y a los exportadores, quienes desde julio de 1975 principiaron a beneficiarse con un "windfall" o ganancia ocasional superior al "windfall" total. El Gobierno comenzó a usufructar de la bonanza solamente en marzo de 1976 y el Fondo Nacional del Café en Agosto de ese mismo año. Aún con este retraso y el sacrificio en ingreso hipotético, al gremio catetero le correspondió el 25.08% de la bonanza, en parte debido al ingreso de la Federación Nacional de Cafeteros en su actividad de exportación.

II. LOS EFECTOS DIRECTOS DE LA BONANZA

Analizada en el capítulo anterior la distribución sectorial del mayor ingreso cafetero, nos proponemos examinar en este capítulo los efectos que el fenómeno produjo y las políticas que se siguieron para atenuarlos o acentuarlos en los diferentes sectores económicos directamente beneficiarios de ese mayor ingreso.

Sobra decir que la magnitud del fenómeno atrás cuantificado habría de producir un exceso general de la demanda agregada y que por ser de especial interés analizar y estudiar los mecanismos de la política económica de corto plazo utilizados como herramientas para controlarlo, iniciaremos nuestro examen en el siguiente orden:

- Sector Gobierno
- Sector Gremial
- Productores
- Exportadores Privados
- Medidas Complementarias

A. EL IMPACTO DIRECTO DE LA BONANZA EN LAS FINANZAS GUBERNAMENTALES

Es bien conocida la diferencia estructural crónica que ha existido de años atrás entre los ingresos del Gobierno y sus gastos. Este hecho ha conducido a que el Gobierno sea una fuente continua de expansión del gasto agregado en la economía a través de la generación del déficit fiscal y que ese impacto expansivo se vea reforzado por los mecanismos utilizados para financiarlo, usualmente asociados con la adquisición de papeles del gobierno por parte del Banco de la República.

Este hecho secular⁷ se manifiesta aún en 1975, pese a la reforma fiscal de 1974. En ese último año los ingresos corrientes son inferiores en 2.5% del total de los gastos y se genera un déficit en las operaciones efectivas del Gobierno Nacional de un poco más de \$900 millones.

Un primer impacto de la bonanza cafetera y de la política que se prosiguió a consecuencia de ella en materia de gasto estatal fue la de revertir esta tendencia.

Las cifras del cuadro No. 4 señalan que para 1976 los ingresos corrientes del gobierno superaron a sus gastos efectivos en \$4.677 millones; en igual forma durante el primer semestre de 1977 se observa un manejo fiscal que permite la generación de un superávit efectivo de \$4.875 millones.

Constituye ello ciertamente un hecho notorio y sin embargo, como es bien sabido, por sí mismo puede ser importante o no serlo, según los instrumentos financieros que se escojan para absorber el superávit generado.

El mayor ingreso percibido por el gobierno como consecuencia de la bonanza, una vez se decidió no incrementar el gasto público con esos recursos, ha podido ser utilizado para uno de los siguientes fines:

1. Mejorar la posición de liquidez de la tesorería mediante el aumento de sus depósitos en cuenta corriente u otros activos financieros.
2. Amortizar la deuda pública interna del sector privado.
3. Amortizar deuda con el Banco de la República.
4. Cancelar, en el neto, endeudamiento externo (dejar que los pagos por este concepto superen a los flujos por nuevos créditos contratados).

De las cifras del cuadro No. 4 se desprende que las autoridades colombianas optaron en gran medida por las dos últimas alternativas puesto que tanto en 1975 como en 1976 más del 80% del superávit se destinó a disminuir el endeudamiento externo o a repagar crédito interno del Banco de la República.

Ello implica que el presupuesto gubernamental se utilizó como un instrumento de la política de estabilización, no sólo desde el punto de

⁷ Desde 1963 y hasta 1975 se observaron déficits en las operaciones efectivas del Gobierno Nacional, con la sola excepción de 1966, según las siguientes cifras (en millones de pesos corrientes):

| | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1963 (736); | 1964 (594); | 1965 (391); | 1966 (54); | 1967 (230); |
| 1968 (573); | 1969 (935); | 1970 (1305); | 1971 (1688); | 1973 (2798); |
| 1974 (2767); | 1975 -(909); | | | |

CUADRO No. 4
OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO NACIONAL
(Millones de pesos corrientes)

| | 1974 | 1975 | 1976 | 1977*** |
|--|---------|--------|---------|---------|
| I Ingresos Corrientes | 26.358 | 38.442 | 48.832 | 28.450 |
| II Costo Total* | 29.044 | 39.351 | 44.155 | 23.575 |
| III Déficit o Superávit | (2.686) | (909) | 4.677 | 4.875 |
| IV Financiación del Déficit o Absorción del Superávit | | | | |
| A. Crédito Externo | 314 | (549) | (1.196) | (835) |
| B. Crédito BR** | 714 | 2.356 | (3.033) | (3.269) |
| C. Crédito Interno Privado | 1.880 | (822) | (222) | (845) |
| D. Otros | (222) | (256) | (226) | 74 |

FUENTE: Revista Banco de la República.

* Incluye gasto de inversión.

** Incluye Casa de la Moneda y Fondo de Estabilización.

*** 1977 hasta Junio.

vista de la generación del superávit sino por la absorción financiera de dicho superávit.

En efecto, las dos primeras alternativas, si bien tendrían un efecto contraccionista de la demanda agregada, al no generar un volumen de gastos adicionales incrementarían los activos líquidos netos de la economía en su conjunto y tenderían a provocar fuerzas expansionistas.

Las alternativas escogidas para absorber el superávit, por el contrario, evitarían el incremento de los activos líquidos de la economía y por lo tanto tenderían a disminuir las presiones expansivas.

El manejo coyuntural del presupuesto puede ser criticado con base en que los mayores recursos han podido apropiarse para fortalecer la participación del estado en la economía y acelerar el futuro proceso de crecimiento al mejorar la infraestructura física; quienes así argumentan consideran que el gasto público con un alto contenido importado tendería a producir los mismos efectos que la amortización de esas deudas. Se olvida sin embargo que en este caso existe la necesidad de un gasto local que transmitiría liquidez adicional a la economía y el sustraer tal liquidez hubiese requerido un mecanismo de tasas de interés, que no ha existido en Colombia por razones que se discutirán más adelante, o complementando lo anterior con la liberación del precio de la divisa, política esta que también será objeto de posterior comentario.

Tomada la decisión de utilizar el presupuesto como instrumento de la política económica de corto plazo, el repago neto de la deuda

externa encuentra su explicación en que sería inconsistente con esa política proseguir endeudándose externamente cuando el costo de oportunidad de las reservas es inferior a la tasa de interés efectiva del endeudamiento externo. Adicionalmente a los efectos monetarios, el saneamiento de la deuda pública con el Banco de la República tiene consecuencias benéficas sobre la estructura financiera del Estado en el futuro: por una parte, facilita la aceptación y realización de operaciones de mercado abierto, mecanismo más costoso y por lo tanto más apropiado para financiar los déficits de tesorería del gobierno. Por otra parte, es de esperarse que en el futuro, las tasas de interés de los créditos del Banco de la República sean superiores a las que se cobraban en 1976 y 1977. Ello servirá como obstáculo a futuras aspiraciones de utilizar el Banco Emisor como gestor financiero del Estado. En otras palabras, se crearán las condiciones para que el gobierno pueda adoptar una actitud competitiva, y por lo tanto eficiente, para financiarse con recursos del ahorro privado.

Una observación final sobre el gasto público: la ejecución efectiva del presupuesto en 1976 muestra que el superávit fue superior a la bonanza, tal como se definió y cuantificó en el capítulo anterior. Ello podría indicarnos que el gobierno utilizó el presupuesto como instrumento de la política estabilización más allá de lo que le permitían sus recursos adicionales. Esta afirmación encuentra alguna validez al observar que el crecimiento del gasto público descendió en 1976 en términos reales.

B. EL MANEJO DE LAS FINANZAS DEL FONDO NACIONAL DEL CAFE

El Fondo Nacional del Café es el instrumento financiero mediante el cual se prosigue la política de sustentación y regulación de los precios internos del café. El mecanismo financiero que tradicionalmente se ha utilizado para ese propósito, lo mismo que para regular la oferta colombiana en los mercados internacionales, es la retención cafetera⁸. Esta consiste en lo esencial en una transferencia que el productor de café hace al fondo, para que éste cumpla su cometido.

En la medida en que la retención se convierta en recursos financieros, el uso que de ellos se haga determina en lo fundamental, y desde un punto de vista macroeconómico, la eficiencia del Fondo Nacional del Café como mecanismo de estabilización.

Dentro de la política de concertación entre el gremio cafetero y el gobierno ese instrumento constituye la clave de la contribución colectiva que los cafeteros hacen para disminuir la demanda agregada.

⁸ El Fondo puede contar además con otros recursos como son su capacidad de endeudamiento, y la transferencia de impuestos por parte del gobierno.

Siendo el manejo del instrumento fruto de acuerdos y negociaciones su evolución y administración están menos sujetas a consideraciones abstractas y más a la posibilidad y a la conveniencia de lograr tales acuerdos.

Una vez que los precios internacionales empezaron a subir, la cuota nominal de retención mostró la siguiente evolución:

CUADRO No. 5
TASA NOMINAL DE RETENCION CAFETERA
(cifras porcentuales)

| | | |
|------|-----------|------|
| 1975 | Abril | 35.0 |
| | Octubre | 30.0 |
| 1976 | Abril | 46.5 |
| | Mayo | 57.0 |
| | Junio | 85.0 |
| | Noviembre | 80.0 |

Este indicador no es sin embargo útil para el análisis del manejo que se le dio a la retención, por dos razones: 1°. El porcentaje se define como el equivalente en café pergamino del café excelso que se proyecta exportar, lo cual puede fácilmente conducir a las confusiones, ya que, estrictamente hablando, el café pergamino y el café excelso son dos productos diferentes⁹ y por lo tanto sus precios (implícitos) también lo son (adicionalmente a ello el precio interno se fija para el café pergamino, en tanto que los precios externos se fijan para el excelso). 2°. La retención puede pagarse en algunas épocas parte en dinero y parte en especie¹⁰; en la medida en que los precios para pagar cada una de estas dos porciones de la contribución sean diferentes, la tasa nominal de retención difiere de la tasa efectiva¹¹.

Es ello lo que nos ha llevado a definir la retención no en términos de café físico sino como la diferencia entre el precio de reintegro y el precio interno, una vez deducidos el impuesto *ad valorem* y el margen de ganancia del exportador privado.

Así definidos esos recursos, los acuerdos más importantes para su utilización desde 1975 fueron los siguientes:

1. En octubre de 1975 se convino para el año de 1976:

— Mantener una cuenta especial en dólares hasta por 50 millones para financiar las necesidades de intervención estacional del Fondo en el mercado. Estos recursos vinieron a engrosar la cuenta de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.

⁹ Cuantitativamente.

¹⁰ Véase Coyuntura Económica, Vol. III, No. 3, Nov. 1977, p. 13.

¹¹ Véase Harf, Morris. Criterio Económico.

— Se destinaron \$710 millones para fortalecer algunos aspectos de la economía cafetera¹².

2. En abril de 1976 se acordó que los aumentos en la cuota de retención, más otros excedentes, se destinarían a fortalecer la cuenta en títulos canjeables.

3. En noviembre de 1976 se complementaron los anteriores acuerdos y se convino que los ingresos del Fondo se distribuirán en la siguiente forma, una vez deducidos los gastos de la Federación:

- 400 millones para el Banco Cafetero.
- 400 millones para los Comités Departamentales.
- 306 millones para el Fondo Rotatorio de Crédito.

Los excedentes se distribuirían porcentualmente así:

20.27% para Bonos de Desarrollo Eléctrico.

16.89% para capitalizar la Caja Agraria¹³.

6.76% para un Fondo en Fideicomiso en el Banco Cafetero.

10.13% para el FFAP.

20.27% para un Fondo en Títulos Canjeables.

25.68% para reforestación e industrialización¹⁴.

4. Finalmente en marzo de 1977 se convino que la totalidad de los recursos adicionales que se generasen como resultados de las modificaciones en el mecanismo de retención, a partir de un precio de US\$2.20 la libra, se invertirían en títulos canjeables por Certificados de Cambio, tal como se lee en el artículo 2° del acuerdo de la Conferencia Cafetera Nacional efectuada en esa fecha.

En cuanto al cumplimiento de estos acuerdos el cuadro No. 6, señala los mismos y permite los siguientes comentarios:

1. De los \$13.503 millones, que constituyeron presupuesto extraordinario del Fondo Nacional del Café durante los años 75 y 76, \$10.017 se destinaron a inversión en Títulos Canjeables por Certificados de Cambio. Las características de este papel son las siguientes: los títulos están denominados en dólares, tienen liquidez a la vista, maduración de seis meses y otorgan un interés anual del 7%.

¹² La descomposición de esa suma fue la siguiente: a) 200 millones para capitalizar el Banco Cafetero; b) 360 millones para el mejoramiento social de las zonas cafeteras, mediante la ejecución de obras de infraestructura; c) 150 millones para el Fondo Rotatorio de Crédito Cafetero.

¹³ Incluidos 6.76%, para un Fondo en Fideicomiso administrado por la Caja Agraria.

¹⁴ Detalles de estos acuerdos pueden verse en *Cifras Económicas*, Nov./76, p. 107 ss.

CUADRO No. 6
PRESUPUESTO Y EJECUCION DE LAS INVERSIONES DEL FONDO NACIONAL DEL CAFE
(Millones de pesos)

| | 1976 | | 1977 | | Total | |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | Presupuesto | Ejecución | Presupuesto | Ejecución | Presupuesto | Ejecución |
| I — Inversiones en el Sector Cafetero | | | | | | |
| a) Banco Cafetero | 200 | 200 | 900 | 545 | 1.100 | 745 |
| b) Comités | 360 | — | 400 | 295 | 760 | 295 |
| c) Fondo Rotatorio | 150 | 142 | 300 | 215 | 450 | 357 |
| d) Concasa | — | 21 | — | — | — | 21 |
| Sub-total | 710 | 363 | 1.600 | 1.055 | 2.310 | 1.418 |
| II — Inversiones en Títulos Canjeables | 1.500 | 2.571 | 4.198 | 7.446 | 5.698 | 10.017 |
| III — Inversiones en Otros Sectores | | | | | | |
| a) Bonos de Desarrollo | — | 594 | — | — | — | 594 |
| b) Fomento Eléctrico | — | 30 | 1.500 | 1.150 | 1.500 | 1.180 |
| c) Caja Agraria | — | — | 1.250 | — | 1.250 | — |
| d) FFAP | — | — | 750 | — | 750 | — |
| e) Reforestación e Industrialización | — | — | 1.900 | 294 | 1.900 | 294 |
| Sub-Total | | 624 | 5.000 | 1.444 | 5.400 | 2.068 |
| TOTAL | 2.210 | 3.558 | 11.198 | 9.945 | 13.408 | 13.503 |

FUENTE: Para ejecución Informes del Gerente de la Federación Nacional de Cafeteros.

NOTAS: El presupuesto de \$900 millones para el Banco Cafetero en 1977 incluye \$500 para el Fondo en Fideicomiso.

La inversión en Títulos Canjeables jugó un papel determinante en la política de estabilización al congelar más del 74% de los recursos adicionales del Fondo¹⁵.

Ello resultó ser un manejo teórico novedoso de la liquidez cafetera, ya que el mecanismo cumple propósitos de estabilización interna y puede ser regulador del mercado de divisas; al descender los precios externos del café sería necesario mantener el precio interno y ello implicaría la monetización de los activos representados en Títulos Canjeables. Sin embargo, en esas circunstancias, en condiciones normales, habría una tendencia a un déficit en la balanza de pagos, de tal suerte que esa monetización sería neutralizada por la mayor demanda por divisas. Si las circunstancias de este desarrollo no fueron las inicialmente concebidas, ello se debió a que el Fondo se vio precisado a monetizar sus activos, no porque la baja de los precios externos lo obligasen a ello,¹⁶ sino por el hecho de que el manejo del reintegro produjo cambios en el mercado interno del café, de tal suerte que los exportadores privados se vieron forzados a salir de él. Esto hizo necesario que se utilizaran los recursos congelados en Títulos Canjeables para adquirir café. Los activos que estaban esterilizados en Títulos Canjeables, se monetizaron y pasaron a estar representados en inventarios de café. Esta circunstancia es desafortunada, ya que se expandió la oferta monetaria en una época en la que todavía existía un exceso de oferta de divisas a los precios del Certificado de Cambio, y no actuó la balanza cambiaria como factor de absorción de esa monetización. De allí que a partir de mayo la inversión del Fondo en Títulos Canjeables descienda notablemente hasta haberse reducido posiblemente a menos de \$700 millones al finalizar el mes de octubre.

C. EL INGRESO DE LOS PRODUCTORES

A partir de julio de 1975 el precio interno de sustentación presentó una evolución por carga de 125 kilos de café en pesos corrientes, como se ve en el cuadro de la página siguiente.

Sin embargo, como en el caso de la retención, este índice es sólo nominal y no indica el crecimiento de los ingresos de los productores por cuanto: a) es un precio mínimo de referencia al cual compraría la Federación si no hay compradores a un precio superior y b) a partir de junio de 1976, por incluir el TAC, puede sobrevalorar lo efectivamente recibido por el productor.

¹⁵ El efecto contraccionista es aún mayor si se tiene en cuenta que \$ 1.180 millones se destinaron a la adquisición de Bonos de Fomento Eléctrico y que los recursos de dichos bonos se destinan a cancelar obligaciones externas de empresas de ese sector.

¹⁶ A los precios más bajos registrados desde mayo existe amplio margen para rebajar la retención sin que ello implique que el Fondo tenga que hacer uso de los recursos que ya había capitalizado, aun cuando sí sacrificara de parte de sus ingresos presentes.

| | | Precio Interno | Indice |
|------|--------------|------------------------|--------|
| 1975 | Julio | 2.262.50 | 110.5 |
| | Noviembre | 2.500.00 | 120.5 |
| | Abril | 3.000.00 | 132.6 |
| | Octubre | 3.250.00 | 143.6 |
| 1976 | Enero 14 | 3.700.00 | 163.5 |
| | Febrero 19 | 4.120.00 | 182.1 |
| | Abril 7 | 4.495.00 | 198.7 |
| | Junio 7 | 6.560.00 ¹⁷ | 289.9 |
| | Noviembre 27 | 7.000.00 ¹⁸ | 309.4 |
| 1977 | Mayo 27 | 7.300.00 ¹⁸ | 322.6 |

Ambos factores distorsionan lo efectivamente recibido por los productores y de allí que en la realización de nuestros cálculos nos hayamos guiado por el precio pagado por los exportadores privados que en términos generales se situó en todo el período por encima del precio de sustentación.

El efecto directo que el mayor ingreso para los productores hubiese podido tener sobre la demanda agregada está determinado por los siguientes factores:

1. La distribución intragrupo del ingreso, ligada a la estructura de la propiedad cafetera.
2. Los hábitos de consumo, o sea la canasta típica de cada uno de los grupos cafeteros por estrato de ingreso y su propensión marginal a consumir.
3. La elasticidad de oferta de los bienes demandados por ese mayor ingreso.
4. El aumento en los costos de producción, que afecta el ingreso directamente disponible de los productores cafeteros.

A nuestro juicio y sin desconocer la magnitud del impacto, es preciso hacer ese análisis antes de poder entrar a cuantificar el efecto multiplicador de ese mayor consumo. Sin embargo, un análisis de esa naturaleza, por limitaciones de tiempo, escapa al alcance de este trabajo.

Habría que señalar sí, que el Título de Ahorro Cafetero (TAC) vino a constituirse en un elemento adicional para restringir el gasto total. Las características del título, al dejarlo inicialmente sin liquidez primaria, también contribuyeron a ese propósito. Sin embargo, en la medida en que el TAC vino a constituirse en un sustituto cercano del dinero para la adquisición de divisas¹⁹, su efecto restrictivo

¹⁷ Incluidos títulos de ahorro cafetero por \$ 1.000.00.

¹⁸ Incluidos títulos de ahorro cafetero por \$ 500.00.

¹⁹ Para compra de activos de compañías extranjeras, reembolso de préstamos externos de particulares y equipo de capital para programas agroindustriales.

se disminuyó apreciablemente. Esto último se demuestra al observar que desde junio de 1976 hasta octubre entraron en circulación TAC por valor de \$3.928 millones de pesos, de los cuales a octubre de 1977 el Banco de la República había redimido \$1.561 millones, redención que fue posible gracias a la creación de liquidez para el título²⁰.

D. LOS INGRESOS DE LOS EXPORTADORES PRIVADOS Y LA POLITICA DE COMERCIALIZACION

Para comprender el manejo de la política cafetera en lo que se refiere a los exportadores privados, se hace necesario identificar el origen de las utilidades del exportador.

El margen del exportador es

$$M = P_m - P_i - P_r \cdot t_n - R$$

y tiene un componente externo

$$M_x = P_m - P_r$$

y uno interno

$$M_i = P_r (1 - t_n) - P_i - R$$

El exportador privado interviene en el mercado en la medida en que su margen total sea superior a los costos de exportación, que en el exterior es del orden del 2.4% del precio externo (cuando el café tiene un precio cercano a US\$2 por libra), y corresponde a los gastos de fletes marítimos, seguros de transporte, comisión de ventas y reclamos. Los costos internos son del orden del 3.5% del precio externo, e incluyen los gastos financieros, el costo de trilla, selección, empaque y transporte interno y el gasto de almacenamiento²¹. Adicionalmente los exportadores deben pagar el impuesto de pasilla y ripio, que se puede considerar también un costo, y que equivale en volumen al 6% en promedio de la cantidad de café exportado. Este gravamen se entrega en especie en café de inferior calidad que tiene un valor muy inferior al del café para exportación²². Por otra parte, el exportador privado se vería forzado a no intervenir en el mercado cuando el margen externo es negativo, pues tendría dificultades para justificar la proveniencia de las divisas en períodos en que le esté prohibido financiarse en el exterior.

Como se puede observar en la definición del margen del exportador, el manejo directo de la política cafetera cuenta solamente con tres herramientas, o tres variables sobre las que se puede actuar.

²⁰ Informe del Gerente de la Federación a la Conferencia Cafetera, Diciembre 1977, p. 16.

²¹ Informe del Gerente General a la Conferencia Cafetera Nacional, Diciembre de 1977, cuadro 17-A.

²² Por construcción, en el modelo de este estudio se ha asimilado el impuesto de pasilla y ripio a la retención por razones de eficiencia en el cálculo y por considerar que es un factor de escasa importancia para el análisis.

Así, si se fija el margen para el exportador, se puede operar sobre precio interno y retención, o sobre reintegro y retención, o sobre reintegro y precio interno, pero no sobre precio interno, reintegro y retención y si se fijan estas tres variables, el margen para el exportador es un resultado.

En otras palabras, el sistema no permite que se manejen las cuatro variables simultáneamente. Ello es especialmente importante para analizar la política de comercialización durante el período comprendido entre julio de 1975 y septiembre de 1977.

Tradicionalmente la política cafetera colombiana ha tenido el objetivo primordial de maximizar el ingreso de divisas para el país provenientes de la exportación de café. Adicionalmente, a nivel interno, se ha procurado sostener los ingresos reales de los cafeteros²³. Estos dos objetivos copan los tres instrumentos principales de que dispone para el manejo directo de la política cafetera. El precio interno y la retención son las herramientas con las que se asegura la preservación del ingreso real de los productores, y la financiación de la sustentación de precios internos en épocas adversas. El reintegro es un instrumento que forma parte de la política para cumplir con el objetivo de maximización de ingresos en divisas. En el mercado externo, el nivel del reintegro es una indicación del precio externo que la Federación Nacional de Cafeteros está dispuesta a defender. En esta forma, cuando los precios externos están en ascenso, una política de reintegro encaminada a disminuir o a controlar el margen externo de los exportadores puede ser contraproducente, pues convalida las expectativas del mercado, ya que se da la impresión de que la Federación de Cafeteros está dispuesta a sustentar precios cada vez más altos.

Teniendo en cuenta que a la tendencia alcista le sigue una tendencia opuesta en los precios externos, un nivel de reintegro demasiado elevado provoca un difícil manejo cuando los precios comienzan a descender, ya que los ajustes del reintegro hacia abajo pueden acelerar la caída de los precios. Es así como hasta mayo de 1977 se optó por ajustar el reintegro "en forma muy moderada" y por "mantenerlo lejos del mercado externo". Porque la concepción de la Federación de Cafeteros, según lo dice su Gerente General, "era que en el proceso de alza debería permitirse la libre operación de la ley de la oferta y demanda". Así se procedió y fueron muchas las críticas "que se hicieron porque se le dejaba un margen muy elevado de utilidad a los exportadores"²⁴.

²³ Roberto Junguito "Objetivos de la Política Cafetera Colombiana", Fedesarrollo, 1974. identifica otros objetivos que no tienen importancia para la presente discusión pero que por su multiplicidad hacen pertinente la inquietud que más adelante se plantea sobre la variedad requerida de las herramientas de control.

²⁴ Las citas son del discurso del Dr. Arturo Gómez Jaramillo, Gerente General de la Federación de Cafeteros ante la Convención Bancaria, Octubre de 1977.

En realidad, una vez adoptada la política de reintegro, para no recalentar el mercado externo el control del margen total del exportador recayó sobre el manejo del precio interno y la retención. El precio interno se fijaba para cumplir con objetivos distintos a los de reducir el margen del exportador, de tal forma que solamente se contaba con la retención como instrumento de control de la utilidad del exportador (y el nivel máximo de la retención estaba acotado por la fijación del precio interno y el reintegro). Es necesario acudir entonces a variables distintas a las tradicionales para administrar el problema de las utilidades de los exportadores privados.

Una alternativa viable hubiere sido aumentar el nivel del impuesto **ad-valorem**, o crear nuevos impuestos de exportación para que el gobierno se apropiara de una mayor proporción del ingreso adicional. Ello sin embargo era inconsistente con la política expresada en la frase "la bonanza es de los cafeteros", que definió la política adoptada por el gobierno en este sentido. La otra alternativa de que se disponía, como lo propusieron algunos representantes gremiales, era la de encontrar algún mecanismo para que la Federación de Cafeteros se convirtiera en un monopolio de exportación de café, manteniendo así la bonanza en el sector cafetero, pero permitiendo que el Fondo Nacional del Café y la Federación Nacional de Cafeteros obtuvieran el beneficio del margen entre el reintegro y el precio del mercado externo. Probablemente, lo que impidió que se adoptara esta política fue, también en este caso, la influencia que sobre los precios del mercado, en la euforia de la tendencia alcista, tenía el manejo in-

CUADRO No. 7
PRECIOS INTERNOS DEL CAFE EN 1977
(Pesos por carga de 125 kg)

| | Federación de Cafeteros ²⁵ | Exportadores Privados ²⁶ |
|------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| Enero | 7.000 | 7.420 |
| Febrero | 7.000 | 7.395 |
| Marzo | 7.000 | 7.513 |
| Abril | 7.000 | 7.253 |
| Mayo | 7.000 | — |
| Junio | 7.300 | — |
| Julio | 7.300 | — |
| Agosto | 7.300 | — |
| Septiembre | 7.300 | — |

FUENTE: "Coyuntura Económica", Vol. VII, No. 3, P. 16.

²⁵ Incluye TAC por valor de \$500.00.

²⁶ Inferior a \$7.000 a partir de Mayo de 1977.

terno cafetero. El monopolio de la Federación de Cafeteros hubiera creado la impresión en el mercado de que Colombia quería presionar aún más las alzas. Ello hubiera elevado el nivel externo de los precios por encima de lo determinado por la oferta y la demanda, contradiciendo así el objetivo de permitir que fueran precisamente estas fuerzas las que fijaran el nivel de precios. Estas alzas artificiales hubieran forzado también el reintegro a niveles más elevados, pues aunque éste se mantuvo lejos del precio de mercado, hubo de ser reajustado continuamente como consecuencia del comportamiento del mercado.

Es así como el virtual monopolio de la Federación de Cafeteros en el mercado no se hizo efectivo sino hasta marzo de 1977, cuando cedió la tendencia alcista en los precios externos y el manejo de reintegro pudo convertirse en una señal para el mercado de que la Federación de Cafeteros estaba dispuesta a atenuar la velocidad de esa tendencia. Tal como lo dice el dr. Arturo Gómez Jaramillo, en el discurso ya citado, es en el proceso de reajuste a la baja cuando el "reintegro es clave para la política colombiana" (de maximización a largo plazo del ingreso de divisas). "Porque entonces si que es fácil" estimular la tendencia hacia la baja. Nuevamente, se comprueba en este caso que el margen para el exportador es el resultado del cumplimiento de otros objetivos.

A partir de mayor de 1977, el margen externo del exportador fue negativo, como consecuencia del objetivo de suavizar el ajuste hacia abajo de los precios internacionales. Por otra parte, el margen interno era muy reducido, pues se estaba defendiendo el ingreso del productor y no se podía operar sino sobre la retención. La pérdida en el mercado externo pudo haber sido compensada con un incremento del margen interno del exportador mediante reducción de la retención efectiva. Se optó sin embargo por maximizar los ingresos futuros del Fondo Nacional del Café, manteniendo una retención efectiva elevada, con lo cual se forzó a los exportadores privados a salir del mercado interno. En efecto, a partir de mayo de 1977, los exportadores privados ofrecieron precios internos inferiores al nivel de sustentación de la Federación de Cafeteros (Cuadro No. 7). Ello, añadido al hecho de que durante los primeros meses de 1977 los productores y exportadores habían acumulado inventarios excesivos de café, con la expectativa de mayores precios internos los primeros, y de un mayor margen externo los segundos, hizo que se tuviera que desmontar, con sacrificio de los objetivos de estabilización del nivel general de precios, la inversión de recursos del Fondo Nacional del Café en Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, para sustentar el precio interno de \$7.300 por carga.

Así, los recursos que estaban destinados a ser descongelados para defender en el futuro el ingreso real del productor de café de-

CUADRO No. 8
VARIACIONES EN EL REINTEGRO MINIMO*

| Año | Fecha de Vigencia | Reintegros de US\$ sa- co de 70 Kilos | |
|-----------|-------------------|--|--------|
| 1974 | Abril 10 | 114.00 | |
| | Sept. 3 | 107.00 | |
| | Oct. 10 | 100.00 | |
| | Nov. 28 | 107.50 | |
| | Dic. 7 | | |
| 1975 | Marzo 14 | 100.00 | |
| | Abril 21 | 95.50 | |
| | Julio 22 | 117.00 | |
| 1976 | Enero 14 | 130.00 | |
| | Feb. 19 | 143.00 | |
| | Marzo 31 | 153.50 | |
| | Abril 7 | 170.00 | |
| | Abril 12 | 193.00 | |
| | Mayo 6 | 207.00 | |
| | Mayo 17 | 231.00 | |
| | Mayo 28 | 245.00 | |
| | Junio 7 | 259.25 | |
| | Nov. 26 | 284.65 | |
| | Dic. 27 | 307.60 | |
| | 1977 | Feb. 10 | 331.00 |
| | | Feb. 16 | 354.00 |
| Feb. 23 | | 376.50 | |
| Feb. 25 | | 423.00 | |
| Marzo 8 | | 440.00 | |
| Marzo 22 | | 457.00 | |
| Abril 13 | | 477.00 | |
| Mayo 25 | | 466.50 | |
| Junio 15 | | 415.00 | |
| Julio 11 | | 376.50 | |
| Julio 15 | | 361.00 | |
| Agosto 17 | 313.75 | | |

FUENTE: Federación Nacional de Cafeteros

* Tomado de la "Nueva Frontera", No. 167, P. 21.

bieron ser monetizados para acumular inventarios, activo en el que está hoy representada una elevada proporción del mayor ingreso o "bonanza" que le correspondió al Fondo Nacional del Café. Es de esperarse que para que se sea consecuente con el propósito de mantener un ahorro líquido que le permita a la Federación de Cafeteros intervenir en el mercado en el futuro sin tener que acudir a la financiación del Banco Central, estos recursos regresen al Fondo representados en Títulos Canjeables a medida que se realicen los inventarios. Ello es también necesario, pues de lo contrario los ingresos de la Federación por concepto de la realización de estos inventarios ocasionarían una fuerte presión sobre la cotización del Certificado de Cambio, y en consecuencia, a elevar la tasa de interés del Certificado.

Con la política de mantener el reintegro alejado de los precios externos de mercado (hasta mayo de 1977) no se abandonó el objetivo de maximizar el ingreso de divisas para el país. En un mercado con tendencia al alza, dado el margen externo de los exportadores, y teniendo en cuenta los reajustes frecuentes del reintegro (ver cuadro No. 8) los exportadores privados probablemente intentaron durante 1976 y en los primeros meses de 1977 maximizar sus compras de café en el mercado interno en la medida en que les permitía el mercado externo y la disponibilidad de financiación para adquirir y mantener existencias. Ello se debió a que resultaba mejor negocio comprar rápidamente para poder registrar la exportación con niveles de reintegro que representaban mayores ganancias en un mercado con tendencia al alza. Ello hizo necesario que los exportadores privados dispusieran de financiación interna para adquirir el café y que repatriaran con prontitud sus utilidades externas para ese efecto. La considerable diferencia entre las tasas de interés internas y externas, propició muy probablemente dicho flujo de divisas. Por otra parte las medidas que se adoptaron para reducir la financiación externa de los exportadores (Resoluciones 13, 19, 21, 27 y 37 de Junta Monetaria de 1976) y la Resolución 44 de 1976 que terminó con el mecanismo de los reintegros anticipados para financiar la comercialización de café con destino a la exportación contribuyeron significativamente a aumentar la presión para que ingresaran prontamente las divisas provenientes del margen externo de los exportadores²⁷. Finalmente, la creación del mercado de Certificados de Cambio hubiera aumentado la presión para repatriar dichas utilidades si se hubiese permitido que los exportadores continuaran en el mercado. Ciertamente esas medidas no se adoptaron con el propósito de acelerar y maximizar el ingreso de divisas, sino con el objetivo de controlar la expansión de los medios de pago mediante sustitución de financiación externa por financiación interna (bonos cafeteros). Sin embargo, el objetivo de control monetario coincidió con el de maximización del ingreso de divisas, de tal forma que la disminución del financiamiento externo y la eventual prohibición de los reintegros anticipados contribuyeron seguramente a estimular la repatriación del margen externo de los exportadores.

La conclusión del análisis de la política de comercialización es que no se cuenta con suficientes instrumentos para cumplir con los múltiples objetivos. Aparte de los ya explicitados, estos fueron además: el de permitir que los precios externos se fijasen por fuerza de mercado, el de permitir la intervención de los exportadores privados en el mercado, el de mantener un precio interno, el de aumentar los recursos del Fondo Nacional del Café, y el de mantener dentro del sector

²⁷ Un resultado adicional de la pronta repatriación de las utilidades de los exportadores es la posibilidad de gravar dichas utilidades como renta, aumentando la participación del gobierno en el mayor ingreso.

cafetero los beneficios directos de la bonanza. Adicionalmente, y como parte del manejo coyuntural, se procuró controlar el efecto del incremento en los precios de café sobre la expansión de los medios de pago y la demanda agregada. Todo ello con tres variables para manejar la política cafetera. El sistema peca de falta de instrumentos de control, ya que se requiere de igual número de instrumentos que de objetivos disímiles para poder ejercer control sobre un sistema.

E. POLITICAS COMPLEMENTARIAS Y ALGUNOS DE SUS EFECTOS

Además de las políticas ya analizadas, el manejo de la bonanza dio lugar a una serie de medidas que afectaron no sólo a los sectores beneficiados directamente del fenómeno de alza de precios, sino que tuvieron más amplio cubrimiento. Entre ellas las más importantes han sido:

1. Desestímulo al endeudamiento externo privado, mediante la prohibición del mismo para los fines de la prefinanciación de exportaciones, y la sustitución de este endeudamiento por el crédito de Proexpo. En el caso de la prefinanciación a las exportaciones, como ya quedó anotado, esta política puede considerarse complementaria a la de maximización de entrada de divisas. En el caso de otros sectores, la medida estuvo encaminada a evitar la entrada de las divisas en un momento en el cual, a la tasa de cambio existente, había un exceso de oferta de las mismas que provocaba afluencia de liquidez a la economía.

2. Aceleración de los pagos al exterior, mediante la reducción de los plazos para efectuar los mismos, de la eliminación de requisitos administrativos para efectuar las importaciones, así como mediante rebajas en el arancel para la importación de ciertos bienes.

3. Desestímulo al endeudamiento bancario para financiar las importaciones, mediante la reducción del margen de ganancia que se obtenía en este tipo de operaciones.

4. A objeto de evitar la escasez de crédito para ciertos sectores, a partir de la Resolución 2 de 1977, se introdujo un manejo del crédito interno altamente discrecional al permitir dicha norma que la composición de los activos de los bancos determinara los requerimientos de encaje.

5. En materia de tasas de interés hasta principio de 1977 se prosiguió con la tendencia manifiesta desde mediados de 1974. Dado que la tasa de devaluación fue bastante baja desde finales de 1975, este fenómeno ha podido provocar entradas adicionales de divisas, a consecuencia del endeudamiento externo privado no registrado oficialmente, y de flujos especulativos de capital foráneo.

A ello se debe agregar la preocupación del banco central por los costos financieros que para él representa el manejo de algunos de los instrumentos durante la bonanza. En particular el costo financiero de los Títulos Canjeables provocó el siguiente análisis: "es oportuno reflexionar sobre los costos de las operaciones mencionadas, los cuales deben tenerse en cuenta en el análisis de este instrumento de manejo monetario, ya que pueden constituir un serio limitante para utilizarlo con la intensidad deseada"²⁸, todo ello por cuanto se considera que para financiar los costos operacionales del banco emisor la ley no le ha concedido el derecho de emisión y que "la sana organización monetaria exige que el aludido fondo constituya un recurso completamente autónomo para la intervención en el mercado abierto, bien sea con utilidades o aportes presupuestales o recursos de cualquier otra índole"²⁹.

Estos dos factores, o sea la preocupación con la entrada de divisas por el mayor flujo de capital privado y el costo de la intervención del Banco de la República en el mercado monetario, unidos al control de cambios y a la escasa devaluación, impidieron que la tasa de interés jugase un papel determinante en la reducción de la liquidez interna.

6. Sin ser su propósito fundamental la política de no monetizar en forma inmediata las entradas de divisas, que se consagró en la Resolución 25 de 1977 de la Junta Monetaria, vino a resolver en parte estos problemas. De hecho la introducción del régimen de Certificados creó una incertidumbre sobre el precio futuro de la divisa a que se reembolsaría el capital externo no registrado y con ello le quitó certeza a la tasa de ganancia esperada del mismo. Por otra parte, al reducir los ingresos de los exportadores privados coadyuvó a la salida de éstos del mercado interno con las consecuencias que ya se analizaron.

Decimos que éste no fue su propósito fundamental por cuanto el objetivo del mercado de Certificados de Cambio fue más que todo el de congelar en el Banco de la República importantes sumas, como se desprende del hecho de que su demanda para efectos del pago de importaciones se limitase, con lo cual se incrementaba el monto a permanecer como activo financiero en poder de los particulares³⁰.

7. El certificado se constituyó prontamente en un papel altamente atractivo desde el punto de vista de su respaldo, liquidez y rendimiento y a partir de abril vino a extraer liquidez de la economía con cantidades cuantiosas **sin que ello repercutiera en los costos financieros del Emisor; sin embargo, su efecto contraccionista neto debe balancearse contra la expansión primaria que indirectamente pro-**

²⁸ Informe anual del Gerente del Banco de la República 1976 pág. 197..

²⁹ *Ibidem*.

³⁰ Véase Coyuntura Económica, Vol. III, No. 2, p. 25 ss.

vocó cuando se produjo el reajuste del portafolio de los particulares, ya que a consecuencia de ello algunas entidades financieras entraron en dificultades de liquidez viéndose precisadas a recurrir al Banco de la República para mitigarlas³¹.

III. CONCLUSIONES

Dos conclusiones principales se pueden derivar del análisis realizado en este trabajo:

En primer lugar, si se tiene en cuenta la distribución de la bonanza, el número de instrumentos de que se disponía y la multiplicidad de los objetivos de política, se tiene que concluir que el manejo de la bonanza cafetera fue consistente con dichos objetivos, y que si en algunas variables que se observó un comportamiento que puede ser considerado como indeseable, ello se debió al sacrificio de objetivos secundarios, para obtener los más prioritarios.

Es así como una evaluación del manejo de la bonanza-cafetera debe concentrarse principalmente sobre la formulación de los objetivos de política económica y cafetera durante el período analizado y sobre el orden jerárquico de dichos objetivos, pues el manejo de la política cafetera consistió en la aplicación acertada de los instrumentos de que se disponía para cumplir con los propósitos de dicha política. Un corolario de esta conclusión es la carencia de suficientes instrumentos de control para actuar sobre todas las variables implícitas en los objetivos de la política. Un segundo corolario es la demostración de que muchos objetivos simultáneos pueden hacer inoperante la política, ya que producen resultados que no se pueden controlar. Por ese motivo, convendría hacer un inventario de objetivos e instrumentos para reducir el número de las primeras en aras de obtener mayor control sobre el sistema.

Otra conclusión importante, y que tiene serias implicaciones sobre el manejo de la política coyuntural en un futuro inmediato es que el destino que se le dé a las existencias de café en poder de la Federación Nacional de Cafeteros determinará el origen de los recursos que se utilicen para financiar la futura sustentación interna de los precios del café. El origen de estos recursos será un factor de consideración para lograr un sano manejo financiero de la destorcida de los precios internacionales. Si la liquidez del Fondo Nacional de Café permanece comprometida en inventarios, o si se permite que se convierta en inversión en empresas bajo el control del gremio cafetero, la sustentación del ingreso futuro de los productores correrá muy probablemente por cuenta del Banco Emisor. Ello contradiría el

³¹ Este tipo de fenómeno no es la primera vez que se produce. De hecho siempre que ha existido un papel financiero "estrella" en el mercado se producen este tipo de situaciones, en especial cuando los sectores afectados tienen acceso al Banco de la República.

objetivo de la política de “la cigarra y la hormiga”³² que fue la que definió la administración del excedente que conocemos como bonanza.

³² Discurso pronunciado por el señor Presidente de la República en Gigante (Huila) el 11 de Noviembre de 1976.

APENDICE ..

DOS MERCADOS HISTORICOS

Hemos identificado que la distribución de frecuencias de la serie de precios en el período enero 1963-junio 1975 (valores constantes de 1975) es bimodal. Dicha distribución tiene una característica muy especial: no hay observaciones en la región cercana a la media de la distribución ($P = \text{US}\$.816$). Ello nos lleva a concluir que se trata en realidad de dos distribuciones de precios que corresponden a dos condiciones diferentes del mercado. Estas condiciones se pueden definir como de "mercado de vendedores" (en las épocas de escasez el poder de negociación en el mercado se transfiere a los vendedores) y de "mercado de compradores" (en épocas que corresponden a incumplimiento de los convenios internacionales o a exceso de oferta en el mercado el poder de negociación lo tienen los compradores).

Utilizada la media de la distribución total ($\text{US}\$.816$) como factor discriminante (si $P > .816$ se clasifica la observación en un mercado de vendedores, y en el caso contrario se clasifica en un mercado de compradores) encontramos que el mercado de café ha tenido los siguientes ciclos desde 1963 (año en el que se inicia el Convenio Internacional del Café y que fue escogido por nosotros por ese motivo como punto inicial para la serie de precios):

CICLOS EN EL MERCADO DE CAFE

| Mercado de Vendedores | Mercado de Compradores |
|-----------------------|------------------------|
| | 1.63 - VII.63 |
| 1.64 - VII.66 | VIII.66 - IX.69 |
| IX.69 - 1.71 | 1.71 - VI.72 |
| VI.72 - VII.72 | VII.74 - VII.75 |
| VII.75 | |

Con el objetivo de comprobar la validez histórica de nuestra función discriminante, se determinó que las épocas clasificadas por nosotros como de "mercado de vendedores" se encuentran siempre precedidas por factores climatológicos adversos a la producción cafetera del Brasil (ver cuadro), o son períodos en los que se cumplen estrictamente los convenios cafeteros internacionales. Tal como se puede observar en el Cuadro Apéndice, también hemos encontrado factores que expliquen los períodos clasificados como de "mercado de compradores". En esta forma queda validado por inspección nuestro modelo de discriminación histórica.

Mercado de Vendedores

Mediante la prueba **chi-cuadrado** se comprobó que la distribución de precios en el mercado de vendedores se aproxima a una distribución normal, con parámetros

$$\bar{P} = \text{US\$ } .8958 \quad (\text{media})$$

$$S_p = \text{US\$ } .0417 \quad (\text{desviación típica})$$

En esta forma, la probabilidad de clasificar incorrectamente una observación en el mercado de compradores cuando en realidad es del mercado de vendedores es de:

$$P(P \leq .816 \text{ en un mercado de vendedores}) = .01$$

Mercado de compradores

Los precios en valor constante de 1975 que corresponden al mercado de compradores tienen una distribución más compacta que la normal, con un ligero sesgo hacia abajo. Los parámetros de esta distribución son:

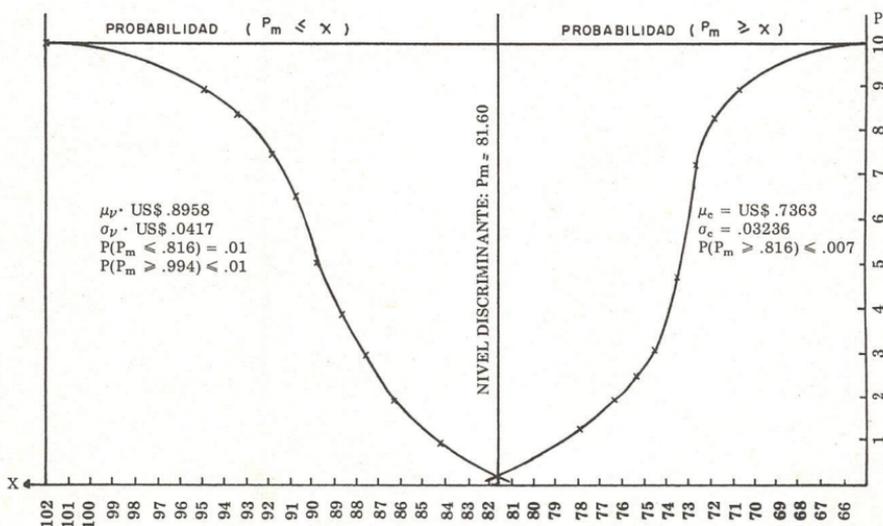
$$P = \text{US\$ } .7363 \quad (\text{media})$$

$$S_p = \text{US\$ } .03236 \quad (\text{desviación típica})$$

CUADRO: APENDICE
CRONOLOGIA DE LOS PRECIOS DE CAFE
 (En precios constantes — 1975)

| Mercado de Vendedores | | Mercado de Compradores | |
|-----------------------|---|------------------------|--|
| 1.64 — 8.66 | Aplicación de los mecanismos del Convenio Internacional de Café (agosto 63) y sequía prolongada en el Brasil. | 1.63 — 12.63 | En Marzo de 1963 el grano colombiano registra el precio más bajo en el período posterior a la Bonanza de 1954. |
| 9.69 — 1.71 | Helada del Paraná en Julio de 1969. Plan de Ginebra (Marzo de 1969). | 8.66 — 9.69 | Incumplimiento de los convenios por parte de algunos países miembros. |
| 6.72 — 7.74 | Helada en el Paraná (Julio de 1972) | 1.71 — 6.72 | Crisis monetaria internacional y devaluación del dólar afectan negativamente los precios de café. |
| 7.75 — | “Bonanza Cafetera” | 7.74 — 7.75 | “Destorcida” posterior al alza de 1972. |

| Probabilidad ($P_m \leq X$) | | Probabilidad ($P_m \geq X$) | |
|-------------------------------|--|-------------------------------|--|
|-------------------------------|--|-------------------------------|--|



Siendo la distribución más compacta que la normal, la probabilidad de que una observación calificada por nosotros como de mercado de vendedores ($\text{Precio} \geq \text{US}\$.816$) sea en efecto de un "mercado de compradores", es inferior a la probabilidad de que el precio sea superior a $\text{US}\$.816$ en una distribución normal con parámetros

$P = .7363$ y $S_p = .03236$. En esa forma

$P = (P \geq .816 \text{ en un mercado de compradores}) \leq .007$

ANEXO 1

DISTRIBUCION DE LA BONANZA CAFETERA

(US\$ precios constantes de 1975)

| | Bonanza (total) | Exportadores Privados | Productores | Gremio ¹ | Gobierno ² |
|-------|--------------------|--------------------------|-------------|---------------------|-----------------------|
| J 75 | (6.203) | 11.316 | (2.503) | (9.797) | (5.219) |
| A | 10.035 | 21.766 | 6.036 | (13.110) | (4.667) |
| S | (218) | 10.303 | 1.356 | (8.457) | (3.420) |
| O | (1.145) | 8.292 | 874 | (7.935) | (2.376) |
| N | (2.653) | 7.042 | 1.073 | (8.586) | (2.182) |
| D | 2.823 | 13.845 | 8.362 | (16.410) | (2.974) |
| | 2.639 | 72.574 | 15.198 | (64.295) | (20.838) |
| E76 | 6.765 | 12.819 | 7.961 | (12.379) | (1.636) |
| F | 12.390 | 17.387 | 9.116 | (11.959) | (2.154) |
| M | 13.960 | 15.966 | 11.822 | (12.611) | (1.217) |
| A | 27.408 | 22.811 | 14.682 | (10.071) | (14) |
| M | 43.166 | 18.143 | 21.686 | (734) | 4.071 |
| J | 77.147 | 34.560 | 33.705 | 2.726 | 6.156 |
| J | 32.685 | 6.523 | 15.194 | 6.954 | 4.014 |
| A | 43.213 | 10.078 | 17.695 | 9.535 | 5.905 |
| S | 31.941 | 10.082 | 12.128 | 5.941 | 3.790 |
| O | 30.054 | 5.876 | 10.653 | 9.179 | 4.346 |
| N | 48.713 | 10.988 | 17.593 | 13.482 | 6.650 |
| D | 105.781 | 26.638 | 39.286 | 26.190 | 13.667 |
| | 473.223 | 191.871 | 211.521 | 26.253 | 43.578 |
| E 77 | 91.895 | 19.104 | 32.222 | 28.802 | 11.767 |
| F | 102.458 | 24.257 | 29.646 | 36.397 | 12.158 |
| M | 144.475 | 39.910 | 29.582 | 59.342 | 15.641 |
| A | 116.062 | 20.922 | 21.294 | 58.584 | 15.262 |
| M | 110.340 | 6.227 | 20.482 | 65.614 | 18.017 |
| J | 59.466 | (200) | 13.870 | 35.137 | 10.659 |
| J | 14.906 | (4.723) | 4.542 | 11.052 | 4.031 |
| A | 25.407 | (4.682) | 9.403 | 14.463 | 6.223 |
| S | 66.194 | (8.407) | 27.039 | 31.285 | 16.277 |
| | 731.199 | 92.408 | 188.080 | 340.676 | 110.035 |
| Total | 1.207.061 | 356.853 | 414.799 | 302.634 | 132.775 |

¹ Incluye utilidad aparente por exportaciones de la Federación.² Incluye los cuatro puntos del impuesto ad-valorem que se transfiere al Fondo Nacional del Café.

ANEXO 2
DISTRIBUCION DE LA BONANZA CAFETERA
(US\$ 000, precios constantes de 1975)

| | Bonanza (Total) | Exportadores (Incluye Federación) | | | Productores | | | Gremio | | | Gobierno | | |
|--------|--------------------|--------------------------------------|-------------------|----------|-----------------------|-------------------|---------|-----------------------|-------------------|----------|-----------------------|-------------------|----------|
| | | Ganancia Ocasional | Variac. Normal | Total | Ganancia Ocasional | Variac. Normal | Total | Ganancia Ocasional | Variac. Normal | Total | Ganancia Ocasional | Variac. Normal | Total |
| 1975 J | (6.203) | 19.630 | 398 | 20.028 | 0 | (2.503) | (2.503) | 0 | (18.509) | (18.509) | 0 | (5.219) | (5.219) |
| A | 10.035 | 33.050 | 452 | 33.502 | 2.948 | 3.088 | 6.036 | 0 | (24.836) | (24.836) | 0 | (4.667) | (4.667) |
| S | (218) | 16.603 | 370 | 16.973 | 0 | 1.356 | 1.356 | 0 | (15.127) | (15.127) | 0 | (3.420) | (3.420) |
| O | (1.145) | 10.411 | 386 | 10.797 | 0 | 874 | 874 | 0 | (10.440) | (10.440) | 0 | (2.376) | (2.376) |
| N | 2.653 | 7.947 | 367 | 8.314 | 0 | 1.073 | 1.073 | 0 | (9.858) | (9.858) | 0 | (2.182) | (2.182) |
| D | 2.823 | 17.253 | 520 | 17.773 | 4.328 | 4.034 | 8.362 | 0 | (20.338) | (20.338) | 0 | (2.974) | (2.974) |
| | 2.639 | | | 107.387 | | | 15.198 | | (99.108) | | | | (20.838) |
| 1976 E | 6.765 | 15.098 | 346 | 15.444 | 5.276 | 2.685 | 7.961 | 0 | (15.004) | (15.004) | 0 | (1.636) | (1.636) |
| F | 12.390 | 23.430 | 388 | 23.818 | 6.101 | 3.015 | 9.116 | 0 | (18.390) | (18.390) | 0 | (2.154) | (2.154) |
| M | 13.960 | 20.052 | 339 | 20.391 | 8.417 | 3.405 | 11.822 | 0 | (17.036) | (17.036) | 0 | (1.217) | (1.217) |
| A | 27.408 | 27.171 | 312 | 27.483 | 12.260 | 2.422 | 14.682 | 0 | (14.743) | (14.743) | 0 | (14) | (14) |
| M | 43.166 | 21.259 | 314 | 21.573 | 19.246 | 2.440 | 21.686 | 0 | (4.164) | (4.164) | 2.803 | 1.258 | 4.071 |
| J | 77.147 | 44.081 | 398 | 44.479 | 30.617 | 3.088 | 33.705 | 0 | (7.193) | (7.193) | 4.565 | 1.591 | 6.156 |
| J | 32.685 | 11.155 | 229 | 11.384 | 13.415 | 1.779 | 15.194 | 0 | 2.093 | 2.093 | 3.097 | 917 | 4.014 |
| A | 43.213 | 11.661 | 223 | 11.884 | 15.961 | 1.734 | 17.695 | 5.665 | 2.064 | 7.729 | 5.011 | 894 | 5.905 |
| S | 31.941 | 11.661 | 172 | 11.833 | 10.788 | 1.340 | 12.128 | 2.595 | 1.595 | 4.190 | 3.099 | 691 | 3.790 |
| O | 30.054 | 6.837 | 158 | 6.995 | 9.426 | 1.227 | 10.653 | 6.600 | 1.460 | 8.060 | 3.714 | 632 | 4.346 |
| N | 48.713 | 13.184 | 249 | 13.433 | 15.655 | 1.938 | 17.593 | 8.731 | 2.306 | 11.037 | 5.651 | 999 | 6.650 |
| D | 105.781 | 32.818 | 438 | 33.256 | 35.886 | 3.400 | 39.286 | 15.525 | 4.047 | 19.572 | 11.915 | 1.752 | 13.667 |
| | 473.223 | | | 241.973 | | | 211.521 | | (23.849) | | | | 43.578 |
| 1977 E | 91.895 | 25.432 | 349 | 25.781 | 29.515 | 2.707 | 32.222 | 18.825 | 3.300 | 22.125 | 10.449 | 1.318 | 11.767 |
| F | 102.458 | 33.836 | 329 | 34.165 | 27.088 | 2.558 | 29.646 | 23.371 | 3.118 | 26.489 | 10.913 | 1.245 | 12.158 |
| M | 144.475 | 56.286 | 324 | 56.610 | 27.069 | 2.513 | 29.582 | 39.579 | 3.063 | 42.642 | 14.418 | 1.223 | 15.641 |
| A | 116.062 | 29.968 | 254 | 30.322 | 19.320 | 1.974 | 21.294 | 46.778 | 2.406 | 49.184 | 14.301 | 961 | 15.262 |
| M | 110.340 | 8.898 | 282 | 9.130 | 18.291 | 2.191 | 20.482 | 60.040 | 2.671 | 62.711 | 16.951 | 1.066 | 18.017 |
| J | 59.466 | (591) | 174 | (417) | 12.521 | 1.349 | 13.870 | 33.710 | 1.644 | 35.354 | 10.002 | 657 | 10.659 |
| J | 14.902 | (7.799) | 57 | (7.742) | 4.098 | 444 | 4.542 | 13.530 | 541 | 14.071 | 3.815 | 216 | 4.031 |
| A | 25.407 | (9.675) | 120 | (9.555) | 8.475 | 928 | 9.403 | 18.205 | 1.131 | 19.336 | 5.771 | 452 | 6.223 |
| S | 66.194 | (25.598) | 352 | (25.246) | 24.309 | 2.730 | 27.039 | 44.796 | 3.328 | 48.124 | 14.948 | 1.329 | 16.277 |
| | 731.199 | | | 113.048 | | | 188.080 | | | 320.036 | | | 110.035 |
| Total | 1.207.061 | | | 462.408 | | | 414.799 | | | 197.079 | | | 132.775 |

ANEXO 3
DISTRIBUCION DE LA BONANZA CAFETERA
(Marco conceptual por libra de café exportado)

| | Ganancia Ocasional | Variación Normal Máxima | Total |
|-----------------|---|---|--|
| Exportador | $XO = (P_m - P_r) - (P_m^L - P_r^L) + .045 \cdot (P_r - P_r^L)$ | $XN = .045(P_r^L - P_r^e)$ | $XT = (P_m - P_r) - (P_m^e - P_r^e) + .045(P_r - P_r^e)$ |
| Productor | $PO = P_i - P_i^L$ si $P_i > P_i^L$ $PO = 0$ si $P_i \leq P_i^L$ | $PN = P_i^L - P_i^e$ si $P_i \geq P_i^L$ $PN = P_i - P_i^e$ si $P_i < P_i^L$ | $PT = P_i - P_i^e$ |
| Gremio Cafetero | $FO = (P_r - P_r^L)(1 - t_n - .045) - (P_i - P_i^L)$ si $P_r > P_r^L$ $FO = 0$: si $P_r \leq P_r^L$ | $FN = (P_r^L - P_r^e)(1 - t_n - .045) - (P_i^L - P_i^e)$ si $P_r \geq P_r^L$ $FN = (P_r - P_r^e)(1 - t_n - .045) - (P_i - P_i^e)$ si $P_r < P_r^L$ | $FT = (P_r - P_r^e)(1 - t_n - .045) - (P_i - P_i^e)$ |
| Gobierno | $GO = (P_r - P_r^L)t_n$ si $P_r > P_r^L$ $GO = 0$, si $P_r \leq P_r^L$ | $GN = (P_r^L - P_r^e)t_n$ si $P_r \geq P_r^L$ $GN = (P_r - P_r^e)t_n$ si $P_r < P_r^L$ | $GT = (P_r - P_r^e)t_n$ |
| Total: | $TO = (P_m - P_m^L)$ si $P_m > P_m^L$ $TO = 0$ si $P_m \leq P_m^L$ | $TN = (P_m^L - P_m^e)$ si $P_m \geq P_m^L$ $TN = P_m - P_m^e$ si $P_m < P_m^L$ | $TT = P_m - P_m^e$ |

ANEXO 4
DEFINICION DE LAS VARIABLES

| | |
|---------|---|
| P_m | Precio promedio mensual en el mercado de Nueva York (US\$/lb) |
| P_r | Precio Promedio de reintegro según registros de exportación (US\$/lb) |
| P_i | Precio interno por libra (US\$/lb) |
| P_m^e | Precio de mercado esperado en el mercado de vendedores |
| P_r^e | Precio de reintegro esperado en un mercado de vendedores |
| P_i^e | Precio interno esperado en un mercado de vendedores |
| P_m^L | Precio externo máximo normal en un mercado de vendedores |
| P_r^L | Precio de reintegro máximo normal en un mercado de vendedores |
| P_i^L | Precio interno máximo normal en un mercado de vendedores |

ANEXO 5
SUPUESTOS

$P_m^e = P_r^e + .0487$ (Normalmente se le permite un margen externo al exportador de US\$7.50 por saco de 70Kg. exportado).

$P_m^L = P_r^L + .0487$

$P_i^e =$ Precio Interno en Julio de 1975 + .35 ($P_m^e - .816$) según la fórmula acordada en Junio de 1972, reducida a precios constantes de 1975.

$P_i^L =$ Precio Interno en Julio de 1975 + .35 ($P_m^L - .816$)

El margen interno para el exportador es de .045 Pr

ANEXO 6
PARTICIPACION DE LOS EXPORTADORES PRIVADOS
EN EL MERCADO EXTERNO

(%)

| | 1975 | 1976 | 1977 |
|------------|------|------|------|
| Enero | | 83.0 | 74.1 |
| Febrero | | 73.0 | 71.0 |
| Marzo | | 78.3 | 70.5 |
| Abril | | 83.0 | 69.0 |
| Mayo | | 84.1 | 68.2 |
| Junio | | 77.7 | 48.0 |
| Julio | 56.5 | 57.3 | 61.0 |
| Agosto | 65.0 | 84.8 | 49.0 |
| Septiembre | 60.7 | 85.2 | 33.3 |
| Octubre | 76.8 | 84.0 | |
| Noviembre | 84.7 | 81.8 | |
| Diciembre | 77.9 | 80.1 | |

FUENTE: FEDECAFE.

ANEXO 7
CANTIDAD EXPORTADA Y PRECIO DE REINTEGRO E INTERNO DEL CAFE

| | Precio de reintegro (Pr)* | Precio Interno (Pi)* | Cantidad Q** |
|------------|------------------------------|-------------------------|-----------------|
| 1975 Julio | 0.542 | 0.4402 | 90.024 |
| Agosto | 0.607 | 0.5267 | 102.300 |
| Septiembre | 0.632 | 0.4842 | 83.688 |
| Octubre | 0.704 | 0.4780 | 87.384 |
| Noviembre | 0.709 | 0.4809 | 83.160 |
| Diciembre | 0.714 | 0.5391 | 117.612 |
| 1976 Enero | 0.731 | 0.5697 | 78.276 |
| Febrero | 0.711 | 0.5717 | 87.912 |
| Marzo | 0.779 | 0.5871 | 99.264 |
| Abril | 0.846 | 0.6759 | 70.260 |
| Mayo | 1.165 | 0.7728 | 71.148 |
| Junio | 1.227 | 0.8424 | 90.024 |
| Julio | 1.277 | 0.7609 | 51.876 |
| Agosto | 1.496 | 0.8180 | 50.556 |
| Septiembre | 1.386 | 0.7784 | 39.072 |
| Octubre | 1.522 | 0.7658 | 35.772 |
| Noviembre | 1.501 | 0.7794 | 56.496 |
| Diciembre | 1.613 | 0.8643 | 99.132 |
| 1977 Enero | 1.724 | 0.8762 | 78.936 |
| Febrero | 1.806 | 0.8655 | 74.580 |
| Marzo | 2.103 | 0.8718 | 73.260 |
| Abril | 2.407 | 0.8330 | 57.552 |
| Mayo | 2.506 | 0.7886 | 63.888 |
| Junio | 2.541 | 0.8206 | 39.336 |
| Julio | 2.680 | 0.8191 | 12.936 |
| Agosto | 2.200 | 0.8155 | 27.060 |
| Septiembre | 2.050 | 0.8077 | 79.596 |

FUENTE: Revista Banco de la República.

* En US\$ a precios constantes del 75.

** En miles de libras.

ANEXO 8

| | | I | II | III |
|-----|--------------|---|---|--|
| | | Indice total de Precios al por mayor en el Comercio de EE.UU. Base 1975 = 100 | Precio Corriente Mensual del Café Colombiano en N.Y. centavos de US\$/libra | Poder adquisitivo real del Precio del Café Colombiano US\$ de 1975/libra |
| Año | Mes | | | |
| 63 | Enero | 54.2 | 40.50 | 74.72 |
| | Febrero | 54.0 | 39.43 | 73.02 |
| | Marzo | 53.8 | 39.78 | 75.06 |
| | Abril | 53.7 | 39.65 | 73.84 |
| | Mayo | 53.9 | 39.15 | 72.63 |
| | Junio | 54.1 | 39.25 | 72.55 |
| | Julio | 54.2 | 39.58 | 73.03 |
| | Agosto | 54.1 | 39.50 | 73.01 |
| | Septiembre | 54.1 | 39.38 | 72.79 |
| | Octubre | 54.2 | 39.48 | 72.84 |
| | Noviembre | 54.3 | 39.60 | 72.93 |
| | Diciembre | 54.1 | 39.28 | 72.60 |
| | Total | | 54.1 | 39.55 |
| 64 | Enero | 54.4 | 45.00 | 82.72 |
| | Febrero | 54.2 | 45.70 | 84.32 |
| | Marzo | 54.1 | 49.95 | 92.33 |
| | Abril | 54.0 | 48.55 | 89.91 |
| | Mayo | 53.9 | 49.28 | 91.43 |
| | Junio | 53.9 | 48.60 | 90.17 |
| | Julio | 54.1 | 49.33 | 91.18 |
| | Agosto | 54.0 | 50.58 | 93.67 |
| | Septiembre | 54.3 | 50.05 | 92.17 |
| | Octubre | 54.3 | 50.08 | 92.23 |
| | Noviembre | 54.3 | 49.90 | 91.90 |
| | Diciembre | 54.3 | 48.60 | 89.50 |
| | Total | | 54.2 | 48.80 |
| 65 | Enero | 54.4 | 48.88 | 89.85 |
| | Febrero | 54.5 | 49.68 | 91.16 |
| | Marzo | 54.6 | 47.20 | 86.44 |
| | Abril | 54.8 | 47.45 | 86.59 |
| | Mayo | 55.0 | 47.53 | 86.41 |
| | Junio | 55.4 | 47.50 | 85.74 |
| | Julio | 55.4 | 47.35 | 85.47 |
| | Agosto | 55.4 | 48.23 | 87.06 |
| | Septiembre | 55.5 | 49.40 | 89.01 |
| | Octubre | 55.6 | 48.78 | 87.73 |
| | Noviembre | 55.8 | 49.95 | 89.52 |
| | Diciembre | 56.1 | 49.93 | 89.00 |
| | Total | | 55.2 | 48.49 |
| 66 | Enero | 56.4 | 49.45 | 87.68 |
| | Febrero | 56.8 | 49.68 | 87.46 |
| | Marzo | 56.8 | 49.53 | 87.20 |
| | Abril | 56.8 | 48.93 | 86.14 |
| | Mayo | 56.9 | 48.30 | 84.89 |
| | Junio | 56.9 | 48.48 | 85.20 |
| | Julio | 57.3 | 48.08 | 83.91 |
| | Agosto | 57.6 | 46.80 | 81.25 |
| | Septiembre | 57.6 | 45.40 | 78.82 |
| | Octubre | 57.2 | 45.20 | 79.02 |
| | Noviembre | 57.1 | 45.10 | 78.98 |
| | Diciembre | 57.1 | 44.18 | 77.37 |
| | Total | | 57.1 | 47.43 |

| | I | II | III | |
|--------------|---|--|--|-------|
| | Indice total de Precios al por mayor en el Comercio de EE.UU. Base 1975 = 100 | Precio Corriente Mensual del Café Colombiano en N.Y. centavos de US\$/libra. | Poder adquisitivo real del Precio del Café Colombiano US\$ de 1975/libra | |
| 67 | Enero | 57.2 | 43.55 | 76.14 |
| | Febrero | 57.1 | 42.70 | 74.78 |
| | Marzo | 57.0 | 41.28 | 72.42 |
| | Abril | 56.7 | 41.85 | 73.81 |
| | Mayo | 57.0 | 42.08 | 73.82 |
| | Junio | 57.3 | 42.10 | 73.47 |
| | Julio | 57.4 | 41.10 | 71.60 |
| | Agosto | 57.2 | 40.35 | 70.54 |
| | Septiembre | 57.2 | 40.58 | 70.94 |
| | Octubre | 57.2 | 41.83 | 73.13 |
| | Noviembre | 57.2 | 43.20 | 75.52 |
| | Diciembre | 57.6 | 42.60 | 73.96 |
| Total | | 57.2 | 41.94 | |
| 68 | Enero | 57.8 | 41.70 | 72.15 |
| | Febrero | 58.2 | 41.53 | 71.36 |
| | Marzo | 58.3 | 43.03 | 73.81 |
| | Abril | 58.4 | 42.75 | 73.20 |
| | Mayo | 58.5 | 42.35 | 72.39 |
| | Junio | 58.6 | 42.70 | 72.87 |
| | Julio | 58.8 | 43.15 | 73.38 |
| | Agosto | 58.6 | 42.75 | 72.95 |
| | Septiembre | 58.8 | 42.63 | 72.50 |
| | Octubre | 58.8 | 43.48 | 73.95 |
| | Noviembre | 59.1 | 42.40 | 71.74 |
| | Diciembre | 59.2 | 42.68 | 72.09 |
| Total | | 58.6 | 42.60 | |
| 69 | Enero | 59.6 | 43.93 | 73.71 |
| | Febrero | 59.9 | 43.23 | 72.17 |
| | Marzo | 60.2 | 41.05 | 68.19 |
| | Abril | 60.3 | 40.05 | 66.42 |
| | Mayo | 60.8 | 39.85 | 65.54 |
| | Junio | 61.0 | 40.58 | 66.52 |
| | Julio | 61.1 | 40.33 | 66.01 |
| | Agosto | 61.1 | 41.38 | 67.73 |
| | Septiembre | 61.2 | 45.30 | 74.02 |
| | Octubre | 61.4 | 52.50 | 85.50 |
| | Noviembre | 61.8 | 55.75 | 90.21 |
| | Diciembre | 62.0 | 55.88 | 90.13 |
| Total | | 60.9 | 44.99 | |
| 70 | Enero | 62.5 | 59.43 | 95.09 |
| | Febrero | 62.7 | 57.18 | 91.20 |
| | Marzo | 63.4 | 57.50 | 90.69 |
| | Abril | 63.4 | 57.23 | 90.27 |
| | Mayo | 63.0 | 57.78 | 91.56 |
| | Junio | 63.1 | 56.80 | 90.01 |
| | Julio | 63.4 | 56.25 | 88.72 |
| | Agosto | 63.2 | 55.95 | 88.53 |
| | Septiembre | 63.5 | 55.65 | 87.64 |
| | Octubre | 63.5 | 56.05 | 88.27 |
| | Noviembre | 63.4 | 54.80 | 86.43 |
| | Diciembre | 63.5 | 52.45 | 82.60 |
| Total | | 63.1 | 56.42 | |

| | | I | II | III |
|--------------|------------|--|--|--|
| | | Indice total de Precios al por mayor en el Co- mercio de EE.UU. Base 1975 = 100 | Precio Corriente Men- sual del Café Colombi- ano en N.Y. centavos de US\$/libra | Poder adquisitivo real del Precio del Café Colom- biano US\$ de 1975/libra |
| 71 | Enero | 63.9 | 52.10 | 81.53 |
| | Febrero | 64.5 | 50.35 | 78.06 |
| | Marzo | 64.6 | 49.93 | 77.29 |
| | Abril | 65.0 | 48.35 | 74.38 |
| | Mayo | 65.1 | 48.58 | 74.62 |
| | Junio | 65.3 | 47.83 | 73.25 |
| | Julio | 65.5 | 47.75 | 72.90 |
| | Agosto | 65.7 | 48.20 | 73.36 |
| | Septiembre | 65.5 | 47.93 | 73.18 |
| | Octubre | 65.4 | 47.90 | 73.24 |
| | Noviembre | 65.5 | 49.90 | 76.18 |
| | Diciembre | 66.0 | 52.40 | 79.39 |
| Total | | 65.1 | 49.27 | |
| 72 | Enero | 66.5 | 50.72 | 76.27 |
| | Febrero | 67.1 | 49.93 | 74.41 |
| | Marzo | 67.1 | 51.75 | 77.12 |
| | Abril | 67.2 | 51.60 | 76.78 |
| | Mayo | 67.6 | 52.90 | 78.25 |
| | Junio | 67.9 | 53.61 | 78.95 |
| | Julio | 64.4 | 61.22 | 95.06 |
| | Agosto | 68.5 | 63.93 | 93.33 |
| | Septiembre | 68.7 | 59.95 | 87.26 |
| | Octubre | 68.6 | 61.00 | 88.92 |
| | Noviembre | 69.0 | 61.28 | 88.81 |
| | Diciembre | 70.3 | 62.76 | 89.27 |
| Total | | 68.1 | | |
| 73 | Enero | 71.2 | 68.62 | 96.38 |
| | Febrero | 72.5 | 73.66 | 101.60 |
| | Marzo | 72.2 | 73.39 | 101.60 |
| | Abril | 74.7 | 70.55 | 94.44 |
| | Mayo | 76.3 | 73.60 | 96.46 |
| | Junio | 78.1 | 76.16 | 97.50 |
| | Julio | 77.1 | 75.53 | 97.96 |
| | Agosto | 81.6 | 73.38 | 89.92 |
| | Septiembre | 80.2 | 72.29 | 90.14 |
| | Octubre | 79.8 | 71.14 | 89.15 |
| | Noviembre | 81.1 | 70.83 | 87.34 |
| | Diciembre | 83.1 | 71.03 | 85.48 |
| Total | | 77.0 | | |
| 74 | Enero | 83.8 | 75.24 | 89.78 |
| | Febrero | 85.5 | 80.17 | 93.77 |
| | Marzo | 86.6 | 79.35 | 91.63 |
| | Abril | 87.3 | 81.23 | 93.05 |
| | Mayo | 88.6 | 82.35 | 92.95 |
| | Junio | 89.0 | 82.18 | 92.34 |
| | Julio | 92.4 | 78.15 | 84.58 |
| | Agosto | 95.7 | 73.73 | 77.04 |
| | Septiembre | 95.6 | 70.78 | 74.04 |
| | Octubre | 97.3 | 72.18 | 74.18 |
| | Noviembre | 98.3 | 76.87 | 78.20 |
| | Diciembre | 98.1 | 81.47 | |
| Total | | 91.5 | | |

| | I | II | III |
|-------|---|---|--|
| | Indice total de Precios al por mayor en el Comercio de EE.UU. Base 1975 = 100 | Precio Corriente Mensual del Café Colombiano en N.Y. centavos de US\$/libra | Poder adquisitivo real del Precio del Café Colombiano US\$ de 1975/libra |
| 75 | Enero 98.2 | 78.08 | 79.51 |
| | Febrero 97.9 | 76.08 | 77.71 |
| | Marzo 97.4 | 69.38 | 71.23 |
| | Abril 98.4 | 66.80 | 67.89 |
| | Mayo 99.0 | 65.57 | 66.23 |
| | Junio 99.3 | 72.60 | 73.11 |
| | Julio 100.4 | 83.02 | 82.69 |
| | Agosto 101.0 | 100.38 | 99.39 |
| | Septiembre 101.6 | 90.73 | 89.30 |
| | Octubre 102.3 | 90.30 | 88.27 |
| | Noviembre 101.9 | 88.03 | 86.39 |
| | Diciembre 102.2 | 94.00 | 91.98 |
| Total | 100.0 | | |
| 76 | Enero 102.5 | 100.70 | 98.24 |
| | Febrero 102.5 | 106.26 | 103.67 |
| | Marzo 102.7 | 106.46 | 103.66 |
| | Abril 103.7 | 133.19 | 128.44 |
| | Mayo 103.9 | 156.11 | 150.25 |
| | Junio 104.7 | 183.60 | 175.36 |
| | Julio 105.4 | 160.89 | 152.54 |
| | Agosto 105.0 | 183.98 | 175.22 |
| | Septiembre 105.6 | 181.17 | 171.56 |
| | Octubre 105.9 | 183.95 | 173.70 |
| | Noviembre 106.1 | 186.49 | 175.77 |
| | Diciembre 106.9 | 209.79 | |
| Total | 104.6 | | |
| 77 | Enero 107.5 | 221.35 | 205.90 |
| | Febrero 108.6 | 246.57 | 227.04 |
| | Marzo 109.2 | 313.04 | 286.67 |
| | Abril 110.2 | 320.78 | 291.09 |
| | Mayo 111.2 | 291.71 | 262.33 |
| | Junio 111.5 | 268.73 | 241.01 |
| | Julio 111.7 | 228.74 | 204.78 |
| | Agosto 111.7 | 204.76 | 183.31 |
| | Septiembre 111.8 | 193.10 | 172.72 |

FUENTE: Para I Revista del Banco de la República y cálculos de los autores, por cambio de base, para dic. 76 — oct. 77, estimado con base en OECD. Economic outlook No. 22 dic. 77. Para II: 1963-1971 Informe Gerente B.R.

Comentarios

Jorge Méndez M.

El trabajo de los doctores Hommes y Hernández es excelente y para mí es motivo de gran satisfacción hacerle algunos comentarios. Tiene la virtud de tratar un tema muy complicado con la sobria seriedad de los jóvenes economistas que no están imbuídos de pretensiones políticas, o que por lo menos pueden apaciguarlas a fin de ser objetivos y técnicos. La técnica usada por ellos es de alta calidad, el ordenamiento de la argumentación es impecable, y todo conduce a que las conclusiones tengan un peso difícil de desconocer. Yo sólo me atreveré en esta intervención a glosar algunos aspectos del trabajo. Tengo la seguridad de que las dudas que yo pueda tener serán disipadas con bastante rapidez en el curso de la discusión.

Llama la atención, para empezar, el concepto de bonanza que tiene el documento. Se basa en hipotéticos precios naturales de mercado de vendedores y de mercado de compradores que habría tenido el café a lo largo de los últimos años, y que servirían de punto de partida para determinar **precios base**, aún después de sobrevenida la helada del café brasilero en 1975, con los cuales se podría calcular la magnitud de la llamada "Bonanza". Esos "precios esperados" sirven, además, para calcular el beneficio, o la participación en la bonanza, que han tenido los diversos participantes en el mercado del lado de la oferta, o sea, los productores, el gremio de cafeteros representado por la Federación, el gobierno nacional, y los exportadores. Se supone que desde 1975 existe un mercado de vendedores porque, como es evidente, es desde entonces que el café empieza a escasear de veras, en virtud de las heladas del Brasil. Se supone además, que el precio normal para ese mercado de vendedores debiera haber sido, hipotéticamente, US\$0.8958 la libra, porque la media de distribución de precios en los períodos de mercado de vendedores

era esta última cifra. Cuando el precio real de mercado la excedió, empezó a haber bonanza. Si hubiera excedido una "Cota máxima", que se calcula en US\$0.994 por libra, no solamente había habido bonanza, según los autores, sino "Windfall", o ganancia de cuasirenta. Como el precio, en efecto, excedió esa "cota máxima", los autores tienen que concluir que no se trata de una bonanza simple y llana, sino de una especie de ganancia ocasional extraordinaria.

Yo tengo la impresión de que estos ejercicios numéricos para determinar la diferencia entre precios de mercado y precios esperados son interesantes pero relativamente inútiles, y, además, tienden a oscurecer un poco el alcance de lo que sucedió a la balanza de pagos, y en general a la economía colombiana con la acentuada alza en los precios del café. De lo que verdaderamente se trata, a mi modo de ver, es de cuantificar y analizar una diferencia de ingresos en dólares entre lo que ellos eran en un momento dado, momento en el cual los ingresos totales por exportaciones estaban creciendo pero moderadamente, y otro momento en que esos ingresos empiezan a crecer mucho más rápidamente en virtud del alza de precio de un sólo bien de exportación, que es el café. Cualquier suposición sobre cual debiera haber sido el precio antes de lo que se considera la bonanza, limita el alcance del análisis sobre la repartición de dicha bonanza. Los autores reconocen este hecho cuando aclaran, en la página 249 "que otra definición de bonanza incluiría los ingresos adicionales que corresponden a que los precios del café venían moviéndose en un mercado de compradores, con anterioridad a Julio de 1975, y que en esa época los pronósticos de precios indicaban que las condiciones de mercado de compradores prevalecerían".

O sea, las definiciones usadas por los autores pueden estar escatimándonos una parte de la magnitud de la bonanza, y, consiguientemente, pueden estar disminuyendo de lo que los participantes iban a distribuirse. Por lo demás, la diferenciación entre "ganancia ocasional" y "ganancia normal" tampoco es muy útil para los fines del análisis posterior.

Superado este pequeño impasse de definiciones, la corriente conceptual del documento parece fluir muy armoniosa y sabiamente. Las fórmulas según las cuales se calcula la distribución de la bonanza parecen lógicas si es que se legitima el "precio esperado" como base de comparación. Es claro que el gobierno tendrá una "bonanza" igual a la diferencia entre el precio de reintegro actual y el precio de reintegro esperado, multiplicado por el impuesto ad valorem. El gremio tendrá una bonanza representada por el aumento en el valor de la retención, (por encima de lo que hubiera sido en un mercado normal de vendedores). Pero los autores dicen que los exportadores (entre quienes se cuentan el propio gremio cafetero La Federación actúa en calidad de exportador), tendrán una bonanza igual al au-

mento verificado en la diferencia entre el precio del mercado y el precio de reintegro. En realidad, la ganancia de los exportadores, en una bonanza como la que estamos viviendo, puede depender mucho más que las alzas de los precios en el mercado externo, de las decisiones gubernamentales no sólo sobre precios de reintegro sino también, sobre niveles de retención y sobre precios internos. Si por razones como las que posteriormente aduce el documento las autoridades cafeteras se muestran remisas a elevar el precio de reintegro en la misma proporción que ha subido el precio externo, los exportadores tienen luz verde para hacer ganancias proporcionalmente mayores de lo que ha subido el precio externo. Esto constituye una apropiación particularmente injustificada, que en definitiva puede llevarnos a la conclusión de que los verdaderos y casi únicos beneficiarios en gran escala de la bonanza han sido los exportadores privados.

Esta dolorosa conclusión se ve confirmada por el documento de los doctores Hernández y Hommes, aunque ellos galantemente no hayan querido decirlo con esas palabras.

En efecto, el Cuadro No. 1, en donde se muestra la distribución de la bonanza en dólares es, si lo entiendo bien, preocupante. Los exportadores privados logran contabilizar una bonanza en 1975, esto es, un aumento de la diferencia entre precio de mercado y precio de reintegro, de 72 millones de dólares, mientras los productores sólo ven aumentados sus ingresos en 15 millones, y el gremio y el gobierno ven disminuidos los suyos en 64 millones y 20 millones respectivamente. La única explicación de esta situación tan desequilibrada, que el documento no comenta expresamente, debe ser la de que el precio de reintegro no subió suficientemente aprisa, desde el momento en que empieza a subir el precio del grano en el mercado de Nueva York, permitiendo a los exportadores hacer una ganancia windfall impresionante, y perjudicando al gremio y al sector público. Con estas cifras, no es posible afirmar que la "bonanza fue de los cafeteros". Fue de los exportadores, quienes por lo regular nunca han producido un grano de café.

Si se examina un poco más el sentido y los alcances de la bonanza para los otros participantes, para los productores, el gremio y el gobierno, el tema de que la bonanza no les significó mucha prosperidad vuelve a surgir, y es evidente. El documento no es explícito respecto a la pérdida de posición del gremio y del gobierno durante 1975, pero, como decía atrás, uno puede imaginarse que lo que sucedió fue que, frente a una bonanza total todavía relativamente exigua, el precio de reintegro debe haber funcionado exclusivamente a favor de los exportadores y productores. Ese año sólo hubo bonanza, y en cifras importantes, para quienes se aprovecharon del mercado y de la falta de elasticidad de los precios de reintegro y de la retención.

En 1976 las cosas mejoran, en cuanto el gobierno y el gremio empiezan a gozar de un cierto aumento de ingresos, pero todavía lo que a ellos les llega es exiguo frente a la bonanza de los exportadores privados. El juego entre los precios del mercado, el precio interno que esos exportadores tienen que pagar, el precio de reintegro y la retención sigue produciendo un fenómeno de acaparamiento de ganancias a favor de los exportadores privados que francamente es difícil de aceptar.

Según el documento más del 40% de las alzas de precios de nuestro café ha ido al bolsillo de esos exportadores, y esto es así no tanto porque esos señores especulen, lo cual al fin y al cabo significa un riesgo, sino porque los costos a que pueden adquirir el artículo exportable son en extremo favorables frente a un mercado con escasez y con tendencia al alza. Los exportadores constituyen, sin duda, un grupo monopsonico cuando compran café a los productores. El precio a que les compran, por consiguiente, tiende a ser muy parecido al precio interno fijado por la Federación. El hecho es que el precio pagado a los productores, y que los mecanismos de reintegro y de retención, que debieran evitar ese aprovechamiento un poco leonino, no actúan eficientemente. La demostración de que ello no tiene inevitablemente que ser así es que durante 1977 la proporción de la bonanza que va a los exportadores disminuye bastante, aunque su monto continúa siendo muy jugoso. En la segunda mitad de 1977 se establecen mejores precios internos en relación con los precios del mercado de Nueva York, aunque en la primera mitad del año esa relación había sido lamentable, y también los precios de reintegro fueron considerablemente mayores. O sea, cuando más notoriamente se dejó el país ganar de mano por los exportadores fue durante 1976. El pecado posterior parece menos grave, aunque continúa realizándose.

El tipo de consideraciones en que el documento no abunda es, por ejemplo, la injusticia de esa situación, que en buena parte explica porqué la bonanza no fue para todos los colombianos. En realidad, parece por ejemplo evidente que dos de los participantes que mayormente debieran haberse beneficiado, para conveniencia del país, el gremio cafetero y el gobierno, no se fortalecieron realmente con la bonanza. El gobierno resultó más bien disminuido en el total de su capacidad financiera. En efecto, los aumentos en sus ingresos por concepto de impuestos ad valorem, que fueron relativamente importantes en 1976 y 1977, luego de la merma sufrida en 1975, fueron gastados, según el documento, fundamentalmente en amortizar deuda con el Banco de la República y en cancelar endeudamiento externo, pagos que, estrictamente hablando hubieran podido ser postergados. O sea, el gobierno no sacó de la bonanza capacidad adicional para realizar gastos en pro del desarrollo nacional. Más bien el resultado global fue negativo para el fisco. La bonanza, con los resulta-

dos monetarios que generó a través de la expansión de reservas y de la consiguiente expansión primaria, obligó al gobierno a restringir fuertemente muchos de sus gastos presupuestales, especialmente en el campo de la inversión pública, como uno de los recursos anti-inflacionarios a que hubo que echar mano. En los años 1976 y 1977 se logró la hazaña de contabilizar cuantiosos superávits en las Operaciones Efectivas del Gobierno Nacional. (\$4.677 y \$4.875 millones de pesos). Esos superávits se absorbieron en pago adicional de deuda interna. Como instrumentos contraccionistas, estas operaciones parecieron adecuadas. Pero el hecho paradójico es que a ellas obligó la bonanza cafetera, tal como se le manejó. Y que el significado real de todo esto es que el gobierno vio disminuida su capacidad de gasto real, en vez de haberla aumentado, tal como hubiera sido lógico dentro de la supuesta prosperidad de una bonanza. A estos respectos, las explicaciones del documento son ingeniosas, pero no convincentes. La realidad es que la inversión pública parece haber descendido, en términos reales, tanto en 1976 como en 1977.

También parece muy relativa la bondad de la bonanza para el gremio cafetero. La retención que se traslada al Fondo Nacional del Café sirve ante todo como instrumento de estabilización de los precios internos y externos. Se supone también que por medio de la retención se congela circulante¹, ya que sin ese mecanismo, el productor recibiría muchos más pesos por su café. Eso todo está muy bien. Pero ello también indica que los aumentos en la retención, y en el monto de los dineros que entran al Fondo, no significan necesariamente que el gremio es más próspero, más poderoso, sino solamente que tiene más responsabilidades. Para asumir éstas, cuando sobrevengan, esto es, cuando se tenga que comprar café en el interior porque los exportadores privados no lo compran (lo cual sucede cuando el precio en el mercado externo desciende por debajo de determinados límites), o cuando se tenga que invertir en el mercado de Nueva York, es que se acumulan los dineros de la retención. En la práctica en los últimos años, la política gubernamental había buscado que una parte considerable de ese dinero se congelara efectivamente, a través de la compra de títulos canjeables por certificados de cambio.

A la Federación le queda, eso sí, cierta capacidad de gasto directo, que se destina a vías, electrificación, acueductos y educación en las zonas cafeteras. A lo largo del tiempo, esa labor ha sido bastante importante, pues significó por ejemplo la construcción de casi 10.000 kilómetros de vías, electrificación rural que cubrió a más de 500.000 habitantes, la construcción de casi 5.000 escuelas, acueductos que beneficiaron a 600.000 habitantes, etc.

¹ Cuando los exportadores entregan la retención en especies en forma de café pergamino, dicha congelación no se produce. Sin embargo, parece que una proporción muy alta de la retención se efectuó en dinero, lo cual explica el gran aumento de liquidez del Fondo Nacional del Café hasta comienzos de 1977.

Además, también en los últimos años, el gobierno y la Federación han tratado de que los dineros del Fondo sirvan de fuente financiera para algunos frentes de desarrollo. La creación del Fondo Cafetero para el Desarrollo Nacional es el mejor ejemplo de ese propósito. Sin embargo, la utilización de ese Fondo para proyectos de desarrollo se frustró en gran parte pues el precio de la libra de café en el mercado de Nueva York bajó del precio base (US\$2.20), a los pocos meses de instaurado el sistema. El Fondo sólo llegó a tener un poco más de 1.000 millones de pesos, equivalentes a unos 30 millones de dólares. Desde Octubre de 1977, se hizo necesario reconvertir dichos títulos, operación que se completó a fines del año.

En cuanto a los planes directos del Fondo con sus recursos regulares, destinados a reforzar a determinadas entidades financieras conectadas con la Federación o con el Gremio, su ejecución durante el año clave de 1977 fue relativamente incompleta. Fuera de la capitalización del Banco Cafetero, que se realizó en su totalidad, lo mismo que los Bonos de Desarrollo Eléctrico que se adquirieron, los demás componentes del Plan fueron cumplidos solo en parte relativamente pequeña. El único renglón cuya ejecución superó las cifras planeadas fue la Capitalización del Fondo Nacional de café para compras, lo cual confirma el hecho de que el Fondo no puede utilizarse fundamentalmente para gastar con fines de desarrollo, sino para intervenir en el mercado y asegurar la compra de la cosecha cuando los exportadores privados fallen.

La retención fue utilizada, de ese modo, en el ápice de la bonanza, básicamente como instrumento para congelar una parte considerable de la emisión monetaria producida por las ventas de dólares al Banco de la República, con unas excepciones relativamente poco importantes que se destinaron a financiar instituciones de desarrollo. Posteriormente, cuando los títulos canjeables por certificados de cambio debieron ser liquidados para comprar la cosecha que no adquirían los exportadores privados, la corriente monetaria se vió, de nuevo, superalimentada. Ese golpe a la estabilidad monetaria debió ser duro, ya que el monto en pesos de los títulos canjeables llegaba a más de 10.000 millones de pesos a comienzos de 1977.

Esos vaivenes, entre períodos de abundancia de disponibilidad en el Fondo Nacional del Café y de rápido agotamiento de liquidez de dicho Fondo apenas los precios internacionales comienzan a aflojar y los exportadores privados tienden a desaparecer del mercado, contradicen uno de los propósitos que se tuvieron en mente cuando se pensó, ante la bonanza, que ahora sí el Fondo iba a constituirse en un instrumento fuerte y sólido de intervención en el mercado, y que el recurrir a emisiones del Banco de la República para financiar la compra de las cosechas era algo que había pasado a la historia.² El

² La forma de financiar la cosecha, durante los próximos meses, vuelve a ser motivo de gran preocupación nacional.

CUADRO No. 1
PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMIA CAFETERA EXTERNA

Tasa promedio de cambio, precios de reintegro e internos
y valor de la retención cafetera por saco de 70 Kgs.

| | | Tasa cambio ¹ | Precios de reintegro ² | | Precio interno ³ | Valor de la retención | Total compras internas | Porcientos Precio interno ⁴ | |
|------|-------|--------------------------|-----------------------------------|---------|-----------------------------|-----------------------|------------------------|--|----|
| | | (pesos por dólar) | (dólares) | (pesos) | (pesos) | (pesos) | (pesos) | (pesos) | |
| 1974 | Marzo | 25.42 | 104.50 | 2.656 | 1.390 | 517 | 1.907 | 72 | 45 |
| | Junio | 25.57 | 114.00 | 2.916 | 1.586 | 619 | 2.205 | 76 | 49 |
| | Sept. | 26.25 | 107.23 | 2.815 | 1.586 | 619 | 2.205 | 78 | 55 |
| | Dic. | 28.21 | 107.50 | 3.033 | 1.743 | 523 | 2.266 | 75 | 49 |
| 1975 | Marzo | 29.62 | 103.25 | 3.058 | 1.750 | 525 | 2.275 | 74 | 55 |
| | Junio | 30.83 | 95.00 | 2.929 | 1.645 | 576 | 2.221 | 76 | 48 |
| | Sept. | 31.84 | 117.00 | 3.275 | 2.100 | 735 | 2.835 | 76 | 47 |
| | Dic. | 32.83 | 117.00 | 3.841 | 2.275 | 796 | 3.071 | 80 | 48 |
| 1976 | Marzo | 33.76 | 143.00 | 4.828 | 2.884 | 865 | 3.749 | 78 | 52 |
| | Junio | 34.64 | 255.92 | 8.863 | 4.255 | 2.425 | 6.680 | 75 | 43 |
| | Sept. | 35.25 | 259.25 | 9.139 | 4.592 | 3.903 | 8.495 | 93 | 47 |
| | Dic. | 36.19 | 287.61 | 10.409 | 4.900 | 3.920 | 8.820 | 85 | 42 |
| 1977 | Marzo | 36.46 | 440.00 | 16.042 | 4.900 | 3.920 | 8.820 | 55 | 28 |
| | Junio | 36.20 | 440.75 | 15.955 | 5.110 | 4.088 | 9.198 | 58 | 34 |
| | Sept. | 34.82 | 313.75 | 10.925 | 5.110 | 4.088 | 9.198 | 84 | 49 |
| | Dic. | 35.31 | 313.75 | 11.079 | 5.110 | 4.088 | 9.198 | 83 | 45 |

FUENTE: CEPAL en base a cifras oficiales.

¹ Superintendencia Bancaria, corresponde al mercado de "certificados de cambio".

² Cuadro.

³ Equivalencia utilizada: 125 Kgs. de café pergamino = 100 Kgs. café verde.

⁴ Precio externo por la tasa de cambio.

hecho es que, aunque las cifras reales no se conocen, es por lo menos probable que la enorme liquidez acumulada haya quedado bastante deteriorada al primer embate de baja en el precio internacional, y que, de aquí en adelante, también sea por lo menos probable que el recurso del Banco tenga que volver a utilizarse. El sistema general de intervención de la Federación en el mercado parece ser, por lo tanto, un Leviatán que agota cualquier monto de recursos, sin que el producto de las épocas de alza pueda utilizarse efectivamente en beneficio de la economía nacional o del gremio caficultor. La intervención de la Federación para comprar la cosecha ayuda a los productores, pues les garantiza que su café encuentra comprador a los precios establecidos. Pero nada más. Por otra parte, surge la duda de si la intervención es necesaria en el grado en que lo practica la Federación. Al examinar las cifras de lo que significa el precio de reintegro a través de los últimos dos años, el valor de la retención y el precio interno quedan dudas a ese respecto. En un cuadro que ha elaborado la Cepal en Bogotá se ve que aún en momentos en que el precio de reintegro es mayor que el del mercado internacional, el exportador

queda con un margen de utilidad que parecería satisfactorio. (En 1976, la diferencia entre precio internacional y precio de reintegro osciló entre 8% y 13% a favor de los exportadores. Entre los meses de mayo y octubre de 1977 el reintegro fue, en cambio, mayor que el precio externo en una proporción que varió entre un 5% y un 12%).

Es que un sistema que obligue a los exportadores a devolver a través de la retención sólo una parte de la diferencia entre los pesos que se obtienen por la venta del café en los mercados mundiales y lo que pagan al productor (descontados los costos de mercadeo, los de transporte y una ganancia razonable para ellos) no se justifica. Los exportadores tienen siempre la ventaja de vender a precios de mercado internacional y de comprar a precios internos fijados oficialmente. La retención no está calculada para obligarlos a devolver toda la diferencia. Se produce así una plus-valía inexplicable, que permite, entre otras cosas, que los exportadores sigan sintiéndose satisfechos aún en momentos en que el precio de reintegro es mayor que el precio externo.

Este sistema afecta no sólo a la economía nacional en su conjunto, sino particularmente a los productores. El doctor Hernando Agudelo Villa, en reciente conferencia en Armenia, señaló con bastante detalle lo que todas estas fallas implican para el pequeño productor cafetero. La suerte de éste no parece haber mejorado mucho con la bonanza. Muchos han tenido que vender sus fincas, ante el afán acaparador de tierra de los más ricos, y ante los altos costos de producción. Los créditos destinados a los productores a través del Banco Cafetero y del Fondo Rotatorio Cafetero parecen haber ido a los propietarios más grandes, o "al numeroso grupo de nuevos cafeteros que la bonanza improvisó, constituido por profesionales, comerciantes e industriales que se volcaron a adquirir fincas cafeteras y a producir café sin ton ni son".

La misma discriminación parece haberse establecido con la forma en que operó el Título de Ahorro Cafetero. Agudelo Villa señala como "al disponerse que los TAC fueran recibidos al 100% de su valor, cuando el precio real era al 75%, si se utilizaba para el pago de deudas externas o para comprar fertilizantes, se les convirtió en un instrumento para subsidiar a los grandes productores que adquirieron bonos en volúmenes apreciables". La realidad, entonces, es que la bonanza ha sido, para los pequeños caficultores, una forma de aliviar una situación que era en extremo precaria, pero nada más. Y peor aún fue la suerte para los trabajadores asalariados. Mientras el precio interno del café subió en 3 años en un 253%, el valor del jornal mensual parece haberse incrementado sólo en un 65% de enero de 1974 a abril de 1977.

No parece, por lo tanto, que la bonanza haya significado una verdadera reivindicación social y económica de las grandes masas cafeteras.

LA BONANZA Y EL DESARROLLO GLOBAL

No es difícil sacar la conclusión, al leer el Documento que estamos comentando, que lo que se llama "manejo de la bonanza" buscó primordialmente el objetivo de detener y controlar sus implicaciones expansionistas, y no el de aprovechar el potencial de esa bonanza en pro de un desarrollo nacional más acelerado. La bonanza llegó, en efecto, cuando ya durante 1975 el Ministro Botero Montoya y su equipo habían logrado disminuir la alta tasa de inflación que venía del gobierno anterior. Los factores expansionistas que por entonces surgieron parecieron dar al traste con tan noble esfuerzo. Por lo tanto, la bonanza se contempló, desde el principio, más como un molesto e inoportuno suceso, que como una dádiva providencial.

El doctor Botero fue arrastrado por ese torbellino, y a su sucesor le tocó hincar el diente al "monstruo" de la bonanza. El doctor Abdón Espinosa no dudó en hacerlo. Con empeño ejemplar, en 6 meses apaciguó sus efectos monetarios, amaestró la inflación y le dejó a un nuevo Ministro un panorama más apacible, aunque inquietado por el acertijo de cómo desmontar el sistema de certificados de cambio, y, además, por el hecho general de que la economía se sentía un poco ahogada por el esfuerzo contraccionista.

El documento de los doctores Hommes y Hernández está impregnado casi exclusivamente de ese tono monetarista. La bonanza parece ser para ellos solamente un fenómeno monetario, que debe tratarse únicamente como tal. El éxito de ese manejo residiría, por lo tanto, exclusivamente en los resultados que se hayan obtenido para congelar demanda agregada. A lo sumo se adiciona otro propósito, que había sido tradicional, el de "maximizar el ingreso de divisas para el país proveniente de la exportación de café". Pero a ese objetivo no se le da una importancia excesiva, y las explicaciones que trae el Documento, por ejemplo, sobre las razones que tiene la Federación para no subir sino muy prudentemente el precio de reintegro en períodos de alza, y bajarlo también prudentemente en épocas de baja, son inteligentes pero no son completas. El documento señala algunos hechos que a mi modo de ver se prestan para conclusiones de mucho más fondo. Por ejemplo, en la página 269 el documento explica cómo el que se quede atrás el precio del reintegro, en un mercado en alza, sirve de tentación a los exportadores para hacer lo que en efecto hicieron: comprar todo el café en existencias, registrarlo al precio de reintegro de entonces, y exportarlo paulatinamente, embolsillando las ganancias adicionales que el alza gradual del mercado hacía posible. Claro que esa práctica fue, asimismo, la que dejó a algunos exportadores colgados con precios de reintegro muy altos, cuando el mercado empezó a bajar. Pero todo esto no conduce a pensar que la maximización del ingreso de divisas fuera un objetivo clave en nuestra política cafetera.

Es claro que el Documento cumple ampliamente con el cometido que se había propuesto al dedicarse a examinar solamente los factores monetarios y los de distribución de la bonanza. Pero uno se pregunta: **cuándo** se va a hacer algún análisis de fondo sobre las relaciones entre la bonanza y el desarrollo nacional, y **quién** va a hacer ese análisis? Hasta ahora, que yo sepa, este tema ha sido tocado sólo casualmente en uno que otro artículo periodístico. Pero el análisis de si la bonanza hubiera podido coadyuvar a un gran empeño nacional para acelerar la tasa de crecimiento no ha sido hecho por el gremio de economistas, ni por el gobierno, ni por los cafeteros. Por lo demás, el único intento práctico que se hizo para buscar que una parte de los dineros del café se destinara a proyectos específicos de desarrollo, se vió cortado y prácticamente suprimido cuando el límite mínimo de US\$2.20 por libra volvió a alcanzarse.

El tema es extraordinariamente complejo. En primer lugar, hay válidos argumentos para creer que el alza tan acentuada de los precios del café, a lo cual debe agregarse un alza también vertiginosa en las ventas de divisas por ventanilla de dólares provenientes en su gran mayoría de actividades nonsanctas, era muy difícil de manejar en sus aspectos monetarios, por dos razones principales: a) el sistema prefijado por el Decreto 444 que imponía automáticamente el cambio expansionista de dólares por pesos en el Banco de la República, y b) las divisas y los pesos provenientes de ellas no eran del Gobierno, sino de los particulares, al revés de lo que acontecía con el petróleo venezolano. Estas dos características "mecánicas" de nuestra bonanza explican en alto grado las dificultades de política monetaria a que debió enfrentarse el gobierno, y la necesidad de buscar ante todo congelar liquidez, tanto de los participantes en el mercado del café como de otros sectores.

Sin embargo, aún admitiendo esas dificultades tan especiales, la pregunta sigue tan válida como antes: no hubiera existido la posibilidad de buscar la estabilidad dentro de un ambiente de expansión de la producción y de consiguiente crecimiento de la oferta agregada? Yo personalmente creo que sí. Aunque no sea estrictamente el tema de una reunión bancaria como ésta, pienso que vale la pena adelantar algunos elementos de juicio, aunque sean tentativos.

Si el problema de la bonanza consistió en aumentos excesivos de la demanda agregada, una forma de estabilizar la situación era la de incrementar la oferta. Esto último, fundamentándonos en que la bonanza no tenía un significado meramente monetario, sino que estaba expresada en poder de compra real externo, podía lograrse a través de aumentos en la producción interna o de aumentos bien programados de las importaciones. Cualquiera de estos dos caminos hubiera implicado que no se sacrificaran las inversiones públicas, ni el crecimiento de los sectores industrial o agrícola.

En términos cuantitativos, podemos, por ejemplo, visualizar lo que hubiese significado que durante 1977 se hubiera logrado un crecimiento de PBI de 8%, en vez del 5% que se logró según los datos preliminares de que disponemos. La diferencia, en dólares, en términos de producto hubiera sido de cerca de 600 millones de dólares. Seiscientos millones adicionales de bienes industriales, bienes agrícolas, servicios, vivienda, etc., con que hubiera contado el país, hubieran constituido una adición de oferta agregada suficiente para contrarrestar casi todos los efectos de la expansión originada por la bonanza durante 1977.

Cómo hubiera podido procederse? He aquí la pregunta de los 64.000 pesos. Pero yo creo que un sistema de planeación habría podido encontrar soluciones, si en ello se hubiera empeñado, y sin que se pretenda que hubiera sido en absoluto fácil.

Recordemos que Venezuela ha estado creciendo por encima del 8% en los pasados 4 años, y que la inundación adicional de divisas que ese país debió afrontar a partir de 1973 llegó a cerca de 8.000 millones de dólares por año.

Las mayores dificultades parecen haber estado, de nuevo, en el hecho de que los ingresos cafeteros no son del gobierno, sino de los cafeteros y de los exportadores. El gobierno, por lo tanto, no podía disponer de esos ingresos para invertirlos directamente en el país, como sí lo pudo hacer el gobierno venezolano con la mayor parte de los ingresos adicionales de petróleo desde 1973. En Colombia ha existido, por lo tanto, el problema especial de cómo inducir a los beneficiarios de la bonanza a ahorrar una parte considerable de sus ingresos adicionales y posteriormente a invertir dichos ahorros en los sectores que hubiera significado un crecimiento más acelerado de la producción. Como una parte importante de la bonanza se entregó directamente a los productores, y éstos en su mayoría eran pequeños caficultores, el incrementar el ahorro y la inversión entre ellos no era fácil. Tampoco lo era para los ingresos adicionales del gremio, a través del Fondo Nacional de Café, pues como vimos esa plata adicional debería preservarse para actuar cuando las contingencias del mercado externo lo exigieran, lo cual sucedió relativamente pronto.

Es posible, por otra parte, que el problema de la "apropiación" de la bonanza haya sido menos decisivo, como limitante para que la expansión de las ganancias de divisas se convirtiera en una fuente de aceleración de la inversión y de la producción, que la estructura financiera global que la bonanza encontró, y en la cual debió incrustarse. Por ejemplo, si especialmente al comienzo de la bonanza, cuando la implacable expansión monetaria producida a través del aumento de las reservas empezó a llevarse de frente casi todo el esfuerzo estabilizador tan pacientemente efectuado desde 1974, hubiera existido un sistema de tasas de interés suficientemente flexi-

ble, y éstas hubiesen bajado, es por lo menos posible que la tasa de inversión hubiese subido, y, en general, la producción de bienes. (Los altos costos financieros se han estado convirtiendo durante los últimos años en un factor difícil de superar por los inversionistas potenciales). Una parte considerable de la inversión se hubiera realizado, sin duda, a base de importar equipos, con lo cual se hubiera aliviado la presión sobre los bienes nacionales.

A mí no me hubiera gustado, en todo caso, estar en la piel de los responsables de tomar decisiones para impulsar el desarrollo, y por eso entiendo perfectamente la forma cuidadosa con que los doctores Hommes y Hernández han evitado entrar a fondo en el tema. Tal como sucedieron las cosas, la bonanza fue gastada en acumular utilidades (los exportadores), comprar más bienes de consumo (los productores), acumular reservas para comprar la cosecha cuando se necesita (Fondo del Café), y pagar deuda (gobierno). Hubieran podido dirigirse esos fondos adicionales a la inversión y al fomento de la producción? Dentro del ambiente inflacionario que llegó a existir, que tantas preocupaciones produjo en los medios gubernamentales, era difícil, en verdad, pensar en términos de desarrollo. Lo imperativo fue hacer lo necesario, a cualquier costo, para detener ese torrente inflacionario. Tal vez si hubiera existido una mentalidad más abierta a la urgencia de lograr el desarrollo, la tentación de olvidar un poco la lucha anti-inflacionaria y de pensar en un programa de crecimiento acelerado hubiera tenido influencia.

El tema se presta para una gran discusión, que tal vez va más allá de lo que se propusieron los organizadores del presente simposio, y, sobre todo, del modesto carácter de este comentario.

Comentarios

Roberto Junguito Bonnet

Deseo concentrar mis comentarios sobre el interesante artículo "La Bonanza Cafetera" de los doctores Antonio Hernández y Rudolf Hommes, en los aspectos relacionados con la medición de la bonanza y la metodología utilizada para capturar sus efectos distributivos.

Me parece apropiada la idea de los autores de pretender medir la magnitud de la bonanza cafetera como la diferencia entre lo realizado y lo que era factible esperar que sucediera en condiciones "normales". La metodología planteada, sin embargo, resulta confusa y complicada para un lector desprevenido, aspecto por demás sorprendente dada la "tradicición" de claridad infinita que han caracterizado a los trabajos de los autores.

Con el fin de comparar los resultados del modelo Hernández-Hommes, HH, con aquellos que resultarían de efectuar un trabajo de sentido común que considere la magnitud de la bonanza simplemente como la diferencia entre los ingresos que rigieron en los años anteriores a ésta y durante ella, me permito presentar el Cuadro No. 1.

En el cuadro en referencia se calculó para cada año el ingreso cafetero total (columna 1) como el valor de las exportaciones realizadas, según reintegros de divisas al Banco de la República, valoradas a la tasa de cambio promedio del año correspondiente más el consumo doméstico y acumulación de existencias valoradas al nivel del precio interno al productor (con los ajustes correspondientes para expresar las cifras en términos de café excelso).

Por su parte, los recursos del Gobierno Nacional (columna 2) son los recibidos por éste por concepto del impuesto **ad-valorem** (en 1977 se le adicionaron \$2.550 millones de diferencial cambiario que posi-

CUADRO No. 1
 INGRESOS CAFETEROS Y SU DISTRIBUCION 1970-1977
 (Millones de pesos corrientes)

| Año | Ingreso Cafetero Total (1) | Gobierno Nacional (2) | Productores (3) | Fondo Nal. del Café FEDECAFE y Expor- tadores (4) |
|------|----------------------------------|-----------------------------|--------------------|--|
| 1970 | 8.342 | 1.251 | 5.946 | 1.145 |
| 1971 | 7.894 | 1.114 | 5.682 | 1.098 |
| 1972 | 10.923 | 1.446 | 7.290 | 2.187 |
| 1973 | 14.498 | 2.147 | 10.344 | 2.007 |
| 1974 | 17.230 | 2.195 | 10.594 | 4.441 |
| 1975 | 20.398 | 2.686 | 14.077 | 3.635 |
| 1976 | 39.251 | 4.788 | 28.501 | 5.962 |
| 1977 | 65.928 | 9.111 | 38.181 | 18.636 |

FUENTE: Economía Cafetera Colombiana, FEDESARROLLO, 1978.

blemente no son atribuibles totalmente a éste). El ingreso del producto (columna 3) resultó de valorar la producción anual estimada de café pergamino por el precio de éste. Finalmente, la última columna resulta de restar del ingreso total, lo dirigido al gobierno y a los caficultores y, por consiguiente, incluye tanto los ingresos netos del Fondo Nacional de Café como de la Federación Nacional de Cafeteros y los de los exportadores privados.

De los resultados anteriores se puede calcular que en el período 1975-77 la magnitud de la bonanza habría sido de US\$857 (o sea el valor acumulativo en dólares de las diferencias entre el ingreso anual cafetero real total y el del año base anterior a la helada, 1974). Esta medida contempla la magnitud de la bonanza consolidada y resulta ser inferior a la registrada en el modelo. Si se considera, sin embargo, que a finales del año de 1977 se habían acumulado stocks adicionales en volumen cercano a 3.5 millones de sacos (*Coyuntura Económica*, noviembre de 1977) y dado que éstos se encuentran contabilizados en los cálculos del Cuadro 1 a precios de compra interno se podría calcular que el "valor esperado" adicional no contabilizado de esas existencias a los precios del café proyectados para 1978 por el Banco Mundial (Price Prospects for Major Primary Commodities) de US\$1.70 por libra sería de US\$371 (o sea la diferencia entre el valor de exportación de ese café de \$785 millones de dólares y el precio contabilizado de compras que alcanza \$414 millones de dólares). Así las cosas, un estimativo independiente de la bonanza le otorgaría a ésta un valor potencial de US\$1.228 millones o sea una cifra aproximadamente igual a la identificada en el modelo en referencia, lo que en cierto sentido apoya los resultados del modelo desarrollado por Hernández y Hommes.

En cuanto a la distribución de los beneficios de la bonanza entre los diversos grupos, se procede en el Cuadro No. 2 a calcular, según la metodología desarrollada en este comentario, los beneficios para cada grupo y su distribución. Para tal efecto, resulta indispensable calcular las diferencias para cada uno de los rubros entre las cifras observadas cada año y las de 1974, lo que aproximaría la predicción de los beneficios de la bonanza bajo esta nueva metodología. Obviamente, los estimativos deben realizarse a precios constantes de un año base y luego pasarse a dólares para comparar los resultados con los de HH.

Al comparar los resultados del Cuadro 2 con los obtenidos por HH, se observa que bajo la presente metodología se identifica como mucho mayor el beneficio de los productores que el anotado por HH; similar pero inferior el beneficio del Gobierno y muy inferior el correspondiente a otros (Fondo Nacional del Café, FEDECAFE y exportadores), en gran medida debido a que las cifras del Cuadro 2 únicamente contemplan la magnitud de la bonanza hasta ahora consolidada.

Si se supone que la acumulación de existencias efectivamente se realiza por un valor de US\$371 millones, las cifras del Cuadro 2 se modificarían así: se elevaría el estimativo de la magnitud total de la bonanza hasta alcanzar US\$1.228 millones; se elevaría el beneficio del Gobierno por el equivalente del impuesto *ad-valorem* o sea en US\$44.5 millones (el 12% del valor exportado) y, finalmente, se debería ajustar hacia arriba el ingreso del Fondo Nacional del Café en un monto que capturara la diferencia entre el valor exportado y lo entregado al Gobierno ($371 - 44.5 = \text{US}\$326.5$ millones). Tal resultado acercaría, entonces, a los niveles identificados por HH tanto los beneficios del Gobierno como los del Gremio (Fondo Nacional del Café y Federación Nacional de Cafeteros).

CUADRO No. 2
LA DISTRIBUCION DE LA BONANZA
(Millones de U.S. dólares)

| Año | Ingreso Cafetero Total | Gobierno Nacional | Productores | Otros |
|--------|---------------------------|----------------------|-------------|-------|
| 1975-4 | -38.0 | -2.4 | 22.1 | -57.7 |
| 1976-4 | 320.4 | 37.6 | 303.9 | -21.1 |
| 1977-4 | 574.4 | 52.2 | 313.1 | 209.1 |
| Total | 856.8 | 87.4 | 639.1 | 130.3 |

FUENTE: Cuadro No. 1. Se utilizó el índice de precios al consumidor para transformar las cifras del Cuadro 1 a precios de 1975 y se convirtió a U.S. dólares con una tasa de cambio de 32.95.

La gran diferencia que surgiría, finalmente, entre los resultados del trabajo de HH y los reseñados en este comentario estaría localizada entre los beneficios atribuibles a los productores y a los exportadores del grano. Yo personalmente estoy convencido que los "supuestos" del modelo HH en relación a la política precios al caficultor (los cuales ni siquiera comprendí claramente) conducen a subestimar los beneficios efectivos de los cafeteros durante la bonanza. Así mismo, encuentro bastante deficiente el tratamiento dado por HH a los beneficios de la exportación de FEDECAFE inclusive al considerar, equivocadamente, que las exportaciones realizadas por la Federación Nacional de Cafeteros tienen como beneficiario último a dicha entidad y no al Fondo Nacional del Café, como de hecho lo es. Tal vez, este sea uno de los motivos por los cuales aparecen las diferencias anotadas en los beneficios de los exportadores, así como el hecho de que la retención, el instrumento más fundamental para manejar el precio y los beneficios de los exportadores haya sido estimado "por residuo".

Para terminar, deseo felicitar a los autores por el trabajo realizado. Sin embargo, pienso que ellos deberán invertir un buen tiempo en la "edición" del trabajo con el fin de que sea más comprensible para el público en general. Inclusive he encontrado un gran número de imprecisiones y malos entendidos sobre el funcionamiento de la política cafetera que deben corregirse antes de su eventual publicación.

Capítulo V

**Determinación Monetaria
de la Tasa de Cambio
en Colombia**

Mauricio Carrizosa

Comentarios

Fernando Gaviria Cadavid

Fernando Montes M.

Juan Carlos Jaramillo

Mauricio Carrizosa

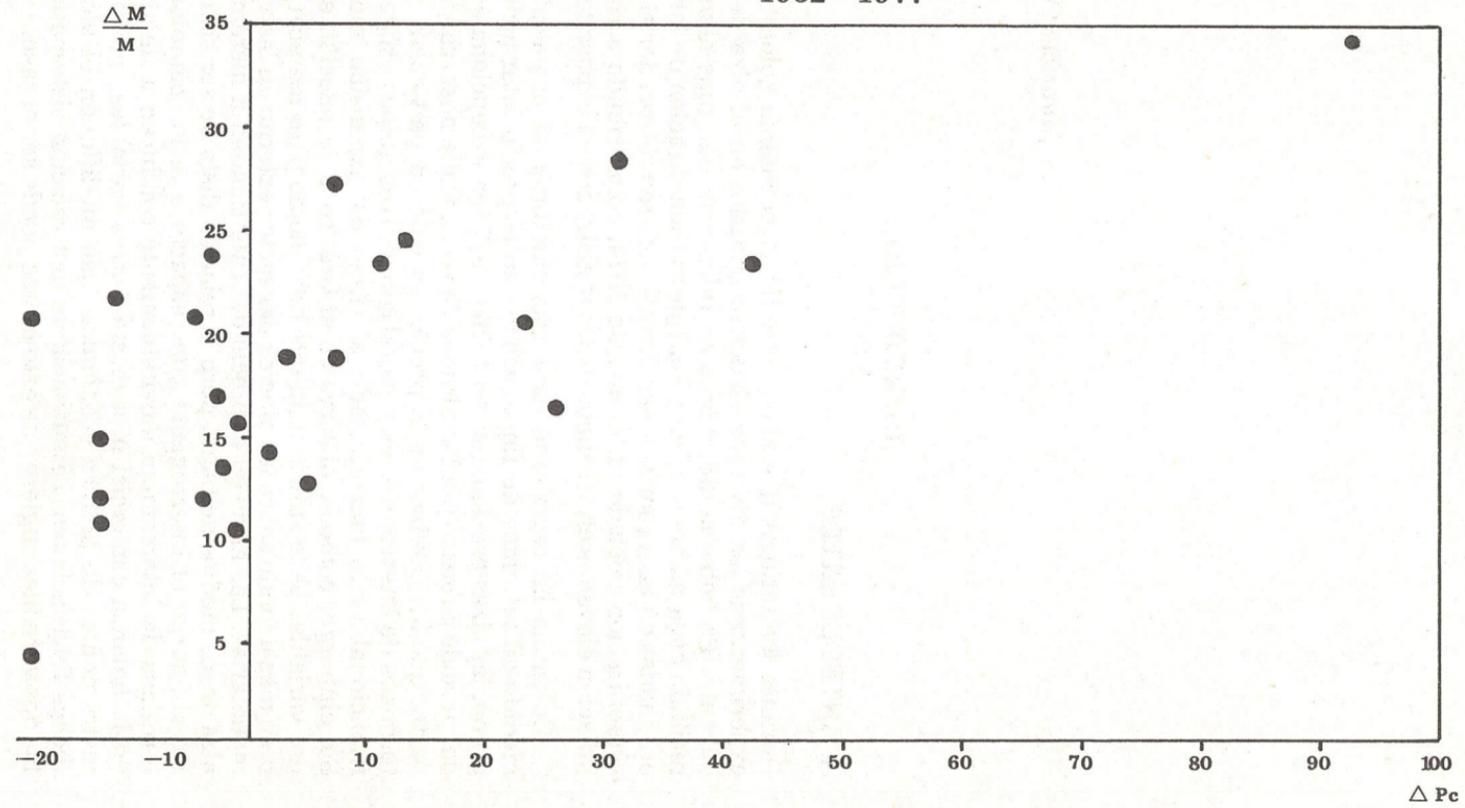
INTRODUCCION

A. ANTECEDENTES

Durante los últimos dos años y medio la economía colombiana ha experimentado los diversos efectos originados en el alza del precio del café. Probablemente el área de influencia que más atención ha recibido es la monetaria, toda vez que la monetización de las divisas originadas en las exportaciones de café hicieron retroceder el plan de estabilización iniciado en el año de 1974, conduciendo a ritmos de inflación elevados en términos de los registrados en el pasado.

Colombia ha registrado bonanzas cafeteras en el pasado pero, medido en términos de fluctuaciones en el precio internacional del grano, las alzas presentadas en 1976 y 1977 son excepcionales dentro del período cubierto por los últimos 25 años. Cabe observar, por otra parte, que los cambios en el precio del café en particular, y de los términos de intercambio en general constituyen golpes exógenos que tradicionalmente han afectado el ritmo de expansión monetaria. Sin embargo, como se observa en el Gráfico 1, la relación entre las dos variables es lo suficientemente débil como para merecer un examen más a fondo sobre los efectos del sector externo en las variables monetarias. Las alzas en el precio del café tienden a incrementar el alza de los medios de pago, pero la relación dista de ser sistemática. De ahí surge el interrogante con respecto a si los cambios en los términos de intercambio inevitablemente conducen a fluctuaciones en la balanza comercial o si existen otras variables, posiblemente instrumentos de política económica, que modifiquen el alcance de dichas fluctuaciones. La ausencia de una relación sistemática entre las dos variables sugiere que este último puede ser el caso.

GRAFICO I
RELACION ENTRE LOS CAMBIOS PORCENTUALES EN EL PRECIO DEL CAFE Y
LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
1952 - 1977



De otra parte, la teoría de Balanza de Pagos ha reconocido desde hace tiempo el vínculo entre la política cambiaria y la política monetaria. El resultado más pertinente de dicha teoría sostiene que el manejo cambiario compite con la autonomía monetaria. Es decir, en la medida que la autoridad monetaria intervenga en el mercado de divisas, pierde la opción de seleccionar una trayectoria independiente de los medios de pago. Los polos opuestos de manejo cambiario desde este punto de vista son las tasas de cambio fija y la tasa de cambio flexible. En la primera el efecto de las fluctuaciones cambiarias exógenas a la autoridad monetaria se absorben por ésta, en la forma de acumulación o descenso de reservas internacionales. En la segunda, la autoridad monetaria desecha la función de controlar el precio de la divisa, eliminando una restricción sobre el conjunto de trayectorias posibles de comportamiento monetario. Estas hipótesis, como se verá más adelante, se pueden derivar del llamado enfoque monetario al análisis de la Balanza de Pagos y de la tasa de cambio.

Los sistemas cambiarios que Colombia ha practicado, no se identifican exactamente con ninguno de los dos polos señalados, ni menos aún han sido uniformes a través del tiempo. En primer término, no se puede hablar de "la" tasa de cambio sino que han existido múltiples precios para la divisa oficial, según se trate de diversos tipos de exportaciones, importaciones, o movimientos de capital. Por otra parte, la existencia de mecanismos de control de cambios aleja las instituciones cambiarias colombianas de aquellas usualmente contempladas en los modelos clásicos, usualmente llamados de tipo fijo o tipo flexible.

Finalmente, la autoridad monetaria ha utilizado instrumentos diferentes al precio de la divisa para controlar los ingresos y egresos en moneda extranjera.

2. IMPORTANCIA DEL TEMA

La ausencia de una relación sistemática entre variaciones en los términos de intercambio y balanza cambiaria comercial, la existencia de consideraciones teóricas que respaldan dicha ausencia, y las características particulares del sistema cambiario colombiano, hacen interesante la formulación de hipótesis sobre el comportamiento cambiario. La mayoría de los trabajos que han enfocado el caso colombiano se han orientado a problemas de balanza de pagos dentro de un enfoque tradicional de flujos de importaciones y exportaciones. Este ensayo se ocupa más de los ingresos y egresos en moneda extranjera del Emisor, vistos como un resultado de las condiciones imperantes de oferta y demanda de dinero y divisas.

Como se observa en el Cuadro No. 1, en varios años las diferencias entre la balanza de ingresos y egresos y la correspondencia entre importaciones y exportaciones efectiva es apreciable. De otra parte,

CUADRO No. 1
 IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES
 (Millones de dólares)

| | Ingresos de Exportación menos Egresos de Importaciones (1) | Exportaciones menos Importaciones (2) | Diferencia (3) |
|------|---|--|-------------------|
| 1955 | | | |
| 1956 | 92 | 55 | 37 |
| 1957 | - 13 | 139 | -152 |
| 1958 | 54 | 143 | - 89 |
| 1959 | 110 | 112 | - 2 |
| 1960 | 20 | - 16 | 36 |
| 1961 | - 43 | - 68 | 25 |
| 1962 | - 63 | - 75 | 12 |
| 1963 | 19 | - 23 | 42 |
| 1964 | 90 | 41 | 49 |
| 1965 | 144 | 150 | - 6 |
| 1966 | - 23 | -115 | 92 |
| 1967 | - 13 | 85 | - 98 |
| 1968 | 73 | - 12 | 85 |
| 1969 | 66 | 19 | 47 |
| 1970 | 85 | - 20 | 105 |
| 1971 | 43 | -152 | 109 |
| 1972 | 186 | 121 | 65 |
| 1973 | 265 | 280 | - 15 |
| 1974 | 164 | - 16 | 180 |
| 1975 | 97 | 293 | -196 |

(1) *Revista del Banco de la República*; varios números: Ingresos por Compra de divisas menos Egresos de divisas.

(2) *International Financial Statistics*, - Mayo 1977: Movimiento de Aduanas.

como el problema de fondo se refiere a la intervención del Emisor en el mercado de divisas, el análisis desarrollado en este ensayo contempla también la determinación de la tasa de cambio o precio de la divisa. Como se indicó anteriormente, existen varias tasas de cambio. La que interesa explicar es la tasa del mercado libre o negro, toda vez que las tasas oficiales se consideran instrumentos exógenos de política cambiaria. Estos juegan un papel importante en el modelo desarrollado y, por lo tanto, es de esperar que los resultados sean útiles para coadyuvar a la formulación más informada de la política cambiaria, que a su vez permita el alcance de las metas programadas en materia de acumulación de reservas internacionales, crecimiento de agregados monetarios tales como la base monetaria y la cantidad de dinero y el costo de la divisa.

Cabe subrayar que el problema que se analiza en este ensayo se origina especialmente en las fluctuaciones de los términos de intercambio. Colombia se ha visto sujeta a ellos, y no hay nada que indique que el futuro depare un panorama más estable en esta materia.

Ocurre además que estas fluctuaciones constituyen quizás el componente más importante de la incertidumbre a la cual está sujeta nuestra economía. La incapacidad de predecir el futuro en esta materia debe compensarse con mecanismos e instituciones que hagan su efecto lo más soportable posible.

I. HACIA UN MODELO MONETARIO PARA EL CASO COLOMBIANO

Existen tres marcos teóricos principales para el análisis de la Balanza de Pagos, a saber, el enfoque de las elasticidades, el de la absorción, y el monetario. El enfoque de las elasticidades se remonta a la obra de Alfred Marshall (1923) y Joan Robinson (1947). En él se destaca que la manera como se comporta la balanza comercial de uno de los dos países que conforman el modelo con respecto a variaciones en el tipo de cambio, depende del tamaño de las elasticidades de demanda por importaciones de los dos países. Simbólicamente, si B_1 representa la Balanza Comercial del País 1, X_1 las exportaciones, en el precio de la moneda del País 1 en términos de la moneda del país 2, y S la razón gasto en importaciones a ingresos de exportaciones del país 1, el comportamiento de B_1 respecto de K está dado por

$$\frac{dB_1}{dE} = X_1(1 + N_1 + SN_2) \dots$$

donde N_1 y N_2 son las elasticidades de demanda por importaciones de los países 1 y 2 respectivamente ¹. La condición para mejorar la Balanza Comercial cuando se deprecia la moneda del país 1 es que $N_1 + SN_2 < -1$. De otra parte el enfoque de la absorción señala la identidad entre la balanza comercial y la diferencia entre el ingreso y el gasto nacional.

Al enfocar esta diferencia, Alexander (1952) analiza los efectos de una devaluación sobre el ingreso y el gasto, distinguiendo los diversos canales a través de los cuales las variaciones en el precio de la divisa puede actuar. A su vez, el enfoque de la absorción condujo a detectar las implicaciones monetarias de un déficit en balanza comercial en Johnson (1961) y hacia algunos intentos de integración de los dos enfoques mencionados, el más destacado de los cuales es Tsiang (1961).

Se puede argumentar que el enfoque monetario a la balanza de pagos, el cual se caracteriza por formular el análisis en términos de la demanda y oferta de dinero de los diferentes países, se origina en el enfoque de la absorción. Además, como lo señala Lindbeck (1976), el primero es en realidad una simplificación de una más general que se ocupa del comportamiento de la oferta y demanda de diferentes

¹ Véase Harbeger (1950).

activos. De todas formas, vale la pena destacar el viraje de una concepción basada en la cuenta corriente de la balanza de pagos, hacia una basada en la cuenta monetaria y que concibe el comportamiento de la primera como un resultado del comportamiento en los mercados monetarios.

El conjunto de modelos ubicados dentro del enfoque monetario es ciertamente extensa y variada, y no es el propósito del presente ensayo el reseñarla, al disponerse de otros trabajos que cumplen esta tarea ².

A continuación se describe un ejemplo pertinente para el propósito ulterior de analizar el comportamiento cambiario de la economía colombiana.

Las condiciones de demanda por dinero se representan en forma ortodoxa por la función.

$$m^d = A_0 + A_1 \cdot Y + A_2 i \quad (1)$$

donde m^d es el logaritmo de la cantidad deseada de saldos monetarios reales, y el logaritmo del ingreso real e i es un índice del tipo de interés vigente, Ecuaciones como la (1) han sido ampliamente discutidas en la literatura sobre teoría monetaria y gozan de un apreciable respaldo empírico y teórico. En la oferta de dinero base se distingue el componente doméstico D del componente internacional R .

$$M = [\bar{D} + R] \cdot h \quad (2)$$

donde h es el conocido multiplicador de la base monetaria.

El enfoque monetario investiga el comportamiento de R , en tanto que considera exógeno el de la creación doméstica de circulante, D . Expresado en términos de cambios se tiene

$$Mg = [Dg + \bar{R}g] \cdot h \quad (3)$$

donde Mg es el crecimiento de la cantidad nominal de dinero y Dg y $\bar{R}g$ representan los cambios en D y R , expresados como porcentaje de la cantidad nominal de dinero. Para simplificar la exposición, se ha supuesto que el multiplicador permanece inalterado. Al combinar las ecuaciones anteriores y suponer equilibrio en el mercado monetario se obtiene, expresado en términos de flujos,

$$Dg = -Rg + DP + a_1 \cdot Yg + a_2 \cdot Di \quad (4)$$

² Véase especialmente Whitman (1975).

donde Y_g es el crecimiento del ingreso y D_i el cambio en la tasa de interés.

De las variables que aparecen en la ecuación (4) solamente se ha señalado D_g como exógena. En esta forma se aprecia la implicación de que la ecuación de crédito doméstico tiene, de acuerdo con el enfoque monetario, diversos tipos de solución, a saber, disminución de las reservas, inflación, crecimiento, variación del tipo de interés, o alguna combinación de las mencionadas variables.

A. EL COMPORTAMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El término R_g , o sea, el ritmo de crecimiento de las reservas internacionales, es función a su vez de otras variables. Dentro del enfoque particular que se está adoptando, es pertinente examinar las condiciones de oferta y demanda de reservas. Las condiciones de demanda se pueden especificar como las de cualquier activo, es decir, en función de una variable indicativa de la restricción presupuestaria tal como riqueza o ingreso permanente, y de su rendimiento propio y el de activos competitivos con las divisas. Además sería pertinente incluir una variable que señalara la forma como se lleva a cabo la tecnología de transacciones internacionales.

El control de cambios en Colombia presenta como una de sus características una modalidad tecnológica de transacciones en la cual participa el Banco de la República y que por lo tanto conduce a una demanda por divisas inferior por parte de los particulares, en comparación con una situación en la cual fuesen ellos quienes manejaran los saldos para transacciones.

Dicha variable puede aproximarse quizás por alguna definición adecuada de las reservas en poder del Banco de la República. Sin embargo con el objeto de simplificar la exposición, no se incluye explícitamente esta variable. El rendimiento propio nominal en peso de las divisas, en comparación con otros activos internos, es el ritmo de devaluación esperada menos el tipo de interés interno. Su rendimiento respecto de activos externos es naturalmente el valor negativo de la tasa externa de interés.

Como en el caso de las expectativas de inflación es difícil obtener un indicador directo de la devaluación esperada, por lo que posiblemente sería necesario acudir a una función de retardos distribuidos³. Este problema, de todas formas, no es de fácil solución, pues incluso los retardos distribuidos no capturan fenómenos como el derrumbamiento de una tasa de cambio efectiva fija, ante condiciones de crisis en balanza de pagos. En resumen, como en el caso de la demanda por saldos monetarios se puede postular una función como:

³ Véase, sin embargo, Frenkel (1977).

$$M_*^d = b_0 + b_1 \cdot Y + b_2 \cdot d + b_3 \cdot i \quad (5)$$

donde d es el ritmo de devaluación, y i es la tasa interna de interés M_*^d es el logaritmo de la cantidad deseada de divisas e Y es el logaritmo del ingreso nacional.

Las condiciones de oferta de divisas están determinadas, dentro de un enfoque estrictamente monetario, por la autoridad monetaria creadora de la moneda de reserva. Tomando el caso extremo de un país pequeño, se puede postular una oferta flujo totalmente elástica a la tasa de cambio que hace iguales los niveles de precios interno y externo y a la tasa de devaluación que hace iguales las tasas de interés interna y externa (teorías de paridad de tasa de cambio y tasa de interés). Posiblemente la ausencia de perfecta sustitubilidad entre bienes e instrumentos financieros, haga finito el tamaño de estas elasticidades. De otra parte, la posición de la oferta de divisas es función de la relación de términos de intercambio, la cual indica el número de bienes de importación que se puede intercambiar por una unidad de bienes de exportación. Cuando aquellos, por ejemplo, aumentan, mayor es el número de bienes externos que se pueden adquirir con un peso de bienes internos comerciables, aspecto que supuestamente se refleja en la tasa de cambio, como precio que es de una moneda en términos de otra. Finalmente, la oferta de divisas depende también de la creación de dinero de reserva en la misma forma en que el dinero doméstico es función de la creación de crédito interno por parte de las autoridades monetarias.

Ahora bien, las consideraciones anteriores se pueden utilizar para formular algunas hipótesis, bien conocidas por cierto, sobre la relación entre la política cambiaria y la balanza de pagos. Bajo un régimen de tasa de cambio flexible, el ajuste que tiene lugar frente a discrepancias entre la demanda por divisas, tal como se explica por las variables de la ecuación (5), y la oferta de divisas se refleja enteramente, en modificaciones en la tasa de cambio. Por otra parte, el ajuste bajo tipo de cambio fijo es un cambio en las reservas del Banco Central. Las condiciones que rigen el caso colombiano no corresponden a estos casos extremos, los cuales sirven como modelos puros para referencia en el análisis. En Colombia, los tipos de cambio han sido fijos en algunas épocas, pero la venta de divisas ha estado sujeta a restricciones, cuyo impacto se analizará a través del comportamiento comparativo del tipo de cambio libre. La relación entre este último y la tasa oficial de venta se interpreta como el valor al margen que se le atribuye a las restricciones a la venta de divisas. Así, la presencia de variaciones en la tasa libre (o negra) indica un marco cambiario diferente del tipo fijo puro, toda vez que no se da un "peg" efectivo del

⁴ Véase Nagel, Ernest (1963).

dólar. Tampoco corresponde el tipo flexible puro, en la medida que el Banco intervenga parcialmente en el mercado de divisas.

B. EL INGRESO INTERNO

Se plantea la siguiente ecuación de ingreso interno

$$Y_t = F_1(K_t, ED_t, T_t) \tag{6}$$

es decir el ingreso se determina por el acervo existente de capital K_t , el exceso de demanda vigente, y los términos de intercambio; T_t la última variable se incluye por definición, y se puede considerar aproximadamente exógena. La variable ED_t es función de variables fundamentalmente monetarias. Es un concepto *ex-ante* por cuanto busca medir cual es el exceso de dinero de continuar las condiciones anteriores en materia de inflación y crecimiento del producto. Formalmente se expresa por:

$$ED_t = (M_{gt} - P_{t-1}) + (m_{t-1} - Em_t^d) \tag{7}$$

donde M_{gt} es el ritmo de crecimiento de los medios de pago durante el período t , P_{t-1} es el ritmo de inflación en el período anterior, m_{t-1} es la cantidad real de dinero al final del período anterior y Em_t^d es la demanda por dinero esperada para el final del período corriente, expresados en términos logarítmicos.

C. INFLACION INTERNA

La inflación interna también se plantea como un fenómeno esencial pero no exclusivamente monetario, en el cual, el cambio en el ritmo de inflación resultante de un exceso de demanda monetaria como el descrito en el aparte anterior, depende de la respuesta del producto. Otra forma de expresarlo es destacando que la inflación y el crecimiento real se determinan simultáneamente. Así, por ejemplo, en condiciones propicias para la inversión, la respuesta de la inflación ante el impacto de la demanda monetaria estaría moderada por un mayor crecimiento de la economía.

D. TASA DE INTERES INTERNA

La tasa de interés nominal se puede expresar como la suma de la tasa real más las expectativas de inflación. En un país de cambiantes condiciones monetarias, probablemente el componente que registra mayor variación en el mediano o largo plazo es el de las expectativas de inflación y éste será el factor en términos del cual se explicarán las variaciones notorias observadas en esta variable.

En la descripción cronológica de la economía que se presenta a continuación, se ilustra la hipótesis que postula la dependencia de la

variación en las reservas internacionales del manejo cambiario adoptado.

El análisis procederá examinando inicialmente el comportamiento de variables "exógenas" a saber, crédito interno, términos de intercambio, tasas de cambio oficiales, y ritmo de devaluación. Esta se complementa con un indicador de la diferencia entre las tasas de interés interna y externa. Sobre la base de esta información se racionaliza el comportamiento del tipo de cambio libre y del crecimiento en las reservas internacionales. Además se complementa el análisis explicando el comportamiento del nivel de actividad económica y de los precios. Se limita la ilustración de las consideraciones teóricas planteadas al período 1956-1976, para el cual se dispone de la información estadística pertinente.

II. LA EXPERIENCIA COLOMBIANA 1955-1976

Al examinar la experiencia colombiana de los últimos veinte años, se examinarán dos fuerzas exógenas principales, cuáles son los términos de intercambio y el crédito interno. El ajuste a las bajas en los términos de intercambio o las alzas en el crédito interno puede adoptar las dos modalidades extremas señaladas anteriormente, es decir, un alza en el tipo de cambio o una reducción en las reservas internacionales. Para efectos de la última variable se examinará el comportamiento de la cuenta de bienes, es decir la diferencia entre ingresos por exportaciones y egresos de importaciones. Debe tenerse en cuenta además, que el comportamiento del tipo de cambio no siempre responde a las fluctuaciones exógenas señaladas, sino que en algunas ocasiones, fluctuaciones autónomas en la política cambiaria oficial desencadenan un cambio en el perfil del comportamiento cambiario. De otra parte, también debe subrayarse el mecanismo de restricciones en la asignación de divisas para importaciones, pues éste ha sido frecuentemente utilizado como alternativa a las variaciones explícitas en el precio de la divisa. Finalmente, se señalarán menos sistemáticamente algunos otros ajustes pertinentes, en particular los cambios en el crecimiento de la actividad económica y de la tasa de inflación. La información relevante se presenta en los Cuadros Nos. 2 y 3.

Durante los años anteriores al período de análisis hasta 1954 y desde 1945, el precio del café aumentó de 15 centavos hasta 80 centavos, fortaleciendo significativamente el sector externo y la economía en general, la cual registró elevados ritmos de crecimiento. El cambio exógeno más importante de 1955, respecto del año anterior es la reducción en los términos de intercambio, y obedece a una baja de 20% en el precio internacional del grano. De otra parte, las tasas de cambio de exportaciones aumentan, especialmente la aplicable a

CUADRO No. 2
COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES EXOGENAS
(1954-1976)

| | Crédito Interno $\Delta\%$ (1) | Términos de Intercambio (2) | Tasa de Cambio Import. (3) | Tasa de Cambio Export. diferente de café (4) | Tasa de Cambio Export. de café (5) | Devaluación del Tipo Oficial de Cambio (6) |
|------|---|--------------------------------------|-------------------------------------|---|--|--|
| 1954 | 16.7 | 156.0 | 14.9 | 17.0 | 11.6 | 0.0 |
| 1955 | 15.6 | 134.9 | 15.0 | 20.1 | 12.3 | 0.0 |
| 1956 | 21.3 | 135.8 | 13.7 | 22.8 | 12.7 | 0.0 |
| 1957 | 16.0 | 129.1 | 16.3 | 21.3 | 13.2 | 0.0 |
| 1958 | 8.3 | 113.4 | 21.2 | 19.0 | 15.0 | 0.0 |
| 1959 | 13.8 | 101.9 | 19.0 | 21.0 | 13.0 | 0.9 |
| 1960 | 6.7 | 100.0 | 20.9 | 18.1 | 14.3 | 0.0 |
| 1961 | 14.2 | 98.8 | 19.4 | 23.8 | 14.6 | 0.0 |
| 1962 | 17.6 | 100.9 | 18.6 | 25.5 | 15.8 | 0.0 |
| 1963 | 11.6 | 100.8 | 19.6 | 22.1 | 13.7 | 0.0 |
| 1964 | 11.6 | 115.4 | 16.8 | 20.0 | 12.0 | 0.0 |
| 1965 | 14.2 | 109.2 | 17.3 | 25.8 | 12.0 | 0.0 |
| 1966 | 11.5 | 107.8 | 20.7 | 20.1 | 11.8 | 0.0 |
| 1967 | 13.4 | 101.5 | 19.8 | 19.8 | 13.4 | 16.2 |
| 1968 | 12.0 | 107.1 | 20.8 | 21.3 | 14.8 | 7.1 |
| 1969 | 12.8 | 109.3 | 21.1 | 21.6 | 15.0 | 5.5 |
| 1970 | 12.3 | 123.9 | 21.2 | 21.2 | 14.8 | 7.3 |
| 1971 | 13.1 | 117.9 | 20.5 | 20.5 | 14.4 | 9.5 |
| 1972 | 12.3 | 127.5 | 19.1 | 19.3 | 13.3 | 9.0 |
| 1973 | 13.4 | 132.0 | 16.1 | 16.5 | 11.2 | 8.7 |
| 1974 | 29.7 | 142.6 | 13.1 | 13.2 | 9.1 | 15.2 |
| 1975 | 24.0 | 131.8 | 12.1 | 11.3 | 8.6 | 15.3 |
| 1976 | 17.0 | 184.9 | 11.0 | 10.3 | 7.9 | 10.2 |

FUENTES:

(1) *International Financial Statistics*, Mayo 1977. Cambio en Crédito Interno, Autoridades Monetarias y Bancos Comerciales.

(2) 1954-1975: *Banco de la República — Indices de Comercio Exterior*; 1976: Relación entre precios al por mayor de exportados e importados.

(3) *International Financial Statistics, Revista del Banco de la República*. Incluye tarifa promedio; Deflactor: Índice de Precios al Por Mayor del Comercio en el País.

(4) *Revista del Banco de la República*: Incluye subsidios. Deflactor: Índice de Precios al Por Mayor del Comercio del País.

(5) *International Financial Statistics*, Mayo 1977.

(6) La devaluación se define como cero, cuando los cambios no son continuos es decir, de 1954 a 1966, con excepción de 1954, año en el cual hubo un período de tasa no fija.

las exportaciones de café. Sin embargo se observa un incremento notoriamente más pronunciado en la tasa de cambio vigente en el mercado negro, de 36%, en tanto que el de la aplicable a exportaciones diferentes de café alcanza sólo el 18% y la correspondiente al café apenas supera el 6%. Ello eleva la razón de las tasas oficiales a la tasa libre, descendiendo de 0.80 en 1954 a una cifra levemente superior a 0.60. Se presume entonces que las autoridades cambiarias no se ajustaron a la variación en los términos de intercambio ajustando

explícitamente el tipo de cambio, sino más bien restringiendo la asignación de divisas oficiales, lo cual es similar a una devaluación de hecho. En términos del marco teórico desarrollado anteriormente, la baja en los términos de intercambio redujo la oferta de divisas, lo cual conduce a una elevación del tipo de cambio o, en condiciones de tipo fijo, a una baja en las reservas, o ambos. En el año analizado el tipo de cambio efectivamente aumentó.

Se observa sin embargo una caída⁵ en las reservas internacionales. Esta condujo a una notoria contracción monetaria, la cual junto con el descenso en los términos de intercambio desestimularon el ritmo de actividad económica, como se observa en las cifras de crecimiento del ingreso y el producto interno. De otra parte, la contracción monetaria observada se asocia con una significativa disminución del ritmo de inflación, lográndose un nivel estable de precios, en comparación con un ritmo de inflación cercano al 10% del año anterior.

En el año de 1956, los términos de intercambio se estabilizan respecto al año anterior. En términos reales la tasa de cambio oficial de importaciones desciende a un nivel inferior al registrado antes de la caída de los precios del café. De otra parte, la tasa de cambio libre real registra un notorio incremento (22%) sugiriendo un paso adicional hacia un ajuste por medio del precio de la divisa, en lugar de a través de un ajuste de la baja en la cantidad de dinero doméstico. Este sin embargo, no se lleva a cabo alterando los tipos oficiales sino restringiendo la asignación de divisas a la tasa estipulada. Ello se verifica al notar una caída de 40% en los egresos por concepto de importaciones. Al impacto de las restricciones cambiarias se añade un alza moderada en la tasa aplicable a las exportaciones menores. Este ajuste combinado de restricciones y elevación del tipo de cambio para exportaciones conduce a un incremento en las reservas internacionales. Su efecto se añade al del alza en el crédito doméstico, el cual resulta significativamente superior al de los dos años anteriores. El mayor dinero disponible alcanza la cifra más elevada del período, el cual conduce a un incremento en el ritmo de inflación. En resumen, aparentemente el ajuste por medio de restricciones a la asignación de divisas y la tasa de cambio de exportaciones fue más que suficiente, de forma tal que el componente de reservas internacionales de expansión en la base monetaria resultó positivo en el año examinado. El alza en el tipo de cambio libre se explica por la reducción de divisas en poder del sector privado que se desprende de la acumulación de las mismas en el Banco Emisor.

El año 1957 registra un nuevo descenso en los términos de intercambio, producto de una baja de 13% en el precio internacional del café. De otra parte la política cambiaria eleva el tipo oficial de impor-

⁵ El rubro que explica la caída de las reservas durante aquel año es "gastos diversos".

taciones pero relaja las restricciones en la asignación de divisas. Como la reducción en los términos de intercambio seguramente crea un exceso de demanda por divisas a la tasa real vigente, éste se satisface con una caída en las reservas internacionales del Emisor. Su efecto contraccionista es más que compensado por la creación de crédito interno y el exceso de dinero así generado deja su huella en un alza notoria del ritmo de inflación. La baja en el crecimiento del ingreso y

CUADRO No. 3
COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES ENDOGENAS
(1954-1976)

| | Exceso de demanda <i>Ex-ante</i> | Creci- miento del ingreso interno | Creci- miento del ingreso interno | Inflación | Tasa de cambio libre Real | Diferencia entre la tasa de interés interna y externa | Devaluación de la tasa de cambio libre nominal |
|------|--|--|--|-----------|------------------------------------|--|--|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
| 1954 | | 6.9 | 10.2 | | 14.3 | 12.2 | 14.2 |
| 1955 | -10.3 | 3.9 | 0.4 | 2.5 | 19.0 | 12.3 | 19.3 |
| 1956 | 25.7 | 4.1 | 4.1 | 7.4 | 23.1 | 10.5 | 66.1 |
| 1957 | 13.4 | 2.2 | 1.1 | 19.1 | 23.1 | 10.8 | -2.0 |
| 1958 | 0.3 | 2.5 | -0.6 | 8.4 | 23.5 | 11.5 | 22.3 |
| 1959 | 1.4 | 7.2 | 5.3 | 8.0 | 21.5 | 10.1 | -14.8 |
| 1960 | -7.5 | 4.3 | 3.9 | 7.0 | 18.5 | 11.3 | -3.4 |
| 1961 | 16.1 | 5.1 | 5.1 | 6.2 | 21.2 | 10.7 | 24.2 |
| 1962 | 9.0 | 5.4 | 5.7 | 6.8 | 22.5 | 9.6 | 11.2 |
| 1963 | 2.5 | 3.3 | 3.2 | 30.0 | 19.5 | 9.5 | 0.0 |
| 1964 | 3.6 | 6.2 | 8.7 | 9.3 | 16.8 | 9.0 | 28.5 |
| 1965 | -19.9 | 3.6 | 2.6 | 14.8 | 25.9 | 9.5 | 42.8 |
| 1966 | 8.7 | 5.4 | 5.2 | 13.3 | 22.9 | 8.8 | 7.6 |
| 1967 | -3.1 | 4.2 | 3.1 | 7.6 | 23.3 | 10.5 | -7.6 |
| 1968 | 3.4 | 6.1 | 6.2 | 6.7 | 20.8 | 9.8 | -1.4 |
| 1969 | 6.5 | 6.4 | 6.9 | 11.3 | 20.5 | 8.3 | 7.8 |
| 1970 | 0.3 | 6.7 | 8.9 | 7.2 | 21.0 | 7.4 | 26.3 |
| 1971 | -1.1 | 5.8 | 4.9 | 12.6 | 21.3 | 10.9 | -4.9 |
| 1972 | 2.7 | 7.8 | 9.2 | 14.1 | 18.4 | 13.2 | 9.4 |
| 1973 | 5.9 | 7.1 | 7.6 | 22.1 | 15.5 | 12.5 | 5.9 |
| 1974 | -7.0 | 6.0 | 6.7 | 25.2 | 12.7 | 15.2 | 10.3 |
| 1975 | -9.8 | 4.0 | 3.7 | 17.5 | 11.6 | 17.1 | 15.8 |
| 1976 | 3.4 | | | 25.4 | 10.2 | 19.6 | 0.0 |

FUENTE Y METODOLOGIA:

(1) Suma del exceso de dinero *Stock* al fin del período anterior y de el exceso de crecimiento *ex-ante* durante el período. El primero se aproxima por la diferencia entre el crecimiento anual y el crecimiento acumulado mensual promedio del año anterior. El segundo como la diferencia entre el crecimiento acumulado mensual promedio del año corriente y la inflación y crecimiento del producto del año anterior. *Banco de la República y Cuentas Nacionales.*

(2) y (3) *Cuentas Nacionales.*

(4) *Revista del Banco de la República.*

(5) *Pick's Currency Yearbook*; Deflactor: Índice de Precios al por Mayor del Comercio.

(6) 1954-1967: Diferencia entre Tasa de Interés del Mercado de Hipotecas y la Tasa Monetaria de Estados Unidos, *International Financial Statistics*, 1967-1976: Tasa de interés interna se calcula a partir del descuento en el CAT a 6 meses.

de la actividad económica se explica ahora por el descenso de los términos de intercambio.

El año de 1958 es bien interesante. El precio del café descendió en forma más pronunciada que durante el año anterior, conduciendo a una reducción en la oferta de divisas. De no haber sucedido nada más, se hubiera esperado un ajuste hacia el alza en el tipo de cambio o una disminución en las reservas internacionales. De hecho, el tipo de cambio libre no sufrió modificación, en tanto que el tipo oficial real de importaciones ascendió en un 30%, generando, a pesar de la baja en los términos de intercambio, una acumulación importante de divisas. De otra parte, la moderada expansión en el crédito doméstico permitió, a pesar del aumento de las reservas, un exceso de dinero notoriamente bajo, el cual contribuyó a reducir el ritmo de inflación, impidiendo una erosión del alza en el precio nominal del dólar oficial como la que había ocurrido el año anterior. Finalmente, es razonable conjeturar, aún cuando difícil de verificar, una baja en la demanda por divisas, toda vez que el auge de las restricciones a las importaciones seguramente redujo el alcance del "motivo transacciones" en la función de demanda por moneda extranjera.

Con un manejo de la tasa oficial aparentemente acorde con la situación de los términos de intercambio, como el alcanzado en el año 1958, y con un ritmo de inflación moderado, el aspecto distintivo del año 1959, es la revaluación del tipo libre nominal de cambio. Ello significa una menor demanda por divisas, en la medida que el menor ritmo de devaluación disminuye las ganancias de capital en moneda nacional a los tenedores de divisas extranjeras. Por otra parte, la creación de crédito doméstico registra una moderación sin precedentes en el período analizado, que genera apenas un insignificante exceso de dinero en la economía. A pesar de un descenso superior al 10% en los términos de intercambio, la balanza comercial cambiaría alcanza una importante acumulación de reservas. Ciertamente no todo este resultado se puede asignar a la baja en el ritmo de devaluación del tipo libre de cambio. Existe alguna evidencia de aún mayores restricciones a las importaciones, aspecto que como se indicó anteriormente disminuye el alcance del "motivo transacciones" en la demanda por divisas⁶.

El año 1960 presenta características parecidas al anterior. La creación de crédito doméstico es menos moderada. Los términos de intercambio permanecen en el mismo nivel, y el manejo cambiario eleva moderadamente el tipo real de cambio efectivo de importaciones y el de exportaciones de café pero reduce el de las otras exportaciones. Con la mayor colocación de crédito doméstico, se esperaría

⁶ La evidencia sobre restricciones al comercio se refiere a la relación entre precios reales de importables en Estados Unidos con los precios correspondientes en el interior de Colombia. Para fines del presente trabajo se compararon los precios de los bienes de capital, rubro que conforma una fracción importante de las importaciones colombianas.

una menor acumulación de reservas si el ajuste se permite a través de la oferta de dinero. Aparentemente se observa un amenguamiento de las restricciones en la asignación de divisas, al observar la relación entre las tasas oficiales y la tasa del mercado libre, lo cual indica, sobre todo, un mayor acercamiento entre esta última y la correspondiente a importaciones. Ello conduce a la estabilidad observada en el precio de la divisa aspecto que seguramente incrementa la demanda por moneda extranjera respecto del año anterior, cuando la revaluación habría producido simultáneamente expectativas de pérdidas de capital. La desacumulación de reservas durante aquel año, conduce sin embargo a un ambiente monetario contraccionista, el cual aparentemente reduce tanto el ritmo de inflación como el de crecimiento de la actividad económica. En resumen, en este año el precio efectivo real de la divisa, tal como se indica por la cotización del dólar libre, disminuye, reduciendo el exceso de oferta vigente el año anterior y en consecuencia la acumulación observada de reservas.

En el año 1961 se combinan los siguientes factores. En primer término, la creación de crédito interno es significativamente mayor, conduciendo una reducción de dinero a través del sector externo. En segundo término, el manejo cambiario parece más restrictivo en la asignación de divisas, al observarse una baja en la tasa oficial de importaciones y un alza en el precio real de la divisa. El alza en el precio de la divisa libre lleva consigo una mayor devaluación nominal, aspecto que supuestamente, al producir expectativas de ganancia de capital en pesos, incrementa la demanda por divisas. El primero y el tercero de los factores anotados, conducen a una presión sobre las reservas del Emisor. La solución que se da consiste, como se anotó, en una elevación del precio real de la divisa, aparentemente alcanzado a través de mayores restricciones en la asignación de moneda extranjera, pero no suficiente para impedir una reducción significativa por balanza comercial en las reservas del Emisor. El año de 1962 presenta las mismas características del anterior, pero algo más acentuadas. El crecimiento del crédito doméstico es aún mayor, la discrepancia entre la tasa de importaciones y el precio de la divisa libre aumenta. El alza del precio de la divisa este año lleva consigo un ritmo de devaluación nominal algo menor. Sin embargo, como bien se recuerda, en el año de 1962 se crearon fuertes expectativas de devaluación de la tasa oficial, ante la inminente crisis de balanza de pagos que seguramente condujera a una demanda especulativa de las divisas del Emisor. Se registra entonces una sustancial reducción de las reservas internacionales, indicando un ajuste mixto entre elevación del precio de la divisa y compensación monetaria del crecimiento en el crédito doméstico.

En 1963 se reduce la creación de crédito interno con respecto a la registrada en los dos años anteriores. El manejo del tipo de cambio eleva el aplicable a importaciones y reduce los señalados para las

exportaciones. El ajuste alcanzado en la tasa de cambio del año anterior permite mantener el precio de la divisa libre estable, lo cual disminuye el rendimiento de la moneda extranjera. Supuestamente entonces se crea un exceso de oferta por divisas que cambia el panorama respecto de los dos años anteriores, cuando posiblemente se crearon expectativas de ganancias de capital por tenencias en dólares. Ambas fuerzas, la menor creación de crédito interno y la menor demanda por divisas contribuyen a explicar el aumento en las reservas y la reducción en el tipo de cambio libre. Uno de los fenómenos difíciles de explicar en este año es el bajo ritmo de crecimiento y el alza espectacular del nivel de precios. Posiblemente el alza de los precios responda a efectos rezagados de la política monetaria expansionista de los años anteriores y la baja en el crecimiento sea una respuesta al efecto del alza en precio sobre la cantidad real de dinero, y, por lo tanto, sobre la demanda agregada.

En 1964 los términos de intercambio adquirieron nuevamente el papel motriz de fluctuaciones cambiarias, al registrar un incremento de 15%. El ajuste en esta oportunidad es especialmente destacado por su énfasis en el tipo de cambio real. Tanto las tasas oficiales como el tipo de cambio libre descendieron, compensando parcialmente el efecto sobre la oferta de divisas, del fortalecimiento en el precio de las exportaciones, toda vez que el ajuste por variación en reservas fue también importante. La tasa libre registra una modificación cercana al 30%, lo cual no es característica del año como un todo, al haberse ocurrido durante los últimos meses del año. De hecho, durante los primeros 9 meses, como durante el año anterior, aquél se mantuvo constante a \$10 por dólar. La expansión en el crédito doméstico permite un moderado exceso de dinero, en parte responsable por la recuperación del ritmo de actividad económica, luego de la notoria baja en los saldos reales, experimentada en el año anterior.

En 1965 los términos de intercambio descienden y la política económica responde con fuertes restricciones cambiarias que elevan el tipo de libre a un nivel notoriamente superior al registrado por la tasa oficial de importaciones, pero descendió el tipo efectivo para exportaciones diferentes de café, las cuales se incrementan en más de 35%, en tanto que las importaciones se reducen por el mecanismo señalado de restricciones cambiarias que en aquel año hizo más estricto el otorgamiento de licencia para importar. En términos del enfoque monetario, el precio de la divisa se incrementó aumentando su oferta; este incremento compensó la baja en los términos de intercambio y el aumento en la demanda por divisas que posiblemente se originó en la elevada devaluación nominal ocurrida durante aquel año, de tal forma que se generó un notorio aumento en reservas por conducto de la balanza comercial cambiaria. Su efecto monetario fue compensado por endeudamiento del Banco de la República, de tal

forma que se produjo la restricción monetaria más sobresaliente del período y que contribuye a explicar la baja significativa de la tendencia de la actividad económica.

El manejo cambiario aplicable a las importaciones en 1966 fue enteramente opuesto al del año anterior. En tanto que en 1965 se produjo una visible discrepancia entre la tasa efectiva aplicable a importaciones y el tipo de cambio libre, señalando la presencia de restricciones en la asignación de divisas oficiales, en el año siguiente aquella discrepancia se reduce, con lo cual se produce un exceso de demanda por divisas el cual se hace simultáneamente manifiesto en el déficit registrado entre los ingresos por exportaciones y los egresos por concepto de importaciones. Este déficit, a su vez, constituye parte del ajuste monetario bajo las condiciones cambiarias señaladas a la creación del crédito doméstico, el cual se llevó a cabo el año anterior a través de incrementos en el costo efectivo de la divisa. Complementan este ajuste el observado en los precios y en el alza en la tendencia de la actividad económica.

En 1967 se altera el régimen cambiario al adoptarse un tipo de cambio oficial variable, cuyo manejo elimina las brechas que anteriormente se producen respecto a la tasa vigente en el mercado libre. Bajo este nuevo régimen, el ajuste cambiario en las fluctuaciones en el crédito doméstico o en los términos de intercambio es algo más sencillo de analizar por la ausencia misma de las brechas señaladas. El año de 1967 es el último del período analizado en la cual se encuentra una diferencia notoria entre el tipo de cambio libre y el oficial que de hecho aumentó respecto del año anterior, como respuesta a la baja registrada en los términos de intercambio. Esta, junto con la creación de crédito doméstico no fue compensada por las mayores restricciones en su efecto a la baja sobre la balanza comercial cambiaria, conduciendo a una escasez de dinero que supuestamente desestimuló el crecimiento de la actividad económica y contribuyó al descenso en el ritmo de inflación. Además, es factible conjeturar una disminución autónoma en la demanda por divisas, al haberse alterado el régimen de transacciones internacionales, trasladando al Banco de la República el manejo exclusivo de los saldos en moneda extranjera para tal fin. Igualmente, la prohibición sobre tenencia de divisas, puede haber sido instrumental en moderar los saldos de orden especulativo, si bien el alcance de los mecanismos de administración de dicha prohibición no es susceptible de evaluación.

En 1968 los términos de intercambio recuperan el valor registrado en 1966. El crecimiento del crédito interno es moderado. Las tasas de cambio oficiales de importaciones y de exportaciones diferentes de café se ubican al mismo nivel del tipo de cambio libre, y registran un incremento entre 5% y 10%. Tanto el alza de los términos de intercambio como las más atractivas tasas de cambio incrementan la ofer-

ta de divisas y se logra un saldo ampliamente positivo en la balanza cambiaria comercial. Las condiciones monetarias crearon apenas un moderado exceso de dinero, con lo cual se apoyó el alza en el ritmo de actividad económica sin incrementar la tendencia de los precios. Es interesante comparar este año con 1966, cuando las condiciones exógenas en materia de creación de crédito doméstico y de nivel de términos de intercambio eran similares. Sin embargo, en aquel año, la tasa de cambio libre no sólo era más alta, sino que los egresos por importaciones superaron los ingresos de divisas por importaciones. El distintivo principal de 1968 se ubica en la tasa de cambio efectiva aplicable a exportaciones, la cual incrementó la oferta de moneda extranjera. Además, como se indicó en el análisis del año 1967, las nuevas condiciones en materia de pagos internacionales seguramente redujeron la demanda por divisas, aumentaron la cantidad deseada de dinero doméstico contribuyendo además al ritmo moderado de inflación logrado en aquel año.

De otra parte, las características del año 1968 son casi idénticas a las registradas en 1969. Se observa el mismo crecimiento del crédito doméstico, términos de intercambio marginalmente más elevados en el último año, tasas de cambio oficiales idénticas. Se esperaría entonces que el comportamiento de la balanza comercial fuese similar en ambos años como efectivamente lo fue. Las diferencias que se destacan son el ritmo más elevado de devaluación del tipo de cambio libre durante 1969, tendiente a incrementar la demanda por dólares, puesto que en 1968 aquél se revaluó, al ajustarse a las nuevas condiciones de similitud entre tasas oficiales y de mercado libre (o negro). De otra parte las condiciones monetarias algo más expansionistas condujeron a un nivel más elevado de inflación, toda vez que la economía, después de su recuperación en el año 1968, ya presentaba niveles normales de ocupación de recursos. La experiencia de estos dos años revela las características del nuevo sistema cambiario, el cual no se ubica en los extremos de tipo fijo o flexible. Tiene características de fijo, en la medida en que señala un precio al cual está dispuesto el Banco a comprar o vender divisas. Tiene características de flexible, toda vez que no le asigna todo el peso del ajuste a la cantidad de dinero, los precios y el ingreso. En condiciones de tipo de cambio fijo, las condiciones exógenas de los dos años en cuestión, hubiesen conducido a una mayor expansión en la cantidad de dinero, conduciendo a la reducción del tipo real de cambio requerida, a través de incrementos en el nivel interno de precios. Bajo un régimen flexible (no intervenido), el tipo de cambio real hubiese caído, seguramente más rápido, a través de un descenso de la tasa nominal.

En el año 1971, la política cambiaria mantiene las tasas oficiales constantes en términos reales y, a juzgar por el período 1968-1971, se hubiese podido pensar que se había sustituido un sistema de tipo nominal "fijo" por otro tipo de cambio real fijo. En el año 1970, sin

embargo, los términos de intercambio experimentaron un alza significativa, con lo cual la acumulación de reservas vía la balanza comercial cambiaria registró un aumento importante. Con todo, otros instrumentos de administración monetaria permitieron mantener el exceso de dinero a niveles moderados, contribuyendo a la estabilidad en el crecimiento y el ritmo de inflación. De todas formas, los años 1968-1971 ya plantean el problema de cómo ajustar la política económica ante las fluctuaciones de los términos de intercambio, el cual cobra importancia más tarde cuando se examina la experiencia de la "bonanza cafetera", y es pertinente para formular la política adecuada aplicable al futuro menos afortunado en materia de precios de café.

Los términos de intercambio se recuperan en 1972 a un nivel marginal superior al registrado. Desde este año hasta 1974, el sector externo se fortalece con una mejora continuada en los precios de exportación, y el tratamiento cambiario combina un ritmo de devaluación inferior a la inflación como método de ajuste gradual al fortalecimiento señalado. En 1972, el crecimiento del crédito doméstico continúa a niveles moderados y las tasas de cambio efectivas reales señaladas por la política cambiaria se reducen en 7%, en tanto que las observadas en el mercado libre descienden en 15.4% respecto del promedio en el año anterior. La mayor caída de la tasa libre refleja probablemente la presión del más abundante ingreso de reservas. Con todo, la balanza comercial cambiaria registra un notorio superávit que comienza a incidir sobre la estabilidad monetaria y en consecuencia sobre la tendencia de los precios, la cual ya presenta signos de aceleración. Además, el alza en los precios de los productos de exportación fortalece el crecimiento del ingreso y de la actividad económica. El año 1973 presenta fundamentalmente las mismas características. A saber, alza en los precios de exportación, una reducción más acentuada en las tasas de cambio oficiales reales (15%) y aún más pronunciada en la tasa real del mercado libre. Ello refleja una presión a la baja todavía mayor sobre el mercado que la registrada en 1972 y conduce a un alza en la acumulación de reservas a través de la balanza comercial cambiaria.

En 1974 la relación de precios de intercambio continúa ascendiendo, las tasas de cambio oficiales registran un descenso cercano al 20%, igual al de la tasa de cambio libre. Una diferencia importante es la mayor creación de crédito doméstico, la cual aumentó de un promedio de 13% en los años anteriores a una cifra cercana al 30%. Parte del exceso de dinero asignado en esta fuente seguramente conduce a un ajuste a través del componente externo de la expansión monetaria, aspecto que complementa la reducción en la tasa de cambio real en la explicación del descenso registrado en la acumulación de reservas internacionales, vía la balanza comercial cambiaria. A su vez, instrumentos adicionales de contracción de la liquidez, aparentemente logran rebajar marginalmente la demanda agregada, con un efecto apenas perceptible sobre la actividad económica.

En el año 1975, una baja en los términos de intercambio complementan el descenso adicional de las tasas de cambio a reducir la oferta de divisas. La creación de crédito doméstico compensa parcialmente con un menor incremento en el componente externo de la cantidad de dinero. El efecto contraccionista es quizá solo comparable al registrado 20 años atrás, y conduce, junto con la baja en los precios de exportación, a la contracción económica más destacada del período analizado. Los años 1976 y 1977 ya son historia reciente. Incrementos siguientes en los términos de intercambio estimulan la oferta de divisas y el bajo ritmo de devaluación reduce la demanda por las mismas. El efecto sobre la acumulación de reservas y la creación de dinero es bien conocida, así como su impacto sobre la tasa de inflación.

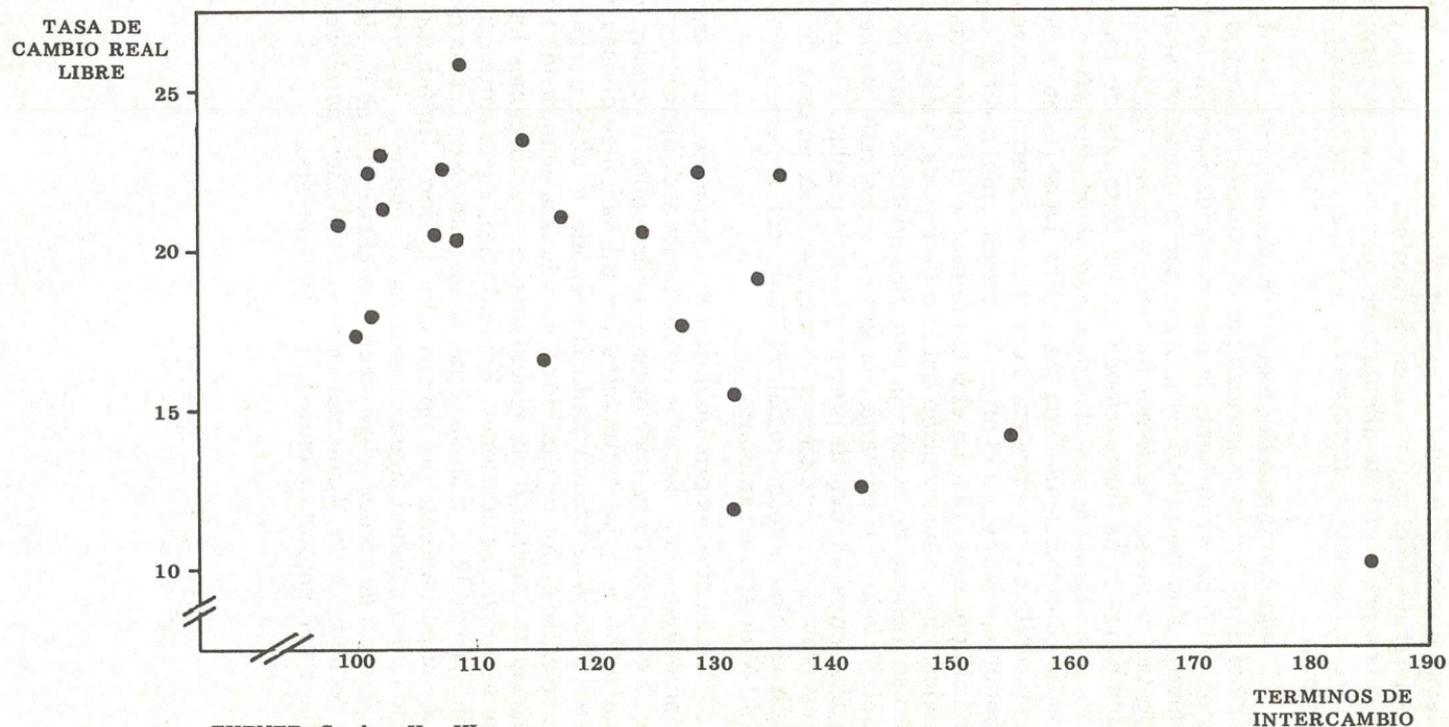
III. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este trabajo se ha realizado un primer intento de interpretación de la evolución cambiaria colombiana organizada en torno a un modelo que contempla la oferta y demanda por dinero doméstico y moneda extranjera. La formulación del modelo es aún primitiva y el ejercicio de "empirismo causal" realizado dista de ofrecerle una sólida base empírica. Sin embargo, el examen de la evidencia sugiere que esfuerzos adicionales orientados a organizar la información alrededor de un modelo de esta naturaleza contribuirían a un mejor entendimiento del comportamiento de la balanza cambiaria y del tipo de cambio. Dicho modelo debe especificar con mejor rigor, y dentro de los límites de la información existente, las funciones pertinentes de oferta y demanda por activos, no solo monetarios sino también financieros. La ausencia de información sobre tenencias de activos en moneda extranjera no cierra la posibilidad de derivar implicaciones empíricas precisas, susceptibles de comprobación estadística.

En lo que toca a las conclusiones generales de la evidencia empírica comentada, hay al menos tres puntos que vale la pena señalar. En primer término, la variedad de modalidades de manejo cambiario, con diferentes combinaciones de tipos de ajuste, que registra la experiencia cambiaria no ha permitido la desaparición de una relación más o menos sistemática entre el costo real de la divisa y los términos de intercambio. Ella se fundamenta en el significado mismo de la tasa de cambio, la cual lleva consigo dentro de sí el poder adquisitivo relativo de las monedas. La relación sugiere la presencia de fuerzas importantes tendientes a ajustes en el tipo de cambio ante fluctuaciones de las condiciones en el comercio exterior. Como se observa en el Gráfico 2, los puntos definidos por las dos variables ciertamente no señalan una relación rígida, pero su vínculo general no se puede desconocer ante la diversidad de circunstancias que acompañan el período histórico cubierto. Como se sugirió anteriormente, una pregunta que se plantea es cuál es la forma deseable de

GRAFICO II

RELACION ENTRE LOS TERMINOS DE INTERCAMBIO Y LA TASA DE CAMBIO REAL



FUENTE: Cuadros II y III.

llevar a cabo este ajuste, aparentemente inevitable: por medio de variaciones en el tipo nominal de cambio? o por medio de alzas en el nivel de precios? Este dilema tiene que ver con la perenne discusión entre regímenes de tasas de cambio fijas y de tasas de cambio flexibles.

El segundo punto tiene que ver precisamente con las diferentes opciones de ajuste sugeridas por el enfoque monetario. En la ecuación del texto se presentó la bien conocida función de demanda por dinero. Esta se utilizó para organizar la discusión sobre ajuste. Se destacó la presencia de dos fuerzas exógenas. La creación de crédito doméstico y las fluctuaciones en los términos de intercambio. La primera cambia la cantidad de dinero doméstico existente; la segunda, la cantidad de moneda extranjera. La ecuación indicada plantea la posibilidad de ajuste en la cantidad de dinero a través de su componente externo, en el nivel de precios, en el nivel de ingreso real y en el tipo de interés. En el texto se destacó la relevancia empírica de todos ellos, con excepción del tipo de interés, variable sobre la cual no se dispone de evidencia empírica adecuada para la mayor parte del período. Sin embargo, el grueso del ajuste parece ubicarse en variaciones del nivel de precios y tasa de cambio, y la acumulación de reservas. Las fluctuaciones el ingreso (o de su tasa de crecimiento) son visibles pero no registran el alcance sugerido por los modelos IS-LM de ajuste cambiario.

Finalmente, es preciso destacar el papel de las restricciones a las operaciones en el sector externo. Conceptualmente se puede distinguir dos tipos de restricciones, aquellas sobre el comercio internacional de bienes y las pertinentes a la utilización de divisas oficiales. En este trabajo se intentó medir la segunda de ellas a través de la relación entre el tipo de cambio oficial y la tasa de mercado libre o negro. El ajuste cambiario por medio de estas restricciones ha sido importante en varias ocasiones. Sin embargo, su importancia ha descendido desde 1967, cuando comenzó un manejo de la tasa oficial similar al comportamiento del tipo de cambio libre. Un tema de investigación cuya utilidad sigue vigente es el relativo a las restricciones al comercio de bienes, cuyo alcance empírico aún no ha sido detectado adecuadamente, y que mantiene su relevancia para el análisis completo del comportamiento del sector cambiario.

BIBLIOGRAFIA

- Alexander. S.S. (1952); "Effects of Devaluation on a Trade Balance", **IFM Staff Papers**, Vol. II pp. 263-78.
- Frenkel J. A. (1977); "The Forward Exchange Rate, Expectations, and the Demand for Money: The German Hyperinflation". **American Economic Review**, Vol. 67 No. 4 pp. 653-670.
- Harberger A. C. (1950); "Currency Depreciation, Income and the Balance of Trade" **Journal of Political Economy**, Vol. LVIII No. 1 pp.47-60.
- Johnson, H. G. (1961); "Towards a General Theory of the Balance of Payment" en M. G. Johnson, **International Trade and Economic Growth: Studies in Pure Theory** (Cambridge; Haward University Press, 1961). pp. 153-68.
- Lindberck A. (1976); "Approaches to Exchange Rate Analysis. An Introduction" **Scandinavian Journal of Economics**, (May) pp. 133-145.
- Nagel Ernest (1963); "Assumptions in Economic Theory" **American Economic Review**, (May) pp. 211-219.
- Tsiang S. C. (1961); "The Role of Money in Trade Balance Stability: Synthesis of the Elasticity and Absortion Approaches" **American Economic Review**, Vol. LI No. 5 pp. 912-36.
- Whitman M. (1975); "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payment", **Brookings Papers on Economic Activity**, 1975, 3, pp. 491-555.

Comentarios

Fernando Gaviria Cadavid

Por segunda vez el doctor Eduardo Wiesner Durán ha tenido la gentileza de invitarme a participar en estos interesantes simposios organizados por la Asociación Bancaria de Colombia sobre financiamiento externo. En esta oportunidad mi participación tiene la posibilidad de ser más concreta, por cuanto me fue solicitado el comentario al interesante trabajo elaborado por el distinguido catedrático Mauricio Carrizosa.

Evidentemente las formulaciones que constituyen el marco teórico del trabajo del doctor Carrizosa, lo mismo que la manera de analizar las experiencias colombianas a través de los últimos cuatro lustros, representan una contribución importante al esclarecimiento de un problema tan complejo como es el de los determinantes de la tasa de cambio. En consecuencia, en este comentario me he trazado el propósito de evitar discusiones semánticas y bizantinas sobre el contenido o la validez de los planteamientos hechos por el doctor Carrizosa. Por el contrario, estimo que el trabajo que me ha cabido la suerte de comentar, contiene bases excelentes para la formulación de un modelo que explicara, de manera adecuada, el comportamiento de la tasa de cambio en función de las variables monetarias, y que al mismo tiempo tuviera en consideración el innumerable conjunto de elementos no monetarios que afectan independientemente las mismas variables monetarias y/o la tasa de cambio, señalados de manera certera por el propio doctor Carrizosa.

En vista de las consideraciones precedentes, y atendiendo la sugerencia hecha por el Presidente de la Asociación Bancaria, doctor Eduardo Wiesner, en el sentido de no restringir los comentarios exclusivamente a los puntos cubiertos por los autores del documento básico sino contribuir también con el aporte de nuevas ideas y apre-

ciaciones sobre el mismo tema, me ha parecido oportuno dirigir mis observaciones a dos factores que juegan un papel muy importante dentro de la estructura teórica sobre determinación de las tasas de cambio. El primero se refiere a las limitaciones de las tasas de cambio libremente fluctuantes como indicadores de un nivel de equilibrio, y el segundo, al nivel del crédito interno como uno de los determinantes de los resultados de la balanza de pagos.

Pero antes de iniciar la discusión de los temas específicos es pertinente hacer una generalización para enmarcar el problema de la determinación de las tasas de cambio, de tal manera que se destaque cómo la adecuada escogencia de las variables componentes de cualquier modelo está en relación directa con el mayor acercamiento del resultado a un tipo de cambio que corresponda al nivel de equilibrio. Desde un punto de vista teóricamente ideal no cabe la menor duda de que éste es un concepto que se ajusta a la esencia de todos los principios de teoría económica, de tal manera que al ser formulado así es incontrovertible. Sin embargo, en la práctica son tantos los factores que inciden sobre una determinación de la tasa de cambio fluctuante, o sea aquella sujeta a las fuerzas del mercado, que el impulso de dichas fuerzas puede, en momentos específicos, llevar el tipo de cambio a niveles que se alejan notoriamente del punto ideal de equilibrio.

Debe aclararse, de manera parentérica, que en la discusión que se abordará en el primer punto no se pretende de manera alguna dirimir la perenne contienda entre aquellos que sostienen las ventajas de tasas de cambio fijas en contraste con las fluctuantes. El tema que prefiere dilucidarse es de naturaleza distinta y radica más bien en las limitaciones inherentes a una tasa fluctuante para indicar de manera adecuada el nivel de equilibrio de un tipo de cambio, particularmente en el corto plazo.

I. LIMITACIONES DE LAS TASAS FLUCTUANTES

No obstante que todos estos conceptos son bien conocidos para el selecto grupo de profesionales asistentes al presente simposio, para definir los términos de referencia es útil clasificar las distintas modalidades de tasas de cambio fluctuantes que pueden establecerse dentro de un mercado cambiario, agrupándolas bajo dos categorías principales:

A. La "flotantización" de la totalidad de las fuentes de oferta y demanda de divisas extranjeras. Dicha flotantización puede ser a su turno completamente "limpia" lo que significa que estará libre de toda intervención de cualquier entidad estatal (en la forma de banco central, tesorería, fondo de estabilización, etc), o "sucia" lo cual

implica la intervención en el mercado de cualquier entidad que el Estado designe para tal fin. Tal intervención puede, a su turno, revestir varias formas: 1) la más elemental que consiste en establecer máximos y mínimos de ascensos y descensos en las cotizaciones del cambio, los cuales determinan el momento en el cual el Estado debe iniciar su intervención en el mercado en la forma de ventas o compras de divisas, respectivamente; 2) otras de las más comunes prácticas intervencionistas consiste en ir modificando esos límites inferiores y superiores en la medida en que las fuerzas del mercado vayan mostrando la necesidad de ajustar la flotantización "sucia" a las fuerzas del mercado. Tales límites, con el transcurso del tiempo, van formando un "túnel" por dentro del cual es permitido ondular a la tasa de cambio (la serpiente en el túnel).

B. La liberalización de una parte del mercado de divisas extranjeras dejándola por fuera del control de las autoridades monetarias pero manteniendo, dentro de un mercado controlado a tasas fijas, los rubros más importantes de la balanza de pagos, que generalmente son aquellos correspondientes a la cuenta corriente y algunos de la cuenta de capital como el servicio de la deuda externa, tanto pública como privada. De aquí surge inevitablemente la presencia de mercados paralelos fluctuantes, los cuales pueden ser libres, en la medida en que el país permita legalmente los flujos de capitales, o negros, cuando están prohibidos o sea que rige un control de cambios. Estos mercados paralelos también pueden coexistir con una tasa cambiaria moderadamente fluctuante que trate de seguir las tendencias del mercado. Esta segunda modalidad es la que muchos países en proceso de desarrollo han adoptado al establecer tasas constantemente ascendentes denominadas por lo general con el término de "crawling peg".

Descritas en la forma anterior las características más sobresalientes de las principales modalidades de tasas de cambio fluctuantes, interesa observar cuáles son los factores que influyen para obstaculizar la libre interacción de las fuerzas del mercado en la determinación de un tipo de cambio equivalente a una tasa de equilibrio. Pero, antes de hacer una enumeración de factores interesa definir, así sea superficialmente, a qué concepto corresponde la denominada tasa de equilibrio. Posiblemente una de las más útiles y claras definiciones al respecto se remonta a la teoría de la paridad de poder adquisitivo (PPA), enumerada originalmente por Gustavo Cassel en un artículo publicado en el *Economic Journal* en diciembre de 1918 bajo el título "Desviaciones Anormales en los Tipos de Cambio Internacional". Todos estos conceptos fueron sistematizados más tarde en su obra publicada en 1925 bajo el título **Conceptos Fundamentales en Economía**.

No intento en el presente comentario hacer una relación ni siquiera resumir ¹ los distintos principios teóricos que rodean este conjunto de expresiones agrupadas bajo el título general de la teoría de la PPA como determinante de las tasas de cambio. Baste con enunciar solamente el concepto de que la tasa de cambio de equilibrio es aquella que tiende a igualar la relación entre los niveles de precios de dos países.

Definidos los términos en esta forma simplista es posible hacer un repaso de las distintas razones por las cuales una tasa de cambio fluctuante puede apartarse de la PPA. En efecto, Cassel en sus escritos originales dió cuenta detallada de las limitaciones operacionales de la PPA como parte integral de sus exposiciones teóricas, y es importante recordar la manera cómo él resume tales elementos:

1. Las restricciones al comercio pueden ser más severas en una dirección que en otra. Por ejemplo, si las importaciones de un país son más restringidas que sus exportaciones, el valor externo de una moneda puede exceder la PPA.

2. La especulación en los mercados de cambio extranjero puede ir contra la moneda de un país y reducir su tipo de cambio por debajo de la PPA.

3. Las expectativas de mayores niveles de inflación en un determinado país que en el extranjero pueden reducir el valor de su moneda por debajo de la PPA.

4. Los cambios en los precios relativos dentro de un país constituyen indicadores de cambios en la economía real a partir de un período base y en consecuencia llevan consigo divergencias entre la PPA relativa y la tasa de cambio.

5. Los flujos de capital a largo plazo pueden inclinar la tasa de cambio en un sentido opuesto del que indica la PPA. Por ejemplo, una fuga de capital a largo plazo puede traer como consecuencia una considerable reducción del valor de la moneda de un país con respecto a la PPA.

6. El gobierno puede intervenir en los mercados de divisas extranjeras en ambos sentidos, tanto convirtiéndolos en comprador de divisas a un nivel superior a la PPA manteniendo así la demanda no importa cuál sea el precio de las divisas, o haciendo frente a las fugas de capital para amortiguar sus consecuencias sobre la tasa de cambio.

Todo este conjunto de acciones de que habla Cassel, sintetizadas en el último punto anterior es aquel a que se hizo referencia previa-

¹ Este es un tema muy extenso que ha dado lugar a múltiples escritos económicos. Inclusive, el autor se encuentra preparando un trabajo que será publicado por entregas en la Revista del Banco de la República.

mente al definir las diferencias entre flotantización "limpia" o "sucia" de las monedas en los mercados cambiarios.

Pero además, es un hecho inocultable que la flotantización totalmente "limpia" de una moneda en un mercado cambiario está sujeta a un enorme número de dificultades y limitaciones. Es importante, en consecuencia, señalar aquella serie de factores que interfieren con la equivalencia automática entre una PPA y una tasa flotante a un nivel de equilibrio aún en el medio plazo, además de los citados por Cassel que se detallaron atrás. Tales limitaciones son especialmente agudas cuando se trata de relaciones comerciales entre países industrializados y naciones en proceso de desarrollo usualmente productoras y exportadoras de materias primas y bienes primarios en general. Sin que el orden de la enumeración indique la importancia de cada una cabe destacar las siguientes:

1. La marcada estacionalidad en la producción y por ende en la exportación de las materias primas —especialmente cuando son agrícolas— provenientes de los países menos desarrollados, que algunas veces se ve acentuada por estacionalidades en el consumo por parte de los industrializados. Todo ello tiene por consecuencia marcadas irregularidades en los flujos de la oferta de divisas hacia el país exportador en donde una flotantización totalmente "limpia" del cambio extranjero se vería sujeta a marcadas oscilaciones.

2. La inevitable tendencia que tienen los precios de los productos básicos a sufrir fuertes fluctuaciones cíclicas en los mercados internacionales, fluctuaciones que, a su turno, dan por resultado modificaciones muy serias en los términos de intercambio (en este punto cabe destacar la acertada manera como el doctor Carrizosa aborda este punto de la influencia de las relaciones de intercambio en la determinación de la tasa cambiaria). Así ocurre que, en la medida en que se deterioren los términos de intercambio para un país menos desarrollado, que depende en una alta proporción de una materia prima específica, será indispensable acelerar la depreciación de la tasa de cambio inclusive a niveles más allá de los que indica la PPA. En el sentido inverso, o sea, en aquella parte del ciclo donde las materias primas perciben elevados precios en los mercados internacionales, los ingresos adicionales conducen a sobrevaluar la tasa de cambio colocándola con frecuencia muy por encima de la PPA. Las consecuencias adversas de esta situación sobre el resto de los sectores exportadores no dejan de sentirse en plazos relativamente breves.

3. Existe también un conjunto de tendencias, ya no de carácter cíclico sino secular, que en cierta medida interfieren con una simple equivalencia entre la PPA y las tasas de cambio libremente fluctuantes. Por ejemplo, es indudable que las modificaciones y avances en el campo tecnológico tienen consecuencias más acentuadas en la producción y eficiencia de productos manufacturados que en el campo

de los bienes primarios. La creciente capacitación tecnológica de las economías industrializadas con el consecuente incremento del coeficiente que representa el capital dentro de los factores de la producción, tiende a reflejarse inevitablemente en las relaciones de la PPA con la tasa de cambio. En consecuencia para compensar este factor, la tasa de cambio debería estar sujeta a depreciaciones mayores que la que indica una simple PPA.

4. Una tendencia adicional que acentúa un conjunto de fenómenos señalado en el punto anterior puede concretarse alrededor del problema de la creciente complejidad en la estructura de los consumos. Los cambios sufridos por los patrones de consumo, particularmente durante el siglo XX han sido formidables. La revolución industrial generada y acompañada por los gigantescos avances tecnológicos ha traído consigo una radical modificación en las costumbres de la humanidad y en la composición de sus consumos. Mientras que hace apenas un siglo la canasta familiar estaba integrada simplemente por los renglones de alimentación, vestuario y vivienda, en la actualidad no solamente han cobrado creciente diversidad propia cada uno de estos tres renglones básicos sino que, además, se ha adicionado a la lista de consumos esenciales un sinnúmero de artículos que hoy representan renglones casi imprescindibles en el gasto. Sin duda, ningún otro sector ha engendrado mayor diversificación en los patrones de consumo que el desarrollo de nuevas fuentes energéticas de fácil acceso (la electricidad y los combustibles líquidos, generalmente de la familia de los hidrocarburos) llevando y facilitando el consumo de distintas formas de energía barata en los hogares y popularizando los medios de locomoción para el transporte individual o colectivo. La evidencia acerca de la importancia que representa toda esta amplia gama de productos se encuentra al revisar la estructura productiva de los países y se corrobora al ver los cambios en la composición del comercio internacional. Ahora bien, es indudable que en la medida en que el desarrollo industrial de una nación es mayor, ello implica que una más alta proporción de sus exportaciones estará representada no solamente por bienes y equipos de capital sino por toda esa enorme gama de artículos semidurables de consumo. Es este un hecho que también tiene consecuencias que debieran ser objeto de medición en la forma de tendencias seculares. En otros términos, partiendo de la base de condiciones iguales en términos de intercambio, si se pretende hacerle frente a los mayores costos implícitos originados en una demanda por importaciones que comprende una mayor diversidad en la gama de productos foráneos disponibles para los países desarrollados, ello no puede lograrse sino a través de una depresión adicional en la tasa cambiaria en relación con la PPA.

5. El mismo fenómeno descrito parcialmente en los dos párrafos precedentes puede mirarse desde un punto de vista diferente.

H.G. Johnson ² mantiene que los índices de precios “no corrigen suficientemente los precios de lista por las mejoras introducidas en la calidad del producto, ni tampoco incluyen los nuevos productos hasta que éstos son producidos de manera masiva, de modo que la fase inicial de caída en los precios no se refleja en el índice. Por estas dos razones los índices de precios pueden, si no se manejan con cautela, crear la impresión de inflación cuando en realidad no existe inflación genuina; por que las limitaciones del índice típico pueden dar a las mediciones de los precios un sesgo hacia arriba de tanto como el dos o el tres por ciento de aumento anual”. Es evidente que el factor enunciado con gran claridad por Johnson tiene consecuencias claras y específicas sobre la determinación de una PPA, particularmente cuando se trata de las relaciones entre países menos desarrollados y las naciones industrializadas. Ciertamente, la estructura productiva de los primeros tiende a sufrir en mucho menor grado cambios por efectos de la calidad y variación en la disponibilidad de productos que en la de las segundas. En consecuencia, es indispensable efectuar ajustes, por lo menos en el plazo más largo, para tener en cuenta las consecuencias de este grupo de factores.

6. Existe un conjunto de factores que tienen una influencia preponderante sobre la dirección de los flujos de capital entre distintas naciones. Así, como la mayoría de los elementos sintetizados en los párrafos precedentes afectan esencialmente los renglones en cuenta corriente de la balanza de pagos, los que se enunciarán de ahora en adelante se refieren a la cuenta de capital. Se trata esencialmente de la forma como el manejo interno de las tasas de interés afecta los flujos de capital. En la medida en que las tasas de interés pasivas de los intermediarios financieros de un país se coloquen en un nivel superior a la suma de la tasa esperada de depreciación en el tipo de cambio más la tasa de interés internacional promedio que pagan los intermediarios en las capitales financieras del mundo tendrá lugar un influjo de capitales y ese influjo será mayor cuanto mayor sea la diferencia entre las tasas de interés. Este fenómeno ocurre o se presenta aún con mayor agudeza en presencia de un tipo de cambio oficial controlado, ya sea fijo o ascendente (*crawling peg*) coexistente con una tasa fluctuante de manera paralela en un mercado libre o negro. Aquí cabe hacer una disgregación del tema central para explicar el por qué el fenómeno a que se viene aludiendo se acentúa dentro de mercados de las características antes citadas. Ocurre que, no importa cuál sea el número de controles que se establezca para separar las fuentes de oferta y demanda que deben concurrir a los distintos mercados cambiarios (el oficial con una tasa controlada y el paralelo, libre o negro con una tasa fluctuante), por razón de la existencia de un infinito número de vasos comunicantes se establece inevitable-

² Harry G. Johnson, “Una reseña de las Teorías de Inflación”. FEDESARROLLO, Facultad de Economía (UNIANDES). *Lecturas Moneda y Banca en Colombia*. Bogotá, 1976, p. 510.

mente un paralelismo en las cotizaciones entre los dos mercados. Es oportuno citar algunos ejemplos. Cuando una tasa fluctuante o negra coexiste a niveles muy inferiores con un mercado oficial ocurrirá una tendencia marcada a la subfacturación de mercancías por parte de los importadores quienes acuden al mercado fluctuante para adquirir el remanente indispensable para cubrir sus reembolsos al exterior. Simultáneamente, existirá una tendencia opuesta en los exportadores quienes sobrefacturarán el valor de sus despachos, de tal manera que al adquirir divisas en un mercado libre a precios inferiores lograrán realizar utilidades al venderlas a un tipo oficial más alto. Los ejemplos anteriores representan la prueba más evidente de la presencia incontrolable de los citados vasos comunicantes entre los mercados cambiarios, que se extiende a muchos otros sectores cuya mención se omite en gracia de la brevedad.

7. En el aparte precedente se indicó cómo un hecho real, el de las tasas de interés, pero que traducido a la forma de expectativas constituye uno de los elementos más fuertes determinantes del monto y dirección de los flujos de capital que pueden distorsionar las cotizaciones de los mercados fluctuantes, alejándolos de la PPA. Para nadie es un secreto, y el doctor Carrizosa lo señala acertadamente en múltiples apartes de su estudio, cómo este problema de las expectativas se ramifica hacia muy variados sectores de tal manera que no parece indispensable entrar a describirlo separadamente en el presente contexto.

II. LOS FLUJOS DEL CREDITO INTERNO COMO DETERMINANTES DE LOS RESULTADOS DE BALANZA DE PAGOS

Las relaciones que plantea el doctor Mauricio Carrizosa dentro de su marco teórico concebido para mostrar el comportamiento de las distintas variables determinantes de la tasa de cambio, representan, como ya lo expresé al comienzo de esta exposición, una importante contribución a la tarea de aclarar toda esta problemática. Pero aún más, entre los múltiples determinantes de la tasa de cambio existe un planteamiento, también señalado por el doctor Carrizosa, y es aquel que destaca la relación entre las modificaciones en los niveles del crédito interno y la determinación del monto de las reservas internacionales del sistema bancario, cuya variación neta anual es equivalente al resultado de la balanza de pagos. A este tema en particular es al que quiero referirme para concluir estos comentarios.

Posiblemente uno de los más importantes avances logrados en la manera de formular las interrelaciones monetarias se refiere a la forma de concebir la demanda por dinero. Este cambio radical en la estructura de la teoría monetaria ha servido de base para la creación

de técnicas con aplicaciones prácticas muy concretas en el campo de la programación financiera. Sobre este tema particular, que considero de esencial importancia, me he referido por escrito en varias oportunidades. En consecuencia, no obstante que me doy cuenta de que nunca resulta simpático el citarse a sí mismo, he considerado que es pertinente traer a cuento algunos párrafos que forman parte del capítulo final de mi libro, sobre Moneda Banca y Teoría Monetaria, como lo hago de ahora en adelante.

Tradicionalmente se acepta como postulado incontrovertible el hecho de que la expansión de los activos de la banca central y de los bancos comerciales, daban origen, no importa cuál fuere el volumen y ritmo de sus ascensos, a crecimientos idénticos en los pasivos monetarios o cuasi-monetarios de las mismas instituciones. Para expresarlo de una manera diferente, una noción legendaria indicaba la existencia de relaciones de causalidad en un solo sentido, de activos hacia pasivos, al aseverar que el crecimiento de los signos monetarios es un efecto cuya causa tiene origen ya sea en el sector externo por razón de un aumento en las reservas internacionales, o en el sector interno como consecuencia de un incremento del crédito, así fuere al sector público o privado. Tan lógica y simple era esta manera de pensar que no sólo son pocos los economistas teóricos que aún la aceptan sino que, además, todavía representa el sistema casi universalmente utilizado por los medios informativos para explicar la razón de fenómenos monetarios. Resulta obvio entonces, que una programación monetaria fundada sobre estas bases teóricas se formulaba en términos de incrementos de crédito específicos los cuales necesariamente debían resultar en un aumento determinado de la circulación monetaria.

El dr. Carrizosa ha mostrado aquí, en términos albebráicos, de manera similar a como lo hago yo en mi texto, la manera como operan en la práctica las relaciones entre las variables monetarias y crediticias. Lo cierto es que las variables realmente autónomas en el proceso bancario están representadas por los activos crediticios, cuyo monto no depende de la interacción de las fuerzas de la economía que dan por resultado un determinado nivel de ingreso. Su independencia es evidente cuando se contrasta con el comportamiento de los pasivos monetarios de estas instituciones, los que representan la suma de las decisiones de los individuos y de las empresas en una economía. En consecuencia, es éste el sector que refleja la resultante de las decisiones colectivas de una sociedad sobre la determinación del nivel y composición de sus activos líquidos. Todo este conjunto de ideas se deriva de la aplicación del modelo keynesiano, específicamente de sus conceptos sobre la demanda de dinero. Pero como no se trata de repetir en detalle toda una teoría que ya fue objeto de pormenorizada descripción, basta con recordar cómo Keynes puntualizó dentro de los factores que afectan directamente la oferta de

capitales (al modificar la demanda de dinero), el concepto de la preferencia por la liquidez, al indicar claramente que el público (los individuos y las sociedades) mantiene dinero en efectivo por uno de tres motivos: el de las transacciones, el de precaución y el especulativo. Este último es de particular importancia y representa aquel que, en efecto, puede dar por resultado las más grandes fluctuaciones no solamente en la cantidad total de liquidez en poder del público, sino también en su composición. A todo esto se agrega el conjunto de variables que hace relación a las tasas de interés, particularmente en un modelo de economía abierta.

Por todo lo anterior, resulta obvia la afirmación en el sentido de que el nivel de los pasivos monetarios y cuasimonetarios del sistema bancario representa una suma de decisiones de la colectividad. En consecuencia, cuando a una economía se le inyectan, a través de la expansión del crédito, fondos adicionales que la comunidad no está en capacidad de absorber, esa nueva oferta monetaria ejerce presiones inmediatas sobre el nivel de precios internos y/o sobre la balanza de pagos. Una vez que se presenta el desequilibrio entre el nivel de precio interno y el externo, los excedentes de la liquidez se vierten hacia el exterior ya sea como un aumento en las importaciones legales de bienes y servicios, del contrabando de importación, del turismo y de los otros gastos en el exterior de este mismo tipo, o finalmente a través de fugas de capital. En otros términos, cuando la demanda total excede a la oferta agregada interna, la diferencia, o sea la parte insatisfecha, tiende a vertirse instantáneamente sobre el sector externo, cuando se trata de economías abiertas. Ahora, en la medida en que existan restricciones al comercio y a las transferencias internacionales, los excesos de demanda se traducirán en mayores aumentos internos de precios.

Regresando entonces a las consideraciones sobre causas y efectos entre las distintas variables de un modelo monetario contempladas inicialmente en estas discusiones, es importante dejar definido el concepto de que todo incremento en el crédito cuyo volumen exceda de la demanda agregada del público por las distintas formas de dinero o cuasi-dinero, se traduce, cuando la economía es abierta, en un descenso de las reservas internacionales y/o en un incremento en el nivel interno de precios según los distintos grados de restricciones a que esté sometido el comercio internacional.

Dentro de los métodos tradicionales de análisis monetario, se les asignaba importancia únicamente a las fluctuaciones ocurridas en los medios de pago, definidas como dinero en efectivo más depósitos en cuenta corriente. Sin embargo, en la medida en que se han venido haciendo más complejas e intrincadas las transacciones y la estructura institucional financiera, han surgido otros instrumentos con algunas características similares a las de la moneda pero que están ad-

quiriendo una importancia cuantitativa mayor dentro de la economía que la de los signos monetarios mismos. Esta serie de instrumentos semi-monetarios constituye aquello que hoy se denomina con el término genérico de causi-moneda, representados por todos aquellos pasivos del sistema bancario y financiero en general, como los depósitos a término, los depósitos de ahorro, los bonos y otros valores emitidos por el sistema bancario, como las cédulas hipotecarias e inclusive las reservas de las instituciones bancarias y financieras. Todos estos signos poseen una característica común: la de que para poder ser utilizados en una transacción cualquiera deben sufrir una transformación previa y convertirse en medio de pago, transformación que se caracteriza por su simplicidad y además porque puede realizarse de manera casi instantánea. De aquí resulta claro que cualquier programación monetaria y financiera que no contemple las fluctuaciones de todo este conjunto de instrumentos para la captación de recursos estaría totalmente incompleta.

Es evidente, entonces, que la tarea de la programación financiera se simplifica extraordinariamente al suponer como constante todo el conjunto de variables referentes a las expectativas, y se orienta a trabajar exclusivamente con las de carácter operativo o sea las crediticias. En esa forma, partiendo de proyecciones acertadas sobre el crecimiento real del producto, la diferencia entre la suma algebraica de las modificaciones netas del crédito de las instituciones financieras y la suma algebraica de las modificaciones de los pasivos monetarios y cuasi-monetarios, es igual por definición, al cambio neto en las reservas internacionales del sistema financiero. Y en esa forma todo incremento neto del crédito que exceda de la demanda que tenga el público en general para aceptar dinero y cuasi-dinero debe reflejarse en descenso de las reservas internacionales y adicionalmente, en la medida en que existan restricciones al comercio de importación la demanda por dinero sufrirá un ajuste por la vía del nivel de precios. Quedan así muy concisamente expresadas las bases que han servido para la formación de un conjunto de técnicas, hoy generalmente aceptadas para la programación financiera y que, como lo señalé inicialmente, están incorporadas en los planteamientos que hace el dr. Carrizosa sobre las determinantes monetarias de una tasa de cambio.

Comentarios

Juan Carlos Jaramillo
Fernando Montes N*

“En realidad el rasgo distintivo de la escuela monetarista y los verdaderos puntos de discrepancia con los no monetaristas no es el monetarismo mismo, sino más bien el papel que probablemente debe asignársele a las políticas de estabilización”.

Franco Modigliani¹

I

El enfoque monetarista de la Balanza de Pagos es una aplicación, en la esfera internacional, de los argumentos que ha venido defendiendo esta escuela en el ámbito de una economía cerrada. Como lo indica la cita de Modigliani que encabeza este ensayo, enfoques alternativos no implican el desconocimiento de las interdependencias que existen entre el sector monetario de la economía y la Balanza de Pagos, pero si apreciaciones diferentes acerca de la supuesta automaticidad y uncausalidad en la relación de las variables monetarias y reales que está implícita en los planteamientos y estimaciones empíricas de los monetaristas.

Sin pretender ser exhaustivos, ni originales, creemos importante desarrollar, así sea brevemente, el planteamiento de que el monetarismo internacional se reduce en última instancia a una aplicación consistente de sus puntos de vista sobre lo que deben ser las políticas de estabilización domésticas y el papel que debe jugar el Estado en las mismas.

El punto de partida de la escuela monetarista se remonta a la teoría neoclásica, fundamentada en la creencia de que el nivel de pleno empleo podía alcanzarse y mantenerse como la resultante del libre juego de las fuerzas del mercado, limitando la intervención estatal a garantizar condiciones de competencia perfecta. En este esquema, cualquier desviación del equilibrio sería automáticamente corregida mediante variaciones en los precios relativos. La confianza en la esta-

* Las opiniones expresadas en el presente ensayo representan los puntos de vista de los autores y no comprometen en modo alguno a la institución a la cual están vinculados.

¹ “The Monetarist controversy or, should we forsake stabilization policies?”, *AER*, Marzo, 1977.

bilidad intrínseca del sector real de la economía y en la automaticidad de los mecanismos autocorrectores, lleva a la conclusión de que las perturbaciones que se presentan provienen del sector financiero. De este diagnóstico se pasa a la recomendación básica de un crecimiento constante en la oferta de dinero a una tasa igual al crecimiento del producto real de largo plazo.

La proposición fundamental es la existencia de una función estable de demanda por dinero; se basa, a su vez, en el postulado de una función de velocidad ingreso estable. Esta hipótesis implica que los cambios en la cantidad de dinero se van a traducir en cambios proporcionales en el ingreso nominal. La descomposición del cambio en el ingreso monetario, entre variaciones en el nivel de precios y variaciones en el producto real dependerá, en el corto plazo, de la capacidad de respuesta de la oferta agregada al aumento en la demanda. En el largo plazo, sin embargo, el nivel del ingreso real estará determinado por variables reales. Este resultado se desprende de la supuesta existencia de una "tasa natural de desempleo", la cual no puede (ni debe) modificarse en forma permanente a través de política fiscal y/o monetaria². Bajo las anteriores condiciones los aumentos en la cantidad de dinero se traducen, en el largo plazo, en aumentos proporcionales en el nivel de precios.

Este breve repaso para el caso de una economía cerrada, sirve de base para comprender las extensiones que se han hecho al área internacional. El análisis parte de nuevo de los mismos supuestos acerca de la función de demanda por dinero. Se presume también un proceso estable de creación de dinero. La implicación es la de que un aumento en la oferta monetaria se traducirá, al igual que para el caso de una economía cerrada, en un incremento en la demanda por bienes. En el caso extremo en el cual exista una dicotomía entre el sector real y el monetario, los incrementos en la oferta de dinero, se convertirán totalmente en aumentos en la demanda por bienes importados, resultado que lleva implícita la aceptación de la doctrina de la Paridad de Poder Adquisitivo ("Purchasing Power Parity")³. La versión absoluta⁴ de esta doctrina resulta del supuesto de que los mercados

² Friedman, Milton, "The role of monetary policy", *AER*, Marzo 1968. Este punto de vista se ha visto recientemente reforzado por la "hipótesis de las expectativas racionales", siendo una de sus implicaciones la de que cualquier medida de política que tome el gobierno podrá ser totalmente inócua, ya que su efecto será perfectamente descontado en la formación de las expectativas.

³ El incremento en la demanda agregada en términos nominales inducido por la mayor oferta de dinero puede traducirse ya sea en un aumento de precios o en un incremento en la oferta real de bienes. Descartando esta última alternativa por el supuesto de que existe una "tasa natural" de desempleo determinada autonomamente en el sector real, la única posibilidad sería el aumento proporcional en los precios. Sin embargo, bajo un régimen de tasas de cambio fijas, cualquier tendencia hacia el alza en los precios internos inducirá una sustitución hacia bienes producidos en el exterior. Así, el arbitraje impedirá que se presenten desviaciones entre los precios domésticos e internacionales (determinación exógena del nivel de precios).

⁴ El enfoque relativo de esta doctrina no cambiaría la presente argumentación.

para bienes y servicios están integrados a escala internacional y son eficientes, presentándose desviaciones en los precios de un país a otro tan sólo por concepto de costos de transporte. Esta mayor demanda por bienes importados equivale a un exceso de demanda por divisas. El ajuste se restablecerá a través de:

a) Para el caso de tasas de cambio fijas, mediante una disminución en las reservas internacionales en la cuantía equivalente al incremento inicial de los medios de pago. En la medida en que el stock de reservas internacionales sea una proporción suficientemente grande de la oferta de dinero, el proceso de ajuste podrá completarse. Si las autoridades monetarias intentan, a través de la expansión del crédito doméstico, neutralizar la caída en los medios de pago que resulta de la baja de reservas internacionales, el déficit de la Balanza de Pagos tenderá a perpetuarse mientras alcancen las divisas en poder del banco central⁵. Nótese que existe una asimetría entre este caso y la situación en la cual existe un superávit, ya que en el primero se enfrenta una restricción adicional dada por el nivel de reservas, la cual no se presenta en el segundo.

b) Para el caso de tasas de cambio flexibles, el ajuste ocurrirá a través de un aumento interno de precios y una devaluación, en proporción igual al incremento de la oferta monetaria.

De esta forma se establece una conexión directa entre el sector monetario interno, el mercado de divisas, los precios y la tasa de cambio.

Como afirma Harry Johnson⁶. "concluir que los problemas de balanza de pagos son esencialmente monetarios no es, por supuesto, afirmar que ellos son atribuibles a un mal manejo monetario, puede que lo sean, o pueden ser el resultado de fuerzas "reales" frente a las cuales las autoridades monetarias juegan un papel pasivo". Resulta claro, entonces, que la asociación que existe entre el sector monetario y la balanza de pagos no es de carácter exclusivamente monetario, sino que da cabida a la ingerencia de variables reales. Este punto de vista es expresado también en forma clara por M. Mussa⁷. y Dornbusch⁸ refiriéndose a la tasa de cambio: "... aunque la tasa de cambio y la balanza de compensaciones oficiales son fenómenos monetarios, no son fenómenos exclusivamente monetarios. Variaciones en las tasas de cambio, son inducidas a menudo por factores "rea-

⁵ Johnson, Harry G., "Towards a General Theory of the Balance of Payments", en *International Trade and Economic Growth: Studies in Pure Theory*, Harvard University Press, 1967.

⁶ *Ibíd.*, p. 158.

⁷ Mussa, Michael, "The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a regime of controlled floating". Estudio presentado en el seminario sobre tasas de cambio flexibles y políticas de estabilización. *Institute for International Economic Studies*, Estocolmo, Agosto de 1975, p. 3.

⁸ Dornbusch, M. "The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy, *Scandinavian Journal of Economics*, 2, 1976.

les", que operan a través de canales monetarios; y modificaciones en las tasas de cambio usualmente tienen efectos reales, que constituyen preocupaciones válidas de la política gubernamental"⁹. Uno de los peligros que entraña el análisis de la balanza de pagos y de la tasa de cambio, organizando las ideas fundamentalmente alrededor de la oferta y la demanda de dinero, es la de pasar por alto el comportamiento de las variables reales subyacentes. Tal es el caso de ciertas estimaciones empíricas hechas por algunos monetaristas¹⁰ las cuales se concentran en las formas reducidas de los modelos implícitos. Estas especificaciones pasan por alto el requisito estadístico fundamental de que las variables exógenas no deben responder a los movimientos de las variables endógenas. Si esto no es así, al efectuar una regresión, no sabremos si estamos midiendo la influencia de la variable supuestamente independiente sobre la dependiente o viceversa, o el efecto de una tercera variable, no incluida en la especificación, sobre las otras dos¹¹. Una consecuencia directa de lo anterior es la de que si la causalidad no va en un solo sentido, lo cual es altamente probable en una economía con sectores interdependientes, la forma reducida estará disfrazando las interrelaciones de las variables. La exclusión de algunas variables a que llevan las formas reducidas bien puede esconder relaciones fundamentales que afectan a las variables incluidas, llevando a correlaciones espúreas. Para el caso de la determinación monetaria de la Balanza de pagos, la estimación de formas reducidas que busquen explicar el comportamiento de la Balanza sobre la base exclusiva de los datos monetarios, no pone de relieve la influencia de las fuerzas reales que pueden estar afectando a la variable dependiente. Aunque lo anterior no invalida necesariamente el enfoque monetario, si puede llevar a conclusiones erróneas sobre los orígenes de los problemas cambiarios y sobre las implicaciones de política. Esta limitación es explícitamente reconocida por el Fondo Monetario Internacional.

"Aunque para muchos propósitos la demanda por dinero puede ser convenientemente expresada como función de un pequeño número de variables, es tanto el resultado de las influencias que afectan la economía como lo son el ingreso nacional y el gasto nacional. De nuevo, la creación doméstica de crédito, la cual preferentemente se toma como exógenamente determinada, puede en realidad estar siendo sistemáticamente influenciada por factores que determinan la demanda de dinero o por algunos de los acon-

⁹ El renombrado "Modelo de St. Louis" un caso en cuestión. Véanse por ejemplo: L. C. Andersen y K. M. Carlson, "A Monetarist Model for Economic Stabilization" *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Abril 1970, p. 7-25 y L. C. Andersen y J. L. Jordan "Monetary and Fiscal Action: A test of their relative importance in Economic Stabilization" *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Noviembre de 1968, p. 11-23.

¹⁰ Se entiende por formas reducidas las ecuaciones que expresan las variables endógenas del modelo exclusivamente en función de las variables predeterminadas.

¹¹ Frank De Leeuw y J. Kalchbrenner, "Monetary and Fiscal Actions: A test of their relative importance in economic stabilization - Comment", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Abril de 1969.

tecimientos cuyos efectos monetarios están siendo examinados. Estas consideraciones no invalidan el enfoque monetario, simplemente llaman la atención a la posibilidad de que... éste puede no ser tan superior en términos de la facilidad en su aplicación como se había pensado al comienzo''¹².

Dentro del enfoque que hemos venido discutiendo, el canal a través del cual deben reflejarse los fenómenos reales es la función estable de demanda por dinero ¹³. La estabilidad de esta función es entonces básica para la validez de las conclusiones del modelo. Lo anterior se fundamenta en una velocidad ingreso constante o cuyos cambios son predecibles. Si este no es el caso, variaciones en la cantidad de dinero pueden verse contrarrestadas por movimientos de la velocidad. Así mismo, un mayor nivel de ingreso real puede no inducir un aumento en la demanda por dinero si estuviera acompañado por un aumento simultáneo en la velocidad. Esto implicaría que el examen exclusivo de las variables monetarias no detectaría los cambios que se han producido en el sector real.

De lo anterior resulta claro que un análisis que busque "organizar la información alrededor de un modelo monetario", y explicar en base a éste el comportamiento de conceptos como la balanza de pagos y la tasa de cambio (los cuales están afectados por variables reales) debe establecer la validez empírica de la velocidad ingreso constante. En el caso de que ésta sea variable pero predecible, se requiere considerar explícitamente los factores que la explican.

II

A continuación presentamos un breve examen del comportamiento de la velocidad ingreso del dinero en Colombia para los años

VARIACIONES PORCENTUALES EN LA VELOCIDAD INGRESO — 1951-1976

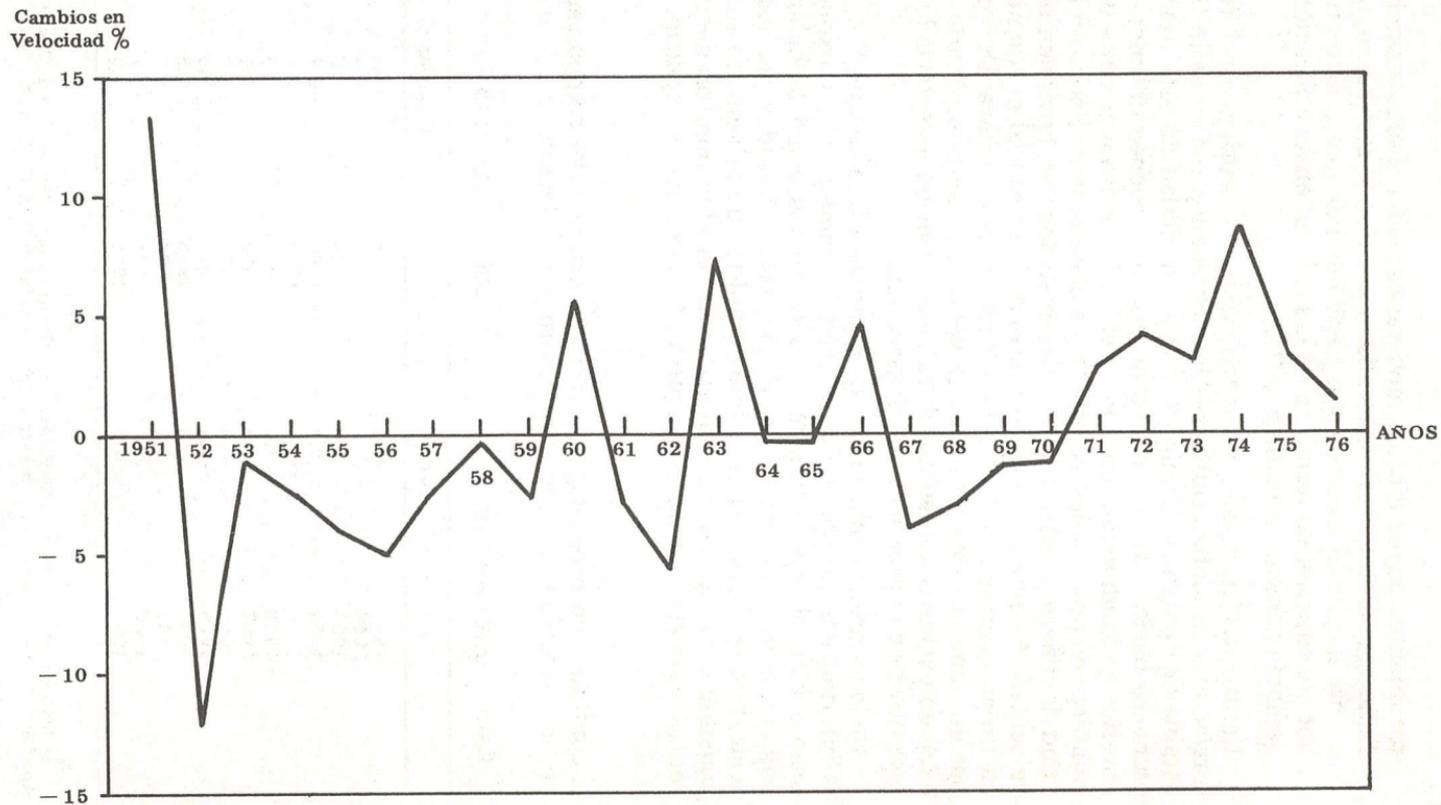
| Año | Variación % | Año | Variación % |
|------|-------------|------|-------------|
| 1951 | 13.7 | 1964 | -0.4 |
| 1952 | -11.5 | 1965 | -0.4 |
| 1953 | -1.0 | 1966 | 4.9 |
| 1954 | -2.4 | 1967 | -3.7 |
| 1955 | -4.6 | 1968 | -3.0 |
| 1956 | -4.5 | 1969 | -1.3 |
| 1957 | -1.9 | 1979 | -1.1 |
| 1958 | -0.3 | 1971 | 3.0 |
| 1958 | -2.2 | 1972 | 4.6 |
| 1960 | 5.7 | 1973 | 3.5 |
| 1961 | -2.7 | 1974 | 9.2 |
| 1962 | -5.7 | 1975 | 4.1 |
| 1963 | 7.7 | 1976 | 1.9 |

¹² Thomberg, R. R. y M. R. Heller, "Introductory Survey", en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, IMF, Washington D.C. 1977, p. 4.

¹³ Dornbusch, *Op. Cit.*

VARIACIONES ANUALES EN LA VELOCIDAD INGRESO

1951 - 1976



1951-1976. Las cifras correspondientes se presentan en el cuadro y Gráfico adjuntos.

La velocidad ingreso se calculó como el cociente entre el ingreso nacional en términos nominales y el saldo promedio de los medios de pago (M_1) durante cada año. (Las cifras originales provienen de las Cuentas Nacionales y de la Revista del Banco de la República). En el Gráfico se observan tres períodos más o menos definidos: el primero cubre la década de los años cincuenta y muestra una velocidad decreciente (variaciones negativas). El segundo abarca la década de los 60's, período durante el cual la velocidad fluctúa en forma brusca. Finalmente, a partir de 1970 se observa un aumento continuo en ésta. Si se toma la información año a año, resulta claro que la velocidad no puede considerarse como constante. Para el período como un todo las variaciones promedio si son cercanas a cero (.46%), pero con un coeficiente de variación sumamente alto¹⁴. No debe pasarse por alto el hecho de que la mayor variabilidad en la velocidad se presenta durante la década de los años sesenta, período de gran inestabilidad cambiaria. Cabe preguntarse hasta qué punto fenómenos especulativos y de expectativas pudieron haber influido en este comportamiento.

La tendencia creciente de la velocidad en años recientes seguramente está afectada por los mayores niveles de las tasas de interés domésticas. Desafortunadamente el dr. Carrizosa en su documento sobre "La Determinación Monetaria de la Tasa de Cambio en Colombia" no profundiza en estos aspectos¹⁵.

Es interesante señalar por último la correlación negativa que existe entre los cambios en la velocidad y los cambios en la oferta monetaria, indicando que estos últimos fueron compensados en parte por reducciones en la velocidad.

Esta breve discusión sobre los cambios en la velocidad ingreso en Colombia sirve para ilustrar el fenómeno de su inestabilidad en el corto plazo. Por consiguiente consideramos que cualquier enfoque que pretenda explicar aspectos de la economía en base a información sobre la oferta y demanda de dinero debe tener en cuenta este comportamiento de la velocidad y sus determinantes.

¹⁴ Este coeficiente resulta de dividir la desviación standard por el promedio de la variable.

¹⁵ El Dr. Carrizosa llega a conclusiones muy similares (aunque los datos utilizados por él no son enteramente comparables con los nuestros) en su estudio "Dinero e Inflación en Colombia" que aparece en *Coyuntura Económica*, Abril de 1976. En la página 148 afirma: "Es este entonces un enfoque adecuado para interpretar el vínculo entre el dinero y los precios a largo plazo". Más adelante continúa "Sin embargo, el enfoque anterior no es adecuado para explicar la tasa de inflación registrada en períodos cortos de tiempo. Para aquellos períodos, los cambios en la velocidad de circulación V , son significativos, de modo que el supuesto de una velocidad constante no permite explicar ni predecir el ritmo de alza en los precios".

III

Las secciones anteriores evalúan en forma crítica los principales supuestos que consideramos están detrás del enfoque adoptado por el Dr. Carrizosa en el estudio "Determinación Monetaria de la Tasa de Cambio en Colombia". Pasaremos ahora a hacer algunos comentarios sobre puntos específicos de ese documento.

El objetivo del Dr. Carrizosa parece ser el de estudiar la relación entre las variaciones en los términos de intercambio, el mercado monetario y el mercado de divisas y la forma como se ajusta la economía según haya sido la política seguida por la autoridad monetaria. No resulta claro de este planteamiento en qué sentido va la causalidad. Por ejemplo, el resultado de la cuenta corriente de la Balanza Cambiaria se debe al comportamiento del mercado monetario como lo afirma el autor? O será más bien que lo que se observa en el mercado monetario es la resultante del comportamiento de la balanza inducido, a su vez, por cambios reales? Consideramos que la causalidad opera en ambos sentidos y que las cifras monetarias observadas reflejan el efecto neto. Esto está relacionado con la discusión hecha en la Sección I sobre formas estructurales y formas reducidas.

En el documento se presenta una función de demanda de divisas de tipo "saldo" o "stock", con características básicas comúnmente aceptadas en la literatura sobre el tema. Sin embargo, la inclusión de la variable "nivel de reservas" para señalar la "tecnología de transacciones internacionales", constituye una especificación dudosa, ya que se está utilizando el principal componente de la oferta de divisas, como determinante de la demanda por las mismas.

La oferta de divisas, está planteada en una manera un poco difusa, y no resulta claro si se trata de un concepto flujo o un concepto "stock", aunque parece ser lo primero. El argumento monetarista requiere que lo que se compare sea la demanda y oferta "stock" de divisas¹⁶. No es obvio, tampoco, de qué manera el comportamiento de la política monetaria del país de reserva¹⁷ afecta la disponibilidad de divisas en el país. Nos parece difícil desconocer la influencia que sobre la oferta de divisas, ejercen los flujos netos de comercio internacional y los movimientos de capital. En síntesis, consideramos que hace falta una elaboración bastante más detallada sobre la oferta de divisas y sus determinantes.

El supuesto sobre la exogeneidad del crédito interno merece un estudio más detenido, ya que la discrecionalidad que puede tener la autoridad monetaria sobre esta variable es limitada, debido a que no se puede ignorar el efecto que restricciones al crédito pueden tener

¹⁶ Véase Mussa, *Op. Cit.*, p. 2.

¹⁷ El concepto mismo de "autoridad monetaria creadora de reserva" (p. 13), resulta un tanto vago bajo los nuevos arreglos monetarios internacionales.

sobre el ritmo de actividad económica. El compromiso permanente que se ha buscado establecer entre control monetario y asignación del crédito, en detrimento del primero, es un indicio de las limitaciones que enfrenta en el manejo discrecional de la oferta de crédito.

Aunque dentro de sus planteamientos teóricos el autor señala la importancia de las tasas de interés interna y externa como determinantes de la demanda de dinero y divisas, su ejercicio empírico las ignora por falta de datos adecuados para todo el período cubierto. Esta omisión impide determinar la influencia que pueda tener la tasa de interés sobre la velocidad ingreso y más importante aún, sobre los flujos internacionales de capital.

Finalmente, el examen de la experiencia colombiana en los últimos 20 años, que se presenta en la parte final del documento, se centra en la importancia de los términos de intercambio y del crédito externo como únicas fuerzas exógenas que entran en la explicación del proceso de ajuste del sector externo a través de variaciones en el nivel de precios, la tasa de cambio y las reservas. Esta descripción no hace justicia a la complejidad del tema, al no mostrar explícitamente las interrelaciones entre fenómenos reales y monetarios que operan sobre el sector. El estudio del Dr. Carrizosa, sin embargo, aporta apreciaciones novedosas e interesantes sobre algunos aspectos de los mecanismos de ajuste que imperaron en el sector externo durante los últimos 20 años.