

*Devaluación y mecanismo
de ajuste en Colombia*

Eduardo Wiesner Durán

43

Primera edición, 1980

© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1980
Derechos reservados conforme a la ley
Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

INTRODUCCIÓN

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 el tipo 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. La comprensión 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 impedir que se produzcan cambios de origen externo, debe tener una clara idea del efecto que causan sobre su economía, a fin de estar preparado para dirigir —no solamente para acomodar— el proceso de ajuste que corresponda. Debe tener también una clara idea de cómo, independientemente de los 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 la experiencia que ha tenido el país en materia de ajuste interno y externo durante los últimos años, en especial durante el período 1975-78. 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 permita al país alcanzar un grado razonable de equilibrio y de control sobre la dinámica de sus mecanismos de ajuste.

El trabajo se divide en dos partes. En la primera, de carácter teórico, se pretenden resumir los fundamentos esenciales del mecanismo de ajuste desde distintos ángulos o marcos conceptuales. En la segunda se hace referencia específica al caso colombiano, tratando de precisar las políticas 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 que opera en las condiciones de depreciación del tipo de cambio. Por ello se ha titulado este trabajo "Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia".

I. MARCO TEÓRICO

1. ¿Por qué 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 Hume,¹ 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 superávit en el comercio internacional. Desde entonces, es mucho lo que ha evolucionado el concepto del mecanismo de ajuste y grande 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 tipos de cambio flexibles.

Antes de entrar a tratar los distintos enfoques o esquemas de análisis del proceso de ajuste, conviene dar un paso atrás y preguntar primero: ¿por qué un proceso de ajuste?; ajuste ¿con respecto a qué? Comenzar por estas 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 poder captar así su verdadero significado.

Casi ningún país es económicamente auto-suficiente. Unos más que otros, todos compran o venden más allá de sus fronteras. Todos prestan o se endeudan con deudores o acreedores extranjeros. En fin, todo país tiene inevitablemente 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 pueden tener un origen interno o externo, es fácilmente entendible que un país no podría sostener indefinidamente un desequilibrio creciente en su balanza comercial. Si sus ingresos externos son mayores —o menores— que los internos, tal situación no podría mantenerse sin que se llegara a una nueva situación en la cual el superávit —o déficit— comenzara a disminuir y surgiera una nueva tendencia que ajustara o restableciera un equilibrio entre el sector interno y el externo. Cuando existe un equilibrio entre ingresos y egresos externos, es decir, cuando no se presentan déficit o superávit de balanza cambiaria, existe, como dice Meade,² 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 situación 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

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

² Véase la obra de James E. Meade *The balance of payments*, Oxford University Press, Londres, 1950, p. 4.

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 perturbaciones: las monetarias y las reales. Éstas, 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 desde fuera.³ Tal situación sería, por ejemplo, la de un país donde se presentasen, simultáneamente, una mejoría real en su ventaja comparativa y un exceso de oferta monetaria respecto a su demanda de dinero, mientras, al mismo tiempo, tuviera que acomodar su tipo de cambio a tasas de inflación mundial distintas de la propia.

Frente a una situación como la descrita, así como frente a un desequilibrio cualquiera, las interrogantes que surgen son evidentes: en primer lugar, la de identificar —y aislar— la causa primaria del disturbio. Luego, la de saber cuál debería ser el ajuste correcto. Y la de distinguir, además, la acción de un factor endógeno en el proceso de ajuste de una causa del disturbio. Es decir, separar la causa de disturbio del efecto del proceso de ajuste. La inflación, por ejemplo, puede ser tanto un factor de ajuste como un factor de disturbio.⁴ Lo mismo puede decirse de los controles administrativos y de las restricciones sobre giros que pueden ser usados tanto durante un período de transición hacia un ajuste como para retardarlo. Finalmente, el punto es también válido para el tipo de cambio y para la balanza de pagos, máximos mecanismos del proceso de ajuste y de relación con el sector externo. Un tipo de cambio sobrevaluado, subvaluado, o en proceso de ajustar su precio interno con el externo, puede estar actuando lo mismo como mecanismo de ajuste que como factor o causa de disturbios. Se tiene, enton-

ces, que uno de los problemas más difíciles al estructurar una política de ajuste —un plan de estabilización, por ejemplo— es la identificación de las causas del desequilibrio y del manejo —o la libre acción— de los mecanismos de ajuste.

2. Automatismo y rapidez 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 reducir la necesidad de ajustes y lograr que sean lo más eficientes que sea posible. 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 llega a la conclusión de que no es posible ignorar el mercado y de que, por otra parte, algunas causas de disturbios pueden ser consideradas no como reales o permanentes, sino como derivadas del proceso mismo y que, por consiguiente, deben ser dirigidas y controladas por la política económica.

Pero el verdadero problema en la selección de una política de ajuste radica en la identificación de los factores apropiados y en el establecimiento de las relaciones de causalidad. En saber, por ejemplo, hasta qué punto, cuando se pasa de una paridad fija a una flexible pero controlada, si la devaluación corrige tan sólo una inflación interna o si expresa también una “exagerada” presión especulativa sobre la moneda nacional. En estos casos, por lo general, los países se inclinan 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 ajuste.⁵ Para otros, como Richard Caves,⁶ la creciente va-

³ Sobre los efectos de los disturbios monetarios en el sector real de la economía, véase Sebastián Arango, *A portfolio approach to the demand for money in an open economy*, tesis doctoral inédita, New York University, mayo de 1977, p. 187.

⁴ Véase Milton Friedman, “The international adjustment mechanism”, *Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, nº 2, 1969, p. 16.

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, 1969, p. 10.

riedad de las causas de disturbio y su mayor intensidad hacen que los gobiernos se sientan forzados a intervenir en la acción del mercado como mecanismo de ajuste. La reciente devaluación del peso mexicano, 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 de Perú.

Decidirse por un mecanismo de ajuste dirigido o por uno 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 espera de la oportunidad para iniciarlo.⁷ Lo gradual, accidentado o intempestivo que pueda resultar en la práctica el proceso de ajuste dependerá, claro está, del grado en que el nuevo tipo de cambio opere libremente, o en forma intervenida, de que se pase de un determinado régimen cambiario y de una política monetaria a otra, y de que exista, o no, credibilidad sobre la naturaleza de la nueva política que se anuncie. 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.

La selección, en abstracto, de un proceso de ajuste autónomo y de mercado, en vez de uno dirigido y administrado, habrá de depender, en última instancia, del juicio que se tenga sobre la disciplina monetaria del país de que se trate. 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 devaluaciones frecuentes y casi constantes. 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

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

priori, ésta podría ser la aspiración para Colombia, donde sería ilusorio pretender mantener una paridad fija o un cambio libre estable con base en una estricta disciplina monetaria. Lo realista sería ir administrando una paridad esperada y cambiante en función del grado de inflación interna y externa, y de la mayor disciplina monetaria que se fuera adquiriendo.

Ahora bien, en el caso del llamado desequilibrio fundamental,⁸ ¿cómo debería hacerse el proceso de ajuste? Si se estuviera operando bajo un régimen de paridad fija, parece inevitable que el ajuste fuera dirigido y que resultara bastante menos que gradual. Si el régimen fuera de cambio libre, no sería fácil ver en qué forma el desequilibrio fundamental se hubiera podido acumular hasta exigir un ajuste masivo. El tipo 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 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, no combine señales del mercado con la acción de instrumentos de política. Por otra, se debe tener en cuenta tanto el origen del disturbio como su magnitud, así como el período 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 piensen 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 intercambiados.⁹ En cuanto a la mo-

⁸ Desequilibrio fundamental es el que por su tamaño y persistencia no puede ser corregido solamente por ayuda financiera, o por lo que Meade llama "financiamiento acomodaticio" (véase Meade, *The balance of payments*, *op. cit.*, p. 13).

⁹ Alexander K. Swoboda, "Monetary policy under

vilidad 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 interno fluye hacia afuera, llevado por tasas de interés más altas.¹⁰ En el caso particular de Colombia, por ejemplo, una rápida movilidad de capital hacia afuera, en respuesta a tasas de interés más atractivas, habría sido en 1976 una alternativa para corregir el superávit existente.¹¹

En cuanto a la importancia relativa del comercio internacional frente a la producción interna, está claro que un desequilibrio en un sector externo que represente un 5 % del producto de un país requerirá, en principio, menos tiempo para corregirse que si esa proporción es de 20 %. Claro que todo dependerá, como se ha dicho antes, del origen y la naturaleza del disturbio. Pero, en general, la apreciación de Swoboda es válida.

3. La teoría del mecanismo de ajuste

Como ya se indicó al comienzo, la teoría del mecanismo de ajuste se remonta a David Hume,¹² quien formuló el esquema llamado "*price-specie-flow mechanism*" para explicar la forma en que se ajustaba una economía a un superávit o a un déficit. Este esquema, dentro de la tradición clásica, suponía: a) la vigencia del patrón oro, b) la teoría cuanti-

fixed exchange rates: effectiveness, the speed of adjustment, and proper use", en Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson (eds.), *The monetary approach to the balance of payments*, University of Toronto Press, Toronto, 1976, p. 251.

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

¹¹ Ésta habría sido la política recomendada por el enfoque monetario como la forma de afrontar el exceso de oferta monetaria creado por la política de no permitir reevaluar el peso al presentarse la subida de los precios del café. El punto, sin embargo, es muy 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 serán tratados por Jorge García en su documento para el II Simposio sobre Financiamiento Externo.

¹² Véase su "Of the balance of trade", en Richard Cooper (ed.), *International finance*, Penguin Books, 1969, p. 35.

tativa 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 nacional estaba atada a las reservas internacionales, y ello 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 de 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 el tipo de cambio. Dentro de sus supuestos, este mecanismo era impecable y ofrecía una consistente explicación sobre la forma en que se ajustaba el comercio internacional. En la práctica, sin embargo, el mecanismo tenía serias debilidades. Por una parte, la intervención de los bancos centrales impedía con frecuencia que el ajuste en los precios actuara. Por otra, los flujos y reflujos de oro —capital— no se producían como resultado de las variaciones de los precios, sino más bien como consecuencia de diferencias en las tasas de interés. Finalmente, el esquema clásico adolecía de una falla fundamental: no tomaba en cuenta los efectos de los 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. Keynes demostró que el ajuste interno —no el externo—, o la tendencia hacia el pleno empleo, no se producía automáticamente, como sostenían los clásicos, sino que era indispensable la acción directa de la política económica. Durante veinte años, el enfoque monetario se mantuvo 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 pagos.¹⁴ En

¹³ Frenkel y Johnson, "Essential concepts and historical origins", en *The monetary approach to the balance of payments*, *op. cit.*, p. 29.

¹⁴ J. E. Meade, *The balance of payments*, *op. cit.*

esa misma década aparecen los trabajos de Milton Friedman en su defensa de los tipos 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 principal sobre la teoría contemporánea de ajuste es la siguiente: si ya Keynes demostró que el equilibrio interno no se produce automáticamente, ¿será la próxima etapa de la teoría probar que tampoco se produce en el sector externo? Según Marina von Neumann Whitman, "estamos reconociendo ahora 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 Para esto, el enfoque monetario tiene una respuesta muy bien fundamentada. 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 Friedman,¹⁷ ocurrió antes 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 se lograría el equilibrio en el tipo de cambio, que sólo se obtendría si se corrigiera la causa del desequilibrio de la balanza de pagos en su origen, y para los monetaristas ese origen se encontraría, en la mayoría de los casos, en el manejo de la política monetaria.

4. Los procesos de ajuste

La literatura académica contemporánea se divide, por lo general, en dos escuelas de pensamiento sobre la forma en que, con tipos de cambio fijos, opera el mecanismo de ajuste. Para los keynesianos, se logra a través de ajus-

tes en los flujos de ingreso (*income-flow adjustments*), mientras para los "monetaristas" el equilibrio se alcanza por la vía de modificaciones en los acervos de dinero (*asset stock changes*). Para los primeros, una reducción de las exportaciones, por ejemplo, tiene que producir, finalmente, a través del llamado multiplicador, una baja de las importaciones o, al menos, una tendencia de ajuste en esa dirección. Para los segundos, la reducción de importaciones resultaría de la pérdida del acervo 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 importancia tienen esas diferencias? Siendo la balanza de pagos y el tipo de cambio los mecanismos que traducen la relación entre el sector externo y el interno, es comprensible que en su significado y en su función 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 economía.¹⁹ El enfoque tradicional sobre la balanza de pagos concibe los déficit y los superávit como el resultado de un desequilibrio parcial entre los sectores externos de dos países, mientras el enfoque monetario concentra su atención en la capacidad global de la economía para "absor-

¹⁵ Milton Friedman, "The case for flexible exchange rates", en *Essays in positive economics*, University of Chicago Press, Chicago (Ill.), 1953.

¹⁶ Marina von Neumann Whitman, *Policies for internal and external balance*, Princeton University Press, Princeton (N. J.), 1970, p. 1 (Special Papers in International Finance, nº 9).

¹⁷ Véase M. Friedman, "The international adjustment mechanism", *op. cit.*, p. 17.

¹⁸ Frenkel y Johnson consideran que es mejor hablar del enfoque monetario sobre balanza de pagos, en contraste con el enfoque monetarista, para evitar así confusiones con las apreciaciones monetaristas sobre el manejo de la política monetaria y fiscal. (Véase su "Essential concepts and historical origins", *op. cit.*, p. 24.)

¹⁹ Véase H. G. Johnson, "Towards a general theory of the balance of payments", en *The monetary approach to the balance of payments*, *op. cit.*, p. 47.

ber”, mediante cambios en las reservas internacionales y en los 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 —o déficit— se expresa por aumentos —o reducciones— de sus reservas y activos financieros.

El llamado enfoque de absorción, que según los monetaristas constituye un avance sobre el esquema tradicional que asignaba el papel principal a los precios relativos, se acerca al modelo monetario al reconocer 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 su artículo clásico sobre este enfoque, S. S. Alexander señala la forma en que los 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 decir, el problema de balanza de pagos no puede resolverse siempre 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 tomarse en cuenta, en particular la situación de la oferta monetaria.

El enfoque monetario considera 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, lo cual da lugar a que se genere ese superávit en cuenta corriente. Si se presenta un superávit en la cuenta de capital, lo interpreta como un exceso de la demanda de 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 considera 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, el hecho tiene que significar que se desahorra o que hubo crea-

²⁰ Sidney S. Alexander, “Effects of a devaluation: a simplified synthesis of elasticities and absorption approaches”, *American Economic Review*, marzo de 1959, p. 34.

ción 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 definitiva, se puede decir que el enfoque monetario ha venido ganando rápidamente batallas académicas y de política económica. El enfoque monetario, por ejemplo, propugnó el establecimiento de un sistema monetario internacional basado en tipos de cambio flexibles y, como se sabe, el mundo ha abandonado las paridades fijas. Dentro del nuevo régimen de tipos de cambio flexibles, ¿cómo podría un aumento o una 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 lo haría por variaciones en los términos de intercambio? En verdad, en un sistema de flexibilidad automática, las reservas, y sus variaciones representadas por superávit o por déficit, tan sólo expresan el grado de intervención del banco central para “administrar” el tipo 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 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 Estados Unidos.²¹

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

²¹ Véase Edward Bernstein *et al.*, *The presentation of the U. S. balance of payments: a symposium*, Princeton University Press, Princeton (N. J.), agosto de 1977, p. v (Essays in International Finance, nº 123).

nero, 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, puesto que no se podría negar que, cuando la oferta monetaria se ha venido acelerando durante los últimos años hasta llegar a niveles superiores al 30 %, tal aumento de liquidez tiene necesariamente un efecto sobre el resultado cambiario, independiente de lo correspondiente 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, 26.2 % en 1976 y 29.3 % en 1977. Y, sin embargo, el ajuste del tipo de cambio tan sólo ha sido de 15 % en 1975, 10 % en 1976 y 4.5 % en 1977. La pregunta que habría que contestar primero sería: ¿en qué sentido variar el tipo de cambio? Para responderla no es indispensable estar de acuerdo con una u otra versión de las teorías de Cassel sobre poder adquisitivo paritario.

5. Devaluación 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, se puede pensar que el país de referencia no tiene problemas de balanza de pagos. Pero si el regreso al equilibrio contable de la balanza no ocurre por una transferencia autónoma, sino por una intervención que busca "acomodar" el déficit mediante una variación en las reservas o políticas restrictivas, se puede afirmar que existe un desequilibrio en la balanza de pagos, aunque éste, en su presentación contable, *ex post*, acuse una situación equilibrada.²² Claro que

no siempre es fácil, como dice Haberler,²³ distinguir los movimientos de capital autónomos de los inducidos o "acomodaticios". A pesar de esta dificultad, sin embargo, no es imposible diagnosticar un desequilibrio de balanza de pagos. Y ¿qué hacer cuando 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 los tipos de cambio fluctuantes —devaluar frente a déficit y revaluar frente a superávit— y c) el de los controles sobre el tipo de cambio y las 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 resultan hoy casi inaceptables —si es que alguna vez no lo fueron—²⁴ y como ya tiene aceptación global el sistema de tipos de cambio flexibles, en la práctica, y frente a déficit 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 para reforzar sus efectos, a fin de restaurar el equilibrio en la balanza de pagos.

Ahora bien, ¿en qué condiciones se debe devaluar? ¿cuándo conviene hacerlo? ¿cuáles son los efectos de una devaluación? Estas interrogantes han sido motivo de gran discusión académica y, a nivel teórico, existe una proliferación de condiciones y de *caveat* sobre cuándo, para qué y cómo devaluar. Como en el presente escrito resultaría imposible abarcar en detalle la totalidad de la literatura al respecto, el desarrollo del tema se iniciará por un breve resumen de los principales enfoques,

fueron desarrollados por Meade en *The balance of payments*, *op. cit.*

²³ Véase su *Survey of international trade theory*, Princeton University Press, Princeton (N. J.), 1961, p. 31 (Special Papers in International Economics, nº 1).

²⁴ Robert Triffin, por ejemplo, sostiene que aun en el siglo XIX es dudoso que los países hayan, 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 recurrían a la devaluación antes que "deflactar" sus economías. Véase su "The myth and realities of the so-called gold standard", en Richard Cooper (ed.), *Readings in international finance*, Penguin Books, 1971, p. 41.

²² Los conceptos de ajustes "autónomos" y de ajustes para acomodar desequilibrios de balanza de pagos

buscando una síntesis que nos permita llevar el aparato teórico al análisis del caso colombiano.

a) *El enfoque de las elasticidades*

Este enfoque recibe ese nombre por el énfasis que pone en las condiciones de la elasticidad respecto al precio de la demanda de importaciones y de exportaciones a que se 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 la oferta y de la demanda en condiciones de equilibrio parcial. En esencia, el enfoque de las elasticidades tiende a precisar en qué condiciones de elasticidad respecto al precio puede un país esperar que desaparezca un déficit en su balanza de pagos. Si la demanda de sus exportaciones, por ejemplo, no reacciona al precio menor resultante de la devaluación, su ingreso de divisas no se verá aumentado. Asimismo, si su demanda interna de importaciones no se reduce frente al precio más alto de la divisa, sus egresos no se reducirán y será más difícil restablecer el equilibrio de la balanza de pagos. En síntesis, se requiere que se cumpla la llamada "condición de Marshall y Lerner" según la cual, para que una devaluación tenga efectos "normales" se requiere que la suma de las elasticidades respecto al precio de la demanda de importaciones y de la demanda —externa— de exportaciones sea superior a la unidad.

Es evidente que este enfoque concentra su atención en los respectivos sectores externos de los países involucrados y en sus precios relativos. Un desequilibrio entre estos sectores deberá corregirse mediante cambios precisamente en esos sectores. Aunque este enfoque no sea inexacto, 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 respecto al precio actuando sobre distintos precios relativos. El resultado de la devaluación dependerá 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 su composición varía entre demanda de bienes importados y demanda de bienes producidos internamente, no está claro que el solo juego de las elasticidades pueda restaurar el equi-

brio de la balanza de pagos.²⁵ Como respuesta a esta evidente debilidad del enfoque de las elasticidades, surgió el llamado "enfoque de la absorción".

b) *El 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 al ingreso? y ¿cómo afecta un cambio en el ingreso a la absorción? Con estas 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 en que la devaluación influirá sobre el ingreso y en que los cambios de éste modificarán la absorción dependerá de distintos tipos de efectos y de situaciones. La situación de empleo y de subutilización 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 la forma en que respondan los términos de intercambio y en que varíe la absorción misma, y, en fin,

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

²⁶ Véase Sidney S. Alexander, "Effects of a devaluation on a trade balance", *IMF Staff Papers*, abril de 1952.

de otros aspectos 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, que ya fue tratado en la sección sobre los procesos de ajuste. Visto ahora este último enfoque desde el ángulo de la conveniencia de una devaluación, se pueden hacer los comentarios adicionales que siguen.

c) *El enfoque monetario*

Este enfoque, como ya se vio, considera como esencialmente de origen monetario los problemas de balanza de pagos y sostiene que la forma de corregir un déficit o un superávit es mediante 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: *i*) una de reducción del gasto total y *ii*) una que modifica la composición del gasto. Dentro de la primera se pueden considerar medidas para reducir la oferta monetaria, para alcanzar un equilibrio fiscal y aun controles directos sobre el gasto. Dentro de la segunda se pueden señalar medidas como la devaluación y los controles del comercio internacional. La inclusión de la devaluación como una posible medida para reorientar la dirección del gasto, dentro 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, ha de hacerse referencia a la diferencia que establece John-

²⁷ Fritz Machlup, *International payments, debts and gold*, Charles Scribner and Sons, Nueva York, 1964, p. 189.

²⁸ H. G. Johnson, "Towards a general theory of the balance of payments", *op. cit.*, p. 56.

son²⁹ entre un déficit de balanza de pagos que surge de una decisión relativa al acervo y de uno que surge de una decisión referente al flujo. En el primer caso, la comunidad crea un déficit, pues, en un momento dado, decide sustituir 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 en el transcurso 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 sustitución de activos en moneda nacional por activos en moneda de reserva no significa necesariamente un deterioro en la posición internacional del país; en cambio, el constante flujo de mayor absorción de la que permite el ingreso se traduce en un debilitamiento de la posición económica externa del país.

En resumen, 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 —déficit— se corrigen por acción de una determinada situación de las elasticidades en los precios de los bienes intercambiados. En el segundo, 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 estará 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 nacional es muy probable que tenga 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 pres-

²⁹ *Ibidem.*

tar atención a todos los elementos: las elasticidades, la absorción y la situación monetaria.

6. Conciliación del ajuste interno y el externo

Hasta aquí nos hemos referido al proceso de ajuste del sector externo de un país con el sector externo de los otros países o con el resto del mundo. También hemos hablado del ajuste entre el sector interno y el externo, puesto que 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 como el nivel del ingreso, el ritmo de cambio en los precios, o el ritmo de aumento en la oferta monetaria. Resulta evidente que existe una estrecha interrelación entre el proceso de ajuste con el exterior y con la parte interna de la economía. Ahora bien, esa interdependencia puede significar tanto complementariedad entre los procesos de ajuste como posibles conflictos o discrepancias entre los objetivos de un ajuste externo y las metas de política económica a nivel interno. Es decir, se puede presentar el caso, y así ocurre con frecuencia, de que el proceso de ajuste para corregir un desequilibrio a nivel interno —la existencia de inflación o desempleo, por ejemplo— entre en conflicto con la meta de restaurar o mantener un equilibrio del sector externo con el resto del mundo. Esta situación plantea difíciles dilemas,³⁰ 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 (o externa) conlleven costos de oportunidad en la búsqueda del equilibrio externo (o interno). Existe entonces la necesidad de conciliar entre sí los procesos de ajuste en el sector externo con los proce-

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

sos 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. Korkman,³¹ sería aquella en la cual exista, en un país, equilibrio interno y externo simultáneamente. ¿Qué quiere decir esto? En esencia, que a nivel interno un país se encuentra en situación de pleno empleo 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 una diferencial del ritmo de inflación —cero a nivel interno y positivo a nivel internacional— el país llegue a acumular un superávit cambiario. Si su tipo de cambio se utiliza como mecanismo de ajuste, habría una revaluación, desaparecería el superávit y se restauraría el equilibrio. Si se utiliza su política financiera de crédito o monetaria como mecanismo de ajuste, en vez del tipo 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 el tipo de cambio y la política financiera, monetaria y fiscal. Hasta aquí se habría corregido el desequilibrio externo, creado en este caso por una causa monetaria externa. Pero ¿qué puede suceder? Que el esfuerzo por restablecer el equilibrio externo, a través de la política monetaria, dé origen en el nivel interno a un proceso inflacionario, lo cual crearía entonces la necesidad de un ajuste interno. Pero hay más. Esta última situación, a su vez, podría generar medidas antiinflacionarias que crean desempleo y hacen atractiva la idea de mantener un superávit externo. Se presenta, entonces, un conflicto entre medidas que por una parte corrigen el desequilibrio externo, pero por otra crean uno interno, y viceversa.

Toda esta disquisición no es sólo un ejercicio teórico. En la práctica abundan los casos en los que se presentan estos conflictos. La

³¹ Véase su "Exchange rate policy in relation to internal and external balance", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 79, 1977, p. 19.

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 la 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? Éste es el llamado mundo keynesiano, donde el equilibrio 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 equilibrio externo se logre por la sola acción del mercado.

La experiencia de Alemania³² a fines de la década de los sesenta y comienzos de la de los setenta 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 reservas arriesgando la pérdida del control monetario y el advenimiento 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, tratar de mantener un objetivo interno le generaba el riesgo de un desequilibrio externo. Como es bien sabido, el desenlace de este conflicto lo aceleró la crisis del dólar en 1972, al final de la cual se generalizaron los tipos de cambio fluctuantes, y, de hecho, Alemania le dio prioridad a su equilibrio 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 traduce por lo general en devaluación cambiaria, basta recordar los casos en que el equilibrio externo —la búsqueda de un freno a los déficit cambiarios—

no se logró alcanzar, pues una política monetaria interna, que aparentemente buscaba preservar un equilibrio interno, 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, puesto que tal revaluación no habría estado sustentada por una mejoría real y permanente en los términos de intercambio. Por otra parte, además, 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 propósitos divergentes y, en ocasiones, procesos de ajuste antagónicos conduce a disyuntivas muy interesantes 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, la política monetaria y fiscal para asegurar el equilibrio interno (como recomendaría Keynes), pero sin que se genere una inflación que conduzca a desequilibrios de balanza de pagos? O ¿cómo dar prioridad a las metas internas dejando al tipo de cambio³⁴ 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? Estas interrogantes permiten afirmar que el problema más importante de todo proceso de ajuste es, entonces, cómo escoger y utilizar los instrumentos de política más pertinentes, a saber: tipo de cambio, reservas internacionales y una combinación de política monetaria y fiscal, para con ellos alcanzar, simultáneamente, equilibrio interno y externo.

Una de las formas que se han sugerido para facilitar esa selección y esa utilización es decirse por el instrumento en función del origen de la causa del desequilibrio (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

³² Sobre este tema, véase R. Jacques Artus, “Exchange rate stability and managed floating: the experience of the Federal Republic of Germany”, *IMF Staff Papers*, julio de 1976, p. 334.

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

³⁴ Como el enfoque monetario habría recomendado a Colombia que se hiciera para manejar el superávit.

³⁵ Véase Robert A. Mundell, “Principles of effective market classification”, en *International economics*, Macmillan, Nueva York, 1968, cap. II.

objetivo de política, señala que existen "ventajas comparativas" entre ellos que hacen preferible adoptar, como lo sugiere Meade,³⁶ política financiera, monetaria y fiscal para alcanzar el equilibrio 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 sólo lo hacen indirectamente sobre la balanza de pagos o sobre el sector externo.

En el caso específico de Colombia, y en relación con su proceso de ajuste con el sector externo, el enfoque anterior sugeriría que, en primera instancia, fueran el tipo de cambio y las reservas los que dirigieran el proceso de ajuste, pues fue allí donde se originó el desequilibrio externo, y que la política monetaria y fiscal se utilizara para complementar y garantizar los efectos de los cambios buscados con los instrumentos cambiarios. Nuestro problema es difícil, sin embargo, pues ya se tiene no sólo 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 Brasil, la oportunidad del reajuste por la vía de la revaluación ya no es factible ni aconsejable.³⁷ 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 1978, b) un tipo de cambio sobrevaluado y c) una inflación acumulada durante 1976 y 1977. El problema 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 esas expectativas comienza el país el año 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.

³⁶ Véase su *The balance of payments, op. cit.*, p. 169.

³⁷ Si es que en su momento fue deseable. Sobre este punto, véase Eduardo Wiesner, "Reservas internacionales y política cambiaria", en *Financiamiento externo*, Banco de la República y Asociación Bancaria, Bogotá, 1977, p. 175.

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, a fin de cuentas, se pueda ofrecer una tesis de validez general inequívoca y absoluta 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 "deflactar" internamente nunca fue adoptada realmente por ningún país. Asimismo, la solución de las paridades fijas tampoco ha sido del todo la norma, siendo abundantes los ejemplos de ajustes de una u otra índole a los tipos 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 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 equilibrio, 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 cuanto más se avanza en el examen de la etiología de un disturbio, bien sea real o monetario, interno o externo, más claro se ve que la política correctiva tiene que ser integral, es decir, tiene que incluir medidas tanto puramente cambiarias como estrictamente monetarias y fiscales. No parece, pues, que un déficit de balanza de pagos pueda ser fácilmente resuelto con una simple devaluación, aunque sea de una magnitud que encuentre elasticidades receptoras en los respectivos sectores externos. 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 en régimen de paridades fijas. Al aceptarse en la actualidad el régimen de tipos de cambio fluctuantes, se tiene 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 superávit o déficit, ¿qué quieren decir ahora, cuando es previsible la fácil variación del tipo de cambio?

El problema principal del proceso de ajuste es la conciliación de las necesidades de equilibrio del sector externo con las metas de la política económica interna, problema 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 equilibrio interno.

Así como desde Keynes se acepta que el equilibrio interno —el logro del pleno empleo, con estabilidad de precios— no se da automáticamente por las fuerzas del mercado, existe también una opinión muy extendida que descarta la aparición espontánea del equilibrio externo. La razón de fondo para que esto sea así parece deberse más a causas políticas que a 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 haber sido que el mercado indica la dirección del proceso de ajuste, pero la política económica dirige los pasos y las etapas del mismo.

II. EL CASO COLOMBIANO: TRES DÉCADAS DE EVOLUCIÓN CAMBIARIA*

1. *Introducción*

El examen de la evolución cambiaria del país a partir de la segunda guerra mundial, es decir durante un período de aproximadamente treinta años, revela un fascinante proceso de aprendizaje, así como una casi épica, aunque infructuosa, lucha para ajustar el sector externo del país al resto del mundo, y para lograr un mínimo de equilibrio entre el manejo interno y la política económica externa. Quizá la magnitud y ambición del propósito explica —y tal vez justifica— los éxitos muy limitados de las políticas de ajuste. Es posible también que las circunstancias económicas y políticas de ajuste que acompañaron los esfuerzos hechos 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 dirigiéndose gradualmente hacia políticas más apropiadas y ha hecho importantes innovaciones para mejorar su proceso de ajuste con el sector externo. Claro está que queda mucho camino por recorrer y que la prueba máxima del progreso conseguido sólo 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. Se ha dividido en cuatro secciones, cada una de las cuales abar-

ca un período que, por sus características, se distingue de los otros. En primer lugar, se analiza el período 1948-67, al que se ha llamado “de ajuste con paridad fija”. La segunda sección corresponde a los años que van de 1967 a 1975 y se le ha titulado “de ajuste con tipo de cambio flexible”. La llamada bonanza cafetera de mediados de la década singulariza los años 1975-78 como un período especial al que se ha denominado “de ajuste con superávit cambiario”; 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 un ritmo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazos. Es de presumir, y de esperar, que tal ajuste se haga entre 1978 y finales de 1979. Cada una de las cuatro secciones culmina con un resumen y unas conclusiones sobre lo que podría ser el balance de la experiencia obtenida 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 realizar. Es decir, sobre el correspondiente al período 1978-80, cuando es probable que el actual desequilibrio externo e interno tenga que ser dirigido, acomodado o absorbido por el país en una forma u otra. La idea principal es que ese proceso de ajuste sea dirigido por la política económica, maximizados sus beneficios y minimizados sus costos, todo ello para el mayor provecho de nuestro pueblo.

En general, en esta segunda parte se procura aplicar el esquema de ajuste tratado en la parte teórica del documento, que, por supuesto, no se puede calificar sino de preliminar. Haría falta una investigación mucho más profunda y extensa que esta primera aproxi-

* El autor desea dejar constancia de su agradecimiento a Eduardo Lora, cuya colaboración en la elaboración del Anexo estadístico y en la organización de la información sobre los tipos de cambio fue muy valiosa.

mación al tema para que se pudiera afirmar que ya se tienen conclusiones definitivas sobre lo que ha sido nuestra accidentada historia cambiaria. Es más, quizá la primera conclusión importante que emerge de este escrito sea 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 plazos, 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.

2. Ajuste con paridad "fija" (1948-67)

La primera etapa de la historia cambiaria contemporánea de Colombia podría decirse que cubre un período aproximado de veinte 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 de la paridad fija entre el peso y el dólar.³⁹ 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 distinguirlo de los años posteriores a 1967 y siguientes a 1975, por reunir características tan peculiares y tan propias que singularizan

³⁸ Con esto no se quiere decir que no existan 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 Estados Unidos.

³⁹ En realidad, la devaluación se hacía 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 han preparado algunos cuadros que resumen mejor que cualquier crónica las variaciones de los tipos de cambio y la abundante legislación que acompañaba el proceso. (Estos cuadros se presentan en el Anexo estadístico que aparece al final del ensayo.)

claramente esas dos décadas con respecto a 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 presentar 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.

a) *La devaluación del 10 de diciembre de 1948 (de 1.75 a 1.95 pesos por dólar)*

Por medio de la Ley 90 del 10 de diciembre de 1948, el Gobierno Nacional devaluó oficialmente el peso colombiano de 1.75 a 1.95 respecto al dólar de Estados Unidos. Nominalmente, al menos, fue una devaluación de 11 %. Sin embargo, ya desde el segundo semestre del mismo año el peso había registrado cotizaciones de hasta 3.08 pesos 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 1 949 del 9 de junio de 1948, eran "de libre mercado, pero no de libre aplicación", constituían un primer intento de fomentar exportaciones distintas de las tradicionales. El más alto tipo de cambio correspondía entonces a esas exportaciones, mientras las tradicionales —café, banano, plátano, textiles y otras— las pagaba el Banco de la República al tipo de cambio oficial.⁴³ La tasa del mercado más alta para estos certificados, que podían ser negociados en el mercado, significaba que un volumen de importaciones se hacía a un costo más elevado

⁴¹ Véase José D. Teigeiro y Anthony Elson, "The export promotion system and the growth of minor exports in Colombia", *IMF Staff Papers*, julio de 1973, p. 423. Según el Banco de la República, la cotización media de los Certificados de Cambio 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 sustituyeron a los Certificados de Oro que habían sido creados por la Ley 61 de 1947, 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 pesos por dólar, y no a 1.745, tipo de cambio puramente nominal (Decretos 1 949 y 1 952 de 1948).

que el de la cotización oficial. Por lo general, tales importaciones correspondían a los bienes con mayores impuestos y más 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 pesos por dólar fijada en diciembre de 1948 ya estaba por debajo del nivel de algunas transacciones. Asimismo, muchas importaciones y exportaciones se venían haciendo ya por encima del nivel de 1.75 pesos por dólar. 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 generalizó durante el primer período de la historia cambiaria de la posguerra.

Como resultado de la Ley 90 de 1948, bastará decir "a manera de resumen, que el sistema de cambios colombiano quedó operando por medio de un mercado oficial con tipos diferenciales y un mercado de Certificados de Cambio con tipos 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 absorber⁴⁵ 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 el tipo de cambio un exceso de oferta monetaria y un aumento de 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 las

⁴⁴ 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 existía 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.

reservas de ese año. Entre junio de 1946 y julio de 1947 la pérdida de reservas fue de 40 millones de dólares.⁴⁶ Esta rápida reducción podría ser explicada como la presión por importaciones que era de esperarse después de las restricciones inevitables durante la guerra. Pero, con mayor razón, podría también entenderse como el resultado de un tipo de cambio sobrevaluado que sólo gracias a las restricciones vigentes durante la guerra se había podido mantener.⁴⁷ Debe recordarse que la paridad de 1.75 pesos por dólar venía rigiendo desde 1938, cuando la Ley 167 de ese año devaluó oficialmente el peso, modificando la paridad que, con respecto al oro, regía desde 1912.⁴⁸ (Véase el cuadro 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, Luis Ángel 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 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 reorientación monetaria —en los términos contemporáneos de H. G. Johnson— para evitar llegar a la corrección cambiaria por la vía de 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 sustantivos déficit comerciales de 1947 y 1948 no sólo llevaron a la devaluación seña-

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

⁴⁷ Tan cierto es esto que ya en 1940 el tipo de cambio de 1.75 pesos por dólar tan sólo regía para las mercancías incluidas en el llamado "primer turno". Para los otros regían tipos de cambio 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 regimes and economic development*, Columbia University Press, 1976, p. 15.

⁴⁸ Para una síntesis de la evolución del tipo de cambio desde 1923 hasta 1948, véase el cuadro 1.

⁴⁹ Véase Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1947 a junio de 1948*, p. 40.

CUADRO 1. COLOMBIA: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO CON RESPECTO AL DÓLAR, 1923-48

Año	Cotización	Año	Cotización	Año	Cotización
1923	1.04	1932 ^a	1.05	1941	1.75
1924	1.00	1933 ^b	1.16	1942	1.75
1925	1.01	1934 ^c	1.55	1943 ^h	1.75
1926	1.01	1935 ^d	1.60	1944 ⁱ	1.75
1927	1.02	1936 ^e	1.75	1945 ^j	1.75
1928	1.02	1937	1.75	1946	1.75
1929	1.03	1938 ^f	1.75	1947	1.75
1930	1.03	1939	1.75	1948 ^k	1.75
1931	1.03	1940 ^g	1.75		

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

^a Este tipo de cambio 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 de 10 %. De esta forma el tipo de cambio real llegaba a 1.15 pesos por dólar.

^b A partir del 25 de febrero de 1935 desaparece la prima de exportación fijada por el Decreto 422 de 1932 y, en su lugar, se establece una prima 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 negocien libremente, debiéndose vender al Banco de la República el 15 % restante al tipo de 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 de la cotización del dólar. En octubre de 1933 el Banco de la República decidió comprar al tipo de cambio de 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 a 1.50 pesos por dólar.

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

lada, 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 habían sido creados por la Ley 61 de 1946. Esos nuevos Certificados de Cambio constituían "un primer paso hacia un mercado libre"⁵⁰ y,

⁵⁰ Es interesante destacar esta observación del entonces gerente del Banco de la República, Luis Ángel Arango, que revela una preocupación por alcanzar una meta cambiaria menos llena de controles y res-

^d El 23 de enero de 1935 el Banco de la República 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.

^e El 15 de mayo de 1936 el banco suspendió los remates en la bolsa y dispuso comprar a 1.73 y vender a 1.75 contra solicitudes aprobadas por la Oficina de Control.

^f La Ley 167 del 19 de noviembre de 1938 fijó la cotización en 1.75.

^g A mediados de 1940 la Junta Administrativa del Fondo de Estabilización fijó cuatro tipos diferenciales de cambio según turnos para grupos de mercancías. El primer grupo tenía un tipo de cambio de 1.75, el segundo de 1.79, el tercero de 1.87 y el cuarto de 1.95.

^h El 7 de abril de 1943, el Fondo de Estabilización modificó los tipos de cambio de los grupos, rebajando el segundo turno a 1.78, el tercero a 1.77 y el cuarto a 1.78.

ⁱ 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 primer turno.

^j 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.

^k 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, respecto al dólar.

como se vio, 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

tricciones. Casi podría decirse que ésa ha sido la aspiración de las autoridades cambiarias y monetarias durante décadas. Pero nunca se pudo lograr. (Véase Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1947 a junio de 1948*, p. 61.)

⁵¹ Que se encontraban anteriormente en 4 por ciento.

monetario ya se vio que tampoco se siguió una política complementaria. Los desajustes externo e interno se mantuvieron.

Es pertinente un último comentario sobre esta devaluación. ¿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 haya sido tan incompleto? No es fácil dar respuesta a estas preguntas. Con seguridad no se trataba de imprevisión ni de un entendimiento insuficiente de los verdaderos procesos económicos y financieros. La hipótesis es que existían actitudes y reservas que ponían en tela de juicio la conveniencia de devaluar, cuando se creía que con ello sólo 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 del ensayo.

Por otra parte, el ajuste externo por medio de una contracción del circulante no se consideraba aceptable, pues "es sabido que la deflación por debajo de los niveles normales aminora los consumos y por ende las ventas, reduce 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.

b) *La devaluación del 20 de marzo de 1951 (de 1.95 a 2.50 pesos por dólar)*

Como era de esperar, a menos de tres años de la devaluación reseñada fue necesario ha-

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

⁵³ Banco de la República, *Informe anual del gerente, 1º de julio de 1947 a 30 de junio de 1948*, p. 63.

cer otra, esta vez al tipo de cambio de 2.50 pesos por dólar. Las características de la segunda devaluación no fueron muy distintas de las de la primera. A partir de 1949, el nivel de la cotización del Certificado de Cambio excedió ampliamente la cotización oficial, llegando en marzo de 1950 a 3.44.⁵⁴ 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 se había visto seguida de continuas pérdidas de reservas y de déficit de balanza comercial, así como de medidas restrictivas sobre los giros al exterior. Los medios de pago también habían seguido creciendo rápidamente en 1949 y 1950. Tan sólo entre julio de 1949 y junio de 1950 su aumento había sido de 25%.⁵⁵ Sobre el origen de los medios de pago, decía el gerente del Banco de la República "que el principal factor de expansión 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 anterior.⁵⁹

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 el

⁵⁴ Véase José D. Teigeiro y Antohony Elson, "The export promotion system and the growth of minor exports in Colombia", *op. cit.*, p. 423.

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

⁵⁶ *Ibid.*, p. 21.

⁵⁷ *Ibid.*, p. 24.

⁵⁸ Véase Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1950 a junio de 1951*, p. 154.

⁵⁹ *Ibid.*, p. 47.

período 1948-51 el precio promedio del café en los mercados internacionales no había venido decreciendo. Por el contrario, su promedio fue de 33 centavos de dólar entre julio de 1948 y junio de 1949, y llegó a cotizarse a un promedio de 58 centavos entre junio de 1950 y junio de 1951.⁶⁰ Es decir, todo lo reseñado no ocurría, como había podido pensarse, como consecuencia de una continua y rápida reducción del precio del principal producto de exportación del país. El cuadro 2.A muestra el comportamiento de los precios promedio del café tipo Manizales para el período.

CUADRO 2.A. PRECIOS ANUALES PROMEDIO PARA EL CAFÉ "MANIZALES" EN NUEVA YORK, 1948-67

Año	Centavos de dólar por libra (454 g)	Año	Centavos de dólar por libra (454 g)
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 del Banco de la República*.

El Decreto Extraordinario 637, en virtud del cual se devaluó la moneda de 1.95 a 2.50 pesos por dólar, introdujo también importantes modificaciones al régimen de cambios y fue complementado por el Decreto 638 de la misma fecha, que establecía una lista de bienes de importación prohibida. 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 que se pagara el nuevo tipo de cambio que se determinaría de común acuerdo por la Junta Directiva del Banco de la República y por la Junta Reguladora de Cambios.⁶¹ Las divisas

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 deberían ser aprobadas por la Junta Directiva del Banco de la República. Ese mismo tipo sería el aplicable al 25 % de las divisas cafeteras,

provenientes de otras fuentes serían compradas y vendidas por el Banco de la República a razón de 2.50 pesos por dólar. Los cupos básicos de importaciones, que habían sido creados en 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 pesos por dólar, es importante destacar que el llamado Comité de Desarrollo Económico ⁶² había hecho la recomendación de un nuevo régimen cambiario que no unificaría de inmediato los tipos 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 a la denominada "diferencial de cambios", así como a utilidades por este concepto. Tales utilidades fueron destinadas a fortalecer el Fondo Nacional del Café y el Tesoro Público, y a capitalizar la Caja Agraria, entre otros propósitos.

Es interesante observar que este manejo expresaba ya 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 el futuro, no en el presente. ¿No había en esta política una contradicción? ¿Cómo se podría estar hablando de lo conveniente de un tipo de cambio único y de equilibrio cuando se hacía precisamente lo contrario? ¿O sería que se trataba de una política de transición? ⁶⁴ Aparentemente tal era el caso, pues, aunque se buscaba

que según el propio Decreto 637 debería ir aumentando gradualmente hasta llegar al 100 por ciento.

⁶² Entidad que estaba a cargo 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.

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.

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 otra de las características más distintivas del manejo del sector externo del país. Ya veremos más adelante que este mismo fenómeno volvió 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 un tipo unificado con mínimos controles y restricciones. Sobre esta consideración 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, incluso sin complementarla con una correspondiente política interna?

Veamos ahora lo que ocurrió después de la devaluación de marzo de 1951. Es decir, veamos si ésta, desde un comienzo, gestó la devaluación siguiente y examinemos también los desarrollos que se presentaron y 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 el 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 2 277, 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

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

cuarenta meses a partir del 15 de noviembre de 1951".⁶⁶

En cuanto al comportamiento monetario, los medios de pago aumentaron un 23.8 % entre junio de 1951 y junio de 1952⁶⁷ 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 permanecieran 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.

Gracias al aumento de los precios del café, en 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 74 centavos entre julio de 1953 y junio de 1954, habiéndose registrado un mes (marzo de 1954) en el que la cotización promedio⁶⁹ llegó a 92 centavos para el café tipo Armenia. En febrero de 1954, por medio del Decreto 513, se suprimió la lista de artículos de importación prohibida. Según Jorge García García, la medida perseguía no sólo un equilibrio en la balanza de pagos, sino también facilitar al gobierno el manejo de la oferta monetaria en condiciones de rápida acumulación de reservas.⁷⁰ Díaz Alejandro⁷¹ sostiene que en este período el peso estaba tan sobrevaluado que su paridad adquisitiva era comparable a la de 1930. Aquella política de liberación tuvo entonces por efecto que en 1954 las importaciones llegaran a 672 millones de dólares, nivel que sólo volvió a alcanzarse en 1966.

Tan favorables desarrollos en el sector externo fueron acompañados por rápidos aumentos de los medios de pago y de los precios. Los primeros, por ejemplo, aumentaron un 27.3 % entre julio de 1953 y junio de 1954, cuando se habían incrementado un 13.5 % el

⁶⁶ *Ibid.*, p. 49.

⁶⁷ *Ibid.*, p. 55.

⁶⁸ *Ibid.*, p. 59.

⁶⁹ Véase Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1953 a 30 de junio 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.

año anterior. Los precios, a su vez, crecieron un 13.3 % (vida obrera en Bogotá)⁷² entre mediados de 1953 y junio de 1954.

Los anteriores fenómenos tenían un origen eminentemente externo: la acumulación de reservas.⁷³ Para contrarrestarlo, se elevaron los encajes bancarios y se limitó el ingreso de los exportadores.⁷⁴ 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 1 051 del 31 de marzo y 1 448 del 5 de marzo de 1954 crearon un gravamen que equivalía al 50 % del excedente en dólares sobre el precio de 115 dólares por saco de café exportado de 70 kg.⁷⁵

El aumento de los encajes bancarios fue más bien moderado. El 23 de abril de 1954 se estableció un encaje adicional de 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, año en que el encaje marginal fue de 100 % y el ordinario llegó a 46.5 por ciento.

Aun con lo favorable que era la situación externa, a mediados de 1954 ya se empezaba a manifestar alguna preocupación en cuanto al tipo 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 la situación fiscal como fuente de expansión de la oferta monetaria y de presión eventual sobre el tipo de cambio, se debe señalar que para junio de 1954 se registraba

⁷² Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1953 a junio de 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, que sólo podían utilizarse para importar vehículos y carnes de determinadas condiciones, y posteriormente para pagar timbres de importación.

⁷⁵ Este gravamen sólo duró seis meses, pues en octubre de 1954 fue reducido a 110 dólares el reintegro cafetero.

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

un déficit fiscal de 56 millones de pesos, 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 3 077, por medio del cual elevó los impuestos del timbre y aumentó el número de artículos de importación sujetos a tales gravámenes. El reintegro cafetero fue reducido en atención a la baja de los precios externos. Pero estas medidas no fueron suficientes. Las importaciones habían ido creciendo aceleradamente, pasando de un promedio mensual de 35 millones de dólares en 1952 a uno de 41 millones en 1953 y, finalmente, a uno de 53 millones mensuales en el año de 1954.⁷⁷ Los pagos al exterior comenzaron a retrasarse.

Al comenzar 1955 se evidenció 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 34 millones de dólares. La Oficina de Cambios se vio forzada a cerrar los registros de importación del 12 de febrero al 1º de marzo. El 16 de aquel mes el gobierno dictó el Decreto 331, que creaba cinco grupos de mercancías de importación y establecía impuestos del timbre que iban de 3 % —para el llamado grupo preferencial— hasta 100 %. Adicionalmente a estos gravámenes, se establecieron depósitos previos y otras numerosas y complejas restricciones para limitar la demanda de 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 del de 1954.

La difícil situación de comienzos de 1955 había sido agravada por una modificación en la política cambiaria de Brasil que permitió a los exportadores de café de ese país bajar sus precios en el mercado internacional, lo cual evidentemente afectó los ingresos de di-

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

⁷⁸ *Ibid.*, p. 44.

visas de Colombia.⁷⁹ Se destacó de esta manera la necesidad de una coordinación de políticas entre los países productores, puesto 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 política complementaria por parte de 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 1 372 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 1 259 de ese mismo año. Así, había varios tipos de cambio para la compra y para la venta de dólares, además de intrincadas restricciones y limitaciones administrativas. Dentro de la abundante legislación, ¿cómo saber cuál era el tipo de cambio? ¿Cómo calcular la devaluación que enmascaraban los distintos tipos 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 1955 terminó con un déficit cambiario de 124.7 millones de dólares,⁸⁰ aunque durante sus últimos meses se intentó elevar de nuevo el costo de las importaciones, no a través de una devaluación, sino trasladando mercancías de un grupo con bajo impuesto del timbre a otro grupo con impuesto del timbre más alto. Tal tarea, entre otras, cumplió el Decreto 2 797 de octubre de 1955.

Durante 1955 se mantuvo la paridad del cambio oficial a 2.50 pesos por dólar para "materias primas y elementos esenciales", pero trasladando mercancías a otros grupos y al mercado libre de divisas. Durante ese año el

⁷⁹ Véase Jorge García García, *op. cit.*, p. 58.

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

ritmo de crecimiento de los medios de pago se aceleró hasta llegar a 24.9 %, nivel que no se había registrado en muchos años; lo mismo ocurrió con los precios, que crecieron un 7.4 %. El cuadro 2.B muestra las variaciones absolutas y relativas de los medios de pago para el período 1949-67. A su vez, el cuadro 2.C muestra los índices de inflación para 1951-67.

CUADRO 2.B. COLOMBIA: CRECIMIENTO ANUAL, ABSOLUTO Y RELATIVO, DE LOS MEDIOS DE PAGO,^a 1949-67

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 del Banco de la República*.

^a Excluye depósitos oficiales.

La complejidad del manejo cambiario se acentuó con esquemas especiales para acelerar el pago de la deuda comercial externa y para restringir, aun más, las importaciones. Se llegó inclusive a suspender los servicios de la Oficina de Registro de Cambios y, adicionalmente, el Decreto 3 142 del 20 de diciembre de 1956 reclasificó los grupos de importación y sus gravámenes. Por último, la mayor complicación se produjo con el Decreto 2 929, del 30 de noviembre del mismo año, que creó los denominados "Títulos de Divisas", de adquisición obligatoria para los exportadores, quienes hasta entonces, y como excepción, no tenían que vender sus divisas al Banco de la República. En este mismo mes se elevó el reintegro cafetero, pero se acordó pagar una parte al tipo de cambio de 2.50 y otra con Títulos de Divisas. Dentro de este nuevo esquema, hasta el tipo de cambio de compra para los cafeteros se hizo fluctuante.⁸¹ ¿Cuál era ese

⁸¹ Este esquema bien puede ser interpretado como precursor o 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.

CUADRO 2.C. COLOMBIA: ÍNDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (EMPLEADOS), 1951-67 (variación porcentual de diciembre a 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		

FUENTES: Para 1951-54, índice del costo de la vida de la clase media en Bogotá; de 1955 en adelante, índice de precios al consumidor Dane.

tipo de cambio? Dependía del precio en el mercado libre de los Títulos de Divisas. ¿Y cuál era el precio de estos títulos? Pues dependía de la tasa que estuvieran dispuestos a pagar los importadores por distintos tipos de bienes, lo cual dependía a su vez de los grupos, de los impuestos del timbre y de los depósitos previos.

Al finalizar el año 1956 era evidente que no se podía mantener el tipo de cambio oficial de 2.50 pesos por dólar, ni toda la compleja infraestructura que lo 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 de pagar parte de su deuda externa con dólares oficiales vendidos a 4.95 pesos. La devaluación oficial ocurrió pocos meses después.

c) *La devaluación del 17 de junio de 1957 (de 2.50 a 4.80 pesos por dólar)*

Por medio del Decreto 107 del 17 de junio de 1957, el gobierno promulgó una reforma cambiaria sobre las siguientes bases: i) la coexistencia de dos mercados fluctuantes, uno llamado de "Certificados" y otro de "capitales"; ii) la creación de un Fondo de Regulación Cambiaria; iii) el establecimiento de una lista de importación prohibida y otra de licen-

⁸² Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1956 a junio de 1957*, p. 43.

cia previa; y iv) la cancelación de la deuda comercial pendiente. El sentido de esta reforma quedó admirablemente resumido por el entonces gerente del Banco de la República, Ignacio Copete Lizarralde, cuando al respecto señaló:

Tiende, pues, la reforma a obtener una reducción de las importaciones, manteniéndolas al nivel mínimo posible, a adoptar un 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 con la debida 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 el precio del Certificado en 4.85 pesos, y en 5.90 pesos el del "mercado de capitales". De esta forma, la devaluación oficial fue de 94 % para el mercado de los Certificados y de 136 % para el de capitales.⁸⁴ Este último 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 de Certificados en 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 al tipo de cambio más alto donde menos impacto tenía sobre el nivel interno de precios y mayor fuera su

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 a 2.50 pesos. Ahora bien, desde el punto de vista de la cotización libre se podría pensar que hubo una revaluación, puesto que el precio superaba los seis pesos.

efecto como estímulo a nuevos capitales. El nivel de devaluación nominal de 4.80 parecía bajo, es decir, sobrestimaba aún el peso, si se recuerda que como estímulo al pago de la deuda externa el Banco de la República había ofrecido ya vender dólares libres a 4.95 pesos.

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 de su ritmo de crecimiento. Entre junio de 1956 e igual mes de 1957 éstos crecieron 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 su origen en el crédito al gobierno, que duplicó sus préstamos en el primer semestre de 1957.⁸⁵ El exceso de liquidez también se originaba en las demoras de los pagos al exterior. Fenómeno este último de especial interés al contemplar 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 de los pagos, que agravaban la situación monetaria. En este último caso, el origen del retraso de los pagos residía en la diferencial entre las tasas interna y externa de interés.⁸⁶

Otro problema que se presentó paralelamente 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, se acumulan existencias que requieren financiación. Como se sabe o anticipa que eventualmente habrá devaluación, hay un incentivo para 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 justificaciones. Sin embargo, a mediano y largo plazos, 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 pago.⁸⁷

Siguiendo con los desarrollos posteriores a la devaluación, 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 un 13.9 % en el primer semestre de 1957. El “índice nacional de precios al consumidor, empleados”, aumentó un 19.1 % para todo el año. Nunca antes desde la posguerra se había presentado tan aguda inflación.⁸⁸ Por su parte, el problema de la deuda externa sólo pudo resolverse mediante un crédito de 60 millones de dólares del Eximbank y otro de 27 millones de dólares otorgado por un grupo de diez bancos estadounidenses. Gran parte de la actividad cambiaria del segundo semestre de 1957 tuvo que ser dedicada al arreglo de la deuda externa.

Tan sólo 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 pesos.⁸⁹

d) *La devaluación del 26 de marzo de 1958 (de 4.80 a 6.10 pesos por dólar)*

La devaluación a 4.80 pesos por dólar, de junio de 1957, no duró mucho. En marzo de 1958 el Gobierno Nacional adoptó el Decreto

⁸⁵ *Ibid.*, p. 76.

⁸⁶ Sobre este punto, véase Eduardo Wiesner y Fernando Montes, en sus respectivos artículos “Reservas internacionales y política cambiaria” y “El control y la financiación de las importaciones”, *Financiamiento externo*, *op. cit.*

⁸⁷ Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1957 a junio de 1958*, p. 82.

⁸⁸ Véase cuadro 2.C.

⁸⁹ Véase Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1957 a junio de 1958*, p. 42.

Legislativo 80 que, en esencia, estableció lo siguiente: *i*) la compra de las divisas de exportación a un tipo de cambio fijo, pero eventualmente ajustable; *ii*) la venta de las divisas a través de remates públicos; *iii*) el pago de fletes ya no se haría con Certificados como estipulaba el Decreto 107, sino con dólares del mercado de capitales; *iv*) se creaba el impuesto de retención cafetera; y *v*) se fijaba el tipo de 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 posguerra hasta la bonanza cafetera de 1977.

En cierto sentido, el Decreto 80 del 26 de marzo de 1958 significó, o fue equivalente a, otra devaluación, pues el precio de compra del Certificado se fijó en 6.10 pesos, es decir, una elevación de 29%.⁹⁰ El precio de venta (para importaciones) del Certificado fue de 6.73 pesos 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 de 6.10 a 8 pesos por dólar, es decir, de 31 por ciento.

El año 1958 se desarrolló, al igual que los anteriores, caracterizado por medidas que buscaban: *i*) controlar la expansión de los medios de pago; *ii*) reducir el aumento de los precios; *iii*) aliviar la presión sobre la balanza de pagos; *iv*) acelerar los giros y pagos al exterior; *v*) disminuir el crédito del Banco de la República para financiar inventarios de café; y *vi*) recuperar por parte del Banco de la República el control de la oferta monetaria.

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 de 15 por ciento.

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 a cerca de su punto final. Si bien, 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, bien 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 el poco grado 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 independencia.⁹²

En materia cambiaria, el año 1959 se distingue por la adopción de la Ley 1 del 16 de enero⁹³ y por el cumplimiento de una política de control de las importaciones, sobre la

⁹¹ Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1957 a 30 de junio de 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 de que el manejo del corto plazo ha sido original, efectivo y, por lo general, defendible; lo que no se sabe es si, visto como política de largo plazo, haya sido el mejor. 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. La forma de cambiar esta secuencia es el problema básico.

⁹³ Gran parte de lo dispuesto por el Decreto Legislativo 80 de 1958 fue incorporado y ampliado en la Ley 1 de 1959.

base de cuatro grupos de ellas con depósitos previos diferenciales. El Certificado mantuvo durante el año un precio de compra de 6.10 pesos y uno de venta de 6.40.⁹⁴ El dólar libre se mantuvo alrededor de los ocho pesos durante la primera mitad del año, pero durante el último trimestre su cotización bajó, hasta siete pesos en diciembre de 1959.

Según Díaz Alejandro, la combinación de distintos tipos de cambio y la variación de mercancías de un grupo a otro significó que durante el primer trimestre de 1959 el tipo real de cambio para importaciones se revaluara en cerca de un 8 por ciento.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 pesos y el de venta llegó a 6.70 en junio de ese año.⁹⁶ Como el precio del dólar libre había seguido bajando hasta 6.80 pesos, 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 pesos y en compra de 6.40 a 6.70 pesos.

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 suspendida.⁹⁷ El tipo de cambio de venta del Certificado “se congeló” a 6.70 pesos y así se mantuvo hasta noviembre de 1962, cuando fue elevado a nueve pesos.

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 pesos en noviembre y diciembre.

Los dos años de 1961 y 1962 revisten especial importancia en el esquema del presente

⁹⁴ La estabilidad de esta cotización se logró mediante la intervención del Fondo de Regulación Cambiaria creado por la Ley 1; no fue, por lo tanto, un tipo de cambio de mercado.

⁹⁵ Véase su *op. cit.*, p. 189.

⁹⁶ El cambio en el tipo de compra se debió a que el de venta superó en más de 60 puntos durante cuatro semanas al primero (Decreto 80 de 1958).

⁹⁷ Véase Díaz Alejandro, *op. cit.*, p. 190.

escrito. Veamos en primer lugar los sucesos de 1961. Dicho año, los medios de pago crecieron un 24.6 %, frente al 10.4 % de 1960.⁹⁸ Las dos principales causas de ese aumento fueron el crédito al Gobierno Nacional y la financiación a la Federación Nacional de Cafeteros.⁹⁹ 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 Eduardo Arias Robledo, que “el análisis de los medios de pago en 1961, enfrentado con el 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 de los precios fue moderado, tan sólo de 6.2 % para el año según el “índice de precios al consumidor, empleados, Bogotá”.¹⁰¹

El ejercicio 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 República.¹⁰²

En el sector externo, se presentó durante 1961 una reducción de las exportaciones, que sólo llegaron a 435 millones de dólares, cuando habían sido de 467 millones en 1960 y de 476 millones en 1959.¹⁰³ La diferencia entre compra de divisas y autorizaciones para giros en Certificados de Cambio arrojó un déficit de 29.3 millones de 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 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

⁹⁸ Véase cuadro 2.B.

⁹⁹ Banco de la República, *Informe anual del gerente, julio de 1960 a 31 de diciembre de 1961*, p. 86.

¹⁰⁰ *Ibid.*, p. 94.

¹⁰¹ *Ibid.*, p. 203, y cuadro 2.C.

¹⁰² Banco de la República, *Informe anual del gerente, 1º de enero a 31 de diciembre de 1962*, p. 73.

¹⁰³ *Ibid.*, p. 161.

¹⁰⁴ *Ibid.*, p. 60.

238 millones de pesos, cubrió también el déficit de 1962 por 600 millones de pesos. El cuadro 2.D muestra la situación fiscal del país en el período 1948-67.

En el sector externo, el nivel de autorizaciones para el 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, aumentó los depósitos de importación, trasladó mercancías de la lista de libre importación a la lista previa y aumentó la lista de importación prohibida. 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 de los precios del café que, de un promedio de 74 centavos de dólar por libra de café Mani-

zales en Nueva York en 1956, se habían reducido a 40.7 centavos en promedio en 1962.¹⁰⁵ En diciembre de 1962 la Ley 83 modificó el régimen cambiario y oficializó la devaluación.

Antes de entrar a analizar esta muy peculiar devaluación del período 1948-67,¹⁰⁶ resulta oportuno destacar que desde entonces la autoridad monetaria tenía ya plena conciencia del sentido que tenía una devaluación, es decir de un ajuste externo, y de las políticas de ajuste interno que eran complementos indispensables de aquella modificación del tipo de cambio.

Al respecto, decía 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 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 deba 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.

e) *La devaluación del 20 de noviembre de 1962 (de 6.70 a 9.00 pesos por dólar) **

En realidad, la devaluación de 6.70 a 9.00 pesos por dólar no la hizo la Ley 83 del 26 de

CUADRO 2.D. COLOMBIA: SITUACIÓN FISCAL Y DE TESORERÍA, 1948-67 (en millones de pesos)

Año	Situación de caja del Gobierno Nacional ^a	Superávit (+) o déficit (-) fiscal a fin de año	Déficit de Tesorería
1948	n.d.	-18.7	n.d.
1949	n.d.	-13.4	n.d.
1950	n.d.	+26.9	n.d.
1951	n.d.	+60.9	n.d.
1952	n.d.	+60.7	n.d.
1953	n.d.	+21.1	n.d.
1954	n.d.	+224.1	n.d.
1955	n.d.	+33.0	n.d.
1956	n.d.	-43.4	n.d.
1957	n.d.	-4.9	n.d.
1958	n.d.	+18.2	n.d.
1959	n.d.	+201.5	n.d.
1960	n.d.	+130.5	n.d.
1961	n.d.	-238.2	-181.6
1962	n.d.	-792.4	n.d.
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

FUENTES: *Revista del Banco de la República* y datos de la Contraloría General de la República.

^a Superávit o déficit de operaciones efectivas del Gobierno Nacional.

n.d. = no disponible.

¹⁰⁵ Véase el cuadro 2.A.

¹⁰⁶ Díaz Alejandro (*op. cit.*, p. 188) dedica una sección de su libro a analizar el caso especial de esta devaluación.

¹⁰⁷ Banco de la República, *Informe anual del gerente, 1º de enero a 31 de diciembre de 1962*, p. 75.

* Tasa de venta del mercado de certificados.

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 Cambiaria,¹⁰⁸ había elevado la cotización de venta del Certificado de Cambio de 6.70 a 9.00 pesos. La cotización de compra del Certificado fue elevada de 6.50 a 7.10 pesos.¹⁰⁹ En esencia, la Ley 83 de 1962 que sometió el gobierno al Congreso tenía como propósito básico "distribuir la diferencial cambiaria 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 pesos por dólar, y quienes tienen reembolsos pendientes al exterior por mercancías, que a su vez piden que se les reconozca totalmente la diferencia entre el dólar a 6.70 pesos y el del nuevo nivel.¹¹¹

El Congreso aprobó¹¹² el proyecto de ley y asignó 30 centavos de la diferencial cambiaria 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

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 un tipo de cambio a otro, sin variar oficialmente el tipo de cambio.

¹¹⁰ "La situación general", *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1962, p. 275.

¹¹¹ *Ibid.*, p. 277.

¹¹² Quizá convenga agregar aquí que el Gobierno Nacional, a fines de 1962, había contemplado como alternativa a la reforma cambiaria un impuesto de 2.30 pesos 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, sustituido por lo que se convirtió más tarde en la Ley 83 del 26 de diciembre de 1962.

dentro del plan de desarrollo económico del país.

Durante 1963 el precio de compra y de venta del Certificado de Cambio se mantuvo en 7.10 y 9.00 pesos, respectivamente. El precio del dólar libre se redujo hasta 10 pesos 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 distintos tipos de cambio (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 tipo de cambio único no estaba exento de dificultades o de riesgos, era, o comenzaba a ser ya en 1963, preferible.

Durante el año 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 de dólares) y las autorizaciones para giros en Certificados de Cambio (443.0 millones). Sin embargo, se presentó un déficit de balanza comercial de 59.4 millones de dólares. El cuadro 2.E muestra los resultados de la balanza comercial de bienes para el período 1948-67.

En materia cambiaria y monetaria, lo más importante del año 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 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 institu-

¹¹³ Banco de la República, *Informe anual del gerente*, 1º de enero a 31 de diciembre de 1963, p. 54.

¹¹⁴ "La situación general", *Revista del Banco de la República*, agosto de 1963, p. 184.

CUADRO 2.E. COLOMBIA: BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 1948-67 (en 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: Banco de la República, *Informe anual del gerente*, 1968-69, p. 188.

cional para el manejo de la política monetaria y cambiaría 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 establecía 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 señalaba que la Junta Monetaria podría variar el sistema de venta de los Certificados de Cambio o sustituirlo por otro a un tipo fijo. El apoyo de este decreto a las exportaciones menores es evidente, puesto que les otorgaba el más alto tipo de cambio.

El año 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 1948-67. El año comenzó con una ele-

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*, 1º de enero a 31 de diciembre de 1964, p. 51.

vación del precio de compra del Certificado de Cambio, que pasó de 7.10 a 7.30 pesos mediante la Resolución 1 de la Junta Monetaria, del 10 de enero de ese año. Esta medida buscaba, entre otras cosas, dar un primer paso hacia la eliminación de la diferencial cambiaria, lo cual había sido solicitud permanente del sector cafetero. El año también comenzó con una reacceleración de los medios de pago, que en septiembre mostraban ya un incremento de 16.8 por ciento.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 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 pesos 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 Cer-

¹¹⁷ *Ibid.*, p. 53.

¹¹⁸ *Ibid.*, p. 66.

tificado de Cambio, que en marzo de 1965, y mediante Resolución 8 de la Junta Monetaria, fue elevado de 7.30 a 7.67 pesos. Más tarde, mediante la Resolución 33 de la Junta Monetaria, el precio del Certificado fue elevado a 8.50 pesos. Por su parte, el sistema de pagar las exportaciones menores a un tipo de cambio igual al promedio de la semana anterior en el mercado libre¹¹⁹ fue eliminado por el Decreto Legislativo 1 709 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 el tipo de cambio del mercado libre impulsara hacia arriba y más rápidamente el tipo de cambio más bajo de las exportaciones menores. Se buscaba también, como siempre en este tipo de situaciones, evitar agravar la presión inflacionaria resultante de un tipo de cambio en ascenso. Díaz Alejandro¹²⁰ observa que este tipo de cambio de 13.50 pesos por dólar, que fue fijado por la Resolución 20 de 1965 de la Junta Monetaria, podría tener el atractivo de ser intermedio entre el de 9 pesos del Certificado y el de 18 pesos del mercado libre, permitiendo argumentar que se trataba de una revaluación para abaratar el tipo libre. Como cosa curiosa, el hecho es que el tipo de cambio libre bajó de 19.00 a 17.80 pesos por dólar entre agosto y octubre de 1965. El mercado libre continuó por encima del tipo 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 2 322 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, el preferencial y el intermedio. El primero tenía como oferta las divisas originadas en las exportaciones de café y de otros productos cuyo contenido de materia prima importada fuera superior al 50%.¹²¹ La demanda de divisas en este mercado proven-

dría básicamente de las importaciones a las cuales se les autorizara tal tipo preferencial de cambio.

Respecto a 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 pesos por dólar, coexistiendo con otros tipos cuyas cotizaciones eran más de dos veces superiores. Así, en 1965 regía análogamente un tipo de cambio preferencial para importaciones de 9 pesos por dólar, que se comparaba con otro, también para importaciones, pero menos esenciales, de 13.50 pesos por dólar y aun con otro mucho más alto en el mercado libre de capitales, que llegó a elevarse hasta los 20 pesos por dólar. Era evidente que el peso colombiano al tipo de cambio de 9 pesos por dólar estaba fuertemente sobrevaluado.¹²²

Por su parte, el "mercado intermedio" se abastecía de las divisas provenientes de exportaciones distintas del café y otras. La demanda de estas divisas provendría básicamente de las importaciones a las cuales se les autorizara este tipo "intermedio" de tipo 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 2 322 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 pesos el precio de venta de la divisa en el mercado preferencial y en 13.50 en el mercado intermedio.

El año 1965 terminó con una balanza comercial favorable en 85.6 millones de dólares.¹²³ Los medios de pago crecieron 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 un 14.8%.¹²⁵ En cuanto a las finanzas públicas, el año cerró con déficit fiscal.

El año 1966 es el penúltimo del período en consideración y denominado "de ajuste con paridad fija". Durante el mismo fue necesario adoptar la última reforma cambiaria antes

¹¹⁹ Banco de la República, *Informe anual del gerente, 1º de enero a 3 de diciembre de 1965*, p. 51.

¹²⁰ Véase su *op. cit.*, p. 198.

¹²¹ Éste es otro ejemplo de manejo cambiario combinado con objetivos de política industrial o de sustitución de importaciones.

¹²² *Moneda, banca y teoría monetaria, op. cit.*, p. 434.

¹²³ Véase cuadro 2.E.

¹²⁴ Véase cuadro 2.B.

¹²⁵ Véase cuadro 2.C.

del establecimiento del régimen que modificó la esencia del enfoque de ajustes estables, pero que no tenían mayor durabilidad. El Decreto 2 867 del 29 de noviembre de 1966 se produjo como consecuencia de: *i*) el descenso de los ingresos externos por concepto de exportación de café; *ii*) la disminución del total de reintegros por exportaciones menores; *iii*) un incremento de 34 % respecto a 1965 en los registros de importación; *iv*) un aumento de 14 % en los medios de pago durante el año; y *v*) un déficit de balanza comercial de 166.7 millones de dólares. En opinión de Fernando Gaviria, "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 2 867 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 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.

Asimismo, la Junta Monetaria fijó en 16.25 pesos por dólar para compra y 16.30 para venta el tipo de cambio del mercado de capitales a partir del 1º de diciembre de ese año. Como en agosto de 1965 la divisa había llegado, en el mercado libre, al nivel de 19.25 pesos, podría aducirse que, en cierta forma, tanto el Decreto 2 867 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 pesos por la Junta Monetaria, tan sólo 14 meses antes, mediante la Resolución 32 del 2 de septiembre de 1965. Con respecto a esta última base, no hay duda de 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 del tipo de cambio en cada mercado. Resulta fácil enredar el análisis, más

que aclararlo, si la minuciosidad es la perspectiva con que se examina el problema. Tal vez sea mejor, y no se pierde nada de lo significativo, apreciar el conjunto del manejo y considerar 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 2 867 de noviembre de 1966 apenas dio tiempo para la próxima devaluación.¹²⁷

El año 1966 terminó con una expansión de los medios de pago de 14 %¹²⁸ pese a una pérdida de reservas internacionales. La expansión de los 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 afrontaba 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 pesos. 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

La balanza comercial de bienes arrojó en el año de 1966 un déficit de 166.6 millones de dólares.¹³¹ El precio del café tipo Manizales bajó aun más, llegando en diciembre de ese año a 44 centavos y terminando el año con un promedio de 47 centavos.¹³² El aumento de precios entonces fue de 13.3 %.¹³³ Al finalizar el año, todas las condiciones monetarias y cambiarias señalaban —y exigían— una devaluación. Se presentó al fin, unida a la reforma cambiaria más importante de las últimas tres

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, 1º de enero a 31 de diciembre de 1966*, p. 50.

¹²⁹ *Ibid.*, p. 52.

¹³⁰ *Ibid.*, p. 52.

¹³¹ Véase cuadro 2.E.

¹³² Véase cuadro 2.A.

¹³³ Véase cuadro 2.C.

¹²⁶ Fernando Gaviria, *op. cit.*, p. 439.

décadas, el Decreto 444 del 22 de marzo de 1967.

El repaso de lo ocurrido en el período 1962-66 revela un agitado manejo monetario y cambiario. Casi podría decirse que la poca 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 1962-66 fue errático y contradictorio en todos los frentes de la política económica."¹³⁴

f) *La devaluación del 22 de marzo de 1967 (de 9.00 a 13.50 pesos por dólar) **

El Decreto 444 confirmó, entre otras muchas cosas, la existencia de los dos mercados contemplados por el Decreto 2 867 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 los tipos de cambio de compra y venta.

A partir del Decreto 444, el precio de venta del Certificado en el que se denominaba mercado preferencial, que desde diciembre de 1962 era de nueve pesos, se elevó a 13.50 pesos. De esta forma, la última devaluación no gradual fue de 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 el Banco de la República era de 13.50 pesos, y a este precio¹³⁵ venía vendiéndose desde la vigencia del Decreto Legislativo 2 322 de 1965. En este segundo mercado no hubo entonces ninguna devaluación como consecuencia inmediata del Decreto 444 de marzo de 1967. Como ya se indicó, en el caso del "mercado de capitales" el precio de

¹³⁴ Véase su *op. cit.*, p. 74.

* Se trata del mercado preferencial. En el caso del mercado intermedio, el tipo de cambio de compra y el de venta estaban ya a 13.50 pesos por dólar desde septiembre de 1965. El tipo de cambio de compra para las divisas cafeteras estaba a 9.94 en mayo de 1967. Esta tasa ya había superado el nivel de los nueve pesos en agosto de 1966.

¹³⁵ Véase el cuadro A.3 del Anexo estadístico.

16.30 pesos 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 pesos por dólar no fue realizada íntegramente por el Decreto-Ley 444, 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 el tipo de cambio de 13.50 fue la liquidación de divisas provenientes de exportaciones diferentes del café, a partir del 23 de junio 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 al tipo de cambio de 9 pesos por dólar en el mercado "preferencial" fueron trasladadas al mercado "intermedio", cuyo tipo de cambio de venta era de 13.50. Así, entonces, el tipo de cambio 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 9.00 a 13.50 pesos por dólar 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 de 9.00 a 13.50, ya que en marzo de 1967 las divisas originadas en reintegros cafeteros se estaban pagando a 9.94 pesos.

Ahora bien, por muchas razones el Decreto 444 es la pieza central del desarrollo cambiario del país durante los últimos treinta años. En él se capitalizó la experiencia de veinte años, a partir de la posguerra, 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 pesos.

No es fácil resumir el Decreto 444, ni es

aquí el propósito examinarlo en detalle. Para nuestros objetivos bastará 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 presentaran 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 6 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 veinte años, entre 1948 y 1967, el peso oficialmente se devalúa seis veces y pasa de 1.75 a 13.50 pesos por dólar para el mercado más bajo y a 16.50 para el más alto.

Desde el punto de vista del manejo institucional, y de formulación y ejecución de políticas, 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.

¹³⁶ Banco de la República, *Informe anual del gerente*, 1º de enero a 31 de diciembre de 1967, p. 47.

g) *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 1948-67. Aunque a este intervalo de tiempo se le ha denominado aquí “de ajuste con 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 el tipo de cambio 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 toda una variada gama de mecanismos que, al final, cedían el paso a la devaluación.

Aunque sea difícil extraer las lecciones esenciales del período estudiado, es importante y útil para la formulación de una 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, asimismo, 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 resaltarán importantes omisiones, como son los aspectos relacionados con el tipo de cambio petrolero, la explotación y exportación del oro, el mercado negro de divisas, 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: *i*) medios de pago y sus distintas fuentes; *ii*) precios del café, a nivel interno y externo; *iii*) reintegros; *iv*) inflación interna y externa; *v*) tasas de interés y diferencial entre la interna y la externa; *vi*) reservas internacionales; *vii*) cuasidineros y otras varia-

bles— 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 anteriores 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 principales de las devaluaciones examinadas. En esencia, se distinguen por los siguientes rasgos:

i) Casi siempre la devaluación se hacía desde un nivel nominal inferior al real y, a veces, incluso hasta un nivel nominal inferior al real. El peso casi siempre resultaba sobrevaluado, aun después de las devaluaciones.

ii) 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 la demanda de divisas para cada mercado cambiario. El traslado de mercancías de un grupo a otro era un mecanismo de devaluación disfrazada.

iii) Casi siempre se estipulaba o se pretendía un proceso gradual de convergencia de los distintos tipos de cambio existentes.

iv) Los cambios múltiples daban origen a utilidades cambiarias o a las llamadas diferenciales cambiarias 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 que implicaba un tipo de cambio menor que el de otras exportaciones.

v) Casi siempre se dejaba un mercado libre con el cual se buscaba estimular ciertas exportaciones y hacer costosas las importaciones.

vi) La devaluación aparecía como una solución a una crisis originada más en el sector externo que en el interno.

vii) Por lo general se consideraba que la devaluación generaba inflación y no que ésta determinaba aquélla.

viii) En más de una ocasión las devaluaciones iban precedidas de altos reintegros cafeteros y de una acumulación de existencias del grano.¹³⁷

De todo ello podemos inferir las siguientes conclusiones:

1. Como resultado de las devaluaciones reales inferiores a las nominales, las variaciones en el tipo de cambio no lograban credibilidad permanente. Como, además, iban acompañadas de mayores o menores restricciones a las 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 podría ser moderada, pero que constantemente estaba presente en espera de sustituir 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 en favor de la devaluación. Rara vez tales expectativas resultaron frustradas.¹³⁸

2. La práctica de devaluar por debajo de una paridad del mercado tenía distintas intensidades según se tratase de un tipo de cambio o de otro. 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 la disparidad relativa era menor en el caso de los tipos de cambio más altos 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 necesari-

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.

rios o urgentes que la de aquellos que se negociaban a los tipos más altos del mercado libre, y cuya influencia en los costos y precios internos era menos difícil de manejar políticamente. Jorge García García señala cómo se pretendía de esta manera un doble e imposible uso del tipo de cambio: por una parte, buscar que sirviera como instrumento para alcanzar el equilibrio en la balanza de pagos y, por otra, como mecanismo para controlar la inflación.¹³⁹ Uno de los inconvenientes de esta forma de devaluar era que casi todas las importaciones acababan liquidándose al tipo más alto, independientemente del cambio real que tuvieran frente a la divisa. Así, no sólo se frustraba el propósito de reducir el efecto sobre el nivel interno de precios; se preparaba, además, el terreno para una próxima devaluación donde, de nuevo, la variación real sería inferior a la nominal.

3. 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 al tipo de cambio más bajo, de 1.75 pesos por dólar, sino a uno más alto, presumiblemente de 2.50. Más tarde, el Decreto 2 227 del 27 de octubre de 1951 elevó a un 40 % la porción del reintegro que se pagaría a 2.50 y ofreció que esta proporción llegaría al 100 % en un período de 40 meses. En enero de 1954 se fijó este tipo de cambio en 2.38, sin lograrse por tanto la prometida convergencia con el tipo de 2.50. Sólo posteriormente se eliminó la diferencial cafetera mediante Decreto 333 de febrero de 1955, reapareciendo al producirse la siguiente devaluación.

4. La existencia de diferenciales cambiarias 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

¹³⁹ Véase su *A history of economic policies in Colombia, 1953-1970*, *op. cit.*, p. 44.

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 de la "diferencial cambiaria" es saber si el resultado neto del sacrificio del sector cafetero al recibir el tipo de cambio más bajo en comparación con el financiamiento que recibía la Federación del Banco de la República o del presupuesto nacional —cuando aquella afrontaba 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 a un tipo de cambio bajo al sector cafetero y tener que financiarlo en condiciones de iliquidez de la Federación o pagarle a un tipo unificado y más alto sin compromiso de eventual financiamiento? En qué forma se deberían repartir los altos 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.

5. 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 ese tipo de cambio semilibre fuera presagio de las futuras cotizaciones de los tipos de cambio más controlados.

6. 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.

7. El temor de acelerar la inflación¹⁴⁰ mediante la devaluación es una de las constantes que se encuentran al examinar la argumentación y la legislación sobre la materia. En todo momento, una de las preocupaciones principales 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 aceptada por unos pocos. En la práctica, la disciplina monetaria y fiscal dejaba mucho que 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.

8. 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 muchos de los exportadores privados y en una acumulación de existencias 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 precio interno o de la disminución del reintegro. Éste 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 pueda hacer un análisis comparativo, no es fácil —ni defendible— emitir un juicio sobre la eficacia 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 de 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

¹⁴⁰ Sobre este punto véase Jorge García García, *op. cit.*, p. 32.

1978 la pregunta que ahora se hace la política económica es: ¿cuánto devaluar?

Veamos ahora una breve reseña de las condiciones generales de la economía que rodeaban las devaluaciones. Un rápido examen de los cuadros 2.B, 2.D, 2.C y 2.A, así como de las páginas anteriores, permite apreciar claras tendencias: *i*) creciente expansión monetaria, *ii*) déficit fiscales y créditos del Banco de la República al Gobierno Central, *iii*) aumento de los niveles internos de precios, y *iv*) 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, suspender, diferir y remediar parcialmente los problemas que los procesos no muestran —no podrían mostrar— en conjunto 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, han producido al menos seis devaluaciones y toda una rica gama de experiencias con distintos tipos de esquemas cambiarios, desde el más severo control hasta los intentos de liberalización, desde los tipos de cambio 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, la heterogeneidad de los tipos de cambio —unos para importaciones, otros para exportaciones, otros para un mercado de cuenta corriente y otros para un mercado de capitales— simplemente hacen imposible adscribir la experiencia del país a un determinado es-

quema 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 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 de los efectos del ajuste que se buscaba con la devaluación. Fueron veinte años en los que los esfuerzos de la autoridad monetaria y cambiaria resultaban infructuosos frente a las abruptas variaciones de los precios externos del café y las crisis de confianza que sufría 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, salarios, precios, resultados fiscales y 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 los medios de pago— que prácticamente creaba la inmediata necesidad de otro ajuste y éste, a su vez, sin llegar a completar su vigencia, se tornaba en una fuente de disturbio que, a su vez, no lograba corregirse a tiempo. Así, la política cambiaria iba no delante de los acontecimientos, sino tras ellos, respondiendo a ellos.

Ahora bien, ¿por qué pasaba todo esto? ¿por qué ninguno de los sistemas cambiarios que se intentaron pudo tener una mínima estabilidad? ¿hasta qué punto le 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? Quizá 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 efectividad de algunas políticas cambiarias. Por último, es indudable que no se podrán calificar de impecables algunas devaluaciones.¹⁴² 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 cambiarias.¹⁴³

Este período de 1948 a 1967 quizá deba ser considerado como uno de aprendizaje y previo a un manejo con más respaldo político, más convicción y 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 el que disminuye la importancia relativa del café en el total de las exportaciones. Este aspecto es fundamental. Mientras el café continúa representando una proporción tan abruptamente predominante del total de exportación, lograr la estabilidad cambiaria para Colombia puede ser una tarea casi imposible. ¿Cómo defender un tipo de cambio 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 tipo de cambio 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 se devalúe cuando ellos bajen. Tal inestabilidad cambiaria traería serios perjuicios a la economía del país. Pero si el café tan sólo representara, por ejemplo, un tercio del valor de nuestras exportaciones, entonces las fluctuaciones que pudiera tener su precio en el exterior, por sustanciales e inesperadas que fueran, serían mucho más fáciles de manejar, y la política monetaria y la cambiaria podrían mantener sus rumbos y objetivos globales sin entrar a los ajustes *ad hoc* y de corto plazo que, como se ha visto, tantas dificultades acarrearán. Claro está que si, independientemente de las fluctua-

¹⁴² Véase Carlos Díaz Alejandro, *op. cit.*, p. 18.

¹⁴³ Véase su *op. cit.*, p. 435.

¹⁴⁴ Véase su *op. cit.*, pp. 15 y 97.

¹⁴¹ Véase p. 5.

ciones 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 de dinero, ninguna estabilidad de precios del café en Nueva York, ni casi ninguna diversificación de exportaciones, van a producir necesariamente estabilidad cambiaria.¹⁴⁶

La inevitable conclusión de todo esto no es novedosa ni dramática, pero sí fundamental e inequívoca: es indispensable reducir la importancia relativa de las exportaciones de café. 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 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 mediante 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 aspirar a una política cambiaria distinta de la exclusivamente cafetera. Entonces se podrá aspirar a un tipo de cambio de equilibrio con posibilidades de éxito. El corolario de este planteamiento se traduce en una aseveración: la política de fondo y de largo plazo tiene que ser el fomento de la diversificación de exportaciones. Ahora, en 1978, cuando el país tiene un volumen muy satisfactorio de reservas, lo más indicado sería hacer el ajuste con el sector externo, no tanto reduciendo las exportaciones, sino más bien manejando su tipo de cambio para fines de largo plazo. Es decir, utilizando el incentivo del tipo de cambio para lograr la diversificación de las exportaciones.

3. Ajuste con tipo de cambio flexible (1967-75)

La experiencia cambiaria del período 1948-67 llevó a que, a partir del Decreto 444, se desistiera de mantener constante durante prolongados lapsos una paridad fija. Condujo tam-

¹⁴⁵ Sobre este punto, véase Eduardo Wiesner, "Las modificaciones del tipo de cambio y los niveles domésticos de precios", *La nueva economía*, Bogotá, mayo de 1966, p. 13.

bién a suspender la práctica de mantener más de un tipo de cambio simultáneamente. Desde 1967 se aplicó un sistema cambiario basado en devaluaciones graduales,¹⁴⁶ casi permanentes, por medio de las cuales el Banco de la República ajustaba el tipo 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 el punto de vista político, a nivel tanto interno¹⁴⁷ como externo,¹⁴⁸ 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 la deuda externa, y c) evitar los ajustes salariales compensatorios y las contraproducentes emisiones monetarias. Se evitaba, en síntesis, que las devaluaciones fueran causas abruptas de disturbios y dificultades de orden tanto 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 pesos, había venido sufriendo el Certificado de Cambio alcanzó el tipo de cambio del mercado de capitales, o sea 16.30 pesos. De esta forma se unificaron

¹⁴⁶ Presumiblemente, tales ajustes obedecían al libre juego de la oferta y demanda de 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 and economic development*, *op. cit.*, p. 204.

¹⁴⁸ Sobre este punto baste recordar el incidente con el Fondo Monetario Internacional el jueves 29 de noviembre de 1966.

¹⁴⁹ Tan sólo en parte, pues entonces la discusión se referiría más bien al ritmo de las variaciones del tipo de cambio y a la oportunidad de acelerarlo o desacelerarlo.

CUADRO 3.A. COLOMBIA: RITMO DE DEVALUACIÓN DEL CERTIFICADO DE CAMBIO, 1967-1977 (en porcentajes, de diciembre a diciembre)

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 del Banco de la República*.

los tipos de cambio de los dos mercados y el país comenzó a vivir su primer período, desde la posguerra, en el cual mantuvo en esencia un solo tipo de cambio oficial.

Los ritmos de devaluación para el Certificado de Cambio durante el período 1967-77 aparecen en el cuadro 3.A. Como se puede apreciar, no se mantuvo un tipo de cambio 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 efectiva,¹⁵⁰ teniendo en cuenta la inflación interna y la externa, así como subsidios y gravámenes especiales, empezó a formar parte integral de la configuración del tipo de cambio del país. Con todo, sin embargo, la devaluación para el período 1967-75 se tradujo en un incremento real de apenas 2.7 % para el tipo de cambio.¹⁵¹ Pero ya se había alcanzado un progreso, pues los retardos de ajuste en el tipo de cambio no alcanzaban la magnitud de algunos de los registrados durante el período 1948-67.

El análisis del período 1967-75 muestra resultados muy satisfactorios en comparación con el período anterior, 1948-67. En general, no se presentó ninguna crisis cambiaria, ni ninguna modificación radical en el régimen

¹⁵⁰ Sobre este tema véanse Lawrence H. Officer, "The purchasing power parity theory of exchange rates: a review article", *IMF Staff Papers*, marzo de 1976, p. 3, y Gérard Belanger, "An indicator to effective exchange rates for primary producing countries", *IMF Staff Papers*, marzo de 1976, p. 113.

¹⁵¹ Véase *Coyuntura Económica*, octubre de 1976, p. 70.

legal sobre el manejo del sector externo. Aunque el ritmo de inflación empezó a acelerarse a partir de 1970 y los precios del café sólo mejoraron ligeramente,¹⁵² la situación 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 un tipo de cambio en permanente devaluación, las exportaciones menores casi triplicaron su valor de reintegro entre 1967 y 1971, como lo muestra el cuadro 3.B.

CUADRO 3.B. COLOMBIA: REINTEGROS POR EXPORTACIONES DE PRODUCTOS DIFERENTES DEL CAFÉ, 1967-71

Año	Millones de dólares	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 del Banco de la República*.

Aunque durante el período 1967-75 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 lograra ser estable precisamente cuando, en comparación con el período anterior, las circunstancias le eran más adversas. En efecto, si entre 1951 y 1967 la inflación de dos dígitos tan sólo se presentó en cuatro años: ¹⁵³ 1957 (19.1 %), 1963 (29.9 %), 1965 (14.8 %) y 1966 (13.3 %), a partir de 1971, como lo muestra el cuadro 3.C, se mantuvo por encima de tal nivel todos los años. Los medios de pago, por su parte, también acusaron una tendencia a acelerarse y, con excepción del año 1970, en que sólo llegaron

¹⁵² Véase cuadro 2.A.

¹⁵³ A este propósito, es interesante asociar aquellos cuatro años de máxima inflación con las devaluaciones ocurridas durante ellos o muy cercanas a ellos.

CUADRO 3.C. COLOMBIA: MEDIOS DE PAGO E INFLACIÓN, 1967-77

Año	Medios de pago ^a (cambio %)	Inflación ^b
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 del Banco de la República*.

^a Excluye depósitos oficiales.

^b Índice nacional de precios al consumidor (empleados).

a aumentar un 10.9 %, en la mayoría de los siguientes crecieron a más del 20 % anual.

Dentro del nuevo esquema cambiario, la reactivación de la presión inflacionaria se vio acompañada por mayores ritmos de devaluación del Certificado de Cambio. Sin embargo, es perceptible cierto retraso en los años 1973 y 1974, quizás originado por 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 problema cambiario tradicional se mantenía ya no tanto sobre la 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 ha sido, 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 exportaciones.¹⁵⁵ En todo caso, el hecho de que no se presentara ninguna crisis cambiaria aguda entre 1967 y

¹⁵⁴ Ésta es la terminología que se adoptó al aceptar el sistema monetario internacional los tipos de cambio flexibles en 1974. Cuando ello ocurrió, Colombia ya tenía varios años de práctica con este sistema.

¹⁵⁵ En las siguientes secciones veremos cómo, 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*, n° 154, septiembre de 1976, p. 9.)

1975, cuando precisamente en aquellos años se aceleró la inflación y se expandieron rápidamente los medios de pago, es un crédito que debe abonarse al nuevo régimen de tipos de cambio flexibles y al mejor manejo cambiario realizado.

Como se puede observar en el cuadro 3.D, la balanza cambiaria entre 1969 y 1975 estuvo en déficit los primeros tres años. A partir de 1972 se percibió una reacción en los precios del café, que contribuyó a que se equilibrara la balanza cambiaria y a que en 1973 se lograra un superávit de 69.6 millones de dólares. Durante 1974, año de recesión mundial y de importantes reformas internas, como la tributaria y la financiera, se presentó un déficit de balanza comercial de 112.1 millones de dólares y las reservas internacionales brutas,¹⁵⁶ que habían venido aumentando año con año desde 1966, descendieron 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 mencionó antes, el ingreso de capitales fue bastante in-

CUADRO 3.D. COLOMBIA: BALANZA CAMBIARIA,^a 1967-77

Año	Millones de dólares	Año	Millones de dólares
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		

FUENTES: Banco de la República, *Informe anual del gerente* y *Revista del Banco de la República*.

^a Definida como el déficit o superávit en cuenta corriente, o la diferencia entre exportación e importación de bienes y servicios.

ferior 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 la utilización de esta clase de recursos."¹⁵⁷

¹⁵⁶ Véase cuadro 3.E.

¹⁵⁷ Banco de la República, *Informe anual del gerente*, enero a diciembre de 1974, p. 53.

CUADRO 3.E. COLOMBIA: RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS, 1967-77 (saldos a fines de diciembre)

Año	Millones de dólares	Año	Millones de dólares
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	1 835.7
1971	265.3		

FUENTE: Banco de la República, *Informe anual del gerente*.

El punto más importante de destacar sobre el período 1967-75, además de la ausencia de crisis cambiarias, es la reducción del grado monoexportador del país. El cuadro 3.F muestra en forma inequívoca la acelerada pérdida de importancia relativa del café, que, de representar un 63 % en 1967, pasó a constituir el 41.4 % en 1974. Las exportaciones de petróleo se redujeron también en forma acelerada, disminuyendo su peso relativo de 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, llegaron 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 período 1967-1977 de gran importancia para 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 3.F 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 bonanza cafetera más reciente y más intensa que el país haya conocido. Como resultado de tener altos precios el café, tradicional aspiración del país, se vio truncado el proceso de diversificación de exportaciones, como fácilmente se aprecia que ocurrió 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 en una perspectiva de más largo plazo del comercio ex-

terior del país. Lo normal, o mejor, lo que dictan las tendencias subyacentes o seculares, es que el café mantenga 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 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, el aspecto quizá 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 del petróleo. De nuevo, el cua-

CUADRO 3.F. COLOMBIA: COMPOSICIÓN PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES, 1964-77 (valores *job*, en millones de dólares)

Año	Café ^a	Petróleo ^b	Otros ^c
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
1977	—	—	—

FUENTES: Banco de la República, *Informe anual del gerente, enero a diciembre de 1974*, p. 75; *Idem, enero a diciembre de 1976*, pp. 108 y 115.

^a FEDERACAFÉ.

^b Ministerio de Minas y Energía.

^c Registros aprobados por INCOMEX, ajustados por modificaciones.

dro 3.F destaca esa circunstancia que viene a afirmar, mucho más ahora que en la década de los años cincuenta o en la de los sesenta, la apremiante necesidad de reducir la importancia de las exportaciones de café.

Ahora bien, dentro del esquema analítico que aquí se ha querido desarrollar, el examen del período 1967-75 induce a pensar que para mediados de la década de los años setenta el país parecía destinado a tener que establecer un ajuste a fondo en su sector externo. No iba acercándose a una crisis cambiaria de tipo tradicional como la del período 1948-67, pero sí a la necesidad de adoptar políticas para controlar la creciente inflación y ajustar el tipo de cambio, cuyo nivel de sobrevaluación se había elevado. Cuando estaba vigente tal perspectiva y se habían dado ya los primeros pasos para reestructurar el frente fiscal y el monetario,¹⁵⁸ se presentó la helada de cafetos de Brasil en junio de 1975. Cuando llegó ésta, ya se había iniciado una devaluación más rápida del Certificado de Cambio y se había logrado reducir ya a niveles inferiores al 20 % la inflación interna. En cierto sentido, puede decirse que la helada de cafetos en 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 afrontar una situación totalmente distinta. La importante meta de la diversificación, en la que tantos progresos se habían alcanzado, tuvo que entrar en receso forzado.

4. *Ajuste con superávit cambiario (1975-78)*

Al ocurrir la helada de cafetos en 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

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 o la nueva política financiera.

superávit cambiario fuera adquirido por el sector privado o, por el contrario, mantener el control oficial sobre las divisas y procurar que fuera el Banco de la República el comprador de los dólares. Ambos cursos de acción ofrecían ventajas y acarrearían 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 causas permanentes. La segunda alternativa tenía como atractivo la posibilidad de desahogar el tradicional cuello de botella del sector externo del país. Sin embargo, con ella se corría el riesgo de tener que hacer frente a 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 monetario,¹⁵⁹ ya que éste habría recomendado que se dejaran actuar libremente las fuerzas de oferta y demanda de las dos monedas —activos financieros— participantes, el peso y el dólar, aunque 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 las importaciones aumentaran con entera libertad, hasta copar la capacidad de absorción que podría tener reprimida el país mediante un arancel y listas de importación prohibida. En este punto es interesante destacar la complementariedad del enfoque monetario y el de la absorción, en el sentido

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*, n° 156, junio de 1977, p. 35.

de que el primero habría argumentado que al no permitirse la revaluación se limitaría la capacidad de absorción, impidiendo que el efecto del mayor ingreso de divisas se tradujese en mayores importaciones.

En cuanto al enfoque de las elasticidades, la política seguida mostró que, al subir el precio del café, sí se presentó una reducción de la demanda de ese producto. Se vio, 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 acumular una parte sustancial en 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 tales enfoques, 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 de la moneda local y generó una rápida inflación. Si esta forma de ver el ajuste del superávit no estuviera 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 llevaría eventualmente a que una futura aceleración de las importaciones y un retraso de las exportaciones diera por resultado la eliminación de gran parte de las reservas internacionales hasta ahora acumuladas. Es decir, si lo que se siguió fue una política de patrón oro, aún faltaría por completarse el ciclo clásico, en el cual los precios internos más altos conducen eventualmente 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 por la vía de las reservas internacionales y no

por la del tipo de cambio. Se confiaba en que era factible controlar la expansión de la oferta monetaria y, por lo tanto, la inflación. Las cosas, sin embargo, no resultaron así. 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 uno de 27.8, 35.2 y 30.3 % en 1975, 1976 y 1977, respectivamente. La respuesta a esta expansión de la liquidez fue la política de contracción monetaria más severa 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 la diferencial entre el tipo de interés interno y el externo, 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 provenía 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 retardando entonces el ajuste de las monedas según su paridad adquisitiva real.

Como también era de esperarse, la política seguida dio origen a una acumulación de reservas internacionales sin precedente. La reducción de 86.4 millones de dólares ocurrida en 1974 se convirtió en un aumento de reservas de 118 millones en 1975, 618 millones en 1976 y 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, al precio 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 pla-

¹⁶⁰ Sobre esta disyuntiva, véase Eduardo Wiesner, "¿Qué tanta devaluación?", *op. cit.*

zo a urgencias monetarias de corto plazo. Así, la devaluación fue tan sólo de 10 % en 1976 y de 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 el tipo 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 ingenioso mecanismo¹⁶¹ 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, significan en la práctica una revaluación parcial del peso. El mecanismo ha tenido gran éxito. Hasta fines de 1977, se había diferido, con su uso, la monetización de más de 14 000 millones de pesos, con lo cual se logró evitar que la expansión de los medios de pago pasara del 40 por ciento.

La utilización del Certificado de Cambio como instrumento de contracción monetaria —o de postergación de expansión monetaria— 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 es de esperar no se tenga que lamentar en el futuro, cuando se elimine la actual utilización del Certificado de Cambio, es que se desdibuje esa relación, olvidando que el mercado la mantiene, en una forma u otra, bien a través de especulación en favor o en contra del peso, 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 lo mismo ocurrirá en 1978.

¹⁶¹ Este mecanismo no era del todo original, ya que tenía un antecedente en el Decreto 1949 del 9 de junio de 1948. Asimismo, la Ley 90 del 16 de diciembre de 1948 dio a los Certificados de Cambio "una validez no mayor de noventa 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."

¹⁶² Las resoluciones de la Junta Monetaria que tienen que ver con el manejo del Certificado de Cambio

Siendo el Certificado de Cambio libremente negociable en la bolsa de valores, su descuento y su plazo de redención en 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 principal 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 demanda del 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, dependía de las exportaciones, principalmente las de café y otros servicios. Siendo la Federación de Cafeteros el principal exportador de café —dada la necesidad de proteger el precio externo del grano con un alto reintegro—, 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 Fondo de Ahorro para la Vivienda tuvo que prestar fondos a las Cor-

son la 25 del 13 de abril, la 32 del 25 de mayo, la 46 del 13 de julio, la 64 del 16 de noviembre y la 66 del 30 de noviembre, todas ellas de 1977. La Resolución 1 de 1978 se refería al descuento del Certificado de Cambio.

poraciones, dando origen a un financiamiento indirecto 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 de extrañar que, en ocasiones, el país revaluase y devaluase simultáneamente. Revaluaba cuando bajaba el precio del Certificado de Cambio y devaluaba cuando el Banco de la República subía su precio de redención. 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 el tipo 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 de valores, se desestimulaban aun más 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 suma, 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.

A fines del año 1977 y comienzos de 1978 el ritmo de devaluación empezó a acelerarse, sugiriendo la búsqueda de un tipo de cambio menos alejado del de equilibrio. Tan sólo entre enero y febrero, el tipo de cambio se devaluó en cerca de 1 %, cuando toda la devaluación de 1977 había sido de 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 fue, en esencia, una política

¹⁶³ Véase la Resolución 1, del 18 de enero de 1978, de la Junta Monetaria.

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 la acertada, 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 aun frente a mayores tasas de crecimiento de la inflación. 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 poco 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 por medio del tipo de cambio. La pregunta que ahora surge es: "¿cómo hacer el proceso de ajuste al empezar a descender el ritmo de acumulación de reservas?"

5. *Ajuste hacia el equilibrio (1978-80)*

Al comenzar el año 1978 el país se encuentra en una situación de desequilibrio en su sector externo y en su sector interno. En cuanto al primero, se halla en una paradójica situación cambiaria, ya que, junto con un peso sobrevaluado, dispone de reservas internacionales de 1 882 millones de dólares,¹⁶⁴ además de un inventario de existencias de café de más de cinco millones de sacos. En cuanto al desequilibrio interno, el país vive todavía un período inflacionario y su tasa de inversión pública y privada requiere una aceleración. El problema del ajuste es entonces doble. El país debe, por una parte, orientar su tipo de cambio hacia una tendencia de equilibrio de largo plazo y, por otra, lograr tal objetivo controlando la

¹⁶⁴ Dato a 10 de febrero de 1978 (Fuente: Banco de la República).

inflación interna y acelerando simultáneamente 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 interna, y b) una situación fiscal y monetaria bajo control que no induzca desequilibrios en la balanza de pagos o variaciones abruptas del tipo de cambio o de los niveles internos de precios.

El manejo de los instrumentos de política económica para lograr estos objetivos interdependientes exigirá la existencia de un marco global de análisis y control que permita dirigir el proceso de ajuste. El propósito de la presente sección es configurar una primera aproximación a ese marco de política. No sobra destacar que el esquema que aquí se sugiere no pretende ser infalible. Su aspiración esencial 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) las existencias de café, d) las reservas internacionales y el tipo de cambio, y e) la inflación y la oferta monetaria, es comprensible que el marco de política económica que oriente el proceso de ajuste hacia el equilibrio esté construido sobre subpolíticas en cada una de estas áreas. Subpolíticas que, claro está, serán interdependientes y en su desarrollo tendrán que ser compatibles entre sí. Veamos cuáles serían esas subpolíticas.

a) *Control de cambio*

Si a mediados de 1975 y durante 1976 y 1977 se decidió mantener el control de cambio, con mayor razón se podría argumentar ahora que durante el período de ajuste, que actualmente se inicia, ese régimen cambiario debe mantenerse. Si pudiera ser discutible la conveniencia de un control de cambios en 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 sustitución 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 a fines de febrero tenían un valor de 55 885 millones de pesos,¹⁶⁵ y se reducirían las reservas internacionales en poder del Banco de la República.

La velocidad de ajuste de este tipo de proceso dependería de que el ajuste fuera 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 capital¹⁶⁷ en otra moneda —divisas—, en la que se supone que el rendimiento financiero real 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, en el transcurso del tiempo el país irá absorbiendo una mayor capacidad de importar —representada por el superávit en reservas internacionales— mediante mayores importaciones de bienes, servicios y documentos financieros.¹⁶⁸

Ahora bien, la anterior sería la respuesta del mercado dentro de una perspectiva de de-

¹⁶⁵ Dato a 4 de febrero de 1978 (Fuente: Banco de la República).

¹⁶⁶ Sobre la velocidad de respuesta de tipo "stock" o de tipo "flujo", véase P. J. K. Kouri "The exchange rate and the balance of payments in the short run and the long run: a monetary approach", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 78, nº 2, mayo de 1976, pp. 280-304.

¹⁶⁷ Para una discusión de las posibilidades de ajuste por medio de la movilidad internacional del capital, véase el trabajo de Jorge García García *La política cambiaria y la movilidad internacional de capitales en Colombia*, presentado al II Simposio sobre financiamiento externo (Medellín, marzo de 1978).

¹⁶⁸ Quizá no sobre 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.

creciente superávit cambiario. Si la perspectiva fuera otra, de creciente superávit, como consecuencia, por ejemplo, de una nueva y devastadora helada en Brasil en junio o julio de este año, la libertad de cambio se traduciría, muy probablemente, en el proceso inverso; en lugar de un exceso de demanda de divisas, habría un exceso de demanda de pesos y se produciría una revaluación de nuestra moneda. Revaluación que, en este caso, y recordando las grandes existencias 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 Brasil, se mantiene la alternativa de hacer el ajuste hacia el equilibrio con control de cambios. Si surge la pregunta: "¿y por qué no eliminar el control de cambios?", la respuesta sería muy sencilla: porque resultaría 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 Brasil, el marco externo en el que se debe formular una política de ajuste es el mantenimiento del control de cambios, con la perspectiva de un superávit cambiario decreciente.

b) *Certificado de Cambio*

Para entender mejor el papel que desempeña 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 contraccionista¹⁷⁰ 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 elección entre estas dos alternativas estaría determinada primordialmente por

¹⁶⁹ Para una discusión de este punto, véase Jorge Mejía Palacio, "Una economía en interinidad", *Banca* 1977 (Colombia), 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.

la proyección que se hiciera 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, poca duda cabría sobre la conveniencia de adoptar medidas para fortalecer el Certificado de Cambio como mecanismo de contracción monetaria. Pero si, como es más razonable suponer, se proyecta una segunda mitad del año 1978 y todo 1979 con precio del café en descenso, no sería prudente la adopción de medidas que graven con tipos de cambio bajos 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 período atípico de 1975 a 1978 y el próximo plazo de ajuste hacia un tipo de cambio 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 entronque del régimen interino actual con uno estable a fines de 1978 y comienzos de 1979.

Si el objetivo es, como debe serlo, el logro de un tipo de cambio unificado que tienda hacia el equilibrio,¹⁷¹ tal política de transición habrá de afrontar conflictos difíciles. Ya en la parte teórica se vio lo difícil que es conciliar metas de largo plazo con urgencias de corto plazo, así como hacer compatibles propósitos e instrumentos cuyos efectos son interdependientes y no necesariamente complementarios. Tal es el desafío que afronta la política de transición. Por ejemplo, la devaluación más rápida para ajustar la sobrevaloración del peso elevaría el rendimiento del Certificado

¹⁷¹ No es fácil hacer una síntesis de lo que se entiende por tipo de cambio de equilibrio. Dentro del marco teórico ya expuesto, podría entenderse 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. El tipo de cambio de equilibrio también puede ser visto como aquel que, a largo plazo, no tiende a generar grandes superávit o déficit cambiarios. Sobre este punto, véase Eduardo Wiesner, "¿Qué tanta devaluación?", *op. cit.*

de Cambio, generando distorsiones en el mercado de capitales. Por otra parte, una congelación de la devaluación, como se ha hecho siempre cuando 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 indicar simultáneamente 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 de acuerdo con metas de largo plazo. Por ello la transición cambiaría tendrá que mantener el actual uso contraccionista del Certificado, mientras se despeja la incertidumbre sobre los precios del café. Pero para atender necesidades cambiarías menos inmediatas que las monetarias, la devaluación no debería suspenderse, aunque todavía se tema que ello genere inflación. Este manejo del ritmo de devaluación es aconsejable como anticipo del 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 la diferencial existente entre el nivel interno y el externo de las tasas de interés para obtener así una mitigación 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? Estas dos interrogantes están claramente interrelacionadas y asimismo lo están sus respuestas. En cuanto a la primera pregunta, el enfoque tiene que seguir siendo hallar más usos y demandas del Certificado, permitiendo, por ejemplo, que sea una inversión sustitutiva de encaje ordinario, con lo cual se lograría la contracción monetaria, mientras fuera necesaria, y se facilitaría mantener un ritmo razonable de ajuste cambiario. En cuanto a la segunda pregunta, es decir, al desmontaje mismo del Certificado, la respuesta depende más del lado de la oferta de Certificados que del de su demanda. En la medida en que el sector externo genere una acu-

mulación de reservas internacionales y la Federación de Cafeteros, como exportador casi exclusivo, 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 del precio en la segunda mitad de 1978, la utilización del Certificado como "instrumento puente" de transición cambiaría tendrá que seguir efectuándose hasta que el desequilibrio interno —la inflación— no esté bajo suficiente control. Cuando ello ocurra, la economía podrá absorber y asimilar expansiones primarias en descenso, sin que ello se traduzca necesariamente 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 herramienta de control de liquidez muy útil y novedosa.

c) *Existencias de café*

La síntesis de la perspectiva cafetera ¹⁷² podría ser la siguiente. Para sostener el precio externo se ha establecido un alto rendimiento que ha dejado la mayor parte de la comercialización interna del grano a la Federación de Cafeteros. La poca demanda externa del 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 Brasil a mediados de 1978, ese inventario colocaría al país en una privilegiada posición en el mundo y despejaría para muchos años sus preocupaciones cambiarías. Sería, además, el mejor premio posible al difícil manejo de la política cafetera de los últimos dos años. Pero es improbable que ocurra lo señalado. El problema es entonces encontrar la forma de dirigir el proceso de ajuste al mismo tiempo que se sostienen los precios externos. De nuevo, este punto está

¹⁷² Ésta es, como es obvio, una primera aproximación al problema. El tratamiento a fondo de esta perspectiva lo realizaron Rudolf Homes y Antonio Hernández en su trabajo *Bonanza cafetera, su distribución y su manejo*, que forma parte de los temas del II Simposio sobre financiamiento externo (Medellín, marzo de 1978).

vinculado con lo que se pueda hacer en materia de diferir expansión monetaria a través del Certificado de Cambio. Y ya se vio que esto también depende del terreno que se gane en la lucha contra la inflación interna.

El manejo del equilibrio necesario entre las ventas de café y el control de la oferta monetaria no es fácil. Tan simple afirmación no es un axioma. 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 urgente y lo importante. Una vez más se ve, en 1978, que los dilemas que surgieron en 1966, en 1962, en 1957 y antes persisten aún. Quizá la única conclusión posible en esta coyuntura sea que la meta de diversificar exportaciones no debe resultar sacrificada por un manejo del Certificado de Cambio que castigue las exportaciones menores.

d) Reservas internacionales y tipo de cambio

Cuando el país decidió hacer el ajuste del superávit cambiario por la vía de las reservas y no por la del tipo de cambio, escogió un camino al final del cual tendría que encontrarse con una acumulación de reservas y de oferta monetaria. Y así ha ocurrido. Al iniciarse el año 1977 las reservas internacionales llegaban a 1 198 millones de dólares. Al comenzar 1978 tales reservas alcanzaban un valor de 1 882 millones de dólares. Si se tienen en cuenta las existencias 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 andarán por 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 un tipo de cambio 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

¹⁷³ Sobre este punto, véase B. J. Cohen, *Balance of payments policy*, Penguin, 1970, p. 112.

como Bernstein¹⁷⁴ y Machlup,¹⁷⁵ se inclinan por corregir un desequilibrio aplicando las soluciones a las causas mismas de ese desequilibrio, tal estrategia en nuestro caso —si implicara una rápida reducción de 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 mediante el manejo combinado de las reservas y del tipo 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 fundamental en que se debe aprovechar la actual situación de reservas internacionales es con la mira de 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 estrategia anterior es recomendable no tanto porque se crea en lo que Scitovsky ha llamado "la ética protestante del comercio internacional",¹⁷⁶ en la que los superávits son siempre preferibles a los déficits, sino porque nuestro país aún no ha logrado ese mínimo de independencia respecto al 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

¹⁷⁴ Edward M. Bernstein, "Strategic factors in balance of payments adjustment", *IMF Staff Papers*, vol. 5, 1956.

¹⁷⁵ Fritz Machlup, "In search of guides for policy", en W. Fellner, F. Machlup y R. Triffin, *Maintaining and restoring balance in international payments*, Princeton University Press, Princeton (N. J.); versión en español: *Mantenimiento y restauración de la balanza de pagos internacionales*, G. Gili, Barcelona, 1969.

¹⁷⁶ Tibor Scitovsky, "A new approach to international liquidity", *American Economic Review*, vol. 56, 1966.

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 el tipo de cambio pueda ser administrado sin altibajos y con sentido de dirección.

A medida que la reducción de los precios del café en los mercados internacionales disminuya el ritmo de acumulación de reservas internacionales, 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, se irá acercando el tipo de cambio al de equilibrio y, lo que no es menos importante, se producirá el indispensable estímulo a las exportaciones no tradicionales, para alcanzar así la meta de largo plazo, a saber: diversificar las fuentes de divisas y obtener una mayor independencia en el manejo cambiario.

e) *Inflación y oferta monetaria*

El acelerado proceso de inflación e incremento de la oferta monetaria vivido por el país en 1976 y 1977 tiene un origen eminentemente cambiario y una fuente claramente identificable: la monetización de las reservas internacionales. En efecto, durante el año 1976, un 75.8 % del aumento de la base monetaria se originó en la compra de reservas internacionales.¹⁷⁷ Este porcentaje fue de 59.2 % para el año 1977.¹⁷⁸ 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 un 35.2 % en 1976 y un 30.3 % en 1977. Los ritmos de crecimiento de la 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 inquietante 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

¹⁷⁷ Véase *Banca y Finanzas*, marzo de 1977, p. 13.

¹⁷⁸ Véase *Banca y Finanzas*, marzo de 1978.

el problema parece estar más controlado. Es, por lo tanto, razonable suponer que en el transcurso de 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 verse seriamente debilitada. Así pues, quizá la máxima prioridad del proceso de ajuste global sea el control de la inflación.

Con una posición inflacionaria interna bajo control no habrá expectativa de crisis de precipitada devaluación, ni bases para una especulación en contra del peso en el caso de que los precios del café desciendan vertiginosamente. Si esto último ocurriera en condiciones de oferta monetaria desbordada, se correría el riesgo de facilitar la venta de reservas para absorber excesos de liquidez, perdiéndose el propósito básico de éstas, que es garantizar la estabilidad de un ritmo dirigido de ajuste en el tipo de cambio.

Ahora bien, aunque se han hecho grandes progresos en la lucha contra la inflación, lo cierto es que el país se encuentra todavía en 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 se tendrá que ir absorbiendo gradualmente durante 1978.

f) *Resumen y conclusiones*

i) Al colocar el período del superávit cambiario 1975-78 dentro de un horizonte de tiempo más amplio, y al examinar sus características, resulta evidente que se trata de un lapso 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 remplazadas por políticas con metas de largo plazo. Dentro de estas últimas, la 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.

ii) Descontando la ocurrencia de una nueva helada en Brasil a mediados de 1978, el país deberá 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.

iii) Mientras se alcanza un completo control sobre la presión inflacionaria interna, y mientras la perspectiva externa sea de crecer la utilización antiexpansionista del Certificado de Cambio.

iv) Para evitar distorsiones en el mercado de capitales y serias amenazas contra 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 el tipo de cambio.

v) 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 éstas sean utilizadas como mecanismo de absorción de excesos de liquidez.

vi) La sólida posición de reservas internacionales de que actualmente disfruta el país debe ser aprovechada para programar un crecimiento interno más rápido, tomando como base un horizonte cambiario despejado y seguro.

vii) 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 hacia un tipo de cambio 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 correría peligro la oportunidad de resolver durante los próximos años el problema de la monoexportación del país.

ANEXO ESTADÍSTICO

CUADRO A.1. COLOMBIA: RÉGIMEN CAMBIARIO (MERCADO DE DIVISAS Y TIPOS DE CAMBIO), 1941-57

Año	Tipo oficial		Cotización promedio en el mercado bancario	Cotización de Certificados de Cambio en la bolsa	Año	Tipo oficial		Cotización promedio en el mercado bancario	Cotización de Certificados de Cambio en la bolsa
	Compra	Venta				Compra	Venta		
1941	1.745	1.755	...	...	1950				
1942	1.745	1.755	1.7526	...	Junio	1.95	1.96	1.96	3.0139
1943	1.745	1.755	1.7449	...	Julio	1.95	1.96	1.96	3.0404
1944	1.745	1.755	1.7463	...	Agosto	1.95	1.96	1.96	2.8993
1945	1.745	1.755	1.7520	...	Septiembre	1.95	1.96	1.96	3.0449
1946	1.745	1.755	1.7513	...	Octubre	1.95	1.96	1.96	3.1297
1947	1.745	1.755	1.7545	...	Noviembre	1.95	1.96	1.96	3.1480
1948					Diciembre	1.95	1.96	1.96	3.1577
Enero	1.745	1.755	1.7548	...	1951				
Febrero	1.745	1.755	1.7548	...	Enero	1.95	1.96	1.96	2.9229
Marzo	1.745	1.755	1.7548	...	Febrero	1.95	1.96	1.96	2.6850
Abril	1.745	1.755	1.7548	...	Marzo e	1.95	1.96	2.15	2.5529
Mayo	1.745	1.755	1.7548	...	Abril	2.50	2.51	2.51	...
Junio a	1.745	1.755	1.7548	...	Mayo	2.50	2.51	2.51	...
Julio	1.745	1.755	1.7548	2.7957	Junio	2.50	2.51	2.51	...
Agosto	1.745	1.755	1.7548	2.9086	Julio	2.50	2.51	2.51	...
Septiembre	1.745	1.755	1.7548	3.0800	Agosto	2.50	2.51	2.51	...
Octubre	1.745	1.755	1.7548	2.7760	Septiembre	2.50	2.51	2.51	...
Noviembre	1.745	1.755	1.7548	2.5891	Octubre d	2.50	2.51	2.51	...
Diciembre b	1.95	1.96	1.8233	2.6778	Noviembre	2.50	2.51	2.51	...
1949					Diciembre	2.50	2.51	2.51	...
Enero	1.95	1.96	1.9576	2.6548	1952				
Febrero	1.95	1.96	1.9576	2.7675	Enero	2.50	2.51	2.51	...
Marzo	1.95	1.96	1.9590	2.7388	Febrero	2.50	2.51	2.51	...
Abril	1.95	1.96	1.9600	3.1164	Marzo	2.50	2.51	2.51	...
Mayo	1.95	1.96	1.9600	3.2020	Abril	2.50	2.51	2.51	...
Junio	1.95	1.96	1.9600	3.2672	Mayo	2.50	2.51	2.51	...
Julio	1.95	1.96	1.9600	3.2555	Junio	2.50	2.51	2.51	...
Agosto	1.95	1.96	1.9600	3.2047	Julio	2.50	2.51	2.51	...
Septiembre	1.95	1.96	1.9600	3.2115	Agosto e	2.50	2.51	2.51	...
Octubre	1.95	1.96	1.9600	3.0308	Septiembre	2.50	2.51	2.51	...
Noviembre	1.95	1.96	1.9600	2.9298	Octubre	2.50	2.51	2.51	...
Diciembre	1.95	1.96	1.9600	2.8720	Noviembre	2.50	2.51	2.51	...
1950					Diciembre	2.50	2.51	2.51	...
Enero	1.95	1.96	1.9600	2.9697	1953				
Febrero	1.95	1.96	1.9600	2.9795	Enero	2.50	2.51	2.51	...
Marzo	1.95	1.96	1.9600	3.2850	Febrero	2.50	2.51	2.51	...
Abril	1.95	1.96	1.9600	3.3518	Marzo	2.50	2.51	2.51	...
Mayo	1.95	1.96	1.9600	3.2156	Abril	2.50	2.51	2.51	...

CUADRO A.1 (concluye)

Año	Tipo oficial		Cotización promedio en el mercado bancario	Divisas de libre negociabilidad *	Año	Tipo oficial		Cotización promedio en el mercado bancario	Divisas de libre negociabilidad *
	Compra	Venta				Compra	Venta		
1953					1955				
Mayo	2.50	2.51	2.5100	...	Septiembre	2.50	2.51	2.51	3.90 F
Junio	2.50	2.51	2.5100	...	Octubre	2.50	2.51	2.51	4.20 M
Julio	2.50	2.51	2.5100	...					3.77 m
Agosto	2.50	2.51	2.5100	...	Noviembre o	2.50	2.51	2.51	—
Septiembre	2.50	2.51	2.5100	...	Diciembre	2.50	2.51	2.51	4.13 F
Octubre	2.50	2.51	2.5100	...	1956				
Noviembre	2.50	2.51	2.5100	...	Enero	2.50	2.51	2.51	4.38
Diciembre	2.50	2.51	2.5100	...	Febrero	2.50	2.51	2.51	4.25
1954					Marzo	2.50	2.51	2.51	4.29
Enero f	2.50	2.51	2.5100	...	Abril p	2.50	2.51	2.51	4.57
Febrero g	2.50	2.51	2.5100	...	Mayo	2.50	2.51	2.51	4.76
Marzo h	2.50	2.51	2.5100	...	Junio	2.50	2.51	2.51	4.68
Abril i	2.50	2.51	2.5100	...	Julio q	2.50	2.51	2.51	4.89
Mayo	2.50	2.51	2.5100	...	Agosto	2.50	2.51	2.51	5.03
Junio	2.50	2.51	2.5100	...	Septiembre	2.50	2.51	2.51	—
Julio j	2.50	2.51	2.5100	...	Octubre	2.50	2.51	2.51	5.47
Agosto	2.50	2.51	2.5100	...	Noviembre r	2.50	2.51	2.51	6.04
Septiembre	2.50	2.51	2.5100	...	Diciembre s	2.50	2.51	2.51	7.24 M
Octubre k	2.50	2.51	2.5100	...					6.60 m
Noviembre l	2.50	2.51	2.5100	...	1957				
Diciembre	2.50	2.51	2.5100	...	Enero	2.50	2.51	2.51	6.67 M
1955									5.85 m
Enero	2.50	2.51	2.5100	...	Febrero	2.50	2.51	2.51	6.18 M
Febrero m	2.50	2.51	2.5100	...					6.04 m
Marzo	2.50	2.51	2.5100	3.35	Marzo	2.50	2.51	2.51	6.75 M
Abril	2.50	2.51	2.5100	1.91					6.13 m
Mayo n	2.50	2.51	2.5100	1.59	Abril	2.50	2.51	2.51	7.14 M
Junio	2.50	2.51	2.5100	—					6.72 m
Julio	2.50	2.51	2.5100	4.27 M	Mayo	2.50	2.51	2.51	7.24 M
Agosto	2.50	2.51	2.5100	3.74 m					6.55 m

NOTA: 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.

^a Por Decretos 1949 y 1952 de junio se reconoce una prima de diez pun-

tos 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 de las generadas por las exportaciones anteriores, por importaciones de capital petrolero, indemnizaciones por seguros, rendimiento de capitales colombianos en el exterior o por inversiones extranjeras 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 desde tiempo atrás se encontraba en 4 por ciento.

^b 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 los Certificados de Cambio.

^c 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 % al tipo de cambio de 1.95 y el 25 % restante a 2.50.

^d El Decreto 2277 del 27 de octubre establece que el 40 % de los giros cafeteros se liquidará al tipo de cambio de 2.50. El alza del restante 60 % se distribuye en 40 meses, a razón de punto y medio cada mes.

^e 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 características. 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.

^f 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 pesos por dólar cafetero.

^g El Decreto 513 del 19 de febrero suprime el régimen de importación prohibida establecido por el Decreto 638 de 1951 y crea para estas importaciones un impuesto del 40 %, excepto las que se paguen con "Compro-

bantes de exportación", según Decreto 1830 de 1952.

^h El Decreto 1051 del 31 de marzo establece que el 50 % del excedente sobre 105 dólares y hasta el nivel de 125 dólares por saco de café exportado sea percibido como impuesto por el Fondo Nacional del Café. (El nivel de 125 dólares por saco equivalía al monto de reintegro.)

ⁱ El nivel de 105 dólares como mínimo para aplicar el impuesto anterior se elevó a 115 dólares en acuerdo suscrito entre el ejecutivo y la conferencia cafetera.

^j Se eleva a 128 dólares el monto del reintegro por saco de café de 70 kg.

^k Se reduce a 110 dólares el monto de reintegro y desaparece por tanto el gravamen marginal de 50 por ciento.

^l Se eleva a 80 % el gravamen sobre importaciones del "segundo grupo" (antes prohibidas).

^m Se clasifican las importaciones en cinco grupos, con los siguientes gravámenes: 3 %, 10 %, 30 %, 80 % y 100 %; se introducen otras modificaciones al régimen de importaciones; se elimina la diferencial cafetera (Decretos 331 y 333 de 1955).

ⁿ 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 de 1953), los comprobantes de exportación sobre arroz, maíz, tabaco, textiles, cueros y otros, que anteriormente se utilizaban para pagar timbres de importación (Decretos 513 de 1954 y 331 de 1955), y los correspondientes a comisiones, turismo y servicios. Tales divisas se utilizarán para pagar importaciones de los grupos segundo, tercero y cuarto (Decreto 311 de 1955).

^o Fletes, regalías, comisiones y gastos bancarios se podrán girar al exterior con dólares libres. Se incluyen las divisas por exportación de banano y por indemnización de seguros al mismo mercado.

^p 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 de 1955).

^q Se establece la opción de cancelar hasta el 50 % de las solicitudes de cambio pendientes con dólares libres.

^r El Decreto 2929 del 30 de noviembre establece que las divisas de toda índole que no estén en la obligación de ser vendidas al tipo oficial deberán entregarse al Banco de la República a cambio de títulos de divisas.

^s Se suscribe un acuerdo para la cancelación de la deuda con los establecimientos bancarios estadounidenses.

CUADRO A.2. COLOMBIA: RÉGIMEN CAMBIARIO (TIPO DE CAMBIO EN LOS MERCADOS DE CERTIFICADOS DE CAMBIO Y DE CAPITALES), 1957-65

Año	Mercado de Certificados		Mercado de capitales		Año	Mercado de Certificados		Mercado de capitales	
	Compra	Venta	Compra	Venta		Compra	Venta	Compra	Venta
1957					1960				
Junio ^a	4.85	4.86	5.91	5.92	Marzo	6.10	6.52	6.76	6.76
Julio	4.80	4.81	5.79	5.80	Abril	6.10	6.70	6.75	6.76
Agosto	4.89	4.90	5.88	5.89	Mayo ^f	6.32	6.70	6.86	6.87
Septiembre	5.12	5.13	5.94	5.95	Junio	6.50	6.70	6.82	6.83
Octubre	5.09	5.10	6.22	6.23	Julio	6.50	6.70	6.88	6.89
Noviembre	5.21	5.22	6.19	6.20	Agosto	6.50	6.70	6.91	6.92
Diciembre	5.37	5.38	6.18	6.19	Septiembre	6.50	6.70	6.97	6.98
1958					Octubre	6.50	6.70	7.07	7.08
Enero	5.61	5.62	6.41	6.42	Noviembre ^g	6.50	6.70	7.08	7.07
Febrero	6.01	6.02	6.85	6.86	Diciembre	6.50	6.70	7.23	7.24
Marzo ^b	6.10	6.11	6.99	7.00	1961				
Abril ^c	6.10	6.73	7.65	7.66	Enero	6.50	6.70	7.26	7.27
Mayo	6.10	6.77	7.66	7.67	Febrero	6.50	6.70	7.45	7.46
Junio	6.10	6.73	8.06	8.07	Marzo	6.50	6.70	7.98	8.00
Julio	6.10	6.73	8.06	8.07	Abril	6.50	6.70	8.14	8.15
Agosto	6.10	6.51	7.99	8.00	Mayo	6.50	6.70	8.30	8.31
Septiembre	6.10	6.36	7.81	7.82	Junio	6.50	6.70	8.35	8.36
Octubre	6.10	6.40	7.81	7.82	Julio	6.50	6.70	8.53	8.54
Noviembre	6.10	6.41	7.94	7.95	Agosto	6.50	6.70	8.69	8.70
Diciembre	6.10	6.57	7.58	7.59	Septiembre	6.50	6.70	8.68	8.69
1959					Octubre ^h	6.50	6.70	8.70	8.70
Enero ^d	6.10	6.40	8.16	8.17	Noviembre	6.50	6.70	8.74	8.75
Febrero	6.10	6.40	8.09	8.10	Diciembre	6.50	6.70	8.82	8.83
Marzo	6.10	6.40	8.04	8.05	1962				
Abril	6.10	6.40	8.01	8.02	Enero	6.50	6.70	8.79	8.79
Mayo ^e	6.10	6.40	7.98	7.99	Febrero	6.50	6.70	8.77	8.77
Junio	6.10	6.40	7.98	7.99	Marzo	6.50	6.70	8.81	8.82
Julio	6.10	6.40	7.98	7.99	Abril	6.50	6.70	8.96	8.97
Agosto	6.10	6.40	7.89	7.89	Mayo	6.50	6.70	8.92	8.93
Septiembre	6.10	6.40	7.28	7.29	Junio	6.50	6.70	8.81	8.82
Octubre	6.10	6.40	6.78	6.79	Julio	6.50	6.70	8.53	8.54
Noviembre	6.10	6.40	6.99	7.00	Agosto	6.50	6.70	8.51	8.52
Diciembre	6.10	6.40	6.97	6.98	Septiembre	6.50	6.70	8.74	8.75
1960					Octubre	6.50	6.70	9.10	9.12
Enero	6.10	6.40	6.85	6.86	Noviembre ⁱ	6.51	6.81	10.43	10.49
Febrero	6.10	6.40	6.79	6.79	Diciembre	7.10	9.00	11.02	11.05

1963				
Enero	7.10	9.00	10.44	10.46
Febrero ^j	7.10	9.00	9.98	9.99
Marzo ^k	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 ^l	7.23	9.00	9.98	9.99
Febrero	7.30	9.00	9.97	9.98
Marzo	7.30	9.00	9.97	9.98
Abril	7.30	9.00	9.97	9.98

1964				
Mayo	7.30	9.00	9.98	9.98
Junio	7.30	9.00	9.98	9.98
Julio ^m	7.30	9.00	9.98	9.98
Agosto	7.30	9.00	9.98	9.98
Septiembre	7.30	9.00	9.97	9.98
Octubre ⁿ	7.30	9.00	10.35	10.36
Noviembre	7.30	9.00	12.26	12.29
Diciembre	7.30	9.00	12.74	12.77
1965				
Enero	7.30	9.00	12.93	12.96
Febrero ^o	7.30	9.00	13.89	13.93
Marzo ^p	7.45	9.00	13.92	13.94
Abril	7.67	9.00	14.44	14.47
Mayo	7.67	9.00	16.75	16.76
Junio ^q	7.67	9.00	18.72	18.77
Julio ^r	7.67	9.00	19.05	19.11
Agosto	7.67	9.00	19.16	19.25

^a El Decreto 107 del 17 de junio establece una lista de bienes de importación prohibida, 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 de 15 % *ad valorem* sobre toda exportación y de 10 % sobre giros.

^b La Federación suscribe un acuerdo con los exportadores de café por el cual éstos se comprometen a vender las divisas de la exportación al tipo de cambio que fije el comité creado para el efecto y a mantener precios mínimos de oferta del grano en el exterior.

^c 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 mediante remates públicos; c) traslado de una parte de la demanda del mercado de Certificados al de capitales; d) creación de un gravamen de retención de 15 % del café exportado (Comité Nacional de Cafeteros).

^d Mediante Ley 1 de 1959 se aprueba el régimen de cambios que introduce las siguientes modificaciones: a) clasificación de las importaciones en prohibidas, de licencia previa y libres; b) liquidación de las divisas de exportaciones distintas del café, banano, cueros y metales preciosos al tipo de cambio del mercado libre de divisas, excepto el componente importado de las exportaciones manufactureras; c) creación de un fondo de regulación cambiaria para estabilizar el mercado de Certificados de Cambios; d) ratificación del porcentaje de retención cafetera; e) impuestos *ad valorem* de 15 % para toda importación; f) estímulos a las exportaciones menores.

^e Por Decreto 1 345 se modifica el régimen aduanero vigente desde julio

de 1950. Se modifican sustancialmente las tarifas *ad valorem* y se especifican para incentivar la sustitución de importaciones. Se elimina el impuesto de giros de 10 % (Decreto 107 de 1957).

^f 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 pesos. (El Decreto 80 de 1958 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.)

^g Por Decreto 2 591 de 1961, desde el 9 de noviembre hasta el 31 de diciembre del mismo año se fija en 9 % la retención cafetera; a partir de entonces será nuevamente de 15 %. Por Decreto 2 918 de 1960 se reduce a 9 % el impuesto *ad valorem* sobre las exportaciones a partir de 1961.

^h Por Decreto 2 682 de 1961, desde el 27 de octubre hasta el 31 de diciembre del mismo año se fija en 4 % la retención cafetera; a partir de enero de 1962 será nuevamente de 15 %. Por Ley 146 y Decreto 3 235 de 1961, el impuesto *ad valorem* sobre las exportaciones queda suprimido a partir de 1962.

ⁱ El precio de compra para los Certificados de Cambio fue fijado en 7.10 pesos 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 1 de 1959, según proposición del FMI, para efectuar una devaluación directa. Dicha modificación incluyó el traslado al mercado libre de las divisas por

(sigue)

CUADRO A.2 (concluye)

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.

‡ 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.

‡ Por Decreto 419 reduce a 5 % la retención cafetera a partir del 1º de marzo.

‡ La Junta Monetaria eleva a 7.30 el tipo de compra para el Certificado de Cambio, mediante Resolución 1 de 1964.

‡ El Decreto 1734 traspasó al mercado de capitales las divisas diferentes de las provenientes de exportaciones de café, que se encontraban bajo el régimen de certificados, desvinculando el capital petrolero 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 petrolero, el cual quedó también en 9.00 pesos.

‡ Se suspende la intervención del fondo de regulación cambiaria en el mercado de capitales.

‡ 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.

‡ Por Resolución 8 del 10 de marzo, la Junta Monetaria eleva a 7.67 el tipo de compra para los dólares cafeteros, aplicable también al capital petrolero. Por Decreto 553 del 11 de marzo, se fija en 8 % la retención cafetera.

‡ Según Resolución 20 de la Junta Monetaria, a partir del 23 de junio las divisas provenientes de las exportaciones diferentes de café deben venderse al Banco de la República al tipo de cambio de 13.50, excepto la parte correspondiente al componente importado no rembolsable de la exportación.

‡ 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 al tipo de venta del Certificado de Cambio.

CUADRO A.3. COLOMBIA: RÉGIMEN CAMBIARIO (TIPOS OFICIALES DE COMPRA Y VENTA, Y MERCADO DE DÓLARES LIBRES), 1965-67

Año	Compra		Venta		Dólares libres (mercado de capi- tales)		Año	Compra		Venta		Dólares libres (mercado de capi- tales)	
	Café	Otras exporta- ciones	Mercado prefe- rencial	Mercado inter- medio	Compra	Venta		Café	Otras exporta- ciones	Mercado prefe- rencial	Mercado inter- medio	Compra	Venta
1965							1966						
Septiembre ^a	—	13.50	9.00	13.50	18.72	18.76	Julio	8.94	13.50	9.00	13.50	15.97	16.00
Octubre	8.50	13.50	9.00	13.50	17.73	17.77	Agosto ^c	9.08	13.50	9.00	13.50	16.30	16.34
Noviembre	8.50	13.50	9.00	13.50	18.10	18.14	Septiembre	9.35	13.50	9.00	13.50	16.33	16.36
Diciembre	8.50	13.50	9.00	13.50	18.36	18.39	Octubre	9.35	13.50	9.00	13.50	16.24	16.26
1966							Noviembre ^d	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.26
Enero ^b	—	13.50	9.00	13.50	18.13	18.16	Diciembre	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30
Febrero	8.94	13.50	9.00	13.50	18.12	18.15	1967						
Marzo	8.94	13.50	9.00	13.50	17.85	17.88	Enero	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30
Abril	8.94	13.50	9.00	13.50	17.85	17.88	Febrero	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30
Mayo	8.94	13.50	9.00	13.50	17.65	17.67	Marzo	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30
Junio	8.94	13.50	9.00	13.50	16.43	16.48							

^a El Decreto 2 322 introduce las siguientes reformas al sistema: 1) 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 a 50 %, que se adquirirán al tipo de cambio de 8.50 y se venderán al de 9.00 pesos por dólar para pagos por concepto de mercancías comprendidas en la lista preferencial: gastos del Gobierno Nacional en moneda extranjera; amortización de intereses de deuda externa pública liquidada al tipo 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. 2) 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. 3) Se establece un régimen de registro de deudas externas; el tipo de compra para importaciones de capital petrolero continúa en 7.67; por Decreto 2 373 del 6 de septiembre se aumenta a 16 % la retención cafetera.

^b La Resolución 6 del 26 de enero eleva a 8.94 el tipo de compra para las divisas cafeteras. Por Decreto 155, se fija en 15 % la retención cafetera.

^c 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 2 322. Por Resolución 34 de la Junta Monetaria se eleva a 9.35 el tipo de compra para las divisas cafeteras.

^d El Decreto 2 867 establece que sólo el Banco de la República podrá comprar y vender divisas, fijando en 16.25 y 16.30 los tipos de compra y venta, respectivamente, para los que hasta entonces se venía negociando 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 2 897 se fija en 19 % la retención cafetera.

CUADRO A.4. COLOMBIA: RÉGIMEN CAMBIARIO DESDE 1967^a (TIPOS DE CAMBIO DE LOS MERCADOS DE CERTIFICADOS DE CAMBIO Y DE CAPITALES)

Año	Certificados de Cambio		Mercado de capitales		Tipo efectivo para dólares cafeteros	Año	Certificados de Cambio		Mercado de capitales		Tipo efectivo para dólares cafeteros
	Compra	Venta	Compra	Venta			Compra	Venta	Compra	Venta	
1967						1970					
Marzo 29-31 ^b	13.51	13.52	16.25	16.30	10.00	Marzo ^h	18.08	18.13	...	...	14.47
Abril ^c	13.79	13.82	16.25	16.30	10.41	Abril	18.19	18.24	...	...	14.55
Mayo	14.04	14.07	16.25	16.30	10.60	Mayo ⁱ	18.28	18.32	...	...	14.62
Junio	14.37	14.41	16.25	16.30	10.85	Junio	18.37	18.41	...	...	14.70
Julio	14.58	14.62	16.25	16.30	11.04	Julio	18.47	18.52	...	...	14.78
Agosto	14.83	14.87	16.25	16.30	11.27	Agosto	18.54	18.59	...	...	14.83
Septiembre	15.13	15.17	16.25	16.30	11.54	Septiembre	18.68	18.73	...	...	14.94
Octubre	15.40	15.44	16.25	16.30	11.78	Octubre	18.81	18.86	...	...	15.05
Noviembre ^{ch}	15.63	15.66	16.25	16.30	11.99	Noviembre	18.91	18.96	...	...	15.13
Diciembre	15.74	15.77	16.25	16.30	12.12	Diciembre	19.02	19.07	...	...	15.21
1968						1971					
Enero	15.77	15.80	16.25	16.30	12.18	Enero ^j	19.14	19.19	...	...	15.31
Febrero	15.83	15.87	16.25	16.30	12.27	Febrero	19.27	19.32	...	...	15.42
Marzo	15.94	15.98	16.25	16.30	12.39	Marzo ^k	19.41	19.46	...	...	15.53
Abril	16.01	16.08	16.25	16.30	12.49	Abril	19.56	19.61	...	...	15.65
Mayo	16.18	16.21	16.25	16.30	12.66	Mayo	19.68	19.73	...	...	15.74
Junio ^d	16.26	16.30	...	...	12.77	Junio ^l	19.80	19.84	...	...	15.84
Julio	16.30	16.34	...	...	12.84	Julio	19.97	20.02	...	...	15.98
Agosto	16.38	16.42	...	...	12.94	Agosto	20.15	20.20	...	...	16.12
Septiembre ^e	16.48	16.52	...	...	13.06	Septiembre	20.31	20.36	...	...	16.25
Octubre	16.59	16.65	...	...	13.19	Octubre	20.46	20.52	...	...	16.37
Noviembre	16.75	16.79	...	...	13.36	Noviembre	20.63	20.68	...	...	16.51
Diciembre	16.85	16.89	...	...	13.48	Diciembre	20.80	20.86	...	...	16.65
1969						1972					
Enero	16.88	16.91	...	...	13.50	Enero	20.99	21.04	...	...	16.79
Febrero	16.97	16.93	...	...	13.58	Febrero	21.16	21.21	...	...	16.93
Marzo	17.04	17.08	...	...	13.63	Marzo	21.33	21.39	...	...	17.06
Abril ^f	17.12	17.16	...	...	13.70	Abril	21.50	21.55	...	...	17.20
Mayo	17.16	17.20	...	...	13.73	Mayo	21.67	21.72	...	...	17.34
Junio	17.27	17.30	...	...	13.81	Junio	21.82	21.87	...	...	17.46
Julio	17.33	17.37	...	...	13.86	Julio ^{ll}	21.96	22.01	...	...	17.57
Agosto	17.43	17.47	...	...	13.94	Agosto	22.08	22.13	...	...	17.66
Septiembre	17.54	17.58	...	...	14.03	Septiembre ^m	22.25	22.30	...	...	17.80
Octubre ^g	17.61	17.65	...	...	14.09	Octubre ⁿ	22.40	22.45	...	...	17.92
Noviembre	17.69	17.72	...	...	14.15	Noviembre	22.53	22.58	...	...	18.02
Diciembre	17.79	17.83	...	...	14.23	Diciembre	22.70	22.75	...	...	18.16
1970						1973					
Enero	17.89	17.94	...	...	14.31	Enero ^ñ	22.89	22.94	...	...	18.31
Febrero	17.99	18.03	...	...	14.39	Febrero	23.02	23.08	...	...	18.42

1973					
Marzo o	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 p	24.17	24.23	...	...	19.34
Noviembre	24.37	24.42	...	...	19.50
Diciembre	24.63	24.68	...	...	19.70
1974					
Enero q	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 u	26.99	27.05	...	...	21.59
Noviembre r	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 s	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

1975					
Agosto	31.51	31.56	...	...	25.52
Septiembre t	31.84	31.90	...	...	25.79
Octubre u	32.17	32.23	...	...	26.06
Noviembre v	32.52	32.57	...	...	26.34
Diciembre	32.83	32.89	...	...	26.59
1976					
Enero	33.11	33.16	...	...	27.15
Febrero	33.49	33.55	...	...	27.46
Marzo	33.76	33.85	...	...	27.68
Abril w	34.10	34.16	...	...	27.96
Mayo x	34.45	34.52	...	...	28.25
Junio y	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 z	35.81	35.87	...	...	29.36
Diciembre	36.19	36.23	...	...	29.68
1977					
Enero aa	36.37	36.42	...	...	30.19
Febrero	36.38	36.44	...	...	30.20
Marzo bb	36.59*	...	36.00	...	30.26
Abril	36.50*	...	36.31	...	30.14
Mayo cc	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	37.96*	...	...	...	...

* A fin de mes.

a 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.

b 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 cuatro 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 pesos por dólar, según Resolución 13 del 22 de marzo de 1967.

c 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.

d Por Resolución 58 se dispone que las divisas destinadas a la industria petrolera estarán sujetas al tipo de cambio 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 al tipo de 9.00 pesos por dólar.

e Mediante Resolución 24 del 1º de junio, la Junta Monetaria dispone unificar los mercados de Certificados de Cambio y de capitales. A partir de esta fecha, el único tipo de cambio nominal diferencial que persiste es el correspondiente a la venta de divisas petroleras, de 9.00 pesos por dólar.

(sigue)

CUADRO A.4 (concluye)

- Por Decreto 2 392 se eleva de 19 a 20 % la retención cafetera.
- ‡ Por Decreto 544 se eleva a 23 % la retención cafetera.
- § Por Decreto 1 746 se eleva a 25 % la retención cafetera.
- ‡ Por Decreto 457 se eleva a 25.5 % la retención cafetera.
- ‡ 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.
- ‡ La Resolución 2 establece un interés anual de 5 % sobre los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.
- ‡ Se establece que los Títulos Canjeables serán nominativos y negociables.
- ‡ A partir del 25 de junio, por Resolución 53, la Junta Monetaria fija en 20 pesos 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.
- ‡ Por Decreto 1 322 se fija la retención en el equivalente a 27 kg de café excelso por cada saco de café exportado, es decir en 38.57 por ciento.
- ‡ Por Decreto 1 639 bis la retención equivalente se reduce a 22.5 kg, es decir 32.14 por ciento.
- ‡ Por Decreto 1 939 se reduce a 30 % el porcentaje de retención.
- ‡ Se eleva a 31.64 % el porcentaje de retención, según Decreto 152.
- Por Decretos 356 y 498 se fija primero en 37.16 % y luego en 35 % el porcentaje de retención cafetera.
- ‡ Mediante Decreto 2 116 se eleva a 39 % la retención cafetera.
- ‡ El Decreto 2 159 reduce a 30 % el porcentaje de retención.
- ‡ Por Decreto Legislativo 2 374 se determina reducir en cuatro 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 seis puntos a partir de marzo de 1967.
- ‡ El Decreto 732 eleva a 35 % la retención cafetera.
- ‡ Por Resolución 47, se eleva a 22 pesos el tipo 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, dicho tipo de cambio se eleva a razón de un peso por mes hasta llegar a 26 pesos por dólar en abril de 1976, cuando se unifica con la del mercado de Certificados de Cambio.
- ‡ Por Decreto 2 247 se reduce a 30 % la retención cafetera.
- ‡ Por Resolución 70 se reglamenta nuevamente el sistema de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.
- ‡ Por Decreto 699 se fija en 46.5 % la retención cafetera. Por Resolución 23 se dispone utilizar, a partir del 1º de mayo, el tipo de cambio 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, a dicho tipo de cambio, se llega finalmente a la unificación total de los tipos de cambio nominales.

‡ Por Decreto 853 se fija en 57 % el nivel de retención cafetera.

‡ Por Decreto 1 168 se eleva a 85 % el nivel de retención cafetera. Se crean los Títulos de Ahorro Cafetero (TAC).

‡ Por Decreto 2 483 se fija en 80 % la retención cafetera. Se firma un acuerdo con la Federación para suscribir 40 millones de dólares adicionales en Títulos Canjeables y para destinar otros recursos a fomento interno.

^{aa} 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 TAC 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:

<i>Fecha de modificación</i>	<i>Precio de liquidación (por kg)</i>	<i>Retención equivalente (%)</i>
1º de enero	61.60	84.0
3 de enero	75.00	93.6
14 de enero	87.00	102.1
17 de febrero	100.00	111.4
18 de febrero	108.00	117.1
24 de febrero	123.00	127.9
28 de febrero	163.00	156.4
9 de marzo	182.00	170.0
23 de marzo	280.00	240.0
14 de abril	211.00	190.7
22 de abril	203.00	185.0
27 de mayo	187.45	168.4
16 de junio	140.00	135.9
12 de julio	103.75	111.1
16 de julio	91.20	102.5
17 de agosto	44.00	70.1

^{bb} Por Resolución 25, se establece para las exportaciones de café y servicios el sistema de Certificados de Cambio pagaderos con descuento dentro de los treinta días siguientes a su expedición y se autoriza su libre negociación en la bolsa.

^{cc} 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, flores, ganado en pie, carne vacuna, metales y piedras preciosas.

Este ensayo se terminó de imprimir el
día 30 de abril de 1980, en los talleres
de Gráfica Panamericana, S. C. L.,
Parroquia 911, México 12, D. F. Se
tiraron 1 000 ejemplares.

