

BANCO DE LA REPUBLICA  
ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA

# **FINANCIAMIENTO EXTERNO**

**1977**

MEDELLIN, COLOMBIA

FEBRERO DE 1977

PRIMERA EDICION: JUNIO DE 1977

Derechos reservados

Edición bajo la dirección de  
DANIEL SCHLESINGER RICAURTE

Diseño de portada:  
Jaime Cendales O. y Germán Espinosa C.

Impreso en los  
TALLERES GRAFICOS DEL BANCO DE LA REPUBLICA  
BOGOTA, D. E.

## PREFACIO

*En cuatro oportunidades anteriores se llevaron a cabo simposios cuyo objetivo principal fue el estudio de la situación del mercado de capitales colombiano. Dichas reuniones dieron amplia oportunidad a las personas interesadas para exponer sus puntos de vista sobre tema tan importante en el desarrollo financiero del país. Muchas de las medidas tomadas en los últimos años relativas al mercado de capitales, fueron insinuadas previamente en esos simposios o debatidas allí luego de su adopción. De cada una de esas reuniones se editó un libro que contiene los trabajos presentados, los cuales constituyen valiosos documentos para el estudio del sistema financiero colombiano.*

*Nuevamente el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia organizaron el Primer Simposio sobre Financiamiento Externo, el cual se llevó a cabo en la ciudad de Medellín entre el 16 y el 18 de febrero de 1977. El tema escogido en esta oportunidad es de especial interés, dada la situación actual de balanza de pagos y en general del sector externo, como consecuencia principalmente de la significativa mejora en los términos de intercambio del país y del fuerte aumento de las reservas internacionales.*

*Este libro, que reúne los trabajos presentados en este Primer Simposio sobre Financiamiento Externo, es un aporte al estudio del desarrollo económico y financiero colombiano.*

# INDICE

Página

## CAPITULO PRIMERO

### ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y DESARROLLO ECONOMICO

Por: Enrique Low Murtra....	13
I—Deuda pública externa .....	14
1. Cerrar la brecha externa .....	14
2. Cerrar la brecha de recursos públicos. Brecha de ahorro público .....	19
3. Transferencia tecnológica y endeudamiento externo público .....	23
4. Factores condicionantes del endeudamiento externo público .....	24
II—Evolución de la deuda pública externa en Colombia.....	28
III—Endeudamiento externo privado .....	29
IV—Una política de endeudamiento externo para Colombia.....	30
Comentarios por: Hugo Palacios Mejía .....	35
Comentarios por: Haroldo Calvo Stevenson .....	45

## CAPITULO SEGUNDO

### ILUSION Y REALIDAD DEL CREDITO EXTERNO

Por: Eduardo Sarmiento Palacio....	53
I—Introducción .....	53
II—Principios generales .....	54
III—El caso colombiano .....	56
1. Largo plazo .....	60
A. Acumulación de capital .....	61
B. Asignación de recursos .....	64

	Página
2. Corto plazo .....	65
A. Ahorro .....	65
B. Crédito externo para gastos locales.....	68
C. Manejo coyuntural .....	69
IV—El círculo vicioso .....	71
V—Conclusiones .....	73
Comentarios por: Alejandro Figueroa .....	77
Comentarios por: Jorge Ruiz Lara .....	95

## CAPITULO TERCERO

### EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR EXTERNO

Por: Pablo Salazar de Heredia....	113
I—Introducción .....	114
II—Naturaleza de la financiación internacional .....	114
III—Formas de endeudamiento externo .....	114
IV—Negociación de las líneas .....	117
V—Mecánica tradicional de la financiación externa.....	119
VI—Sistema ideal para manejar las líneas externas .....	120
VII—El sector externo y la política económica .....	122
VIII—Conclusiones y recomendaciones .....	131
Comentarios por: José Román Fernández .....	133
Comentarios por: Francisco J. Ortega .....	139

## CAPITULO CUARTO

### RESERVAS INTERNACIONALES Y POLITICA CAMBIARIA

Por: Eduardo Wiesner Durán....	149
I—Introducción .....	149
II—Marco teórico y consideraciones generales .....	150
1. La demanda por reservas .....	150
2. El nivel adecuado de reservas .....	153

	Página
3. Origen y efecto de las reservas .....	156
4. Reservas y política cambiaria .....	159
5. Resumen y conclusiones .....	166
III—El caso colombiano .....	169
1. Alternativas cambiarias .....	169
2. Evolución cambiaria reciente .....	171
3. Encrucijada cambiaria y monetaria .....	173
4. Política de transición .....	177
5. Convergencia hacia el equilibrio .....	183
6. Resumen y conclusiones.....	184
Comentarios por: Oscar Alviar Ramírez .....	186
Comentarios por: Jorge Ramírez Ocampo .....	217

## CAPITULO QUINTO

### EL CONTROL Y LA FINANCIACION DE LAS IMPORTACIONES

	Por: Fernando Montes Negret....	229
I—El control de cambios e importaciones .....		229
1. Antecedentes .....		231
2. El estatuto cambiario. Decreto-Ley 444 de 1967.....		234
A. Consideraciones generales .....		234
B. Los mecanismos de importación .....		239
3. Modificaciones al Estatuto Cambiario .....		242
4. Comentarios finales .....		246
II—La demanda por importaciones .....		250
1. Comentarios generales .....		251
2. Estimaciones de la demanda por importaciones en Colombia		252
3. La elasticidad precio y la elasticidad gasto de las importa- ciones colombianas .....		257
4. Conclusiones .....		258
III—La deuda comercial externa a corto plazo .....		259
1. Evolución reciente de la deuda externa privada .....		259
2. Estructura de pagos de las importaciones reembolsables...		268
A. Limitaciones estadísticas .....		268
B. Descripción del modelo de rezagos distribuidos.....		272
C. Proyección de los pagos por importaciones reembolsables		282
D. Comentarios finales acerca de la estructura de pagos por importaciones .....		284

	Página
3. Las importaciones y los medios de pago .....	288
4. Resumen y conclusiones .....	291
Apéndice .....	293
IV—El sistema financiero y el crédito a las importaciones.....	296
1. Fuentes de recursos externos .....	367
2. Fuentes de recursos internos .....	298
A. Posición propia en divisas .....	300
B. Sustitución de recursos externos por recursos internos en moneda extranjera .....	300
C. Sistemas de financiación de importaciones.....	301
3. Conclusiones .....	307
Comentarios por: Diego Pizano Salazar .....	309
Comentarios por: Antonio Hernández Gamarra .....	325

## CAPITULO SEXTO

### INFLACION, TASAS DE INTERES Y FINANCIACION DEL SECTOR CAFETERO

Por: Mauricio Carrizosa Serrano....	337
I—El problema .....	337
II—Consideraciones teóricas .....	339
1. El mercado monetario y la inflación .....	339
2. El impuesto de la inflación y el subsidio al crédito.....	342
3. El crédito externo y la política cambiaria .....	344
III—El sector cafetero .....	345
1. Financiación institucional del sector cafetero.....	346
2. Evaluación del subsidio al crédito .....	353
3. Evaluación del impuesto sobre los activos institucionales..	355
4. El subsidio al crédito y el impuesto al ahorro institucional..	359
IV—Tres propuestas para la indización del sistema financiero insti- tucional .....	362
1. Costo del crédito institucional .....	296
2. Tasas de interés reales positivas sobre el ahorro institucio- nal .....	363
3. Política cambiaria y financiación externa .....	364
V—Resumen y conclusiones .....	362
Comentarios por: Alberto Hernández .....	369
Comentarios por: Roberto Junguito Bonnet .....	379

CAPITULO PRIMERO

# **Endeudamiento Externo y Desarrollo Económico**

Por Enrique Low Murtra

Comentarios de: Hugo Palacios

Haroldo Calvo

## ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y DESARROLLO ECONOMICO

ENRIQUE LOW MURTRA

Siguiendo a Tinbergern, la política económica suele definirse como un juego de metas e instrumentos (1). El endeudamiento externo puede bien mirarse por las variedades que presenta como un múltiple juego de instrumentos de política económica con metas múltiples.

En tal sentido es útil distinguir varios tipos de endeudamiento externo: la principal división ocurre entre endeudamiento externo público y privado. Cada uno de estos puede a su vez clasificarse por su naturaleza de corto o largo plazo. El de corto plazo es generalmente más un financiamiento de coyuntura que un instrumento de política económica en sentido estricto. Por tanto, esta discusión se limita a estudiar la deuda externa como una política a largo plazo, con énfasis en su uso para el desarrollo económico, mirándola tanto desde el punto de vista del país receptor como desde el punto de vista de quienes otorgan los créditos, bien sean estos organismos internacionales de crédito, gobiernos, proveedores, agentes financieros, etc. El énfasis de estas apreciaciones se incorpora en el marco de referencia de la economía colombiana, aunque se intenta ilustrar esta con la experiencia de otros países latinoamericanos.

---

(1) J. Tinbergern, *On the theory of Economic Policy*. Amsterdam, North-Holland Publishing Company, 1952. Capítulo VII.

## I—DEUDA PUBLICA EXTERNA

Desde hace algún tiempo los países en proceso de desarrollo han utilizado recursos del crédito público externo con el propósito de promover su crecimiento económico. Se pretende con el endeudamiento externo cerrar la brecha de recursos externos y así ampliar la capacidad de importar del país; se pretende también cerrar la brecha de recursos internos e incrementar el ahorro global frente a la insuficiencia del ahorro interno. Por último se busca que el endeudamiento externo sirva para realizar transferencias tecnológicas tanto a nivel del sector público como a nivel del sector privado.

Vale la pena analizar separadamente cada uno de estos objetivos:

### 1. Cerrar la brecha externa

Si un país desea obtener una tasa de crecimiento del producto interno bruto de  $\gamma$ , y la elasticidad ingreso de las importaciones de bienes y servicios no financieros es  $\beta$ , debe suponerse que las importaciones deberán crecer a un ritmo  $\rho = \beta\gamma$  a fin de lograr las metas del crecimiento. Las exportaciones de otra parte crecen a un ritmo  $\epsilon$ . De la comparación de los parámetros  $\rho$  y  $\epsilon$  se coligen tres posibilidades:

(1)  $\rho = \epsilon$

(2)  $\rho > \epsilon$

(3)  $\rho < \epsilon$

Si se parte de una situación de equilibrio en la balanza y se da el primer caso, el país podrá sostener el ritmo de crecimiento de las importaciones sin necesidad de recurrir a endeudamiento externo. En el segundo caso, el crecimiento de las importaciones es más rápido que el de las exportaciones y la situación de la balanza de pagos presentará una limitación grande al ritmo de crecimiento propuesto.

En tal caso el país tiene varias opciones; puede reducir el ritmo de crecimiento del producto (afectar  $\gamma$ ), o reducir la elasticidad ingreso de las importaciones (afectar  $\beta$ ), o estimular un más rápido crecimiento de las exportaciones (afectar  $\epsilon$ ), o financiar una brecha externa a base de entradas de capital, bien sea a través de inversión directa o endeudamiento externo. El

endeudamiento externo es así una de las cinco opciones (no excluyentes entre sí) que se tienen para hacer frente a una situación de estrechez en las perspectivas de la balanza de pagos; y, puede, por tanto, analizarse en forma comparativa con estas otras opciones.

Si  $\rho$  es menor que  $\varepsilon$  habrá con toda probabilidad una tendencia a generar una acumulación de reservas internacionales netas: en tal situación existe el peligro de monetizar estas reservas, generar presiones inflacionarias internas, a menos que pudiese utilizarse esa serie de recursos con el fin de estimular el crecimiento de las importaciones, elevar la tasa de crecimiento del producto, cancelar deuda externa y otras medidas análogas. Es decir, en este caso se operaría en forma inversa a la anotada atrás.

En situaciones de estrechez cambiaría las opciones de política que enfrenta un país tienen todos costos y dificultades. Reducir la tasa de crecimiento del producto equivale a afectar no solo los ingresos sino también las posibilidades de empleo. Tienen por tanto, su alto costo social. Bajar la elasticidad de las importaciones, con restricciones al comercio, licencias, prohibiciones y otras medidas análogas tienen un costo de largo plazo, pues como se ha destacado, este proceso genera ineficiencias en la producción, mala asignación de los recursos y exceso de costos para el consumidor (2).

Los incentivos a las exportaciones también tienen costos bien sea de tipo fiscal o cambiario, según la fórmula que se escoja para desarrollarlas. Adquirir recursos de capital a través de inversión directa tiene también costos que se reflejan en las remesas futuras de utilidades, que comprometen parte de las exportaciones futuras y en una serie de costos disfrazados, tales como pagos de regalías, sobrefacturación de importaciones y otros análogos. El endeudamiento externo tiene también un importante costo: el servicio de la deuda (capital e intereses) que compromete parte de las exportaciones futuras. En todo caso, cualquier camino que se escoja frente a la brecha de recursos de divisas, el hacer crecer las exportaciones es la más permanente de sus opciones, pero también es un proceso lento y costoso.

---

(2) Ver por ejemplo, una excelente síntesis en Clemens, Pfiker y Rothwell, **Manual de Economía Internacional**, Amorrortu, Buenos Aires, 1973.

A la inversa, en situaciones de bonanza cambiaria se plantean las políticas opuestas y también en esa dirección, generan sus costos; se puede acelerar la inversión, pero tal política conlleva a menudo una aceleración de presiones inflacionarias que se asocian con la inevitable expansión monetaria; si se liberan importaciones se compite con la industria existente y se genera desempleo industrial; si se invierte en la compra de empresas extranjeras y se paga deuda externa, se reduce la presión futura de la balanza, pero con el costo de sacrificar ritmos posibles de crecimiento del producto.

Una preocupación frecuente de utilizar la deuda externa para resolver problemas de la brecha externa, es el paso que el servicio de la deuda puede tener en las exportaciones futuras, absorbiendo una proporción de los nuevos recursos externos hasta el punto de cuestionar la viabilidad del proceso mismo de endeudamiento y obligar, a menudo, a que las autoridades se vean forzadas a decretar moratorias y plantear renegociaciones, devaluaciones drásticas y otras medidas severas, que generan inmensos problemas en el proceso de desarrollo del país en cuestión.

Para analizar este tipo de problema es útil estudiar la historia de otros países:

Dhonte (3), entre otros, realizó recientemente un interesante esfuerzo comparativo al respecto, para lo cual ordenó sesenta y nueve países en función de diez variables o indicadores. Estos indicadores son: a) nivel de endeudamiento externo en relación con el producto nacional bruto y b) con las exportaciones; c) tasa de crecimiento del nivel de endeudamiento; d) relación del servicio de la deuda a las exportaciones; e) proporción entre los desembolsos de nuevos empréstitos y las importaciones; f) proporción entre las transferencias netas y las importaciones; g) relación entre el servicio de la deuda y los desembolsos de nuevos empréstitos; y h) proporción entre el servicio y el nivel de la deuda.

De los sesenta y nueve casos estudiados por Dhonte, trece enfrentaron la necesidad de renegociación de la deuda externa, casos que pueden considerarse fuente de "problemas". De allí obtuvo cuatro conclusiones de importancia:

---

(3) P. Dhonte, "Describing External Debt Situations; A Roll-Over Approach", I.M.F. Staff Papers, Vol. XXII, N° 1, March 1975, p. 159.

a) Los casos de renegociación se correlacionan con el nivel de endeudamiento, medido como proporción de las exportaciones. No aparece correlación significativa entre la renegociación de la deuda externa y la velocidad a la cual el país aumenta su nivel de endeudamiento. Esto es así porque la renegociación de la deuda depende no solamente del nivel de la misma sino de la velocidad a la cual el país incrementa sus exportaciones. Por esta razón es de vital importancia juzgar la incidencia de la deuda externa en las exportaciones futuras, o en otros términos el crecimiento del endeudamiento en relación con el de las exportaciones.

b) De los trece casos, ocho tenían tasas de servicio de la deuda superiores al quince por ciento (15%) de las exportaciones, lo cual indica que una alta tasa del servicio de la deuda es fuente de dificultades en el manejo de la balanza, para que aún con tasas bajas de servicio de la deuda un país puede enfrentar serias dificultades en el manejo de los pagos de la deuda externa. Como bien lo ha puntualizado Avramovic (4) no es legítimo mirar los patrones del servicio de la deuda presente, sino el peso futuro que este servicio de la deuda puede llegar a tener en el horizonte de las exportaciones.

c) Los países deudores con un alto servicio de la deuda se pueden caracterizar por la presencia de dos elementos: el nivel alto de endeudamiento que alcanzan se combina con los términos muy onerosos a los cuales contratan la deuda. Parece que con gran frecuencia, en la medida en que aumenta el endeudamiento externo empeoran los términos de la deuda. De allí que, vistos estos factores, pueda decirse que lo importante es mantener un balance entre el crecimiento de la deuda y el de las exportaciones.

d) Los países "problema" se caracterizan por lo que puede llamarse un endeudamiento en espiral. Este surge de una alta relación entre la tasa del servicio de la deuda y los desembolsos de nuevos empréstitos. Si llamamos SD el servicio de la deuda externa, DES el nivel de los desembolsos de los nuevos empréstitos, se tiene la relación SD/DES (5). Cuando esta relación y

---

(4) Avramovic, Dragoslav, *Economic Growth and External Debt*, (International Bank for Reconstruction and Development), Baltimore, 1964.

(5) Es importante distinguir entre compromisos y desembolsos efectivos. Generalmente las agencias internacionales de crédito sujetan los desembolsos efectivos de sus créditos a condiciones rigurosas. Muchos compromisos no se desembolsan o lo hacen en períodos diferentes a los del compromiso.

la relación de desembolsos a importaciones DES/IMP tienden a crecer simultáneamente, el país enfrentará una situación insostenible y se verá eventualmente forzado a replantear su situación de deuda. Esto es así porque cada vez más crece el peso del servicio de la deuda sobre la balanza de pagos, volviéndose eventualmente insostenible.

Este marco conceptual adolece de varias limitaciones. Primero, al poner énfasis en las tasas crecientes de las variables incorporadas a la balanza de pagos ignora las condiciones históricas ya acontecidas. Una brecha externa puede surgir aún cuando las exportaciones crezcan más rápido que las importaciones, si el país ha afrontado situaciones complejas en el pasado o si afronta ya un servicio elevado de la deuda externa contratada en años anteriores. Segundo, el marco conceptual ignora también la situación típica de las exportaciones de los países en desarrollo, las cuales se encuentran siempre sujetas a oscilaciones y altibajos, totalmente impredecibles. En particular variaciones en los términos de intercambio afectan fundamentalmente la proyección de las exportaciones y en razón de ello hacen muy difícil determinar cursos alternativos de acción. Los organismos internacionales de crédito se fijan con exagerada frecuencia en los resultados que se vislumbran de una proyección meticulosa de la balanza de pagos. Niegan préstamos a los países que confrontan dificultades cambiarias y fuerzan la adopción de medidas drásticas para sostener su apoyo financiero.

La crisis petrolera de 1973-1974 forzó un replanteamiento en estas posiciones tradicionales de las entidades internacionales de crédito. En efecto, en su dimensión práctica el alza del precio del petróleo resultó muy similar al establecimiento de un impuesto a las ventas. Parte del impuesto lo asumió el conjunto de países consumidores de petróleo y parte se reflejó en una reducción de los volúmenes de producción. Las nuevas condiciones de intercambio produjeron la necesidad de generar cupos extraordinarios de crédito externo para cubrir los déficit de recursos que creaba la nueva situación para los países consumidores. Se relajaron los términos de estricta severidad que plantearon durante muchos años los organismos internacionales en el juicio de las condiciones de aceptación crediticia de los países prestatarios. Tasas de servicio de la deuda de 20% de las exportaciones han sido sobrepasadas por tradicionales pres-tamistas del Banco Mundial, como México y Brasil, sin que altos

niveles de servicio de la deuda hayan ocasionado problemas para que los organismos externos de financiación se resistan a continuar sus programas de crédito en estos países. Nuevamente, cambios en la relación de intercambio del comercio mundial afectaron el resultado de lo que hubiera podido proyectarse en la balanza independientemente de las relaciones internacionales de precios.

## 2. Cerrar la brecha de recursos públicos - Brecha de ahorro público

A menudo los recursos del estado pueden resultar insuficientes para financiar las necesidades de la inversión pública. Cuando el ahorro público, definido como el neto entre ingresos ordinarios del tesoro y gastos corrientes, es insuficiente para financiar la inversión pública, el gobierno tiene que recurrir a financiaciones a través del crédito interno o externo.

Alrededor de este aspecto se ha generado la doctrina de que el endeudamiento externo público en momentos de expansión de reservas internacionales debe ser negativo. Es decir, no se justifica que un país recurra a endeudamiento externo sino en casos de pérdidas netas de reservas. Así, en Colombia se criticó en 1972 la política de contratar empréstitos por US\$ 80 millones en momentos de alzas en los precios internacionales del café y de aumento de las reservas (6). Se anotó en esa oportunidad que tal endeudamiento se traduciría tan solo en los aumentos de la masa monetaria, que tendría presiones inflacionarias y que si el gobierno quería financiar la inversión con estos recursos era más aconsejable aún la pura emisión que el endeudamiento, por el costo del servicio de las nuevas deudas.

En 1976, al contrario, frente a una impresionante expansión de las reservas internacionales, Colombia decidió adoptar políticas dirigidas a pagar más de lo que se adquiriría en nuevos compromisos. Fue así como el gobierno decidió utilizar mecanismos que evitaran el endeudamiento externo, que aceleraran el pago de deudas atrasadas y aún sirvieran para la compra de empresas extranjeras. Paradójicamente los niveles de inversión pública se paralizaron para evitar la expansión monetaria. Tal resultado puede también considerarse indeseable frente a objetivos de desarrollo del país.

---

(6) Ver, por ejemplo, FEDESARROLLO, *Coyuntura Económica*, Vol. II, N° 3, octubre 1972, pp. 50-51.

Tal posición ignora varios elementos; los problemas de la estructura económica y del desarrollo no pueden mirarse en la miopía de la cuestión monetaria a corto plazo. Por eso ambas posiciones, la de 1972 y la de 1976, han tenido defensores la una y contradictores la otra.

Cabe entonces preguntar: ¿cuál es la función del endeudamiento externo en un país cuando se está en una situación de balanza de pagos favorable?; ¿se justifica en tal situación un aumento adicional de las reservas internacionales netas?; ¿debe un país incrementar los niveles de liquidez monetaria y acrecentar el peso de la deuda externa a pesar de lo favorable de la situación internacional de su balanza?

A estos interrogantes se suelen dar dos tipos de respuesta: una de ellas puede encontrarse en Eduardo Wiesner, quien en reciente artículo sobre el tema, comentaba:

“La actual preocupación con los efectos inflacionarios de la imprevisible expansión de los medios de pago como resultado de los altos precios del café, ha dado origen a diversas e independientes fórmulas de solución... Se dice también que un acelerado crecimiento de las importaciones y de pagos al exterior hacía regresar dinero en poder del público y de los bancos comerciales al Banco de la República, reduciendo así la rápida tasa de crecimiento de la oferta monetaria”.

Y más adelante agrega:

“Aún suponiendo que existiese una tasa o función de sustitución entre inflación y reservas internacionales —lo cual es discutible— la respuesta a este interrogante no podría basarse en consideraciones puramente coyunturales de corto plazo, o de estricta coincidencia con una política económica interna del país. Una respuesta sobre el volumen adecuado de reservas o sobre el nivel aceptable de inflación no puede hacerse, *inter alia*, independiente de una proyección o diagnóstico sobre futuros desarrollos de la economía mundial y del comercio internacional en particular. Dentro de este más amplio contexto lo aconsejable sería fortalecer aún más las reservas aprovechando el mayor ingreso de divisas, tanto para elevarlas como para estimular su utilización en la importación de bienes de capital y de bienes intermedios, buscando con ello aumentar la tasa de inversión y la generación de empleo” (¿Qué tantas reservas? pp. 2 y 3).

El otro extremo que corresponde a la posición sostenida por las autoridades monetarias, se puede encontrar en la siguiente exposición:

“El costo social de las emisiones, así vengan ellas de préstamos internacionales convertidos en moneda nacional... es un precio inmenso que recae principalmente en los sectores más desfavorecidos de la población, que, frecuentemente, no distinguen entre un impuesto visible que grava técnicamente todos los sectores pero que afecta principalmente alguna capacidad de pago, y la inflación, que, por la vía de la desvalorización del poder adquisitivo de la moneda, recae sobre la totalidad de la ciudadanía...” (7).

La primera posición, que llamaremos “estructuralista”, basa su división en tres consideraciones:

a) El mundo moderno del comercio internacional es un mundo donde juegan fuerzas fundamentalmente desiguales y sus resultados no se basan en la libre competencia sino en la relativa fuerza de los países que dialogan sobre las metas de negociación, bien sea multilateral o bilateral. El crecimiento de las reservas internacionales coadyuva a fortalecer esta capacidad negociadora, genera mayor fuerza en las exigencias y permite tomar posiciones más rígidas en las concesiones. No se opera sobre la angustia de una inminente crisis cambiaria, sino sobre la confianza de una posición estable.

b) El comercio internacional es altamente fluctuante, particularmente en los países donde se depende estrechamente de productos básicos de exportación e importación. Un nivel crecido de reservas puede servir como “colchón de seguridad” si los términos de intercambio se toman en contra del país o si las circunstancias obligan a comprometer parte sustancial de estas reservas en el pago de importaciones cuantiosas.

c) Las reservas y la deuda pública no pueden analizarse exclusivamente a la luz de situaciones circunstanciales. Al contrario, parece esencial mirar fenómenos de largo plazo; si se considera que la situación es transitoria debe proyectarse la visión de la economía en procura de nuevas fuentes de recursos en el futuro: “sembrar la bonanza”, por decirlo así, para asegurar frutos cuando haya cesado el momento de bienestar.

En contraste con estos puntos de vista la tesis “monetarista” sostiene que debe cerrarse el endeudamiento externo público y privado para evitar que entren reservas cuando no se

---

(7) Alfonso López Michelsen, “El Gobierno del Mandato Claro”. Tomo I, Imprenta Nacional, pp. 67-68.

necesitan, se monetizan y se incrementa el servicio de la deuda que ha de ser gravosa sobre las exportaciones futuras. Una natural consecuencia de esta posición es la necesidad de reevaluar para que el equilibrio cambiario sea el consistente con los ritmos normales de crecimiento de la oferta monetaria.

En esencia las diferencias entre los "estructuralistas" y los "monetaristas" se pueden expresar en los siguientes términos: el "estructuralista" sostiene que del crecimiento del producto depende la inversión, la cual se concreta a través de importaciones de equipo y la deuda externa puede justificarse en la medida en que estas crezcan, aún tolerando algún nivel de crecimiento en la oferta monetaria, mientras que el "monetarista" centra toda su atención en la necesidad de evitar la expansión monetaria causada por un crecimiento acelerado de las reservas.

Un segundo aspecto de fundamental importancia se refiere a la interrelación entre el apoyo que tiene un país desde el punto de vista del crédito externo y el esfuerzo de ahorro interno que el país realiza. Este punto ha sido tratado por numerosos autores. La hipótesis de que el ingreso de recursos externos reduce el esfuerzo de ahorro interno ha sido formulada por Rahman (8), Aresbonz (9) y Griffin (10).

En el examen de series cruzadas de países, estos autores concluyen que los flujos de capital externo como porcentaje del ingreso nacional tienen una relación inversa negativa con la tasa promedio de ahorro. Weisskopt (11) usando series de tiempo, estimó funciones de ahorro para diecisiete países en los cuales los coeficientes con respecto al flujo de capital externo resultaron negativos y a menudo pasaron la prueba de significancia. Se dice que esta relación negativa se explica porque el apoyo externo induce a los países a reducir sus esfuerzos sobre la carga tributaria y a

---

(8) A. Rahman, "Foreign Capital and Domestic Savings: A test of Haavelmo's Hypothesis with cross section data", *Review of Economics and Statistics*, February, 1968.

(9) K. Aresbonz, *External Public Borrowing; Its Role in Economic Development*, 1969 Praeger, New York.

(10) K. B. Griffin, "Foreign Capital Savings and Economic Development" *Bulletin*, Oxford University Institute of Economics and Statistics, May 1971.

(11) J. E. Weisskopt, "The Impact of Foreign Capital Inflow on Domestic Savings in Underdeveloped Countries", *Journal of International Economics*, Feb. 1972.

incrementar los gastos públicos; o a liberar importaciones y permitir revaluación monetaria, induciendo importaciones no esenciales. Landau (12) ha planteado serias dudas sobre los métodos econométricos utilizados, particularmente deficiencias en las cifras de ahorro y flujos de capital, ausencia de otras variables importantes, particularmente el crecimiento de la fuerza laboral, etc.

### 3. Transferencia tecnológica y endeudamiento externo público

En los organismos internacionales de crédito se establece normalmente un equipo técnico dirigido a asegurar que los recursos de capital se orienten en la forma más eficiente. Se trata de asegurar que los proyectos que se han de financiar se ajusten a las más rigurosas condiciones técnicas, económicas y financieras para prevenir, en lo posible, errores de diseño o de ejecución.

Para cumplir las exigencias que tiene el sistema de crédito externo, los países receptores, enfrentados a la baja capacidad operativa de sus organismos burocráticos de tipo central, se ven forzados a crear paralelamente entidades descentralizadas a las cuales dotan de una excelente capacidad operativa, magnífico nivel teórico y un impresionante aparato profesional. Así, se "apoya" la eficiencia del estado en su rol de promotor del desarrollo. Así, también se "apoya" el papel del desarrollo en lo que es ajeno al "capital", que es el aumento de la productividad de los recursos existentes. No obstante, valen la pena tres anotaciones:

a) A menudo la creación de organismos estatales paralelos al sector público adolece de defectos intrínsecos: como se trata de darle mayor eficacia al aparato administrativo de un país, los organismos descentralizados pagan mejores sueldos y tienen mayores y mejores facilidades "logísticas" que los propios organismos del gobierno central. Esto sirve para que se genere así un estado dentro del propio estado, que cada organismo actúe solo, que su presupuesto se agigante sin límite y que las necesidades presupuestales terminen por afectar a menudo las transferencias que el gobierno central tiene que hacer. Estas transfe-

---

(12) L. Landau, The "new consensus" on the relationship between capital inflows and savings. Mimeo, 1974.

rencias se hacen necesarias aún en presencia de las más excelentes condiciones de manejo administrativo de unos y otros (13).

b) Las estrictas condiciones tecnológicas que exigen las entidades internacionales de crédito, a menudo juegan en contra del propio desarrollo de empresas autóctonas de asesoría técnica, porque, de una parte, los países receptores tienen niveles muy incipientes de desarrollo tecnológico y, de otra, los organismos que otorgan el crédito exigen calidad ya reconocida de los técnicos consultores que aseguren un uso más eficaz de los recursos, la cual implica alguna experiencia. Por eso se hace difícil el desarrollo de nuevas empresas autóctonas de consultoría nacional, por la limitación del mercado y por la falta de experiencia, factores que se apoyan recíprocamente y constituyen así un límite al propio desarrollo tecnológico del país receptor del crédito.

c) Algo parecido ocurre en la cuestión de suministros. Generalmente, la tecnología se asocia con la provisión de equipo. Los propios proveedores de equipo son los principales que coadyuvan a frenar un proceso tecnológico propio de los países receptores de crédito. Como en el caso anterior los países receptores no tienen mercado ni experiencia para la producción de equipos, lo cual hace que los organismos de crédito utilicen proveedores de países ya desarrollados.

#### 4. Factores condicionantes del endeudamiento externo público

En el proceso de endeudamiento los países en desarrollo dependen de condiciones que imponen los prestamistas, bien sea en el orden multilateral o en el bilateral, en el caso del endeudamiento público o del endeudamiento privado. Desde luego estas condiciones varían entre cada entidad prestamista. En el Banco Mundial como organismo prestamista existen tres tipos de condiciones: unas relativas al prestatario, otras relativas al proyecto que se financia y otras a la administración del préstamo.

Ha sido tradición que el otorgamiento de préstamos a un país observe meticulosamente la situación de la balanza de pagos. En efecto, se considera que si el país asume un excesivo nivel de endeudamiento, su capacidad de repago se ha de ver limi-

---

(13) La principal justificación del Departamento Administrativo Nacional de Planeación radica en la posibilidad que tiene de coordinar la acción de los distintos organismos descentralizados del estado.

tada por el crecimiento del servicio de la deuda. Por eso el Banco mira con excesivo recelo el otorgar crédito a países que tienen una situación financiera delicada, a menos que se adopten medidas que corrijan esta situación. De otro lado, cuando un país tiene buena situación de reservas se considera que no necesita crédito y se elimina como opción para financiamiento externo. Cabe preguntar hasta qué punto es legítimo este tipo de actitud. Dos argumentos suelen esgrimir los organismos internacionales para justificar dichas posiciones. De una parte alegan defender los intereses de sus propios prestamistas. Así el Banco Mundial consigue sus recursos de crédito con la emisión de bonos en los mercados internacionales de capitales y debe actuar con cierta prudencia financiera para evitar que un debilitamiento por falta de pago de algunos compromisos genere desaliento en los inversionistas, y así con la rigidez, los mismos prestamistas tienen fuentes de recursos basadas en su capacidad de captación. De otro lado, se piensa que el exigir medidas correctivas a los países que tienen una situación financiera difícil, ayuda a corregir deficiencias existentes. Así cuando un país afronta dificultades cambiarias, el reajuste de la tasa de cambio, medida que suele interesar a los organismos prestamistas, coadyuva a mejorar la situación cambiaria de dichos países.

La principal falla de este enfoque consiste en que al ignorar las permanentes variaciones de los términos de intercambio, la proyección de la balanza resulta endeble y a menudo castiga la posición de los países que exportan productos primarios. A menudo negaban el apoyo financiero, basados en una proyección de la balanza que utilizaba precios de productos primarios coyunturalmente bajos. Otras veces la proyección de la balanza resultaba optimista en razón de los precios que eran coyunturalmente elevados en los productos básicos de exportación del país. Sin duda, los países en desarrollo al especializarse en productos primarios, siguiendo los principios de la ventaja comparativa, se han sometido a depender de la exportación de productos que tienen grandes oscilaciones en sus precios. Por esta razón, parece equivocada la política de los organismos de crédito que pretende sujetar el manejo del crédito externo a proyecciones de la balanza de pagos que en el fondo son más o menos caprichosas.

La aplicación de este tipo de condiciones ha resultado paradójicamente inequitativa; de una parte, internamente en el Ban-

co ha habido un desequilibrio en el rigor con que se miran los países de América Latina vis a vis otras regiones del mundo. Se ha tratado con más liberalidad las regiones distintas de América Latina. Aunque recientemente se ha girado esta tendencia y se han abierto gradualmente las puertas al crédito del Banco Mundial a favor de países que tienen problemas de balanza de pagos, sigue siendo característica de dicho organismo el ejercicio de ciertas presiones más rigurosas sobre países con dificultades financieras en América Latina que en otras regiones.

Cabe anotar además que la política de exigir medidas drásticas no solo desconoce, a menudo, las oscilaciones en los precios de los bienes primarios de exportación, sino que también basa su análisis en la proyección de la balanza de pagos, proyección que nunca se cumple pues utiliza un número excesivo e irreal de supuestos. Más aún, en los resultados finales el juicio político que el Banco hace sobre la importancia de ese crédito pesa más en los países pequeños que en los grandes.

Las restricciones condicionantes al proyecto en sí, tienen también algún grado de arbitrariedad. El propósito de dichos factores condicionantes es asegurar que las condiciones técnicas, financieras y económicas del proyecto sean adecuadas para justificar la asignación de recursos en determinado proyecto.

A menudo, se pretende que el juego de dichos condicionantes vaya más allá del proyecto en sí. Los proyectos de tipo financiero (i.e. préstamos a las corporaciones financieras de desarrollo), exigen tasas de interés altas a los subprestatarios, sobre el argumento que así se presiona para que el país utilice tasas de interés real que sirvan para movilizar el ahorro y racionalizar el mercado de capitales. Esta exigencia, en la vida práctica, genera un sistema de múltiples tasas de interés que compiten con fondos más baratos o tasas de interés subsidiadas. En los préstamos a las empresas de servicios públicos se arguye que el estado debe asegurar que los desarrollos en la prestación de agua y electricidad sean rentables y las "tarifas sociales" solo operan en la medida en que quienes tienen más altos ingresos paguen un diferencial sobre el costo de la provisión del servicio para subsidiar este a quienes tienen bajos ingresos. Sin embargo, esta estructura tarifaria se aplica en la práctica a través de los sistemas contables que utiliza el Banco Mundial, los cuales exigen la revaluación de activos en libros y la rentabilidad

neta del servicio se computa con base en los valores revaluados. Así los países prestatarios continuamente deben elevar sus tarifas de servicios públicos para obtener la rentabilidad deseada.

Cabe preguntar si se justifica este tipo de presión basada en una práctica contable, que aunque es considerada como sana por muchos expertos, no es la única práctica contable (14).

El tercer tipo de exigencia se refiere a las condiciones de administración del préstamo. Tales condiciones buscan asegurar eficiencia y honestidad en el manejo de los fondos. Por ejemplo, en materia de licitaciones se basa en una abierta competencia internacional al mejor postor.

A menudo también se considera como factor condicionante de la financiación externa, que debe limitarse el crédito al componente importado, con lo cual se implica que aquel tiene como propósito básico servir de vehículo para cerrar las brechas de divisas antes que los recursos del ahorro interno, los cuales a su vez se supone que deben provenir de esfuerzos adicionales de cada país.

Los factores condicionantes en otras agencias de crédito han sido variables. El Banco Interamericano de Desarrollo no ha incorporado consideraciones relativas a las condiciones económicas del país prestatario, pero ha mantenido condiciones muy estrictas en lo que respecta al proyecto en sí y a la administración del préstamo. Así mismo, ha hecho apoyo de asistencia técnica directa, cosa que le da características especiales.

Las agencias de tipo bilateral, como la AID y el EXIMBANK, han establecido condiciones relativas al origen de las compras que se hacen con financiación externa, las cuales deben hacerse en los países de los que proviene.

Como toda deuda los préstamos de las agencias internacionales de crédito requieren el pago de amortización e intereses. Durante mucho tiempo estos créditos tenían términos relativamente blandos: intereses del orden del 6 al 7%, plazo de amortización de 15 a 20 años, períodos de gracia generosos. Desde luego dichos términos han variado de agencia, siendo la más generosa la AID, donde se conseguían créditos en términos muy conce-

---

(14) En países donde existen devaluación e inflación, la revaluación de activos puede tomar la devaluación o la inflación. La rentabilidad real exigida suele ser además muy elevada.

sionales. Los menos concesionales son los que tienen carácter más comercial, como los del EXIMBANK. A raíz de la crisis petrolera de 1973-1974, la escasez creciente de recursos de crédito se hizo sentir con vehemencia en los mercados internacionales de capitales y se han producido alzas sucesivas en las tasas de interés de los créditos internacionales. En el Banco Mundial, por ejemplo, se han elevado repetidamente las tasas de interés. Del 8 al 8.5% en 1974, del 8.4% al 8.9% en 1976 y a partir de julio de 1976 se ha establecido una tasa que ha de fluctuar con el costo de adquisición de los bonos en los mercados internacionales de capital. Los demás términos también se han estrechado. Se han reducido los plazos promedio de madurez y el período de gracia. Más aún, es predecible que este fenómeno no ha de reversar en el futuro, a pesar de la recuperación económica de los países industriales, por la creciente demanda de recursos de capital por parte de todos los países en desarrollo.

En el marco de las agencias de crédito se distinguen los préstamos de programa de los préstamos de proyecto. Los primeros tienen mayor flexibilidad para el usuario y comprometen en menor cuantía recursos presupuestales internos a la realización de proyectos de inversión. No obstante existe fundamental reticencia a la utilización de créditos de programa por parte de las agencias internacionales, por la dificultad de asegurar que haya una utilización "racional" de estos recursos.

## II—EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA EN COLOMBIA

La utilización creciente de los instrumentos de la deuda pública externa se nota en tres aspectos: 1) A través del tiempo el país ha utilizado con creciente intensidad los instrumentos de la deuda pública externa a partir de 1966. Mientras en 1966 la deuda externa señalaba el 35% de la deuda pública, en 1970 representaba el 54%. 2) El cambio así ocurrido obedeció fundamentalmente a dos fenómenos; al organizarse la planeación de la inversión pública se facilitaron los mecanismos de preparación, contratación y control de los proyectos de inversión y se consolidó un sistema que se adaptaba más a la visión de los organismos internacionales de crédito, facilitándose la tramitación de nuevos empréstitos. De otro lado, se consolidó una programación más sólida de las inversiones públicas con lo cual se hizo más patente la necesidad de inversión. 3) En el período 1950-1970

los saldos de la deuda externa crecieron a una tasa anual del 17% mientras los pagos de servicio de la deuda crecieron a una tasa anual del 16%. Esto es un indicador de cómo, en promedio, los términos de la contratación se venían mejorando en Colombia. Esta situación presenta un cambio en lo corrido de la década de 1970: los saldos de la deuda han crecido más lentamente que el servicio de la misma. Al estrecharse las disponibilidades de capital en los mercados internacionales, se ha determinado el costo de la deuda externa para Colombia.

### III — ENDEUDAMIENTO EXTERNO PRIVADO

Los propósitos del endeudamiento externo privado de largo plazo son muy análogos a los del endeudamiento externo público. Cubrir una brecha de divisas, cerrar la brecha de ahorro y servir de vehículo para la transferencia tecnológica.

Hay algunas características peculiares al endeudamiento privado que merecen destacarse separadamente. Generalmente el endeudamiento para el desarrollo es relativamente más escaso en el plano privado que en el plano público. Así mismo, es más costoso tanto en los términos relativos a la tasa de interés, como en cuanto a plazos de madurez de la deuda o períodos de gracia. De otra parte el endeudamiento privado compite con la inversión privada directa como fuente de captación de recursos de capital y progreso tecnológico.

El principal elemento de compensación de los préstamos externos es la tasa de interés, la cual es generalmente más baja que el dividendo que se paga por inversiones extranjeras, como lo muestra Duesenberry (15). Esto hace que el endeudamiento sea un vehículo más atractivo para la financiación del desarrollo en el componente que se refiere estrictamente a la captación de capital. No obstante, la transferencia tecnológica es mucho más débil en el caso de los préstamos que en el de las transferencias directas. Más aún el período de permanencia de capital en el país destinatario es mucho más corto en el caso de los créditos que en el de la inversión directa.

Este factor hace que se considere menos onerosa para la balanza de pagos la inversión directa como mecanismo de fi-

---

(15) J. S. Duesenberry. *Business Cycles and Economic Growth*, McGraw Hill, 1958.

nanciación del desarrollo, pues las reservas de capital principal tienen una mayor duración a largo plazo. De otra parte, la inversión externa genera problemas muy complejos de dependencia del país receptor, que han sido el marco de razonamiento de la Decisión 24 en el Grupo Andino.

En algunos sectores, como el de la minería, los requerimientos de capital exceden con creces la inversión directa y se trata por tanto de operaciones en las cuales el crédito opera como un importante elemento de complementación a la inversión directa.

En efecto, la participación del crédito representa aproximadamente el 80% de los recursos que se necesitan al iniciar operaciones mineras de importancia. Este hecho conlleva a menudo dificultades en regulaciones, como las de la Decisión 24 de la Junta del Acuerdo de Cartagena, en cuanto incorporan elementos particularmente imprevistos al establecer las reglas que operan hoy en el marco del estatuto de capitales.

#### IV — UNA POLITICA DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO PARA COLOMBIA

Las anteriores consideraciones permiten diseñar lo que puede constituir una agenda de acción en materia de endeudamiento externo para Colombia en los próximos años y puede basarse en algunos supuestos sobre el comportamiento de una serie de variables económicas muy importantes para el futuro del país. Desde luego también esta agenda depende de las metas del gobierno en materia de política económica. La existencia de una situación cambiaria muy favorable producida por elevados precios del café en los mercados internacionales hace, en apariencia, aconsejable pagar deuda externa en vez de contratar nuevos empréstitos para evitar así que los crecimientos en las reservas presionen sobre la oferta monetaria. No obstante, cuatro razones fundamentales pueden servir de argumento para tomar una posición favorable a la contratación de empréstitos nuevos:

a) Aún aceptando la necesidad de una cancelación neta de deuda externa, —acepto que admite controversia como se verá adelante— existen varias razones que se dirigen a mostrar cómo la adquisición de nuevos empréstitos se justifica siempre que haya cancelación de empréstitos antiguos en igual o mayor cuantía a las contrataciones nuevas. Así pueden mejorarse los términos de la deuda externa, esto es, cambiar obligaciones con mayores

intereses por otras de menor carga financiera; o buscar plazos más favorables o períodos de gracia más generosos. También puede justificarse un cambio en la composición de la deuda hacia obligaciones que se ajusten más a los objetivos del gobierno. Así, se justificaría una política de endeudamiento si se cancelan obligaciones en áreas menos prioritarias en la política de inversiones del gobierno y se adquieren nuevos compromisos en áreas más prioritarias. Así, si el gobierno persigue con vehemencia una mejora en la distribución del ingreso, puede darle mayor énfasis a las deudas que tienen enfoque social, tales como empréstitos en educación y salud públicas, programas de nutrición y desarrollo rural integrado. Por último, podrían justificarse nuevos compromisos siempre que ellos traigan un significativo apoyo técnico.

b) Si se toma como objetivo prioritario el desarrollo económico, entendiendo como tal un incremento sustancial en el producto interno bruto, el endeudamiento externo puede servir de vehículo para incrementar la inversión pública y privada. En 1976 el gobierno de Colombia adelantó una política marcadamente contraria a este propósito. Se siguió una política de estabilización basada en controlar el crecimiento de la oferta monetaria, y en ese anhelo por controlar la inflación se limitó el endeudamiento externo público y privado. A pesar de esto cabe preguntar si esta perspectiva coyuntural conviene cuando se analiza el país en su estructura de largo plazo. Frente a las ventajosas reservas, ¿debe el país ser exportador neto de capital, o debe, por el contrario, aprovechar esta situación para asegurar inversiones de importancia y fomentar su desarrollo?

La necesidad de una tasa de inversión elevada se hace patente en el horizonte de largo plazo del país, sobre todo si se considera que la bonanza cambiaria es transitoria y que nuevas presiones han de surgir en el futuro sobre la balanza de pagos al caer los precios internacionales del café y al crecer inusualmente el consumo de combustibles y de otros derivados del petróleo. Al respecto anota el Banco Mundial en su informe sobre Colombia:

“El desafío que enfrentan las autoridades de Colombia es regresar a tasas altas de crecimiento, como las conseguidas entre 1968 y 1974, al tiempo que debe reducir la inflación y aplicar un plan de desarrollo social que resulte en el mejoramiento de las clases sociales más pobres. Dada la situación favorable de

exportaciones, Colombia puede acelerar sustancialmente la inversión y por tanto el crecimiento económico" (16).

Para responder este desafío conviene hablar de un concepto nuevo en Colombia, cual es el de la capacidad de absorción. Este es un concepto nuevo porque el país siempre ha sufrido de una escasez fundamental de capital, fenómeno que transitoriamente se está cambiando. Durante unos años el país tendrá una amplia disponibilidad de recursos de capital que puede utilizar dentro de ciertos límites. Estos recursos de capital provienen desde luego de sus exportaciones y de la amplia capacidad de endeudamiento.

La capacidad de absorción se refiere a las posibilidades de utilizar productivamente los recursos de capital que puede adquirir el país. Para cuantificarla es conveniente señalar tres factores limitantes:

1) La disponibilidad de recursos humanos.

2) La inconveniencia de monetizar las reservas internacionales por los indeseables efectos inflacionarios que tal expansión conlleva, y

3) La disponibilidad de proyectos de desarrollo viables.

Muchos proyectos pueden adquirir viabilidad sobre la base de un alto contenido importado. No obstante la preparación y elaboración de proyectos en muchos casos encuentra rezagos de importancia. Cabe aquí anotar que para romper las tres limitantes anotadas debería el gobierno considerar la creación de un fondo especial de inversiones que financiase el contenido importado de proyectos públicos y privados de verdadera importancia para el desarrollo futuro del país.

Sobre esta idea se anotó lo siguiente en la revista "Criterio Económico": "Con base en estas premisas se sugiere formar un fondo de inversiones bien sea dentro del Banco de la República o separadamente, el cual tendría las siguientes funciones: 1) Financiar el componente importado de proyectos de inversión del sector privado que reúnan adecuadas condiciones de rentabilidad, generación de divisas, empleos de tipo regional, etc. 2) Iniciar

---

(16) Banco Mundial, Documento IBRD - 1190 - Co., 1976. Washington D. C.

proyectos audaces por parte del sector público con miras a la formación de grandes polos regionales..." (17).

c) Una tercera consideración se refiere al rezago que existe entre la contratación de empréstitos y sus desembolsos. No parece razonable cortar totalmente la contratación de empréstitos sobre la base de que ellos producen inusitada expansión de la oferta monetaria cuando existe un claro rezago entre el momento de la contratación y el momento del desembolso. Esto tiene importancia en las presentes circunstancias de la economía nacional donde muchos proyectos pueden movilizarse con base en compromisos que no tendrán presión monetaria inmediata y cuyos desembolsos pueden acaecer precisamente cuando la situación cambiaría se haya modificado sustancialmente.

d) Es también importante considerar que el acceso al crédito internacional es directamente proporcional a la situación de balanza de pagos. A los países como a las personas se les presta más cuando menos urgencia tienen del crédito, y los términos de este son más favorables en circunstancias de abundancia que de escasez. No es por tanto aconsejable cerrar las oportunidades de crédito barato y despremiar así la oportunidad de entablar relaciones con grupos financieros que puedan servir de apoyo al país cuando cambien los *idus* de la balanza de pagos.

---

(17) Enrique Low Murtra. "Ideas sobre la Política Económica del Presidente López", *Criterio Económico*. Diciembre 1976.



## COMENTARIOS

HUGO PALACIOS MEJIA\*

La ponencia del doctor Enrique Low sobre "Endeudamiento externo y desarrollo económico", constituye una afortunada síntesis de los principales temas alrededor de los cuales gira el análisis de las relaciones entre el endeudamiento externo y el desarrollo económico. La ponencia ha sido enriquecida con el recuento de los resultados de diversos estudios empíricos, y el orden en la exposición facilita muchísimo el encargo que he recibido para comentarla.

Mis observaciones a la ponencia del doctor Low se encaminan a resaltar los límites del enfoque de la "doble brecha" como marco conceptual al debate sobre endeudamiento externo y desarrollo económico; a destacar la necesidad de coherencia entre la política de endeudamiento externo y la de endeudamiento interno; y a subrayar cómo los efectos monetarios de la política de endeudamiento externo dependen de la naturaleza del plan de desarrollo adoptado y de los proyectos que existan. También, como hace el doctor Low, procuraré exponer las serias inquietudes que despierta la reciente experiencia colombiana de endeudamiento, cuando se observa a la luz de los criterios anteriores; y daré especial atención a las conclusiones relativas a una perspectiva de reservas internacionales crecientes.

Siguiendo el método sugerido por el doctor Low, estos comentarios analizan los problemas del endeudamiento externo en

---

\* Abogado y Economista de la Universidad Javeriana; Master of Arts en Economía de la Universidad de Vanderbilt, (U.S.A.); ex-vice-ministro de Hacienda y Crédito Público; ex-director ejecutivo del Banco Interamericano de Desarrollo.

el largo plazo; un análisis de corto plazo, por supuesto, podría llevar a conclusiones distintas.

I—LIMITES DEL CONCEPTO DE LA “DOBLE BRECHA”;  
CAPACIDAD DE ABSORCION Y PREPARACION DE PROYECTOS

En palabras del doctor Low, “se pretende con el endeudamiento externo cerrar la brecha de recursos externos y así ampliar la capacidad del país para importar; se pretende también cerrar la brecha de recursos internos e incrementar el ahorro global frente a la insuficiencia del ahorro interno”. En seguida el doctor Low explica la función del crédito externo como mecanismo para cerrar las dos brechas a través de un sencillo modelo matemático que tiene por variables el crecimiento del producto interno bruto, la elasticidad-ingreso de las importaciones, el ritmo de crecimiento de las importaciones y el ritmo de crecimiento de las exportaciones.

El modelo muestra cómo, en la hipótesis de que el ritmo de crecimiento de las importaciones sea superior al de las exportaciones, y si los demás elementos permanecen constantes, un déficit en la balanza de pagos limitará la posibilidad de que el país alcance la tasa de crecimiento propuesta. De allí surge el concepto de “brecha externa” y aparece la posibilidad de superarla con cinco tipos de medidas complementarias, una de las cuales es el uso del crédito externo.

Igualmente, el modelo sugiere alternativas para hacer frente al evento de que el ritmo de crecimiento de las exportaciones sea superior al de las importaciones y se acumulen las reservas. En tal caso, que la mayoría de los economistas de los países en desarrollo habrían considerado hace algunos años como simple curiosidad académica, pero que hoy adquiere en Colombia singular interés; las alternativas consisten, según el doctor Low, “en estimular el crecimiento de las importaciones, elevar la tasa de crecimiento del producto, cancelar deuda externa, u otras medidas análogas”. El doctor Low, piadosamente, esconde dentro de esas “medidas análogas”, la disminución del ritmo de crecimiento de las exportaciones, que es, sin duda, una de las alternativas lógico-matemáticas del modelo. De no tomar tales medidas, concluye, “existe el peligro de...generar presiones inflacionarias internas”.

El modelo empleado por el doctor Low es una de las múltiples formulaciones posibles de los llamados “modelos de dos brechas”, popularizado por funcionarios del Banco Mundial, tales como H. B. Chenery y, para el caso colombiano, por Avramovic, según los cuales, cuando las autoridades económicas fijan como objetivo de su política alcanzar determinada tasa de crecimiento, es posible identificar un monto de inversión de fuentes internas y externas asociado necesariamente con ella (1). Si tal inversión no ocurre, aparece una “brecha” en el sector respectivo, o en ambos.

En mi opinión, sin embargo, se ha exagerado la utilidad del concepto de las “dos brechas” en el análisis del endeudamiento externo. Ese concepto puede ser útil para hacer un análisis altamente agregativo de los problemas y alternativas del endeudamiento externo, pero los resultados de los modelos que aspiran a cuantificar las brechas distan mucho de ser todavía un instrumento adecuado para el diseño y conducción de la política respectiva. En especial, parece inapropiado dar a los hallazgos de tales modelos un carácter normativo, es decir, fijar como propósito invariable de la política económica conseguir tantos recursos externos como el modelo sugiere, y solamente esos.

El doctor Enrique Low, con mucho tino, señala dos límites de los modelos de las “dos brechas”, a saber: que no toman en cuenta las condiciones históricas ya acontecidas, ni la naturaleza volátil de la situación externa de los países en desarrollo, amenazados siempre por variaciones bruscas en sus términos de intercambio.

Yo me atrevería, sin embargo, a insinuar, que hay límites mucho más severos para el uso de estos modelos. En particular, como recuerdan algunos de sus expositores, ellos suponen que existe en el país una “capacidad de absorción” dada para la cantidad de recursos externos necesarios según cada tasa de creci-

---

(1) Un ejemplo detallado de tales modelos, con gran cantidad de variables, y la descripción del respectivo programa para computación puede encontrarse en: BID - BIRF, Seminario sobre la recolección, procesamiento y utilización de estadísticas de deuda externa en América Latina, T. I. Washington D. C. BID - BIRF, 1973, Mimeo, págs. 73-118.

miento (2). ¿Qué es la “capacidad de absorción”? (3), Avramovic ofrece esta respuesta: es la “habilidad para absorber capital, combinarlo con otros factores de producción, y convertirlo eficientemente en producción; es una abreviatura para un amplio complejo de elementos que, juntos, producen crecimiento económico: tierra, recursos naturales, clima, mercados, empresarios, administradores, trabajadores, ingenio y determinación” (4). Para Low el término se refiere “a las posibilidades de utilizar productivamente los recursos de capital que puede adquirir el país”. Se puede suponer, para efectos de estos comentarios, que la capacidad de absorción consiste en todos los factores institucionales, económicos y administrativos que determinan una relación capital/producto y una productividad del capital específicas.

Los modelos de “dos brechas” suponen, como dije, que tal capacidad existe y que, en consecuencia, el país puede aprovechar con éxito los recursos necesarios para cerrar la “brecha externa”. Pero, además, suponen que tal “capacidad de absorción” es rígida durante el período, es decir, que el país no puede aprovechar los recursos externos en una forma mejor que la prevista por los modelos, es decir, que no puede obtener tasas más altas de productividad del capital ni funciones de producción con niveles más altos que los incorporados en ellos.

Este supuesto sobre la “capacidad de absorción” es, en mi sentir, uno de los principales límites de los modelos de dos brechas en la conducción de una política de endeudamiento externo. Porque la verdad es que ningún ministro de hacienda ha tenido la fortuna, buena o mala, de conseguir que las agencias internacionales de crédito le otorguen recursos para el amplio propósito de cerrar la “brecha externa”. Los créditos se contratan, por regla general, para proyectos específicos o dentro de planes sectoriales de desarrollo. Si esos proyectos o esos planes suponen productividades de capital más altas que las implícitas en los cálculos sobre la magnitud de la brecha externa, los créditos

---

(2) Banco Mundial, Dragoslav Avramovic, Jefe de Misión, *Economic Growth of Colombia, Problems and Prospects*, Baltimore: Johns Hopkins, 1972, pp. 28-29.

(3) El término ha sido usado antes en la teoría del comercio internacional por autores como Harry G. Johnson, J. E. Meade y J. Tinbergen; ver, Harry G. Johnson, *International Trade and Economic Growth*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1965, p. 154.

(4) Banco Mundial... p. 29.

respectivos no tienen por qué ser inflacionarios; así el conjunto de ellos exceda la "brecha" definida; el exceso de financiamiento se resolvería, en tales casos, en un crecimiento mayor del producto. Esta última alternativa ha sido planteada por el doctor Low, pero en general, ha recibido poca atención. En sentido contrario, si los proyectos contratados implican una baja productividad del capital, su efecto sobre la economía no sería benéfico, a pesar de que el monto de todos ellos no excediera la magnitud de la brecha externa identificada. Estos ejemplos ponen de presente cómo el concepto de las "dos brechas" facilita el análisis de los problemas del endeudamiento, pero no es instrumento suficiente para el manejo de la respectiva política.

Además, esta línea de razonamiento nos lleva a destacar la importancia que tiene en la conducción de la política de endeudamiento externo del país, su capacidad de preparar y ejecutar proyectos. Con Little y Mirrlees, creemos que la actitud según la cual "lo que importa en el desarrollo es simplemente más inversión, siendo de poca importancia la clase de inversión" ha hecho enorme daño (5). Por eso, parece muy acertado también el énfasis que hace Low en que la habilidad de preparar proyectos es uno de los límites principales de la "capacidad de absorción". Pero es obvio que si hay un retraso en la preparación de proyectos, si el rendimiento de estos no es, siquiera, igual al estimado para toda la economía al calcular la brecha externa, o si hay demoras o fallas en su ejecución, la llegada de recursos externos ocasionará, posiblemente, efectos inflacionarios.

Hay una doble relación entre la capacidad de preparar proyectos y la política de endeudamiento externo; de una parte, hay quienes encuentran censurable la eventual subordinación de esta a aquella (6), pero de otra, parece gran avance institucional que el país haya desarrollado agencias públicas especializadas en el análisis de proyectos; ello debe beneficiar toda la administración, toda la política económica, y no solo un aspecto de ella.

En síntesis, pues, y para terminar esta parte de mis comentarios, considero que la definición de una "brecha externa",

---

(5) I.M.D. Little and J. A. Mirrlees. *Project appraisal and planning for developing countries*, London, Heinerman Educational Books, 1974, p. 6.

(6) Luis Eduardo Rosas, *Temas sobre el desarrollo en Colombia*, Bogotá, Departamento Nacional de Planeación, 1974, pp. 14, 25-26.

a pesar de su utilidad, no puede ser tomada como instrumento final para conducir una política de financiamiento externo, y que debe darse constante atención a la exactitud con la cual se hayan incorporado al modelo respectivo los diferentes aspectos económicos, institucionales y operativos que componen la "capacidad de absorción"; en particular, la naturaleza de los proyectos de desarrollo financiados debe recibir tanto énfasis como la magnitud de la brecha establecida.

## II—EL ENDEUDAMIENTO DEL GOBIERNO DENTRO DE UNA PERSPECTIVA DE EXPANSION DE RESERVAS; NECESIDAD DE UNA POLITICA EFICAZ DE CREDITO PUBLICO INTERNO

El doctor Low, en su interesante ponencia, examina la "doctrina" según la cual "el endeudamiento externo público en momentos de expansión de reservas internacionales de ser negativo... y si el gobierno (quiere) financiar la inversión... (es) más aconsejable aún la pura emisión que el endeudamiento", pues en todo caso tal endeudamiento ocasionará presiones inflacionarias.

Low encuentra censurable esta "doctrina" porque ella ignora que "los problemas de la estructura económica y del desarrollo no pueden mirarse en la miopía de la cuestión monetaria de corto plazo". Además, hace suyas las consideraciones del doctor Eduardo Wiesner, para quien una acumulación de reservas puede ser aconsejable como protección contra eventuales variaciones en la economía internacional, y para aumentar las tasas de inversión y empleo.

A los planteamientos de Low y Wiesner podrían agregarse, quizá, los que ofrezco en seguida, y que resultan de otro de los límites conceptuales de los modelos de "dos brechas".

En efecto, la mayoría de tales modelos, no refleja adecuadamente los problemas que origina el reparto desigual de la capacidad de inversión e importación entre el gobierno y el sector privado, al trazar una política de endeudamiento externo para el desarrollo (7). El hecho de que exista suficiente potencial de inversión en la economía para alcanzar determinada tasa de crecimiento, no significa que esté distribuido adecuadamente en-

---

(7) Este hecho fue observado ya en un penetrante artículo de Eduardo Sarmiento Palacio, "Financiamiento externo-inflación y acumulación de capital", *Revista de Planeación y Desarrollo*, enero-febrero, 1971, pp. 5-28.

tre el sector privado y el público. Sin embargo, hay una parte de la inversión y de las importaciones que por conocidas razones sociales y económicas debe ser realizada por el gobierno y no por el sector privado. Si la capacidad de inversión del gobierno es inferior a sus necesidades, el hecho de que el conjunto de la economía disponga de tal capacidad no asegura las tasas de crecimiento planeadas. Tal situación, además, es potencialmente inflacionaria, y contiene un típico "cuello de botella", pues aquella parte de sus recursos que el sector privado no puede invertir por falta de la infraestructura económica o social que debía aportar el gobierno, se desviarán, eventualmente, hacia el consumo y hacia precios más altos.

En tales circunstancias, se requiere fortalecer la capacidad de inversión del gobierno, bien sea por la vía impositiva, bien a través del uso del crédito público.

Si por cualquier motivo el sistema tributario, o los mercados domésticos de capital no pueden procurar al gobierno los recursos necesarios para adquirir las divisas que demandan sus planes de inversión, y si este no renuncia a su tarea de promover el desarrollo, tendrá que acudir al crédito externo. Mientras no realice tales planes, la inversión privada experimentará grandes tropiezos por falta de la infraestructura económica y social complementaria. He aquí por qué puede ser preciso que aún en épocas de acumulación de reservas el gobierno haya de contratar empréstitos externos. Y he aquí también, un motivo por el cual dicha conducta del gobierno no lleva necesariamente a la inflación: gracias a ella pueden superarse los cuellos de botella que reducen la propensión importadora del sector privado.

Pero el análisis anterior podría explicar, también, las relaciones sustitutivas que varios estudios han observado, según anota el doctor Low, entre el ahorro interno y el endeudamiento externo. En efecto, si no desea recurrir al crédito externo, el gobierno puede procurarse en casa los recursos necesarios para importaciones. Ello supone, entre otras cosas, que está dispuesto a pagar tasas de interés adecuadas, y que dispone de instituciones expertas en captar capitales. Pero si el gobierno, por un mal diagnóstico de la situación pretende mantener tasas de interés subsidiadas, las únicas alternativas posibles para combatir la inflación y alcanzar el desarrollo son mayores impuestos o más crédito externo.

### III — NATURALEZA DE LOS PROYECTOS Y LOS PLANES: COSTOS LOCALES Y COSTOS EN DIVISAS

En estos comentarios he supuesto siempre que los recursos que el gobierno busca a través del crédito externo tienen por objeto atender los gastos en divisas extranjeras que demandan sus proyectos y planes de inversión.

Cuando se cumple tal supuesto resulta difícil probar que el uso del crédito externo por el gobierno es inflacionario. En efecto, como es sabido, en muchos créditos externos para proyectos específicos no hay transferencia de divisas en moneda nacional. Tales créditos operan a través de asientos contables en bancos del exterior, en los cuales la cuenta colombiana se debita cuando se hacen efectivas las cartas de crédito relacionadas con el despacho de las mercancías a Colombia. Y en los créditos de programa, si el programa está bien estructurado, el aumento de las importaciones inducidas por la acción oficial, debe hacer que los pesos generados por los desembolsos se recojan muy pronto para la compra de divisas.

En cambio, no encuentro justificación alguna para que en época de expansión de las reservas, el gobierno contrate créditos externos para financiar los costos locales de sus proyectos de desarrollo, como infortunadamente ha ocurrido en estos días con los créditos del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo para el plan de Desarrollo Rural Integrado —DRI—. Tales créditos, por definición, están destinados a monetizarse y no generan demanda de divisas. No es posible justificarlos con el argumento de que ellos romperán cuellos de botella y aumentarán la propensión a importar del país, pues el mismo resultado podría lograrse con créditos internos, inclusive si implicaran emisión. Estos últimos, sin duda, aunque igualmente inflacionarios, al menos resultarían más baratos.

### IV — CONCLUSIONES

Teniendo en cuenta el trabajo del doctor Low, y los comentarios aquí formulados, sería posible sugerir las siguientes conclusiones:

Que los llamados “modelos de dos brechas” constituyen marcos conceptuales útiles en el análisis de los problemas de endeudamiento, pero muy limitados en el manejo de la política respectiva.

Que las mejoras en la "capacidad de absorción" de recursos externos, identificadas en buenos proyectos de desarrollo, pueden permitir que nuevos créditos externos se traduzcan en tasas de crecimiento del producto superiores a las planeadas, aún si se parte de una coyuntura de expansión de las reservas internacionales.

Que, además, la política de contratar nuevos créditos externos podría justificarse si con ella se mejorara la estructura financiera o el efecto social de la deuda externa vigente.

Que aún dentro de una coyuntura de altas reservas internacionales el uso del crédito externo del gobierno puede ser aconsejable como medida anti-inflacionaria si con ella se rompen "los cuellos de botella" que impiden al sector privado aumentar su capacidad de importar.

Que el manejo de la política de crédito externo requiere como complemento indispensable tasas de interés atractivas y mecanismos adecuados para realizar una política ágil de endeudamiento interno.

Que en una perspectiva de aumento de reservas internacionales no se justifica el uso del crédito externo para financiar el componente de gastos locales de los proyectos de desarrollo.

Que el endeudamiento externo, cuando se dispone de altas reservas internacionales, puede servir al propósito de fortalecer la capacidad negociadora del país, y abrirle mercados financieros a los que pueda recurrir en épocas más difíciles.

En gran síntesis, no se puede sostener que en una perspectiva de altas reservas internacionales el endeudamiento externo es inútil, o necesariamente inflacionario.



## COMENTARIOS

HAROLDO CALVO STEVENSON

Este ensayo se inicia recordándonos que “el endeudamiento externo puede bien mirarse como un múltiple juego de instrumentos de política con metas múltiples”. Quizás es por esta razón que su contenido es, en veces, heterogéneo y, por ende, poco fácil de hilvanar para el lector. En ocasiones también el autor interrumpe un tanto abruptamente la secuencia de su argumentación para pasar rápidamente a otros temas. Tal, por ejemplo, el caso cuando se menciona brevemente la evidencia empírica en torno a la hipótesis de que el influjo de financiamiento externo para el desarrollo reduce la tasa de ahorro interno. Trátándose de un ensayo que, como lo indica su autor, busca estudiar el endeudamiento externo como política de largo plazo, me parece que el problema en cuestión debería haber merecido una mayor atención, especialmente teniendo en cuenta las ideas sobre una política de endeudamiento externo para el país, que el autor esboza al final del trabajo.

El propósito de fondo del autor es plantear el tema de la discusión que se ha suscitado en el país en torno a las prioridades de la política económica del gobierno y, concretamente, respecto al papel que en ella corresponde al manejo del endeudamiento externo. Dentro de este marco, los argumentos que presenta el ensayo son los siguientes:

1. Un superávit de la balanza comercial durante algún tiempo no necesariamente elimina la necesidad de financiamiento externo para elevar la capacidad de importar, pues el país puede haber heredado de años anteriores un elevado servicio de la deuda externa.

2. No es aconsejable para un país en desarrollo sentirse muy seguro a mediano y largo plazo ante una bonanza de la balanza comercial pues las frecuentes oscilaciones de los términos de intercambio hacen imposible predecir los ingresos futuros de divisas con un reducido margen de error.

3. La política de endeudamiento externo es un problema que debe enmarcarse dentro del ámbito del desarrollo a largo plazo y no debe atender prioridades coyunturales.

4. En el caso colombiano, entonces, es aconsejable contratar empréstitos nuevos aún en presencia de elevadas reservas internacionales porque:

a) Puede reestructurarse la deuda externa atendiendo las prioridades del gobierno ya que existe una holgura cambiaria que permite cancelar la deuda existente tanto o más rápidamente que la contratación de nuevos empréstitos.

b) Teniendo como objetivo principal el desarrollo económico, el endeudamiento externo ayudará a aumentar la inversión doméstica.

c) El rezago entre la contratación y el desembolso de nuevos empréstitos reduce la importancia de consideraciones de corto plazo.

d) Debe aprovecharse el respaldo que ofrece la bonanza cambiaria para obtener más financiamiento externo bajo mejores condiciones.

Es conveniente aclarar el contexto dentro del cual nos ubica la anterior argumentación. Concretamente, el primer punto que se extrae de ella es que la bondad o maldad del endeudamiento externo depende en parte de una decisión política, cual es la definición de los objetivos que persigue la política económica del gobierno. En este sentido, una política de endeudamiento externo puede evaluarse empleando dos procedimientos alternativos. Uno consiste en tener un orden de prioridades diferente, con lo cual puede ocurrir (aunque, en rigor, no necesariamente) que la política de endeudamiento sea inconveniente frente a esta nueva escala. Este es, precisamente, uno de los argumentos de Enrique Low. El prefiere un objetivo por encima de todos, y sostiene que la actual política de endeudamiento se riñe con dicho objetivo: ergo, recomienda cambiarla. El otro procedimien-

to para evaluar una política es enmarcarla dentro de los objetivos del gobierno que la pone en práctica y evaluar su bondad frente a este patrón. ¿Cuál de los dos procedimientos es más válido o "mejor"? Aquí caemos en ese país de los espejos que es la economía del bienestar, pero quizás desde un punto de vista estrictamente formal, el primero es vulnerable en un sentido fundamental en que no lo es el segundo.

Lo anterior me hace traer a colación un punto importante que no se destaca en el trabajo del doctor Low. Me parece que no es posible deslindar la política de endeudamiento externo (y, particularmente, el endeudamiento público externo) de la planeación del desarrollo. El endeudamiento no es, evidentemente, un fin en sí, ni tampoco debe ser un proceso ajeno a las prioridades del gobierno a largo plazo. Un problema importante aquí, sin embargo, se relaciona con la dificultad de establecer una tasa de preferencia en el tiempo entre recursos para el desarrollo en el presente y en el futuro (dado que tienen un costo), lo cual complica las discusiones sobre la necesidad del endeudamiento externo (1). Otro problema, para ligar el endeudamiento con la planeación, radica en las dificultades que existen para determinar a mediano y largo plazo las necesidades de financiamiento externo. Con frecuencia, por ejemplo, se sobreestiman los ingresos por exportaciones o se subestiman las necesidades de importación. No es fácil, por ejemplo, precisar el contenido importado de proyectos nuevos así como tampoco el ahorro de importaciones que resultaría de un crecimiento económico a mediano y largo plazo.

Similarmente, no creo que el problema del endeudamiento externo puede abordarse satisfactoriamente considerándolo simplemente como una brecha o residuo. Es preciso analizar el impacto doméstico diferencial de diversas formas de endeudamiento externo, sus costos y sus beneficios. Por el lado de los beneficios, por ejemplo, deben examinarse en el caso de la inversión privada extranjera la relación valor agregado-inversión, los aumentos en productividad y la distribución del mayor ingreso resultante entre los diferentes factores productivos, el impacto sobre los precios y sobre los réditos del gobierno, así como tam-

---

(1) Véase Eduardo Sarmiento. "Financiamiento externo: inflación y acumulación de capital", *Revista de Planeación y Desarrollo*, Vol. V, N° 1, enero-marzo 1973.

bién las economías externas a través de la transferencia de tecnología y otros factores. Por el lado de los costos, deben tenerse en cuenta los posibles efectos adversos sobre el ahorro doméstico, los términos de intercambio y la balanza de pagos (2).

Un asunto es, entonces, determinar el tamaño de la brecha y otro es decidir qué estructura del endeudamiento externo es la más benéfica para el país. Evidentemente, como lo señala el doctor Low, la otra cara de la moneda es crucial: los países en desarrollo no tienen autonomía para optar necesariamente por el "paquete" de endeudamiento que, así determinado, resulta más conveniente. El problema pasa en última instancia al plano de las negociaciones y de la conciliación de los intereses de prestamistas y prestatarios.

Lo anterior implica además que el problema de definir hacia el futuro el tamaño adecuado de la deuda externa va más allá de la imposibilidad de predecir con exactitud los ingresos por exportaciones, o de mantener el ritmo de endeudamiento neto nuevo a la par con la expansión de las exportaciones. Como pieza y parte de la política económica global, la política de endeudamiento externo debe conciliar las diferentes metas que persiga un gobierno, ya sea por sí sola o mediante el acompañamiento de políticas complementarias.

El doctor Low arguye en su ensayo que la política de endeudamiento externo del gobierno redundaría en un alto costo social, representado por un sacrificio de crecimiento económico futuro, en aras de aliviar un problema coyuntural como la inflación.

Lo primero que debe despejarse aquí es la pregunta de si es correcto suponer que existe en el caso colombiano una estrecha correlación entre el ritmo de endeudamiento externo y elevadas tasas de desarrollo económico. Si asumimos lo que el doctor Low llama una posición "estructuralista", entonces tendremos que el crecimiento rápido depende de altas tasas de inversión que necesariamente deben complementarse con importaciones de maquinaria y equipo, a través de financiamiento de relativo corto plazo. Esto en cuanto a la inversión privada en general. Para el sector público y, concretamente, para la formación de capital de in-

---

(2) Gerald M. Meier, *International Trade and Economic Development* New York: Harper and Row, 1963, p. 87.

fraestructura es más difícil simplificar. Entre 1972 y 1975, por ejemplo, la deuda pública nacional se duplicó y la deuda pública externa casi se duplicó, mientras que la inversión pública se triplicó (3). ¿Qué puede significar esto? Simplemente, que no podemos dar por sentado un papel estelar al endeudamiento externo sin tener en cuenta el ahorro interno y aún la financiación deficitaria.

De otra parte, si partimos de la consideración de que es socialmente deseable maximizar el ritmo de crecimiento económico y minimizar simultáneamente la tasa de inflación, sería menester evaluar los costos del otro extremo. En otras palabras, puede argüirse que no es conveniente optar por la vía que insinúa el doctor Low, cual es la de que bien vale la pena incurrir en el costo representado por la inflación si, no reduciendo el ritmo de endeudamiento externo, estaremos recibiendo el beneficio futuro de una tasa elevada de desarrollo económico.

Pero este tipo de enfoque al problema planteado es tal vez cuento de nunca acabar. Más fructífero me parece abordar el asunto planteando dos cuestiones:

1. Si se acepta que la drástica reducción del endeudamiento externo es costosa en términos de desarrollo futuro, ¿qué tan efectiva puede ser dicha estrategia como parte de la política anti-inflacionaria del gobierno?, o sea, ¿vale la pena incurrir en el costo social que representa?

2. Si aceptamos la deseabilidad simultánea de mayor crecimiento y relativa estabilidad de precios, ¿qué impide que se reconcilien estas dos metas?

Respecto al primer punto, la política de restricción al endeudamiento externo es parte de una estrategia más amplia y, como tal, sus efectos aislados no son fácilmente dilucidables. Sin embargo, respecto al paquete de medidas en su totalidad el propio gobierno ha expresado dudas sobre su efectividad hasta el momento. Rezaba así el texto de un documento reciente del Departamento Nacional de Planeación:

“A pesar de las enérgicas medidas anti-inflacionarias adoptadas, la inflación durante 1976 volvió a acelerarse. Con respecto a 1975, alcanzó un nivel estimado en 25%. La situación es bas-

---

(3) Revista del Banco de la República, varias entregas.

tante preocupante pues algunos de los factores externos que han venido aumentando las reservas internacionales continuarán, previsiblemente, operando durante el año 1977, mientras los instrumentos usuales de la política fiscal y monetaria contractionista parecen haber agotado sus mejores posibilidades" (4).

En una situación de esta naturaleza, entonces, vale la pena preguntarse si el sistema de control de cambios que rige en Colombia desde 1967, y cuya inserción obedeció a una situación crónica totalmente opuesta a la actual, representa un elemento que imposibilita la conciliación de las metas de baja inflación y rápido crecimiento. Este es un interrogante acerca de cuya respuesta, como lo señalaba recientemente la revista **Coyuntura Económica**, sabemos muy poco, de modo que me parece un punto adecuado para concluir (5).

---

(4) "El Gobierno fija derroteros económicos para este año", **El Tiempo**, febrero 6 de 1977, págs. 1-A y 2-A.

(5) Véase **Coyuntura Económica**, Vol. VI, N° 4, diciembre de 1976, páginas 86-89.

CAPITULO SEGUNDO

# **Ilusión y Realidad del Crédito Externo**

**Por Eduardo Sarmiento Palacio**

**Comentarios de: Alejandro Figueroa**

**Jorge Ruiz Lara**



## ILUSION Y REALIDAD DEL CREDITO EXTERNO

EDUARDO SARMIENTO PALACIO

### I — INTRODUCCION

El crédito externo, pese a la influencia que ha tenido en las economías de los países subdesarrollados y a los cambios que puede introducir en el modelo tradicional de comercio internacional, no ha recibido atención especial por parte de los tratadistas de la materia. Los trabajos existentes, aunque arrojan mucha luz sobre el problema, aparecen como partes aisladas o excepcionales de la teoría general (1). Este vacío se refleja en el manejo de la política económica. Los efectos macroeconómicos del financiamiento externo no se conocen suficientemente, y la coordinación con el resto de los instrumentos de política no siempre se efectúa.

Este artículo contempla, por una parte, las implicaciones del crédito externo sobre el conjunto de la economía y, por otra, el manejo de las distintas políticas requeridas para hacerlo compatible con los objetivos económicos globales de corto y largo plazo. El análisis se fundamenta, en buena parte, en los desarrollos teóricos de mi artículo "Financiamiento Externo, Inflación y Acumulación de Capital" (2) y tiene como marco de referencia empírica la economía colombiana. Esto no le resta generalidad a los resultados. Varios de ellos son aplicables a otros países.

---

(1) H. B. Chenery and A. M. Strout, "Foreign Assistance and Economic Development", *The American Economic Review*, Sep. 1966; R. McKinnon, "Foreign Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation", *Economic Journal*, Jun. 1964; J. Vanek "A Case Study in Development Analysis: Future Foreign Resource Requirements of Colombia", Agency for International Development, 1964.

## II — PRINCIPIOS GENERALES

Los países acuden al financiamiento externo cuando sus recursos son insuficientes para alcanzar un determinado propósito de desarrollo. Esta ha sido una situación usual en el proceso de crecimiento de los países subdesarrollados. Sus necesidades de inversión han superado tradicionalmente las disponibilidades de ahorro interno y de divisas.

Las condiciones anteriores han inspirado los modelos de las brechas. Tales modelos se basan en el argumento de que ciertas economías por diversas causas se ven enfrentadas a una brecha de recursos externos y a otra de recursos internos. La primera brecha se presenta cuando la demanda por importaciones (3) excede a las exportaciones y, la segunda cuando la inversión es superior al ahorro deseado (4).

En mi artículo antes citado, se consideran por separado la brecha interna del gobierno (déficit fiscal) y la del sector privado. Esta distinción es fundamental para efectos del análisis de corto plazo, ya que los factores que las ocasionan son totalmente distintos. El déficit fiscal resulta de una determinación del gobierno. La brecha interna del sector privado se origina, en buena parte, por desajustes de las variables que afectan a los ahorristas y a los inversionistas.

Cualquier economía puede verse enfrentada al diagnóstico anotado. Las discrepancias surgen en relación con la permanencia del fenómeno. Por un lado, se encuentran los que consideran que la insuficiencia de ahorro y de divisas es un problema estructural de los países subdesarrollados. La primera insuficiencia se atribuye al alto grado de pobreza y a la inequitativa distribución del ingreso. Esto ha configurado, según ellos, una situación donde

---

(2) Sarmiento Palacio, Eduardo. "Financiamiento Externo, Inflación y Acumulación de Capital". *Revista de Planeación y Desarrollo*, Volumen V, número 1. Marzo/73.

(3) Esta demanda se define como las importaciones que pueden ser adquiridas, en un momento dado, bajo las condiciones existentes de precios y restricciones cuantitativas.

(4) Las situaciones contrarias también se pueden presentar. Estas diferencias se denominan, por facilidad de exposición, brechas negativas.

los grupos de bajos ingresos obtienen salarios que apenas les permite cubrir las necesidades mínimas y los grupos de altos ingresos destinan los excedentes al consumo de bienes suntuarios. La segunda se explica por las dificultades para lograr una estructura de la producción adecuada para competir con los países desarrollados en la expansión de las exportaciones y en la producción de bienes de capital. Por otro lado, están los que sostienen que tales desajustes provienen del manejo inadecuado de las variables tradicionales. Los bajos niveles de ahorro obedecen a las bajas tasas de interés. El desequilibrio entre las exportaciones e importaciones resulta de la tendencia generalizada a mantener tasas de cambio subvaluadas.

A mi juicio, ambas posiciones son exageradas. Aceptar que la brecha de ahorro y de divisas es un problema inherente a los países subdesarrollados, equivale a afirmar que el ahorro no se puede aumentar y que el desequilibrio de la balanza de pagos no se puede corregir. Esto es contrario a la experiencia. Existen ejemplos de países que han aumentado significativamente el ahorro y corregido los desequilibrios cambiarios en períodos relativamente cortos. No es evidente tampoco que tales desequilibrios se puedan corregir mediante el simple manejo de la tasa de interés y la tasa de cambio. En un país con una distribución desigual del ingreso, se requeriría un aumento insospechado de la tasa de interés para ajustar el ahorro deseado y la inversión deseada. La tasa de cambio es, sin duda, un instrumento fundamental para regular el mercado externo. Es menester, sin embargo, ir más allá para desarrollar industrias eficientes de exportaciones y de sustitución de importaciones.

La existencia de las brechas hace viable la utilización del crédito externo. La brecha de recursos internos garantiza que los inversionistas estarían dispuestos a tomar las financiaciones para atender sus inversiones. La brecha de recursos externos indica que los importadores demandarían las divisas para adquirir las importaciones. Esto no implica, sin embargo, que sea conveniente contratar el préstamo. Por una parte, el endeudamiento externo implica una obligación para el futuro. Cuando el plazo de la deuda llega a su fin, el país debe destinar recursos internos y divisas para cubrir la amortización y los intereses. Es menester, por lo tanto, que los beneficios percibidos cuando ingresa el crédito externo sean superiores al costo de oportunidad que resulta cuando se paga. Por otra parte, las brechas están sujetas

a la acción de la política económica y no siempre es conveniente subsanarlas con crédito externo.

El financiamiento externo se ha justificado tradicionalmente en términos de las características usuales de los países subdesarrollados. Lo que no ha sido explorado satisfactoriamente es si este actúa en la dirección de modificar las causas restrictivas del crecimiento económico. Concretamente, si es el medio adecuado para corregir los desequilibrios del sector externo y aumentar el nivel de inversión. Para responder esta inquietud es menester profundizar sobre la incidencia del crédito externo en el corto y largo plazo. El primero tiene relación con la compatibilidad del ingreso del crédito externo con las políticas cambiarias y monetarias. El segundo con el proceso de acumulación de capital.

La incidencia del crédito externo en el corto plazo depende de las condiciones generales de la economía en el momento de su ingreso. Si la economía se encuentra bajo las condiciones de una brecha de recursos externos, los efectos son reales. Las mayores importaciones permiten aumentar las disponibilidades físicas de bienes. Si, por el contrario, se encuentra bajo una brecha de recursos internos, el efecto es ilusorio. Las implicaciones son las mismas de una expansión monetaria tendiente a lograr un nivel de inversión superior al ahorro.

Los efectos en el largo plazo dependen de la naturaleza de las importaciones asociadas con el crédito externo y del servicio de la deuda. Las mayores importaciones en la medida en que estén representadas por bienes de capital, determinan un mayor nivel de inversión, y esta, a través del proceso de acumulación, eleva la producción, el ahorro y las exportaciones del futuro. El servicio de la deuda implica, por otro lado, un sacrificio de ahorro y de divisas cuando se cubre la deuda. Se determinan, entonces, dos efectos contrarios. El uno tiende a reducir las limitaciones tradicionales al crecimiento, en tanto que el otro las acentúa. El resultado final depende de las características de crecimiento económico de cada país.

### III—EL CASO COLOMBIANO

La principal característica de la economía colombiana en la década del 50 era la dependencia del café. Las exportaciones de este producto representaban el 80% de las exportaciones totales.

Simultáneamente se tenía una estructura industrial altamente dependiente del sector externo. Las importaciones de bienes de capital correspondían al 85% de las inversiones en maquinaria y equipo (5). La producción manufacturera correspondía al 15% del PIB. El país importaba, entonces, la mayor parte de las necesidades de productos manufacturados. Bajo tales condiciones, era apenas natural que el limitante al desarrollo fuera el sector externo.

La respuesta a tal situación fue la iniciación del proceso de sustitución de importaciones. La política se orienta a proteger y estimular el establecimiento de industrias destinadas a atender las necesidades que antes se hacían con importaciones. Inicialmente aparecen las industrias que presentaban menos dificultades tecnológicas con relación a los países avanzados. A medida que se desarrolla el proceso surgen actividades con menor ventaja comparativa, lo cual es posible gracias al alto nivel de protección. El proceso de sustitución de importaciones se hace, entonces, cada vez más costoso. Los productos sustituidos requieren mayores recursos de los que implica la importación. Esta situación no se limita exclusivamente a los recursos internos. Existen ejemplos de empresas que han incurrido en gastos de importaciones de capital y productos intermedios superiores a las que significaba la adquisición del bien en el exterior.

Los efectos de la política de sustitución de importaciones no se manifiestan en un corto plazo. El principal limitante al crecimiento del país en las décadas del 50 y 60 continúa siendo el sector externo. En 1967 se introducen una serie de modificaciones en la política de comercio exterior que implican un viraje con relación a la política del pasado. En ese momento se inicia una política de promoción de exportaciones, cuyos pilares fundamentales son el establecimiento del subsidio a la exportación, la creación de líneas especiales de crédito y el manejo de la tasa de cambio como un medio de garantizar la competitividad del sector externo. Esto, en conjunto con una tendencia progresiva a reducir la protección de la industria, da lugar a un cambio de la estructura de la producción. Las condiciones económicas favorecen, en general, a las industrias con una mayor ventaja competitiva y, en particular, a las actividades exportadoras.

---

(5) F. Copete y A. Sarmiento. "Asignación de Recursos en la Industria Manufacturera en Colombia", tesis de grado para Magister en Economía - Universidad de los Andes, agosto, 1976. Ver cuadro 4.

Los efectos de las políticas mencionadas se reflejan a partir de 1968. En el cuadro 1 se presenta la evolución de la cuenta corriente. Si bien los balances anuales no son muy diferentes en los períodos 1963-1968 y 1968-1975, existe una enorme diferencia cualitativa entre los dos. En el primer período eran determinados por restricciones cuantitativas a las importaciones. Los superávits registrados en ciertos años se generaron por decisiones administrativas tendientes a generar excedentes para cubrir el servicio de la deuda adquirida en los años anteriores. En el segundo se originaron no obstante que las restricciones cuantitativas se rebajaron y los aranceles se redujeron durante dicho período. Los importadores, simplemente, no deseaban mayores importaciones.

CUADRO 1  
(Millones de \$)

Años	Exportaciones de bienes y servicios	Importaciones de bienes y servicios	Importaciones — exportaciones
1950.....	853.3	795.4	— 91.1
1951.....	1.242.3	1.138.9	— 103.4
1952.....	1.286.5	1.192.0	— 94.5
1953.....	1.677.2	1.565.7	— 111.5
1954.....	1.907.5	1.858.5	— 49.0
1955.....	1.643.2	1.897.5	+ 254.3
1956.....	1.846.0	1.879.5	+ 33.5
1957.....	2.702.6	2.434.5	— 270.1
1958.....	3.889.9	3.271.0	— 618.9
1959.....	4.069.8	3.384.3	— 685.5
1960.....	4.163.9	4.160.6	— 3.3
1961.....	3.920.2	4.434.7	+ 514.5
1962.....	4.146.6	4.407.8	+ 261.2
1963.....	5.173.5	5.666.3	+ 492.8
1964.....	6.376.5	7.169.4	+ 792.9
1965.....	6.943.5	6.324.5	— 619.0
1966.....	8.916.5	11.097.6	+2.181.1
1967.....	9.950.3	9.521.4	— 428.9
1968.....	12.519.6	13.779.5	+1.259.9
1969.....	14.675.1	15.947.2	+1.272.1
1970.....	18.515.8	20.639.6	+2.123.8
1971.....	19.151.2	24.933.0	+5.781.8
1972.....	25.217.1	26.355.5	+1.138.4
1973.....	36.186.4	32.930.0	—3.256.4
1974.....	49.555.7	47.549.3	—2.006.4
1975.....	62.335.4	61.713.2	— 622.2

Fuente: Banco de la República, Investigaciones Económicas, Cuentas Nacionales.

De lo anterior no es posible concluir que la restricción de recursos externos haya desaparecido. Las condiciones recientes del mercado externo en materia de los precios de las exportaciones menores y de café han sido excepcionales. El comportamiento del sector externo no puede, además, inferirse exclusivamente en términos de la tendencia histórica. Las posibilidades de exportaciones y las necesidades de importaciones están íntimamente relacionadas con la tasa de crecimiento de la economía. En la determinación de esta última variable contribuyen muchos factores. La brecha externa ocurre, precisamente, cuando las importaciones constituyen el factor limitante. Está sujeta, en efecto, a todos los cambios estructurales y a las fluctuaciones coyunturales de la economía.

La importancia de la experiencia de los últimos años reside en que permitió observar que las necesidades de importaciones se encuentran dentro de las posibilidades de las exportaciones. La brecha externa no parece ser un fenómeno estructural de la economía colombiana. Ella puede aparecer o desaparecer de acuerdo con la evolución y las condiciones momentáneas de la economía.

Las cifras anteriores se refieren únicamente a la cuenta corriente. El endeudamiento público externo asciende a US\$ 2.500 millones y el privado a US\$ 1.000 millones. Ello implica un servicio de US\$ 500 millones anuales. El país tendría que convertirse en un gran exportador de capital para atender el servicio de la deuda adquirida en el pasado. Este propósito no parece factible en el corto plazo. La economía operará en los próximos años, bajo condiciones regulares, en una situación en la cual las necesidades de divisas superarán los ingresos provenientes de las exportaciones (6).

La economía colombiana ha operado en promedio, durante los últimos veinte años, bajo las condiciones de una brecha externa. Las cifras disponibles, al referirse a valores realizados y no deseados, no permiten inferir la brecha interna por procedimientos directos. Es preciso acudir a consideraciones teóricas.

---

(6) Desde el punto de vista macroeconómico es conveniente definir la brecha externa como la diferencia entre las importaciones y las exportaciones. La restricción externa se presenta, aún en el caso de que no exista brecha externa, si parte de los ingresos debe ser destinada a cubrir el servicio de la deuda.

La economía, bajo condiciones ideales, tiende hacia un equilibrio en el cual la brecha externa y la interna son iguales a cero. Los países subdesarrollados no han operado de esta manera porque las condiciones económicas e institucionales dan lugar a períodos de ajuste considerablemente largos. Dadas estas restricciones deben existir unas condiciones de equilibrio dentro de un horizonte más corto. Estas resultan, precisamente, cuando las brechas son iguales. Si la brecha externa es mayor que la brecha interna, la oferta agregada sería superior a la demanda agregada. Si por el contrario, la externa es menor que la interna, se presentaría el fenómeno opuesto. En ambos casos se originarían efectos en la producción y en los precios tendientes a reducir la diferencia entre las dos brechas dentro de un período relativamente corto. Es razonable suponer, entonces, que la brecha interna ha existido simultáneamente con la externa.

El diagnóstico de esta sección permite analizar la incidencia del crédito externo en el largo y corto plazo. El primero tiene relación con las restricciones impuestas por las importaciones y la inversión al crecimiento económico y con el papel del financiamiento externo para relajarlas. El segundo con los desajustes coyunturales originados por la diferencia entre la brecha externa y la interna.

### 1. Largo plazo

La utilización eficiente de los recursos internos está íntimamente ligada con el crédito externo. La brecha externa se manifiesta en cuellos de botella que impiden el funcionamiento adecuado de los distintos procesos productivos. El crédito externo no solamente aumenta la disponibilidad de recursos, sino que induce una movilización de los insumos y de los factores de producción domésticos. Este fenómeno no se presenta indefinidamente. A medida que el crédito externo ingresa para cubrir la brecha, los cuellos de botella serán cada vez menos limitantes, hasta el punto de desaparecer. A partir de ese momento las importaciones dejan de ser complementarias con los recursos internos.

La productividad del crédito externo disminuye, entonces, con la cuantía del mismo. Su contratación es conveniente hasta el punto en que tal productividad se hace igual al costo de oportunidad del crédito externo. Esto plantea un difícil problema metodológico. Implica comparar la contribución del crédito externo

con los recursos que habrán de sacrificarse en el futuro como consecuencia del servicio de la deuda.

La dificultad anotada se ha enfrentado, usualmente, comparando los beneficios del proyecto con los costos del financiamiento externo. Este análisis es incompleto. Ignora la circunstancia de que el proyecto se habría podido realizar si no se hubieran efectuado ciertas importaciones. Dentro de una concepción general lo que hay que contemplar son los beneficios de las importaciones que por razones económicas no se efectuarían en el caso hipotético de no existir el financiamiento externo. Esto conduce a establecer un ordenamiento de las importaciones de acuerdo con su importancia. El crédito externo vendría a facilitar las de menor productividad.

#### *A. Acumulación de capital*

Una vez que la brecha externa se ha originado no hay muchas alternativas de acción. Se reducen a restringir las importaciones o acudir al financiamiento externo. No es un problema que pueda ser resuelto por las fuerzas del mercado. Surge, precisamente, porque las variables no han operado satisfactoriamente para alcanzar el equilibrio del mercado externo. Se trata de uno de esos casos en que el estado debe intervenir para movilizar adecuadamente los recursos.

No es el propósito de este análisis establecer un criterio general sobre la conveniencia del crédito externo. Ello depende, en buena parte, de la valoración de los bienes importados y de la tasa social de descuento, las cuales varían según la concepción económica y social de cada gobierno. Pretende, simplemente, precisar las características del crédito externo como instrumento de política económica de largo plazo. Concretamente sí es un medio para corregir los limitantes del crecimiento económico o para elevar el consumo presente.

El crédito externo debe evaluarse con relación a las importaciones marginales. Aquí consideramos como tales las de bienes de capital y las de bienes de consumo. Las importaciones de materias primas no producidas en el país han recibido prioridad en las épocas de crisis cambiaria, actitud que obedece a claras razones económicas. La suspensión del abastecimiento de materias primas puede llevar a una parálisis inmediata de las industrias, con los efectos paralelos de desempleo y baja utilización

de los factores de producción. Se estima que, bajo condiciones extremas, la reducción de las importaciones de materias primas en \$ 1 origina una disminución de la producción de \$ 10. Los costos económicos de entrar en una situación de tales características compensan ampliamente los del crédito externo. Se supone, en efecto, que las importaciones de materias primas se cubren con los ingresos normales de las exportaciones.

Las importaciones de bienes de consumo no contribuyen a generar ahorro ni exportaciones. La entrada de crédito para aumentar su abastecimiento implica un sacrificio de recursos externos e internos del futuro. Ello podría justificarse cuando se trata de bienes de alta valoración social, como sería el caso de aquellos requeridos para llenar las necesidades mínimas de consumo de la población. No así en el caso de los bienes no indispensables y menos en el de los bienes suntuarios. Implicaría ahondar las limitaciones de ahorro y divisas que han constituido las principales restricciones al desarrollo de la economía colombiana, a cambio del consumo pasajero de una pequeña minoría.

La situación no es tan clara cuando el crédito externo viene a aumentar las importaciones de bienes de capital. No es el caso extremo de las importaciones de materias primas, en donde el costo social de restringirlas supera ampliamente el del crédito externo. Ni el de los bienes de consumo, en donde es evidente el conflicto entre consumo presente y el ahorro y las divisas del futuro.

Las importaciones de bienes de capital constituyen un vínculo importante entre la brecha externa y la interna. La mayoría de las inversiones requieren directa e indirectamente de bienes de capital importados, hasta el extremo de llegar a ser imprescindibles (7). El suministro inadecuado de importaciones de capital actúa, entonces, en la dirección de reducir las oportunidades de inversión. De esa manera se podría llegar a una situación en donde no es posible movilizar los ahorros de la economía. Aparecerían los fenómenos deflacionarios explicados en el modelo keynesiano. El ahorro y la producción tenderían a disminuir. Es, ciertamente, difícil aceptar que en un país con los niveles promedio de ahorro de Colombia se presente un problema de sobre-

---

(7) Esta hipótesis se confirma empíricamente. En diversos modelos econométricos se encuentra una alta correlación entre la inversión total y la importación de bienes de capital.

ahorro. Probablemente se requerirían condiciones muy restrictivas del sector externo. No hay razones claras, además, para que ocurra una disminución de la producción. Siempre existe un margen para canalizar los ahorros potenciales hacia actividades con necesidades mínimas de importaciones y con capacidad de compensar la reducción en la demanda agregada. Una posibilidad sería los bienes de consumo y otra los gastos de funcionamiento del gobierno. En ambos casos el ahorro potencial no se traduciría en ahorro efectivo, sino en consumo. Habría simplemente una transferencia de consumo del ahorrador inicial hacia el consumidor final.

Una restricción drástica de las importaciones de bienes de capital se manifiesta, entonces, en una reducción del ahorro. La financiación externa, bajo tales condiciones, tiene un efecto multiplicador. Las mayores importaciones de bienes de capital inducen inversiones complementarias en moneda local que permiten absorber los recursos que de otra manera no se utilizarían o irían al consumo. La inversión aumenta en una cuantía superior al crédito externo. Este fenómeno tiene lugar mientras que la brecha externa sea superior a la brecha interna. Cuando la inversión alcanza el nivel en el cual las dos brechas llegan a ser iguales, aumenta solamente en la cuantía del crédito externo. De ahí en adelante el limitante pasa a ser el ahorro interno. Las importaciones se ven restringidas por la inversión y esta por la carencia de recursos no inflacionarios para financiarla (8).

La expansión de las importaciones de bienes de capital se refleja en la inversión y esta en el flujo de producción. Posteriormente, deben presentarse dos efectos opuestos sobre el **stock** de capital. Uno corresponde al mayor ahorro y exportaciones resultantes del crecimiento de la producción y otro a la amortización y los intereses de la deuda. El resultado final sobre el **stock** de capital depende de la brecha dominante, de la relación capital-producto y de las propensiones marginales a ahorrar y a exportar. En mi artículo citado (9), se evalúan distintos casos utilizando los valores históricos de tales parámetros en la economía colombiana y diversos supuestos sobre las brechas dominantes en el momento de la entrada y salida del financiamiento.

---

(8) Sarmiento, Op. cit. Este argumento se presenta gráficamente en la página 12.

(9) Sarmiento, Op. cit. Ver páginas 20-25.

De allí es posible extraer algunas conclusiones generales. Si la restricción externa es mayor que la interna, el efecto sobre el **stock** de capital es positivo. Estas condiciones no son, sin embargo, las más probables porque la economía tiende en el mediano plazo a un equilibrio en el cual las dos brechas son iguales. En ese caso el efecto sobre el **stock** de capital puede llegar a ser negativo.

#### *B. Asignación de recursos*

Hemos visto que el financiamiento externo, dentro de una concepción global y bajo ciertas condiciones, constituye un medio para mejorar la asignación de los recursos internos. Infortunadamente ha predominado el enfoque parcial tanto por parte de las entidades internacionales como de los gobiernos. Las primeras le han dado tradicionalmente prioridad a los proyectos que cumplen ciertas condiciones particulares, las cuales en muchos casos resultan de la concepción general de la institución sobre el desarrollo económico. Los segundos prefieren aquellas actividades en las cuales existen dificultades para movilizar los recursos internos, como es el caso de los proyectos con una alta relación capital-producto y un alto contenido de importaciones. El crédito externo ha sido utilizado, entonces, como un medio para lograr objetivos distintos al de aumentar la disponibilidad global de divisas, sin reparar en las otras políticas y en los otros objetivos. Se ha invertido el proceso normal de intervención del estado. Lo indicado es establecer en una primera instancia las grandes prioridades nacionales y, luego, el conjunto coherente de instrumentos para alcanzarlas simultáneamente. Cualquier procedimiento diferente interfiere con una asignación eficiente de recursos e introduce contradicciones en la política económica general.

La concepción parcial del crédito externo no se puede explicar únicamente por la actitud de las entidades internacionales. Hay, además, condiciones económicas que lo facilitan. Las brechas que se presentan a nivel de sectores y de actividades económicas no se originan necesariamente por deficiencias globales de divisas o de ahorro. Muchas veces son el resultado de desequilibrios sectoriales del sistema de precios y de una inadecuada movilidad de los factores de producción. Por ello se encuentran sectores con deficiencias de divisas, mientras que la economía en su conjunto experimenta un excedente. Sin embargo, las necesidades y las presiones por crédito no se manifiestan a nivel

macroeconómico sino microeconómico. Al seguir estas señales se introduciría una deficiencia económica para corregir otra. Los efectos de tal acción son inciertos, pudiendo ser inconvenientes para la economía contemplada en conjunto. No es una conclusión sorprendente. Tiene su origen en la utilización inadecuada de un instrumento de política. El crédito externo es un instrumento para suplir la deficiencia global de divisas y no para corregir los desajustes sectoriales.

El argumento anterior puede ilustrarse con innumerables ejemplos. Es usual el caso de proyectos que, no obstante ser más rentables que otros, no pueden realizarse por la imposibilidad de movilizar los recursos. La alternativa en la práctica es efectuarlos con crédito externo o no hacerlos. La primera alternativa implicaría corregir una distorsión como es la de no efectuar un proyecto de mayor rentabilidad relativa, pero puede introducir otra si el endeudamiento no es conveniente en conjunto. De allí surge la paradoja de países que, por una parte, siguen una política para contrarrestar los efectos expansionistas originados por el aumento de las reservas y, por otra, buscan crédito externo para financiar proyectos imprescindibles.

## 2. Corto plazo

La economía se ha movido alrededor de un equilibrio en el cual la brecha externa y la interna son iguales. Factores exógenos y acciones internas pueden originar desviaciones con relación a ese equilibrio, y estas, mecanismos de ajuste que afectan el comportamiento coyuntural de la economía. El crédito externo puede ser un factor de perturbación o de corrección, según las condiciones generales de la economía y el manejo de las políticas cambiarias, monetarias y fiscales.

### A. Ahorro

Un exceso de importaciones sobre las exportaciones determina un desequilibrio interno. La oferta agregada excedería la demanda agregada, con todos los efectos depresivos que ello conlleva. Situación que no parece haber sido la predominante en Colombia. La deficiencia originada por el sector externo ha sido compensada por un exceso de inversión sobre el ahorro. De esa manera han operado las fuerzas conducentes a un equilibrio definido en términos de la igualdad entre las dos brechas. El finan-

ciamiento externo ha contribuído a crear tal situación. Por una parte, ha suministrado las divisas para cubrir el déficit de la balanza de pagos y, por otra, ha facilitado la financiación para mantener el desequilibrio interno. Se trata, sin embargo, de una estructura que podría convertirse en permanente. La economía, al alcanzar su equilibrio originando un desequilibrio para corregir otro, ha dado lugar a condiciones que tienden a mantener los desequilibrios.

El desequilibrio entre el ahorro y la inversión se manifiesta claramente en el sector público. El presupuesto nacional y algunas entidades oficiales han incurrido tradicionalmente en déficit, los cuales han sido cubiertos en gran parte con crédito externo. Tales situaciones, por haber existido durante un largo tiempo, han creado fuerzas institucionales que tienden a perpetuarlas. Fenómeno que se presenta en forma pronunciada en las entidades oficiales. Las decisiones presupuestales son altamente sensitivas a las condiciones generales de la economía y el gobierno dispone, al menos en teoría, de los instrumentos necesarios para controlar los ingresos y los gastos. El manejo de las entidades oficiales obedece, en cambio, a consideraciones aisladas que no siempre consultan con las políticas macroeconómicas. Los instrumentos sobre los cuales se podría actuar para elevar sus ingresos no tienen, además, la flexibilidad para introducir cambios importantes en el mediano plazo. Se requerirían grandes elevaciones de tarifas para que tales entidades pudieran llegar a cubrir la totalidad de sus gastos con recursos propios. Como consecuencia, la estructura financiera de varias de ellas se ha venido fundamentando sobre la base de que una parte de los gastos, usualmente los de importaciones, se financian con crédito externo.

La financiación externa ha estimulado la formación de una brecha interna con características que la hacen más permanente y menos flexible que la brecha externa. Mientras que la brecha externa ha venido disminuyendo y está sujeta a las fluctuaciones del sector externo, la brecha interna resulta de una deficiencia de ahorro y de dificultades institucionales que han venido acentuándose con el transcurso del tiempo. Este es un serio limitante al logro de un equilibrio cambiario de largo plazo. La trayectoria de aproximación debe caracterizarse por una reducción simultánea de las brechas. De otra manera se originan mecanismos de ajuste que actúan en la dirección de retornar la economía a la situación inicial.

La reducción de la brecha externa que ha experimentado la economía colombiana en los últimos años, al no presentarse simultáneamente un aumento del ahorro, se ha manifestado en problemas internos de exceso de demanda. Situación que usualmente se ha tratado de corregir con políticas tendientes a restringir la inversión o a estimular las importaciones. La aplicación de estas políticas se ha visto, sin embargo, seriamente limitada por factores institucionales y económicos.

La inversión realizada ha sido tradicionalmente inferior a la deseada debido a las restricciones de ahorro. El intento de ampliar aún más esta diferencia encuentra serias resistencias por parte de los sectores productivos. No es de esperarse, por otro lado, una decisión franca para imponer una política de tales características. Esta entra en conflicto con el propósito de elevar la tasa de crecimiento de la economía. Dilema que los gobiernos, muchas veces con razón, no están dispuestos a resolver abiertamente.

El manejo del sector externo presenta dificultades similares. Las importaciones de materias primas no producidas en el país dependen del PIB y las de bienes de capital de la inversión. El PIB y la inversión, a su turno, están estrechamente relacionados con el ahorro. La posibilidad de afectar tales importaciones con decisiones cambiarias es muy pequeña, mientras que la restricción interna sea mayor que la externa. No acontece lo mismo con los bienes producidos internamente. Siempre es factible mediante el manejo de la tasa de cambio y los aranceles, ofrecer las condiciones económicas que induzcan a adquirirlos en el exterior. Esto conduce, sin embargo, a un conflicto entre la inflación y el crecimiento económico más serio que el planteado por la reducción de la inversión. Todo ello explica por qué las políticas tendientes a estimular las importaciones en el mediano plazo terminan en los bienes de consumo. Como consecuencia, aparece la situación paradójica de países que importan bienes suntuarios no obstante tener un limitante de recursos externos y de ahorro.

Lo cierto es que las políticas en materia de inversión e importaciones no han sido suficientes para equilibrar las dos brechas. El ajuste se ha efectuado a través de una aceleración de la inflación. Proceso que generalmente se torna contra el sector externo. Difícilmente se puede justificar una política de devaluación que compense el aumento de precios internos cuando

las reservas internacionales aumentan y la inflación se acelera. Lo más fácil para reducir la presión de la demanda interna es trasladar las exportaciones al consumo interno. Y ello se puede conseguir únicamente ajustando la tasa de cambio por debajo del aumento del nivel de precios. Política que de mantenerse llevaría inevitablemente la economía a la situación cambiaria del pasado.

El aumento del ahorro aparece, entonces, como un factor crucial en el manejo global de la economía. De ello dependen tanto la consolidación y la continuidad de los esfuerzos realizados en materia cambiaria, como la viabilidad de adelantar una política de estabilización que no afecte negativamente los niveles de inversión y la producción. En el campo del ahorro se han realizado avances importantes. El llamado ahorro financiero ha aumentado en los últimos años, pero no ha actuado como tal. Si bien en un principio puede resultar de un sacrificio del gasto, ha dejado de serlo en la medida en que ha sido destinado a financiar bienes de consumo. Ha facilitado, simplemente, el traslado del consumo de unos grupos a otros.

#### *B. Crédito externo para gastos locales*

La contratación de empréstitos para financiar gastos en moneda local de proyectos de largo plazo, es un ejemplo de la utilización del crédito externo para subsanar las deficiencias de ahorro. En virtud de esta modalidad, el producto en pesos del empréstito se destina a financiar el proyecto, en tanto que las divisas quedan disponibles para los importadores. Si estos las adquieren, los pesos destinados para tal fin compensarían el efecto monetario inicial. De esa manera se habría conseguido financiar, en forma no inflacionaria, un gasto por el doble de la cuantía del préstamo. Es de presumir que un resultado de tales características no suceda bajo condiciones normales. Se ha presentado, por ejemplo, en las épocas de crisis cambiarias, cuando un pequeño aumento de las divisas era destinado inmediatamente para cubrir las obligaciones del país en el exterior. En términos generales sería menester que la brecha de recursos externos fuera superior a la de recursos internos. Situación que, según hemos visto, no puede interpretarse como permanente y menos como base para programar la política cambiaria. La economía tiende en el mediano plazo a un equilibrio en el cual las dos brechas son iguales y las desviaciones con relación a este

equilibrio se han presentado, en los últimos años, en la dirección contraria, es decir la brecha interna ha sido mayor que la externa. En tales condiciones, lo más probable es que las divisas adicionales no sean demandadas. El mismo resultado se lograría mediante una emisión por la cuantía de la financiación en moneda local.

### C. Manejo coyuntural

El manejo del crédito externo requiere de una gran flexibilidad. Cuando su ingreso está determinado por circunstancias anteriores o por elementos distintos a las políticas generales, surgen serias dificultades para adaptarlo a las fluctuaciones de la economía. La acción de las políticas coyunturales se vería condicionada por decisiones anteriores. Podría acontecer que las brechas, en lugar de ser el resultado de la coordinación de los instrumentos de política económica compatible con los objetivos de corto y largo plazo, fueran determinadas por los flujos de capital.

Las autoridades fiscales y monetarias deben estar en capacidad de decidir sobre el ingreso y orientación del crédito externo. Es preciso, por lo tanto, modificar los factores institucionales que tradicionalmente han interferido en tal comportamiento. La ejecución de proyectos prioritarios no debe ser vinculada estrechamente a la contracción de crédito externo. La estructura económica de las entidades no puede continuar fundamentada en déficit financiado con crédito externo. La viabilidad de estos propósitos está relacionada, desde luego, con la posibilidad de aumentar el ahorro interno.

Las fuentes de creación de dinero pueden formularse en términos de la brecha externa y de las brechas internas del gobierno y del sector privado. La primera se manifiesta en una contracción, en tanto que las últimas lo hacen en una expansión (10).

El problema de alcanzar una tasa de crecimiento de la oferta monetaria compatible con las metas de inflación, se traslada, entonces, al manejo de las políticas requeridas para situar las brechas en los niveles adecuados.

El grado de discrecionalidad sobre las tres brechas es diferente. La brecha externa puede ser estimulada bien por medidas

---

(10) Si las brechas son negativas, se presenta el efecto contrario.

de precios, como la tasa de cambio y los aranceles, o bien por medidas cuantitativas. La posibilidad de aplicar las primeras medidas para introducir cambios en períodos cortos, sin entrar en conflicto con los objetivos de largo plazo, es muy limitada. Las segundas medidas, que pueden tener un efecto significativo, especialmente cuando se trata de aumentar la brecha, tampoco deben ser guiadas por consideraciones de corto plazo. Hemos visto que la decisión entre restringir importaciones y contratar crédito externo es un problema de costo de oportunidad y acumulación de capital en el largo plazo. La mayor flexibilidad se encuentra por el lado de la brecha interna del gobierno. Las autoridades fiscales están en capacidad, al menos en teoría, de ajustar los impuestos y los gastos para generar un superávit o un déficit de caja dentro de un período relativamente corto. Las restricciones son de tipo político e institucional, las cuales se acentúan por el sistema presupuestal de competencia que compromete gastos con anticipación de un año a su ejecución. La brecha interna del sector privado está relacionada, en cambio, con el comportamiento de los inversionistas y de los ahorristas. La tasa de interés ha sido el instrumento tradicional para estimularla o desestimularla, pero en un país con la estructura económica de Colombia encuentra serias limitaciones. Se requerirían enormes variaciones de la tasa de interés para lograr cambios significativos en los niveles deseados de ahorro e inversión. La alternativa práctica es la de introducir controles cuantitativos tendientes a regular la liquidez requerida para financiar la inversión deseada. Aquí surgen las dificultades administrativas. La restricción del crédito, al elevar el costo de oportunidad del dinero con relación a la tasa de interés institucional, crea incentivos para obtener recursos adicionales. Algunos inversionistas encuentran rentable el endeudamiento externo y acuden a este, bien adquiriendo nuevos préstamos o no pagando los viejos. Otros acuden a los mercados extrabancarios, originando transferencias que, en ciertos casos, se traducen en créditos del Banco Central. Todos estos factores confluyen, ya a través de emisiones indirectas o ya mediante aumentos en la velocidad del dinero, a aminorar el efecto inicial de la restricción del crédito. No significa esto que se deba prescindir de los controles. Por el contrario, implica que las políticas deben buscar un efecto mayor al previsto y estar acompañadas de otras que impidan la utilización de fuentes alternativas de expansión monetaria.

La viabilidad de este manejo depende de la posibilidad de coordinar adecuadamente los instrumentos monetarios, cambiarios y fiscales. El crédito externo juega un papel clave dentro de estos instrumentos. Constituye uno de los principales elementos de juicio en la determinación de la brecha externa, la cual, a su turno, condiciona el flujo de capital compatible con los objetivos de corto y largo plazo.

No existe una metodología definida para llevar a cabo la coordinación entre las distintas políticas. Es preciso seguir un procedimiento de ensayo y error, apoyado en proyecciones, intuición y conocimiento práctico de la economía.

#### IV — EL CIRCULO VICIOSO

Los flujos internacionales de capitales son el resultado de los desequilibrios de las balanzas de pago. A primera vista se podría esperar una actitud general orientada a lograr un equilibrio entre las exportaciones y las importaciones. Esto no parece cumplirse en la práctica. Existen razones económicas y políticas que inducen a ciertos países a generar un superávit en la cuenta corriente. No todos los países pueden tener éxito en un propósito de tales características, pues los superávits deben estar correspondidos por déficit. Las mayores probabilidades se encuentran del lado de aquellos que cuentan con los mercados más extensos, exportaciones más elásticas, tradición en el desarrollo del sector externo y altos niveles de ahorro. Estas no son, desde luego, condiciones suficientes. Las ventajas y desventajas pueden ser neutralizadas por el manejo de la política cambiaria.

Los países más predispuestos a incurrir en déficit cambiarios son los que requieren, precisamente, el mayor esfuerzo interno para equilibrar sus balanzas de pagos. Si este esfuerzo no se efectúa, se originan condiciones que, al acumularse a lo largo del tiempo, conducen a situaciones en que la mejor alternativa es el crédito externo. Y este, por su parte, crea fuerzas tendientes a perpetuarlo. Induce a que el ajuste de las variables cambiarias, en lugar de efectuarse con miras a eliminar el déficit externo en el largo plazo, se oriente a equilibrar una balanza de pagos con crédito externo. Por ejemplo, bajo un sistema de tasas flexibles o bajo un sistema de ajustes graduales que sigue la evolución de las reservas, la devaluación sería menor con crédito externo que sin él. Acostumbra a la economía a operar en condiciones donde la inversión excede al ahorro. Cualquier mo-

vimiento tendiente a reducir la brecha externa, a menos que sea acompañado de un aumento en el ahorro interno, introduce presiones inflacionarias que tienden a retornar a la economía a la situación inicial. Puede actuar en el largo plazo, bajo ciertas condiciones, en la dirección de acentuar la restricción de divisas y de ahorro.

Los factores anteriores conducen a un círculo vicioso. Las deficiencias en la balanza de pagos colocan a los países ante la única alternativa del crédito externo. Este, por su parte, crea fuerzas tendientes a mantener las deficiencias, las cuales deben subsanarse de nuevo con crédito externo y así sucesivamente. Como consecuencia, se originan situaciones acumulativas que llevan a los países a considerar que su subsistencia depende del crédito externo.

Surge la pregunta sobre la conveniencia de un modelo de desarrollo fundamentado en una brecha externa y, por lo tanto, en el financiamiento externo para subsanarla. Lo ideal sería financiar las necesidades de importaciones con las divisas provenientes de las exportaciones. Bajo tales condiciones se maximizaría el crecimiento de la producción. Esto es especialmente cierto en los países que tienen una inadecuada utilización de los factores de producción. La expansión de las exportaciones o la sustitución de las importaciones, que podrían efectuarse a cambio del crédito externo, ofrecen un campo de gran potencial para utilizar los factores de producción domésticos y estimular el crecimiento económico.

Los países que fundamentan sus políticas económicas en el crédito externo se ven abocados a un proceso creciente de endeudamiento externo. Los préstamos son adquiridos para cubrir el déficit corriente y el servicio de la deuda de obligaciones adquiridas en el pasado. Este proceso, contrario a lo que sostienen algunos autores, no puede ser indefinido. Las entidades internacionales y las entidades financieras privadas están interesadas en concederles préstamos a aquellos países que se encuentran en mejores condiciones de pagarles, para lo cual las primeras han establecido los llamados límites de endeudamiento. Inevitablemente se llega a un punto en que el país debe enfrentar una crisis por escasez de divisas. Los efectos de tal situación sobre el desarrollo económico y la asignación de recursos son bien conocidos en Latinoamérica. La actividad económica cae drásticamente

y la inflación tiende a acelerarse rápidamente durante un período que puede durar varios años.

## V — CONCLUSIONES

1. La economía colombiana ha operado durante los últimos veinticinco años bajo las condiciones de una brecha de recursos externos. El viraje efectuado en 1967 en relación a la política del sector externo ha llevado a la economía a una situación donde no es evidente que la restricción externa sea un problema estructural. El comportamiento de los años recientes indica que la demanda deseada por importaciones está muy cerca de las posibilidades de exportación. Esto permite esperar que la primera sea superior a la segunda o viceversa, de acuerdo con las condiciones coyunturales de la economía. Sin embargo, el servicio de la deuda, que asciende actualmente a \$ 500 millones, implica que las necesidades de divisas superarán en los próximos años a los ingresos provenientes de las exportaciones.

2. La economía se verá enfrentada en los próximos años a una restricción externa originada principalmente por el servicio de la deuda adquirida en el pasado. Esto plantea dos alternativas. Restringir las importaciones de menor productividad social o acudir al financiamiento externo. Conflicto que no puede ser resuelto por las fuerzas del mercado. Es preciso, por lo tanto, la intervención del estado.

Este artículo no pretende establecer una regla general sobre la conveniencia del crédito externo. Se limita a explorar si este es un medio para reducir las restricciones de ahorro y divisas o un medio para elevar el consumo. Ello está íntimamente relacionado con las importaciones marginales. Si están representadas por bienes de consumo, el crédito externo implica un sacrificio del ahorro y de las divisas del futuro a cambio del consumo presente. Esto podría justificarse, dentro del marco de una estrategia orientada a aumentar la producción y mejorar la distribución del ingreso y del consumo, únicamente cuando estos artículos vienen a suplir las necesidades mínimas de subsistencia. En el caso de las importaciones de bienes de capital se presentan dos efectos opuestos. La mayor inversión asociada con las importaciones, actúa en la dirección de elevar el **stock** de capital, en tanto que el servicio de la deuda opera en la dirección contraria. El resultado final depende de las condiciones generales de la economía. Si estas son tales que la importación induce

otras inversiones complementarias, el efecto sobre el **stock** de capital es positivo. Si la inversión aumenta solo en la cuantía de la importación, el efecto sobre el **stock** de capital puede llegar a ser negativo.

3. La economía tendería, bajo condiciones ideales a un equilibrio donde las importaciones serían iguales a las exportaciones y el ahorro a la inversión. Las restricciones institucionales y económicas que se han venido acumulando a lo largo del tiempo, no le han permitido, sin embargo, operar de esa manera. En tales circunstancias, el equilibrio ha correspondido a situaciones donde las dos brechas son iguales. Existen claras razones teóricas para pensar que desviaciones con relación a ese equilibrio originan fuerzas tendientes a regresar al estado inicial en el mediano plazo. De allí se desprende que el propósito de llevar la economía a un equilibrio en el largo plazo depende de la factibilidad de reducir simultáneamente las dos brechas. Pero el desarrollo reciente de la economía, orientado principalmente a estimular el sector externo, ha creado condiciones en las cuales la brecha interna tiende a ser menos flexible que la externa. La reducción de la brecha externa que ha venido ocurriendo en los últimos diez años, al no haber estado acompañada de un comportamiento paralelo de la brecha interna, se ha manifestado en presiones inflacionarias. Si tales presiones no se contrarrestan a través de un aumento en el ahorro, podrían operar en la dirección de retornar al sector externo a la situación de hace diez años.

4. Fluctuaciones externas o internas pueden romper la igualdad entre las dos brechas y, como consecuencia, originar fenómenos inconvenientes en el corto plazo. Si la brecha interna es superior a la externa, resultarían presiones inflacionarias. Si, por el contrario, la brecha interna es inferior a la externa, aparecerían presiones deflacionarias. Las políticas coyunturales deben ser orientadas para evitar tales fenómenos. Esto es menos difícil de lo que aparece a primera vista. Las brechas se reflejan en la oferta monetaria y pueden ser reguladas mediante las políticas fiscales, cambiarias, monetarias y de crédito externo. El problema se reduce, entonces, a seleccionar la combinación de políticas requeridas para situar las brechas en niveles compatibles con un crecimiento adecuado de la oferta monetaria.

5. El crédito externo crea condiciones institucionales, políticas y económicas que tienden a perpetuarlo. Esto conduce a

dos estrategias distintas de desarrollo económico. La una se fundamenta en un financiamiento externo creciente para cubrir las deficiencias del momento y el servicio de la deuda adquirida del pasado. La otra es una política franca orientada a elevar las exportaciones y el ahorro para alcanzar gradualmente un equilibrio cambiario. La última, además de garantizar un manejo autónomo de la política económica, ofrece claras ventajas al suministrar las bases para un mayor y más estable crecimiento económico.

6. El crédito externo debe enmarcarse dentro de la política general de los planes de desarrollo. El intento de utilizarlo para resolver situaciones aisladas introduce distorsiones económicas y conduce a contradicciones entre los objetivos de política económica.



## COMENTARIOS

ALEJANDRO FIGUEROA

### I — INTRODUCCION

Han querido el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia continuar con su magnífica tarea de promover la discusión de los más importantes temas de la problemática económica del país en este Primer Simposio sobre Financiamiento Externo, el cual prolonga la ya excelsa tradición de los simposios sobre mercado de capitales.

A ellos mis más sinceros agradecimientos por haberme brindado la oportunidad de comentar, ante tan ilustrado auditorio, el excelente trabajo presentado por Eduardo Sarmiento en el día de hoy.

En el capítulo primero se presentan, a manera de introducción, algunas consideraciones sobre la incidencia que ha tenido el sector externo en el crecimiento de nuestra economía, y sobre el papel del financiamiento externo en dicho proceso.

En el capítulo segundo, y dado que el análisis que nos ha presentado Eduardo Sarmiento se fundamenta en buena parte en los desarrollos teóricos de su artículo "Financiamiento Externo, Inflación y Acumulación de Capital", he considerado conveniente hacer una corta presentación sobre los conceptos económicos implícitos en los llamados modelos de las brechas, así como un análisis de las limitaciones inherentes a este tipo de modelos.

En el capítulo tercero, se presentan las premisas fundamentales del modelo de Eduardo Sarmiento.

En el capítulo cuarto se profundiza, siguiendo las principales líneas del trabajo de Sarmiento, sobre la economía del financiamiento externo en el corto y en el largo plazo. Se explora específicamente sobre las medidas que deben tomarse para que el país pueda hacer un aprovechamiento óptimo de la actual bonanza del sector externo.

## II — EL SECTOR EXTERNO Y EL DESARROLLO ECONOMICO DEL PAIS

El análisis de los principales indicadores económicos relacionados con el sector externo de la economía durante las últimas décadas, nos lleva a la conclusión de que el mayor o menor crecimiento de nuestra economía ha dependido en gran parte del desarrollo de este sector.

Durante las épocas de bonanza de las exportaciones, las cuales se han presentado cuando sube el precio del café en el mercado internacional, dado el gran peso que este producto ha tenido en las exportaciones, ha sido posible acelerar las importaciones de bienes esenciales para nuestro crecimiento, reflejándose esta aceleración en un mayor producto nacional; por el contrario, las épocas de crisis en el mercado mundial del café se han traducido en una estrechez en la disponibilidad de divisas y han obligado al país a basar su estrategia de empleo y de crecimiento principalmente en el desarrollo del mercado interno, vía la sustitución de importaciones, al no poder contar con el impulso que se deriva de las exportaciones en las épocas de gran crecimiento de este sector. Este fenómeno ha llevado a algunos estudiosos de nuestra economía a afirmar que gran parte del desempleo en Colombia es esencialmente keynesiano, con las importaciones obrando como la principal restricción en vez de la demanda agregada.

La conservación de una sana posición de las reservas internacionales del país debe ser por consiguiente una preocupación constante de los encargados del manejo de la política económica. Como es de todos conocido, la posición de las reservas internacionales depende de la política cambiaria, de la política de comercio exterior y de la política de financiamiento externo público y privado. A través de estas políticas se refleja la posición de las finanzas del gobierno y su política fiscal en lo que al sector externo se refiere.

El endeudamiento externo sirve como un sustituto de las exportaciones y de los ahorros privados presentes, pero a su vez implica que capital y trabajo doméstico, que podrían ser utilizados para consumo interno, deben ser dedicados en el futuro a generar las exportaciones necesarias para cubrir el servicio de la deuda; por esta razón la capacidad de endeudamiento externo de un país se mide por la relación del servicio de la deuda a sus exportaciones. Por consiguiente, cualquier política de promoción a las exportaciones debe ir acompañada de una sana política de financiamiento externo.

La falta de recursos fiscales para la financiación de los gastos de funcionamiento y de inversión del gobierno puede llevar a recurrir al financiamiento externo como un sustituto de mayores impuestos. Si esta situación deficitaria en las finanzas del gobierno coincide con una coyuntura cambiaria desfavorable para el país, el financiamiento externo se convierte además, en el corto plazo, en el complemento necesario para atender las importaciones corrientes. Pero si por el contrario, la situación de reservas internacionales es boyante, entonces la utilización del financiamiento externo como sustituto de los ingresos del estado es no solo francamente desaconsejable por los efectos de expansión monetaria que conlleva, sino que también se convierte en una erogación innecesaria de divisas para pagos de intereses de una deuda que no era necesario contratar en el exterior.

En cuanto a la capacidad de endeudamiento externo se refiere, una de las justificaciones para establecer una limitación en su cuantía es la de que un país no debe colocarse en situación de vulnerabilidad en el caso de que los ingresos de divisas tengan una súbita disminución, ya sea por una drástica caída de las exportaciones, lo que ha ocurrido varias veces en Colombia al bajar súbitamente el precio del café en el mercado internacional, o por una sustancial disminución en la disponibilidad de préstamos externos. Esta eventualidad puede llevar a un país bien sea a disminuir súbitamente las importaciones o a aceptar términos onerosos para refinanciar la deuda externa.

De los párrafos anteriores se desprende la importancia que tiene para el país el análisis de la política de financiamiento externo, y de las condiciones bajo las cuales es posible que este haga una contribución real al proceso de crecimiento económico, dentro de un clima de estabilidad.

### III — LOS MODELOS DE LAS BRECHAS

La necesidad en que se encuentran los países en vía de desarrollo de acudir al financiamiento externo para suplir sus deficiencias de divisas y de ahorro interno ha inspirado en la literatura económica los llamados modelos de las brechas.

El análisis de las brechas es un producto de los intentos que se han hecho en la literatura para determinar las alternativas de política económica de que dispone un país en vía de desarrollo en un momento dado.

Desde 1961 H. B. Chenery estableció que la teoría tradicional de las ventajas comparativas, según la cual la combinación óptima de producción y de comercio para un país se debe determinar comparando el costo de oportunidad de producir determinado bien con el precio al cual ese bien se puede adquirir en el mercado internacional, era deficiente para tratar los problemas de crecimiento y desarrollo. Por consiguiente, deberían introducirse modificaciones dinámicas a la estructura analítica de la estática comparativa, con el objeto de poder escoger entre varias alternativas posibles de crecimiento de la economía. De estas inquietudes surgieron los modelos de crecimiento, entre los cuales podemos establecer por lo menos dos categorías principales:

a) Aquellos que analizan el paso de una economía subdesarrollada a una avanzada, y

b) Los que estudian el crecimiento de una economía ya desarrollada.

La mayoría de los modelos de la primera categoría, se han elaborado a partir del modelo de acumulación de capital de Harrod-Domar, bajo el supuesto de que una de las principales características de los países en vía de desarrollo es precisamente su escasez de capital. Para la programación del desarrollo se han generalizado los modelos en los cuales se establece una tasa de crecimiento global para la economía y a partir de ella se determinan los niveles de ahorro, inversión, importaciones, exportaciones y otras variables macroeconómicas necesarias para alcanzar dicha tasa, así como los posibles conflictos y cuellos de botella que puedan aparecer como resultado de un mayor crecimiento de la economía.

Dentro de este contexto surgió el análisis de las llamadas brechas. Las ideas básicas de este tipo de análisis fueron esta-

blecidas en 1962 por Chenery y Bruno (1). El supuesto principal que es común en todos los modelos de las dos brechas es el de que las economías de los países subdesarrollados, lejos de estar en equilibrio, se encuentran en desequilibrio estructural debido básicamente a las frecuentes variaciones en la disponibilidad de divisas y a la poca flexibilidad de los mecanismos de ajuste de que disponen sus economías. Dicho equilibrio se define en el sentido de que puede transcurrir un considerable período de tiempo antes de que el ahorro, la inversión, las importaciones y las exportaciones, alcancen sus valores de equilibrio; además, estos pueden resultar diferentes a los requeridos para una trayectoria óptima de crecimiento.

Los modelos de las dos brechas han sido aplicados básicamente para determinar el flujo necesario de ayuda externa para lograr unas metas preestablecidas de crecimiento de la economía. El procedimiento a seguir, dentro de este contexto, es el siguiente:

a) Se establece una tasa de crecimiento global para la economía.

b) A continuación se determina la inversión requerida para alcanzar dicha tasa. Para ello es necesario conocer la relación capital-producto para el conjunto de la economía.

c) Dado el nivel de inversión, y su composición sectorial, es necesario establecer la cuantía de las importaciones necesarias para que se realice dicha inversión.

d) De acuerdo con el comportamiento del pasado, y con las nuevas políticas establecidas para el futuro, se hacen estimativos sobre las futuras exportaciones y los ahorros potenciales de la economía.

e) La brecha de ahorro aparece cuando los ahorros potenciales internos están por debajo del nivel requerido para que la inversión deseada se realice. Se asume aquí que habrá suficientes divisas para efectuar las importaciones que demande este nivel de inversión.

f) La brecha externa se establece cuando las necesidades de importación superan los ingresos que se esperan del crecimiento de las exportaciones.

---

(1) H. B. Chenery and M. Bruno, "Development Alternatives in an Open Economy: The Case of Israel", *Economic Journal*, March 1962.

g) Se determinan las dos brechas y se establece que el endeudamiento externo debe ser igual a la mayor de las brechas, las cuales deben, a su vez, igualarse para que se logre el equilibrio.

El equilibrio entre la oferta y la demanda agregadas requiere que las dos brechas sean iguales (2) (ver Anexo). Las brechas **ex-ante** de ahorro-inversión, e importaciones-exportaciones no tienen que ser iguales en el mismo sentido que el ahorro y la inversión **ex-ante** no tienen que ser iguales en el modelo keynesiano. La diferencia entre los dos casos es que en el modelo keynesiano la igualdad **ex-ante** del ahorro y la inversión es una condición suficiente para el equilibrio. En los modelos de las dos brechas la igualdad de las brechas interna y externa es una condición de equilibrio necesaria pero no suficiente; para alcanzarlo es necesario que las brechas sean iguales al financiamiento externo.

#### *Limitaciones inherentes al análisis de las brechas*

Como es bien conocido para este auditorio, integrado por tan ilustrados economistas, el análisis implícito en los modelos que acabo de describir nos presenta una visión demasiado simplificada de los problemas del desarrollo. La modernización de las economías atrasadas es un proceso enormemente complejo, difícil y largo. Son numerosas las barreras que se oponen al crecimiento, especialmente las de tipo institucional, que impiden la movilidad de los factores de producción, crean el dualismo y engendran la subutilización de los recursos, particular pero no exclusivamente, de la fuerza laboral. Todos estos problemas no pueden reducirse a la simple fórmula de expresar que los cuellos de botella que impiden el progreso resultan ser, según las circunstancias, la escasez de los recursos locales, o sea la brecha del ahorro, o de bienes importados o sea la brecha de divisas.

Por otra parte, la relación rígida entre el monto de la inversión y el incremento del producto nacional está bastante lejos de la realidad. En el caso externo todos sabemos que el producto puede aumentar aún sin inversión, a través de una mejor asignación de los recursos disponibles como en el caso de una mayor utilización de la capacidad instalada del sector industrial. La forma, la calidad y la distribución de la inversión son por lo

---

(2) Ver A. Figueroa "A two-gap analysis for Colombia". Harvard University - 1969.

menos tan importantes como su monto. Las innovaciones tecnológicas pueden resultar en el uso de menos capital en vez de requerir más capital. De ahí que los autores clásicos como Adam Smith y Marx, a diferencia del modelo Harrod-Domar, vinculaban estrechamente la acumulación de capital como motor del desarrollo a las actividades de grupos, organizaciones y clases particulares, a sus actitudes, relaciones e instituciones sociales y a los cambios ocurridos en ellas.

#### IV — EL MODELO DE SARMIENTO

Eduardo Sarmiento, profundo conocedor de la economía colombiana, nos ha presentado en su excelente exposición del día de hoy un riguroso y detallado estudio de los problemas económicos relacionados con el financiamiento externo.

Su análisis se fundamenta en buena parte, en los desarrollos teóricos de su artículo "Financiamiento externo, inflación y acumulación de capital". Sarmiento, consciente de las simplificaciones implícitas en los modelos tradicionales de las dos brechas, y con el fin de desarrollar instrumentos de análisis aplicables a economías caracterizadas por una alta participación del sector público, introdujo en su modelo una tercera brecha que es el déficit fiscal, encontrando que las distorsiones que aparecen en el modelo de las dos brechas son susceptibles de ser corregidas, si el nivel de financiamiento externo se establece de acuerdo con el déficit fiscal. Concretamente, este debe disminuir a medida que aumenta el financiamiento externo. Sin embargo, hasta hace poco tiempo en la economía colombiana se presentó el fenómeno contrario, lo cual condujo a tasas de expansión de la oferta monetaria incompatibles con los objetivos de estabilidad de precios.

Sarmiento desarrolla su modelo utilizando la teoría de programación lineal, la cual ofrece el marco más adecuado para este tipo de análisis dado que las rigideces del sistema aparecen en cada uno de los factores y finalmente en cada uno de los sectores de la economía.

Establece Sarmiento como premisa fundamental de su estudio la de que el solo argumento de las brechas no es suficiente para justificar el endeudamiento externo. La financiación externa, dice Sarmiento, no es conveniente si no va acompañada de un cambio en la estructura productiva del país que permita que el

costo de oportunidad, en términos de los factores escasos de la economía en el momento en que es necesario cancelar la deuda, sea menor que los beneficios percibidos como resultado del ingreso del crédito externo.

Es necesario explorar si el financiamiento actúa, en el caso particular de cada país, en la dirección de modificar las causas restrictivas del crecimiento económico; concretamente, si es el medio adecuado para corregir los desequilibrios del sector externo y aumentar los niveles de inversión.

Con estas premisas básicas entra a estudiar la incidencia del crédito externo en el corto y largo plazo. En el primero analiza su impacto en relación con la política cambiaria y la política monetaria; en el largo plazo profundiza en su incidencia en el proceso de acumulación de capital y en la asignación de recursos.

## V — LA ECONOMIA DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO

### 1. Corto plazo

Anota Eduardo Sarmiento cómo las fluctuaciones externas o internas de la economía pueden romper la igualdad entre las dos brechas, y como consecuencia, originar fenómenos inconvenientes en el corto plazo. Específicamente, si la brecha interna es superior a la externa aparecen presiones inflacionarias. Este es el caso de la economía colombiana en los últimos años, durante los cuales se ha venido reduciendo la brecha externa, sin que se presentara simultáneamente un aumento proporcional en el ahorro, lo cual se ha manifestado en problemas de exceso de demanda interna.

Si los gastos en pesos que se originan como consecuencia de los préstamos externos no se contrarrestan con un aumento en el ahorro voluntario de la comunidad o con un aumento en los impuestos, se presenta una elevación del nivel de precios. Este aumento de los precios trae como consecuencia una disminución en la inversión real, y dificulta a su vez una mejor asignación y reorientación de los factores de producción de la economía.

En general, la razón o justificación del endeudamiento externo es la de aumentar la inversión interna. En términos reales la inversión implica el uso de una parte de los recursos físicos de la comunidad para aumentar el aparato productivo de la eco-

nomía y por consiguiente la capacidad de consumo en el futuro. A su vez se considera que la comunidad está ahorrando cuando se abstiene de dedicar sus recursos físicos al consumo presente, los cuales quedan así potencialmente disponibles para la producción de bienes de capital.

Vale la pena detenerse a analizar bajo qué condiciones un aumento en el valor nominal de la inversión, corresponde a un verdadero aumento de esta en términos reales. Si como resultado de ella la economía utiliza recursos que de lo contrario estarían ociosos, el aumento en la inversión es real; tal es el caso, por ejemplo, de una mayor utilización de la capacidad instalada de una planta industrial, como consecuencia de la importación de equipos que son complementarios con los ya instalados.

En el caso en que no haya recursos ociosos en la economía, pero la inversión nueva está acompañada por ahorro voluntario, el fenómeno que se presenta es el de un traslado real de recursos desde otro sector de la economía hacia aquel en el cual se efectúa la nueva inversión.

Finalmente, si no hay recursos ociosos en la economía ni se presenta un aumento en el ahorro voluntario, es necesario contrarrestar los gastos en inversión a través del ahorro involuntario.

Un aumento en el ahorro involuntario puede lograrse a través de mayores impuestos con los cuales se trata de reducir el consumo; o a través de préstamos que tengan por objeto transferir ahorros del sector privado al gobierno; o a través de una reorientación de la expansión monetaria hacia nuevos objetivos de inversión. Sin embargo, por lo general, estos intentos de reducir el consumo o de reorientar la inversión encuentran la resistencia de consumidores e industriales, y el resultado es el aumento en el nivel general de precios. Esto explica por qué la inversión planeada en sentido monetario se puede apartar de la inversión realizada en sentido físico.

Las cifras disponibles sobre ahorro en Colombia no nos permiten determinar el volumen total del ahorro voluntario. Sin embargo parece ser que la demanda por dichos ahorros ha excedido la oferta de ellos, si tomamos como elementos de juicio las fuertes presiones inflacionarias a que ha estado sometida nuestra economía durante los últimos años, y el alto nivel de las tasas de interés en el mercado extrabancario, las cuales a su vez son parcialmente reflejo de la inflación.

Estas presiones inflacionarias han encontrado su soporte en las altas tasas de expansión de los medios de pago que hemos tenido en los últimos años. Al analizar los cambios en la base monetaria, encontramos que los aumentos en las reservas internacionales del país han sido la fuente principal de expansión de los medios de pago durante los años mencionados. A partir de 1968, las reservas internacionales netas han crecido considerablemente, ya que pasaron de US\$ 35 millones en diciembre de 1968 a US\$ 429 millones en diciembre de 1974, y a US\$ 1.165 millones en diciembre de 1976. Estudiando la balanza comercial durante el período 1968-1974 se encuentra que el efecto expansionista del mayor volumen de exportaciones fue compensado por el efecto contraccionista del mayor volumen de importaciones, y que por consiguiente el aumento de las reservas internacionales se debió principalmente al mayor endeudamiento del sector público en el exterior. Este incremento de la deuda pública externa estuvo muy vinculado en el gobierno pasado a los problemas presupuestales, que a menudo lo llevaron a buscar la financiación de su déficit en el exterior, particularmente en 1972, cuando se consiguieron recursos de crédito externo por valor de \$ 3.300 millones, frente a \$ 1.200 millones en el año de 1971.

Durante los últimos dieciocho meses el país ha tenido un incremento nunca visto de las reservas internacionales como consecuencia del alza en los precios del café, a raíz de las heladas que destruyeron gran parte de los cafetales del Brasil en julio de 1975, y del notable aumento del renglón de servicios de la balanza cambiaria.

Este crecimiento de las reservas internacionales ha sido la causa principal del aumento en los medios de pago, que fue del 35% para el año de 1976, a pesar de los esfuerzos que han realizado las autoridades monetarias para contrarrestar dicho crecimiento con toda clase de medidas contraccionistas.

Se espera que el país reciba en los próximos tres años ingresos adicionales de divisas por concepto de la bonanza cafetera no inferiores a los US\$ 1.000 millones por año, los cuales si se invierten adecuadamente pueden darle un gran impulso a la economía; por el contrario, si no se les da una adecuada utilización, se pueden convertir en el origen de uno de los más acelerados procesos inflacionarios de la historia del país.

Sin embargo, si miramos el crecimiento de las reservas internacionales con una perspectiva de más largo plazo, se ve claramente lo correcto del diagnóstico que nos ha presentado Eduardo Sarmiento, en el sentido de que la economía colombiana se verá enfrentada de nuevo en los próximos años a una brecha externa:

a) En el frente cafetero no queda duda de que una vez se recupere la producción del Brasil y entren en producción las nuevas áreas que se están sembrando en este momento al estímulo de los altos precios actuales, la oferta mundial de café excederá las necesidades de los consumidores y por consiguiente el grano retornará a los precios normales.

b) En el frente energético, y de acuerdo con las cifras presentadas en mayo del pasado año por el señor ministro de Minas, el país necesitará importar combustibles por un valor superior a los US\$ 6.000 millones durante los próximos diez años. Para el año de 1980, por ejemplo, las importaciones anuales por dicho concepto serán del orden de US\$ 450 millones.

c) La deuda pública externa vigente a septiembre del pasado año era de US\$ 2.581 millones, y la privada de US\$ 451 millones a la misma fecha. La atención de la deuda externa en el pasado año significó erogaciones superiores a los US\$ 400 millones (3).

De las cifras anteriores se desprende la necesidad de que el país haga un óptimo aprovechamiento de la actual bonanza del sector externo, para que su proceso de desarrollo no se vea restringido en un futuro no muy lejano por el resurgimiento de una brecha de recursos externos con características aún más serias que las que hemos tenido en el pasado.

La bonanza del sector externo nos está generando, como muy bien lo explica Eduardo Sarmiento, problemas internos de exceso de demanda. Las autoridades monetarias en su esfuerzo por contener la expansión de los medios de pago tienen que recurrir a medidas contraccionistas que pueden tener el efecto de restringir la inversión, vía la restricción de crédito al sector privado, y que por consiguiente anulan en parte los esfuerzos que por otro lado ellas mismas tratan de hacer para estimular

---

(3) Ver Revista Banco de la República.

las importaciones de bienes esenciales para nuevas inversiones, lo cual sería la verdadera solución al problema no solo coyuntural sino de largo plazo, en términos de una aceleración en la tasa de acumulación de capital y de expansión de la estructura productiva del país.

Tenemos que resolver esta aparente paradoja que se nos presenta cada vez que tenemos una transitoria bonanza del sector externo y no es posible utilizar las nuevas divisas para actividades productivas con la celeridad suficiente para que estas no causen nuevas presiones inflacionarias, cuando todos sabemos que ellas son absolutamente necesarias para el desarrollo del país, y que uno de los obstáculos tradicionales para nuestro despegue definitivo hacia una sociedad industrial avanzada ha sido precisamente su escasez.

La clave a esta paradoja nos la ha presentado Eduardo Sarmiento en su excelente trabajo. El problema reside en que la reducción en la brecha externa no ha sido acompañada de un aumento en el ahorro voluntario. En Colombia las entidades que generan las divisas no son, en general, las mismas que acuden al financiamiento externo para suplir sus necesidades de capital para inversión; no contamos con mecanismos institucionales para transferir las divisas, o los recursos en pesos generadas por ellas, de unas a otras. La consolidación de nuestro proceso de desarrollo y de estabilidad cambiaría está dependiendo básicamente de las posibilidades de aumentar el ahorro.

A raíz de las reformas introducidas en las tasas de interés por el actual gobierno se han logrado avances importantes en este campo. Es así como el llamado ahorro financiero ha tenido grandes aumentos en los últimos años. Sin embargo, al analizar los principales instrumentos de captación de recursos que actualmente forman parte del mercado financiero colombiano se deduce claramente que existe una deficiencia bastante pronunciada en la captación de recursos de largo plazo, que son los únicos que pueden considerarse como ahorro, ya que no se destinan a satisfacer necesidades inmediatas.

En el estudio presentado por Ignacio Copete en la Asamblea de la Asociación Bancaria se muestra que el 87% de los recursos captados, a septiembre del pasado año, a través de los principales instrumentos del mercado financiero, corresponden a recursos de alta liquidez y que por consiguiente no pue-

den considerarse como disponibles para inversión de mediano y largo plazo.

Es evidente que todavía tenemos mucho camino que recorrer para lograr un mercado de capitales eficiente y lo suficientemente fuerte para que suministre los ingentes recursos que necesitamos para acelerar nuestro desarrollo. Al principio de su exposición nos indicaba Eduardo Sarmiento, con toda razón, cómo en un país con una distribución tan desigual del ingreso como la que tenemos en Colombia, se requeriría un aumento insospechado de la tasa de interés para ajustar el ahorro voluntario a la inversión deseada.

Por consiguiente, es necesario que encontremos mecanismos institucionales que nos permitan acelerar la tasa de ahorro de la comunidad en su conjunto, y efectuar las transferencias necesarias a los sectores deficitarios, cuando se presenta como en este momento, a raíz de la bonanza del sector externo, la situación propicia para ello.

El país tiene necesidades de inversión para los próximos diez años que superan los US\$ 12.000 millones en los sectores del petróleo, la minería del carbón, del níquel y del cobre, la siderúrgica y los programas sectoriales de desarrollo industrial. La ampliación y el fortalecimiento del aparato productivo del país, la previsión de la crisis energética, y el desarrollo de los proyectos nuevos que serán la base de nuestras futuras exportaciones, implican no solo el aprovechamiento óptimo de la actual bonanza cafetera, sino también un aumento sustancial en el flujo de capital externo.

Para lograr estos objetivos es necesario que el gobierno cree los mecanismos de ahorro forzoso necesarios para que los pesos producto de un aumento fuera de lo normal en los ingresos de divisas de determinados sectores de la economía, no se destinen a generar nueva demanda por bienes de consumo y por consiguiente a acelerar la inflación, sino que por el contrario, se destinen a la inversión productiva.

Simultáneamente, deben fortalecerse los mecanismos de crédito de fomento para aquellos proyectos esenciales para el país, que requieren de un largo período de gestación antes de producir algún rendimiento, y que por consiguiente no sería posible llevarlos a cabo con recursos captados en el mercado de capitales a las tasas de interés actualmente vigentes.

Es importante, sin embargo, tener en cuenta que los resultados para el país en términos de crecimiento y de generación de nuevos empleos, dependerá en gran parte de cómo se asignen los recursos disponibles para nueva inversión.

En el caso de la industria manufacturera, esta debe hacer un enorme esfuerzo en el sentido de mejorar su productividad, para lograr ser competitiva en el mercado mundial, porque de otra forma aparecerá muy rápidamente la restricción a su crecimiento vía demanda. En ausencia de cambios en los precios relativos, el crecimiento del producto de un determinado sector estará limitado por el crecimiento del ingreso multiplicado por la elasticidad ingreso de la demanda, más las posibilidades de nueva sustitución de importaciones.

En cuanto al sector agrícola cualquier esfuerzo que se haga para aumentar la producción y la productividad será pequeño ante las necesidades básicas de alimentos que tiene nuestra población, y ante las posibilidades de exportación no solo a los países vecinos sino al resto del mundo, dadas las ventajas comparativas que tenemos en la producción agrícola.

Finalmente, los grandes proyectos del petróleo, el gas, la energía eléctrica y la minería necesitarán de una enorme inyección de ahorros públicos, lo cual implicará que el gobierno tome una decisión muy clara en cuanto a sus prioridades de inversión.

## 2. Largo plazo

Analiza Eduardo Sarmiento, con la profundidad y el rigor que le son característicos, la incidencia del financiamiento externo en el largo plazo con relación al proceso de acumulación de capital y a la asignación de los recursos escasos de la economía.

Cuando se presentan problemas en la balanza de pagos las alternativas de política económica se reducen a restringir las importaciones o a acudir al financiamiento externo, bajo el supuesto, bastante realista, de que no es posible aumentar sustancialmente las exportaciones en el corto plazo.

El crédito externo, nos indica Sarmiento, debe evaluarse entonces con relación a las importaciones marginales. Si este, a través de la importación de nuevos bienes de capital, facilita la movilización de los recursos internos e induce inversiones complementarias, su beneficio es indiscutible. Ahora bien, este

proceso no puede prolongarse indefinidamente, sino que tiene lugar hasta que la inversión es igual al ahorro potencial, momento en el cual las importaciones se ven restringidas por la escasez de recursos internos no inflacionarios para financiarlas. Luego pasa a analizar el efecto sobre el acervo de capital de la economía para llegar a la conclusión de que si la restricción externa es mayor que la interna el efecto sobre el acervo de capital es positivo. Sin embargo, cuando las dos brechas se igualan, este efecto puede llegar a ser negativo.

En cuanto a la asignación de recursos nos plantea Sarmiento que lo indicado es establecer las grandes prioridades nacionales y luego el conjunto coherente de instrumentos para alcanzarlas simultáneamente. El crédito externo debe ser un instrumento para suplir la deficiencia global de divisas y no para corregir los desajustes sectoriales de la economía, evitándose así las contradicciones en que hemos incurrido en el pasado, cuando por una parte hemos seguido una política monetaria restrictiva para contrarrestar los efectos expansionistas de un aumento de las reservas y por otra hemos contratado crédito externo para financiar proyectos considerados de alta prioridad.

### 3. Recomendaciones de política

Finalmente, y para terminar, quisiera enumerar, con base en la presentación de Sarmiento y en los comentarios atrás expresados, algunas de las consideraciones básicas que deben tenerse en cuenta para una política de endeudamiento externo.

a) La autonomía nacional debe ser uno de los objetivos básicos del plan nacional de desarrollo. Una clara política de impulso al sector exportador y de aumento del esfuerzo de ahorro interno irá liberando gradualmente al país de la necesidad de recurrir al financiamiento externo. Mientras esto ocurre deben fijarse límites prudentes al total de endeudamiento externo de acuerdo con la proyección de las exportaciones futuras.

b) Las grandes necesidades de inversión que tiene nuestro país para los próximos diez años harán necesario que tengamos que recurrir a cuantiosas sumas de capital externo para llevar a cabo dichas inversiones.

c) Este esfuerzo de inversión necesitará desde el punto de vista interno un aumento sustancial del ahorro. En la actual coyuntura es necesario que el gobierno recurra a mecanismos de

ahorro forzoso para canalizar hacia la inversión productiva los ingentes recursos provenientes de la bonanza del sector externo. Si no se establecen este tipo de mecanismos será muy difícil detener el acelerado crecimiento del nivel de precios que se está presentando en este momento.

d) El crédito externo debe ser un instrumento para suplir las necesidades globales de divisas.

e) Los recursos provenientes del crédito externo deben utilizarse para permitir una movilización de los recursos internos hacia los proyectos y sectores prioritarios de acuerdo con el plan nacional de desarrollo. Por consiguiente, el presupuesto de financiamiento externo debe ser analizado conjuntamente con el presupuesto de gastos en pesos. El hecho de que un proyecto tenga financiamiento externo no debe por sí solo darle alta prioridad.

Quiero darle de nuevo mis más sinceros agradecimientos al Banco de la República y a la Asociación Bancaria por haberme brindado la oportunidad de hacer esta presentación ante tan selecto auditorio. A Eduardo Sarmiento mis felicitaciones por tan excelente trabajo.

#### ANEXO

Modelo básico para proyectar las dos brechas:

- 1)  $Y(t) = C(t) + I(t) + \bar{G}(t) + \bar{X}(t) - M(t)$
- 2)  $C(t) = C[Q(t)]$
- 3)  $S(t) = \bar{Q}(t) - C(t) - \bar{G}(t)$
- 4)  $I(t) = V[\bar{Q}(t+1) - \bar{Q}(t)]$
- 5)  $Bs(t) = I(t) - S(t)$
- 6)  $M(t) = M[\bar{Q}(t)]$
- 7)  $Bf(t) = M(t) - \bar{X}(t)$

Donde:

- $Y(t)$  = Demanda agregada en términos reales en el año  $t$   
 $C(t)$  = Consumo en términos reales en el año  $t$   
 $G(t)$  = Gastos del gobierno en términos reales en el año  $t$   
 $I(t)$  = Inversión en términos reales en el año  $t$   
 $S(t)$  = Ahorro en términos reales en el año  $t$   
 $M(t)$  = Importaciones en términos reales en el año  $t$

- $X(t)$  = Exportaciones en términos reales en el año  $t$   
 $V$  = Relación capital-producto, parámetro del modelo  
 $Bs(t)$  = Brecha de ahorro en términos reales en el año  $t$   
 $Bf(t)$  = Brecha externa en el año  $t$

Si suponemos que:

$\bar{Q}(t)$  = Producto nacional en el año  $t$ . Meta determinada por el gobierno

$\bar{G}(t)$  = Nivel de gastos del gobierno asumidos para el año  $t$

$\bar{X}(t)$  = Meta determinada de exportaciones para el año  $t$

Entonces, dadas las condiciones iniciales, se puede encontrar la solución del modelo para  $C(t)$ ,  $I(t)$ ,  $Bs(t)$ ,  $Bf(t)$ ,  $M(t)$  y  $Y(t)$ .

De las ecuaciones 1), 3), 5), 7), se encuentra que

$$8) \quad Bs(t) - Bf(t) = Y(t) - \bar{Q}(t).$$

Es claro que el equilibrio en el mercado de bienes, o sea  $Y(t) = \bar{Q}(t)$ , requiere que las dos brechas sean iguales, o sea:

$$Bs(t) = Bf(t).$$

## COMENTARIOS

JORGE RUIZ LARA \*

El análisis del doctor Sarmiento se basa en lo que ha venido a denominarse en la literatura sobre desarrollo económico "el modelo de las brechas". Dicho modelo fue expuesto inicialmente en varios artículos por Hollis Chenery en asocio de otros tratadistas. En resumen, el modelo se basa en el supuesto de que la deficiencia de pericia, capacidad técnica, ahorros y recursos de cambio exterior constituyen limitantes cruciales para que un país subdesarrollado típico esté en capacidad de hacer pleno uso de sus recursos productivos. Según Chenery, mientras se logran los cambios estructurales necesarios para corregirlas, estas limitaciones pueden ser temporalmente reducidas mediante la adición de recursos externos que no requieran pagos corrientes, es decir, cuyo costo no tenga que ser cubierto o pueda ser amortizado en el futuro, en un período más o menos largo (1). A pesar de que la tesis así expuesta implica la existencia de tres brechas, es decir, la de pericia y capacidad técnica, la de ahorros y la de divisas, en la literatura el modelo se ha venido a denominar "de las dos brechas", y el tratamiento se ha concentrado en el análisis de las brechas de ahorro interno y de comercio exterior. El trabajo del doctor Sarmiento no es una excepción a esta regla. Sin embargo, el Banco Interamericano de Desarrollo, al igual

---

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

(1) Hollis B. Chenery and Alan M. Strout, "Foreign Assistance and Economic Development", *The American Economic Review*, Vol. LVI, N° 4, septiembre de 1966, pp. 680-81.

que otras entidades financieras internacionales, tiene en cuenta en la evaluación de los proyectos que financia, la necesidad de darle al país prestatario los recursos para corregir también las deficiencias de pericia técnica y de organización institucional en forma paralela, o con anterioridad al suministro de los recursos financieros.

El modelo de las brechas ha sido bastante controvertido y un amplio grupo de economistas no lo acepta. Las principales objeciones al planteamiento de Chenery se refieren, primero, al significado y validez empírica del valor de los parámetros necesarios para producir la secuencia temporal de las brechas establecidas por Chenery (2) y, segundo, a la distinción entre las dos brechas (3).

El doctor Sarmiento acepta el modelo de las brechas y no menciona las objeciones en cuanto a los fundamentos del mismo se refiere. Dice que "las discrepancias surgen en relación a la permanencia del fenómeno", y establece el contraste entre quienes afirman que la insuficiencia de ahorro y de divisas es un problema estructural de los países subdesarrollados, y quienes "sostienen que tales desajustes provienen del manejo inadecuado de las variables tradicionales", entre las cuales menciona las tasas de interés y el tipo de cambio. Luego pasa a afirmar que "ambas posiciones son exageradas".

Para precisar conceptos y criterios quiero observar que la aceptación de la existencia de un desequilibrio estructural de los países subdesarrollados por parte de un numeroso grupo de tratadistas no implica de ninguna manera una presunción de permanencia del fenómeno en cuanto a su origen. En efecto, Chenery y otros defensores del modelo de las brechas aceptan que en los países en desarrollo existe un desequilibrio estructural, y consideran que el financiamiento externo temporal puede contribuir a corregirlo.

Aún más, dichos autores entran a elaborar todo un esquema de fases que se inicia con la preponderancia de la brecha de

---

(2) J. C. H. Fei y Gustavo Ranis, "Foreign Assistance and Economic Development: Comment", *The American Economic Review*, Vol. LVIII, N° 4 septiembre de 1968, pp. 897-910.

(3) Henry J. Bruton, "The Two-Gap Approach to Aid and Development: Comment", *The American Economic Review*, Vol. LIX, N° 3, junio de 1969, pp. 440-48.

ahorro como factor limitante del crecimiento, para pasar luego a la preponderancia de la brecha de comercio exterior (divisas) y terminar en una fase de desarrollo autosostenido (4).

Para Chenery el origen del desequilibrio estructural no es relevante. Lo que importa es su existencia y la imposibilidad de corregirlo a **corto plazo**. No es necesario suponer que tal desequilibrio sea inherente a los países subdesarrollados. En su respuesta a Bruton, dice: (5)

“El que el desequilibrio en la balanza de pagos hubiera podido evitarse con una tasa de cambio más alta entre el peso y el dólar no determina si el problema corriente en el país X es o no estructural. Los efectos de un tipo de cambio sobrevaluado o de otras políticas mal dirigidas se incorporan en la estructura existente distorsionada de producción y de comercio. El que para expandir el límite de comercio se requieran una reasignación de inversiones y otros cambios que exceden el corto plazo define el problema como estructural, sea cual fuere su origen”.

La existencia de desequilibrios estructurales así definidos es indudable. Estos no se presentan exclusivamente en los países en desarrollo. Inglaterra, por ejemplo, está atravesando por uno de tales períodos. Lo que hace el problema más severo en el caso de los países en desarrollo es la menor flexibilidad para reasignar los recursos debido, entre otras causas, a la insuficiencia de pericia, a la deficiencia de tecnologías apropiadas y a la concentración de la riqueza y del ingreso.

A pesar de las objeciones al modelo de las brechas, todas ellas bien fundadas bajo los supuestos de la teoría neoclásica, el modelo se utiliza explícita o implícitamente en estudios de carácter técnico y empírico de la mayor solidez. Se justifica el hacerlo así argumentando con buenas razones que los supuestos del equilibrio neoclásico no son relevantes para el caso típico de los países subdesarrollados, cuyas estructuras económicas son considerablemente menos flexibles.

Un planteamiento global de mucho interés para los países en proceso de desarrollo en su conjunto se expone en un docu-

---

(4) Chenery and Strout, *op. cit.*, pp. 687-90.

(5) Hollis B. Chenery, “The Two-Gap Approach to Aid and Development: A Reply to Bruton”, *The American Economic Review*, Vol. LIX, N° 3, junio de 1969, p. 447.

mento publicado a fines del año pasado por las Naciones Unidas bajo el título **The Future of the World Economy** (6) que contiene los resultados preliminares de un estudio patrocinado por las Naciones Unidas y llevado a cabo bajo la dirección del ganador del Premio Nobel de Economía, doctor Wassily Leontief. Según dicho estudio, para reducir a la mitad la diferencia entre el ingreso **per cápita** de los países en proceso de desarrollo, por una parte, y los países desarrollados, por otra, entre ahora y el año 2000, se requeriría cerrar una cuantiosa brecha de ahorro interno y otra de comercio internacional. En cuanto a la primera, el estudio dice que la elevada tasa de desarrollo necesaria para alcanzar dicho objetivo es posible solo bajo la condición de que entre 30 y 35%, y en algunos casos hasta 40% del producto interno bruto de los países subdesarrollados se ahorre para destinarlo al financiamiento de inversiones. Un aumento tan considerable en la tasa de ahorro requiere medidas drásticas de política económica en cuanto a impuestos y a crédito, y al papel de la inversión pública tanto en la producción como en las obras de infraestructura. A fin de aumentar la eficacia de tales políticas, según el estudio, será necesario tomar medidas para lograr una distribución más equitativa del ingreso. El estudio agrega que "los recursos de inversión provenientes del exterior serían de importancia pero son secundarios comparados con los recursos internos".

En relación con la brecha de comercio, el estudio afirma que, debido a la alta elasticidad del ingreso de la demanda de importaciones en los países en desarrollo, se requerirá un aumento significativo en la participación de este grupo de países en las importaciones mundiales. Y agrega: (7)

"Sin embargo, se espera que el aumento en su participación en las exportaciones mundiales será más lento debido a las severas limitaciones para aumentar la oferta en las regiones en desarrollo y al ritmo relativamente más lento al cual se incrementará la capacidad de competencia de sus industrias manufactureras. Por estas razones, el desarrollo acelerado implica el peligro de grandes déficit potenciales de comercio en la mayoría de las regiones en desarrollo".

---

(6) United Nations, **The Future of the World Economy**, Extract from ST/ESA/44, New York, 1976.

(7) *Ibid.*, p. 30.

Para cerrar la brecha de comercio exterior así definido, el estudio propone las siguientes medidas, que son coherentes con la Estrategia Internacional de Desarrollo para la Segunda Década de Desarrollo de las Naciones Unidas:

a) Un aumento sostenido en los precios de los productos minerales y agrícolas exportados por los países en desarrollo, en comparación con los precios de las manufacturas.

b) El establecimiento de programas especiales que prevean compensación financiera para los países en desarrollo que sean importadores netos de los productos cuyos precios relativos hayan subido como consecuencia de la recomendación a).

c) La reducción de la dependencia de importaciones de productos manufacturados y el incremento paralelo de su participación en las exportaciones mundiales de algunas manufacturas, especialmente las livianas, en el caso de los países en desarrollo que no sean grandes exportadores de minerales o de productos agrícolas.

d) El incremento en la afluencia de la ayuda exterior a los países en desarrollo, las medidas para crear un clima más favorable para lograr una mejor composición de los flujos financieros y la reducción de la carga financiera resultante de la inversión extranjera en este grupo de países, son importantes pero no tanto como los cambios mencionados en los puntos anteriores en relación con los bienes primarios y el comercio en manufacturas.

Resulta evidente que las medidas propuestas son bastante ambiciosas y su implantación implicaría cambios estructurales básicos. Estas no se podrían realizar mediante la operación libre de las fuerzas del mercado ni sin la cooperación decidida de los países desarrollados.

Es probable que la puesta en marcha de un programa tan novedoso encontraría oposición y escollos políticos que solo podrían salvarse a través de un esfuerzo sostenido de varios años.

En caso de que el programa se pusiera en ejecución, durante el período de transición indispensable para lograr el apoyo político necesario, podría ser clave el financiamiento externo con carácter temporal dentro del esquema propuesto por quienes propugnan el modelo de las brechas. Además los programas especiales de compensación financiera propuestos en el punto b) podrían considerarse como ayuda exterior entre países en desarrollo. Es-

tos argumentos indican que el financiamiento externo podría tener mayor importancia de la que se le concede en el estudio.

Pero supongamos que no se hicieran los cambios estructurales propuestos. En este caso, la brecha externa calculada para lograr la meta de crecimiento establecida es de tal magnitud que probablemente la transferencia de recursos financieros suficientes para llenarla tropezaría aún con mayores obstáculos, tanto de tipo político como económico. El déficit comercial total de los países en proceso de desarrollo alcanzaría a 14% del valor del comercio mundial hacia fines del siglo. A esto habría que agregarle un considerable déficit en transportes y otros servicios. En conjunto hacia el año 2000 el déficit de los países en desarrollo en su conjunto llegaría a US\$ 190 mil millones.

Además, el resumen del estudio indica que los cambios estructurales propuestos permitirían una mejor asignación de recursos y un más eficiente aprovechamiento de los mismos que un programa de transferencia de recursos financieros tan cuantioso.

En resumen se puede concluir que implícitamente en el estudio comentado se utiliza un modelo de dos brechas. En efecto aun si se lograra el aumento estimado en las tasas de ahorro a los niveles de 30 a 40 por ciento del producto interno bruto de los países en desarrollo, habría una brecha externa que sería necesario cubrir con financiamiento de los países desarrollados. En estos comentarios se han presentado algunos argumentos para indicar cómo este financiamiento, sin ser la solución para cerrar las brechas a largo plazo, puede tener mayor importancia de la que se le concede en el estudio, especialmente durante el período inicial de transición.

Para terminar esta parte de los comentarios sobre el modelo de las brechas en el cual se basa el trabajo del doctor Sarmiento, deseo aclarar dos puntos adicionales. El primero se refiere a la igualdad o desigualdad en la magnitud de las brechas de ahorro y de comercio y el segundo a algunas de las soluciones propuestas para el caso de que una de ellas sea mayor que la otra. Para aclarar el primer punto es necesario observar que las brechas de ahorro y de comercio solo pueden diferir *ex-ante* puesto que *ex-post* el ahorro siempre tiene que ser igual a la inversión, inclusive la que toma la forma de acumulación de activos externos como, por ejemplo, el aumento en las reservas internacionales.

En estas condiciones, resulta obvio que **ex-post** la oferta agregada tiene que ser igual a la demanda agregada.

La situación **ex-ante** es distinta. Las brechas pueden diferir, como lo indica el doctor Sarmiento en su artículo. Para ser más exactas, **ex-ante** una de las brechas puede ser limitante para alcanzar las metas de desarrollo propuestas, mientras que la otra brecha puede no ser limitante. La situación se denomina como **crecimiento limitado por la inversión** o como **crecimiento limitado por el comercio**, según sea limitante, respectivamente, la brecha de ahorro o la de comercio (8).

Los estudios empíricos adelantados por Chenery y Strout y por otros autores confirman el supuesto de que es más eficiente eliminar la discrepancia **ex-ante** entre las dos brechas en la medida de lo posible. La eliminación de esta discrepancia requiere reasignación de recursos y cambios estructurales que solo pueden lograrse a mediano o largo plazo en los países subdesarrollados.

En cuanto a la existencia de análisis detallados sobre las implicaciones teóricas y de política económica de las divergencias entre las brechas, la literatura es bastante insuficiente. Así, por ejemplo, en el artículo tantas veces citado, Chenery (9) dice que cuando la afluencia de capital requerido para levantar la limitación impuesta por la brecha entre ahorro e inversión es mayor que la brecha mínima de comercio, las dos brechas pueden igualarse incrementando las importaciones por encima del mínimo necesario a fin de lograr la meta de crecimiento, o exportando por un valor inferior al máximo supuesto.

La experiencia reciente de Colombia, indica, de una parte, que no siempre es posible incrementar las importaciones a corto y mediano plazo, y de otra, que una reducción en las exportaciones por debajo del potencial puede llegar a ser inconveniente, porque se corre el riesgo de retardar el proceso de cambio estructural deseable a largo plazo.

Basta ya de comentarios de tipo general.

En relación con las aplicaciones al caso colombiano, creo necesario comentar primero sobre la probable evolución de las brechas en el desarrollo económico de país.

---

(8) Chenery and Strout, *op. cit.*, p. 683.

(9) *Ibid.*, p. 690.

Estoy de acuerdo cuando el doctor Sarmiento afirma que durante la década del 50 el limitante del desarrollo fuera el sector externo. En esa época, los ingresos corrientes de divisas, además de haber sido insuficientes, registraron fluctuaciones muy considerables, de modo que no se pudo lograr un desarrollo sostenido suficientemente rápido como para aprovechar plenamente el potencial del país.

A este respecto considero pertinente citar los estudios que adelanté en 1962 en el Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE) de la Universidad de los Andes, para analizar cuantitativamente las implicaciones de la Operación Colombia, propuesta en ese entonces por el doctor Lauchlin Currie. Un resumen del estudio, los métodos empleados para el mismo y los resultados obtenidos fue presentado en una conferencia pronunciada ante el Tercer Congreso Nacional de Economistas el 9 de septiembre de 1963 (10).

El propósito del estudio era determinar metas máximas y plausibles del crecimiento del producto nacional. Primero se trataba de determinar los factores limitantes (o restrictivos, como se les llamó entonces) del crecimiento, para estudiar luego las posibles alternativas a fin de reducir su severidad.

Para las proyecciones de la distribución sectorial del producto se usaron funciones lineales en las cuales las variables independientes fueron el producto **per cápita** y los precios relativos del sector. La formación interna de capital se proyectó mediante el cálculo de la correlación entre esta y el producto.

Correlaciones similares se utilizaron para calcular los componentes del ahorro y de la inversión, las importaciones, etc. En la mayoría de los casos el período de observación fue 1950 a 1960. También se hizo una proyección de las exportaciones, según las perspectivas de los mercados internacionales de los principales productos, así como de los otros componentes de la balanza de pagos.

---

(10) Ver Jorge Ruiz Lara, **Aspectos Cuantitativos de la Operación Colombia**, Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE), Universidad de los Andes, Bogotá, D. E., septiembre de 1963 y el resumen que se publicó bajo el mismo título en **Desarrollo**, Año II, N° 11, noviembre y diciembre de 1967, pp. 92-98.

La conclusión más importante del estudio fue que la brecha externa era la limitante y excedía por montos muy considerables a la brecha de ahorro. Se deducía que aun en el caso de lograr financiación tan cuantiosa como para cubrir el déficit total de la balanza de pagos, se presentaría una situación de desequilibrio *ex-ante*, pues el ahorro nacional, más la financiación externa excederían en forma considerable el monto de las inversiones requeridas para lograr los niveles proyectados de producto interno.

En estas condiciones no era posible alcanzar metas tan elevadas de crecimiento. Se requería primero un cambio estructural a mediano plazo que permitiera aumentar las exportaciones a fin de reducir los niveles requeridos de financiamiento externo. Del análisis del plan se concluía que el factor limitante que con mayor severidad restringía el crecimiento del producto era el reducido valor de las exportaciones.

Esta conclusión presta apoyo adicional a la afirmación del estudio del doctor Sarmiento en cuanto hace relación al sector externo como limitante del desarrollo colombiano en la década del 50. También estoy de acuerdo en que esta situación se prolongó hasta fines de la década del 60, pues los resultados de la política de substitución de importaciones no fueron tan favorables, por lo menos a corto plazo. Después de sufrir varias y dolorosas crisis cambiarias en las décadas del 50 y del 60, con la expedición del Decreto 444 a principios de 1967 se inició una política de estímulo y promoción de exportaciones, cuya aplicación sistemática por el gobierno desde entonces le ha traído al país un período de diez años de desarrollo sostenido y continuo fortalecimiento de su balanza de pagos, sin los retrocesos que implicaban las recurrentes crisis cambiarias.

Es necesario destacar, sin embargo, que la promoción de exportaciones y de fortalecimiento en la estructura de la balanza de pagos no habría sido posible sin una política complementaria de endeudamiento externo. En sus etapas iniciales, esta política persiguió varios propósitos cuyo logro justificaba desde el punto de vista económico la futura carga del servicio de la deuda.

En primer lugar, se utilizó financiamiento externo de largo plazo y con tasas de interés bastante bajas para substituir endeudamiento de corto y mediano plazo, con tasas de interés más

elevadas, que afectaban el nivel de las reservas internacionales netas del país. Durante algunos años con posterioridad a 1967, el valor de las reservas internacionales netas se incrementó en montos iguales o superiores a los desembolsos de los préstamos a largo plazo otorgados por el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial y la AID. Era necesario hacerlo así, para dar seguridad de un suministro adecuado de importaciones a fin de cimentar sobre una base firme la política de promoción de exportaciones. Además, se requería un nivel mínimo de reservas internacionales para darle solidez al nuevo sistema cambiario, que incluía un alza gradual de la tasa de cambio.

En segundo lugar, se acudió al financiamiento externo para incrementar la capacidad de importaciones del país y traer las materias primas necesarias para aumentar la utilización de la capacidad instalada y elevar los niveles de ocupación.

Finalmente, el financiamiento externo permitió desarrollar diversos proyectos que contribuyeron a crear y a mejorar la infraestructura necesaria para el fomento de las exportaciones. Esta política de endeudamiento externo selectivo se puso en ejecución con base en los principios del Decreto 444, que le dio al estado la facultad de controlar el endeudamiento externo público y privado, de modo que este se dirigiera a financiar aquellos sectores y proyectos de la mayor prioridad para el desarrollo del país. A los organismos competentes del estado se les facultó desde entonces para vigilar permanentemente el monto del endeudamiento externo y las condiciones de su contratación.

La política seguida a partir de 1967 ha determinado que hoy el factor limitante del crecimiento no sea la brecha externa, sino la de ahorro. Esto no quiere decir, sin embargo, que la brecha externa haya desaparecido. Implica simplemente que la **insuficiencia** de ingresos corrientes de divisas para el pago de importaciones de bienes y servicios y del servicio de la deuda no alcanza a constituir una limitante efectiva del crecimiento, porque otro obstáculo, la insuficiencia de ahorro, se encuentra antes, por así decirlo, y nos impide alcanzar la zona en la que la brecha externa ajustada, como la llama el doctor Sarmiento, se vuelve limitante. Además, una caída de alguna magnitud en los precios de algunos productos importantes de exportación, como el café, unida a un aumento de los precios y cantidades de algunas importaciones que hoy pesan poco sobre la balanza de pagos, como el petróleo y sus derivados, podrían determinar que, de no tomar-

se las medidas necesarias para evitarlo, la brecha externa volviera a convertirse en limitante.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, los mayores esfuerzos deben dirigirse a elevar la tasa de ahorro interno, dentro de una política coherente que permita mantener una posición sólida de la balanza de pagos. Ya se ha visto cómo el estudio de Leontief propone elevar las tasas de inversión a entre 30 y 40% del producto en los países en desarrollo, como condición para lograr las metas de crecimiento que se han explicado antes en estos comentarios.

La política de endeudamiento externo debe ser coherente con este propósito de elevar la tasa de ahorro. Debe desalentarse el endeudamiento externo que se dirija primordialmente a financiar actividades o proyectos que se podrían financiar internamente. Los recursos del endeudamiento externo deben contribuir a la movilización de recursos internos para aumentar la inversión y dar mayor incentivo al ahorro.

Actualmente la situación de la balanza de pagos da con creces capacidad suficiente para importar las materias primas con los ingresos corrientes de divisas. Además, la situación de reservas es muy sólida y se prevé que mientras los precios internacionales del café no sufran una caída considerable, las reservas internacionales continuarán incrementándose.

En tales condiciones, el financiamiento externo debe dirigirse primordialmente al financiamiento de importaciones de bienes de capital, que permitan hacer inversiones prioritarias para el desarrollo del país y movilizar mayores ahorros. También sería necesario mantener y continuar fortaleciendo los sistemas de financiamiento de las exportaciones, especialmente de las no tradicionales.

Para poder aplicar estas recomendaciones, sería necesario introducir cambios estructurales de importancia, tanto en el presupuesto del sector público y en su distribución, como en el sistema de estímulos, desestímulos y de límites cuantitativos, para que el endeudamiento privado se aproxime en mayor grado a las pautas establecidas o que se establezcan.

Dentro de esta línea de análisis, considero muy atinadas las observaciones y recomendaciones del doctor Sarmiento, especialmente las contenidas en la sección sobre "asignación de recursos".

Creo que es acertado el procedimiento recomendado por él cuando dice:

“Lo indicado es establecer en una primera instancia las grandes prioridades nacionales, y luego, el conjunto coherente de instrumentos para alcanzarlas simultáneamente”.

El crédito externo es solo uno de tales instrumentos. Los procedimientos establecidos por el Banco Interamericano de Desarrollo prevén que los planes nacionales de desarrollo y las prioridades nacionales sean la base fundamental de la cual se parta para definir los programas de financiamiento del Banco. Solo así puede una entidad financiera internacional contribuir efectivamente al financiamiento del desarrollo.

Sin embargo, no basta con una buena definición de prioridades nacionales. Se requiere también una buena asignación interna de recursos. Como lo anota el artículo comentado, los déficit de financiamiento de ciertos sectores o actividades prioritarias, debido más al proceso de asignación interna de recursos que a brechas globales de divisas o de ahorro, constituyen serios obstáculos para que el financiamiento externo preste una contribución óptima al esfuerzo de desarrollo. En efecto, si el país acude al crédito externo para financiar estos sectores y actividades prioritarias, para las entidades internacionales de financiamiento resultaría muy delicado negar el crédito sobre la base de que el proyecto se puede financiar mediante la reasignación interna de recursos. Así, por ejemplo, creo que una entidad financiera de desarrollo pecaría de ligereza al argüir que el financiamiento externo para ciertos proyectos prioritarios no se justifica a causa de que se podría cubrir el déficit financiero mediante la utilización de un posible exceso de reservas internacionales.

También cubre el estudio comentado algunos aspectos claves de la política de precios y de las dificultades que podrían encontrarse para corregir los desajustes existentes. En cuanto a tarifas, por ejemplo, dice el artículo que “se requerirían grandes elevaciones de tarifas para que ciertas entidades pudieran llegar a cubrir la totalidad de sus gastos con recursos propios”. Y agrega: “como consecuencia, la estructura financiera de varias entidades oficiales se ha venido fundamentando sobre la base de que una parte de los gastos, usualmente los de importaciones, se financian con crédito externo”. Sobre este aspecto del

problema, son pertinentes dos observaciones: primera, sería contraproducente que el reajuste requerido de tarifas se produjera en forma muy acelerada. Un alza gradual, pero superior al aumento de costos, probablemente sería más factible y conveniente que una considerable elevación repentina del precio de los servicios. Y, segunda, no debe pretenderse, como a veces se hace, que la tarifa permita acumular suficientes recursos para financiar las inversiones adicionales necesarias para la ampliación de los servicios. El capital requerido para este propósito se puede obtener encauzando ahorros internos o recursos externos. Cuando los servicios entren en operación, las tarifas deben ser suficientes para cubrir los intereses y el costo de amortización del capital. Hago esta observación porque a veces se pretende que las tarifas sean suficientes para generar por adelantado ahorro suficiente para financiar la ampliación de los servicios. Es muy probable que los programas basados en tal premisa tengan pocas posibilidades de éxito desde el punto de vista político y ciertamente el requisito de autofinanciamiento adelantado de las inversiones no tiene mayor justificación económica.

En otros casos de precios subsidiados que afectan la magnitud de las brechas externas y de ahorro, el gobierno ha adoptado medidas para corregir la situación de inmediato, como en el caso del trigo o, gradualmente, como en el caso de la gasolina. El estudio de ajustes similares en otros casos indudablemente contribuiría a la más eficiente asignación interna de recursos, a la reducción y acercamiento de las brechas y a la mayor aproximación al óptimo de utilización del crédito externo.

Quizás las deficiencias que el doctor Sarmiento anota en el monto y asignación del financiamiento externo lo conducen hacia el final del artículo comentado a plantear ideales que, en mi opinión, no pueden ser fundamentados en un sólido análisis económico. Dice, por ejemplo:

“Lo ideal sería financiar las necesidades de importaciones con las divisas provenientes de las exportaciones. Bajo tales condiciones se maximizaría el crecimiento de la producción. Esto es especialmente cierto en los países que tienen una inadecuada utilización de los factores de la producción. La expansión de las exportaciones o la sustitución de importaciones, que podrían efectuarse a cambio del crédito externo, ofrecen un campo de gran potencial para utilizar los recursos internos y estimular el crecimiento”.

No creo que tal ideal corresponda a la realidad. El comercio internacional permite un mayor nivel de ingreso para los países participantes cuando quiera que haya diferencias en las disponibilidades relativas de los distintos factores de la producción. Si hubiera movilidad internacional perfecta del capital y del trabajo, a largo plazo tendería a lograrse una igualación en el precio de los factores (11). Pero son bien conocidas las restricciones de toda índole impuestas por los estados a la movilización de los factores. Los países en proceso de desarrollo, con base en poderosas razones, imponen limitaciones a los movimientos de capital. Los países industrializados protegen su trabajo nacional e imponen cuotas y otras restricciones a la movilización de trabajadores. Estas restricciones a la movilización de factores, junto con las debidas a otros obstáculos, traen como consecuencia el mantenimiento de importantes diferencias de rendimientos del mismo factor en distintos países. Y esto implica que el financiamiento externo es benéfico tanto para los países exportadores como importadores de capital. Aún más, en la teoría del comercio y finanzas internacionales se define como de equilibrio la situación de un país que requiera una afluencia continua de recursos externos para apoyar un esfuerzo de desarrollo autosostenido a largo plazo. En estas condiciones, el mito de la balanza equilibrada de bienes y servicios solo conduciría a menores niveles de ingreso.

Afortunadamente el artículo del doctor Sarmiento tiene recomendaciones muy constructivas para racionalizar la política de endeudamiento externo, en vez de basarla en dogmas simplistas como el del equilibrio mencionado.

En mi opinión, la política de endeudamiento externo debe basarse en las posibilidades de producción de bienes tanto con

---

(11) Esta proposición es bien conocida y aceptada en la teoría del comercio internacional y está explicada en los textos de principios de Economía. Así, por ejemplo, la novena edición de *Economics* de Paul A. Samuelson (McGraw Hill Book Company, New York, 1973), dice al respecto: "El libre movimiento de los factores entre países tiende a igualar los salarios y los precios de los factores" (p. 690). En relación con los efectos del comercio internacional sobre la igualación de los precios de los factores, se pueden consultar análisis rigurosos como el de Paul A. Samuelson publicado bajo el título "International Factor-Price Equalization Once Again" en *The Economic Journal*, Vol. LIX, N° 234, junio de 1949, pp. 181-97.

mercado internacional como exclusivamente para consumo interno, los precios relativos de tales bienes, la tasa de cambio y los niveles relativos de tasas internas e internacionales de interés. Así, por ejemplo, el alza en el tipo de cambio y la diferencia entre la tasa interna de interés y la tasa a la cual pueden obtenerse recursos externos, deben ajustarse entre sí con miras a lograr la afluencia de recursos externos que se considere necesaria para mantener la tasa prevista de desarrollo. Para lograr la coherencia de estas políticas es necesario diseñar esquemas teóricos adecuados, probarlos empíricamente y vigilar su operación, entre otros mediante el procedimiento de ensayo y error, apoyado en proyecciones, recomendado por el doctor Sarmiento.

#### BIBLIOGRAFIA

1. Henry J. Bruton, "The Two-Gap Approach to Aid and Development: Comment", *The American Economic Review*, Vol. LIX, N° 3, junio de 1969, pp. 440-43.
2. Hollis B. Chenery and Alan M. Strout, "Foreign Assistance and Economic Development", *The American Economic Review*, Vol. LVI, N° 4, septiembre de 1966, pp. 680-81.
3. Hollis B. Chenery, "The Two-Gap Approach to Aid and Development: A Reply to Bruton", *The American Economic Review*, Vol. LIX, N° 3, junio de 1969, p. 447.
4. J. C. H. Fei y Gustavo Ranis, "Foreign Assistance and Economic Development: Comment", *The American Economic Review*, Vol. LVIII, N° 4, septiembre de 1968, pp. 897-910.
5. Jorge Ruiz Lara, *Aspectos Cuantitativos de la Operación Colombia*, Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE), Universidad de los Andes, Bogotá, D. E., septiembre de 1963.
6. Paul A. Samuelson, *Economics*, McGraw Hill, New York, 1973.
7. "International Factor-Price Equalization Once Again", *The Economic Journal*, Vol. LIX, N° 234, junio de 1949, pp. 181-97.
8. United Nations, *The Future of the World Economy*, Extract from ST/ESA/44, New York, 1976.

CAPITULO TERCERO

# **El Financiamiento del Sector Externo**

**Por Pablo Salazar de Heredia**

**Comentarios de: José Román Fernández**

**Francisco J. Ortega A.**

## EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR EXTERNO

PABLO SALAZAR DE HEREDIA

La función cumplida por la Asociación Bancaria y el Banco de la República en la organización de una serie de simposios dedicados al estudio serio y detenido de algunos de los problemas económicos de nuestro país, han merecido el elogio de la nación entera. En efecto, desde el primer simposio, promovido por el hoy ministro de Minas y Energía, doctor Miguel Urrutia Montoya, estos foros han permitido a la inteligencia colombiana analizar exhaustivamente la movilización del ahorro público y privado, el efecto de la tributación sobre la tasa de ahorro, la disparidad de las tasas de interés, el crédito de fomento, el déficit fiscal y sus efectos inflacionarios, la incidencia del sector externo sobre la política económica, la intervención estatal en el mercado de capitales, la posible repercusión de la bonanza cafetera sobre la economía colombiana. La discusión de cada uno de estos temas ha contribuido, directa o indirectamente, a plasmar la política económica nacional.

Han querido la Asociación Bancaria y el Banco de la República que esta quinta reunión tenga como tema central "el financiamiento del sector externo". Debo agradecer a la Asociación y al Banco la invitación que me formularon para disertar sobre el tópico de "la banca comercial y el financiamiento externo".

Igualmente quiero hacer llegar mis sentimientos de gratitud a las personas que contribuyeron con su consejo y sus ideas al desarrollo de este tema, particularmente a los doctores Juan Manuel Medina, Germán Michelsen, Ernesto Caballero y Alejan-

dro Figueroa, mis colegas en el Banco de Bogotá, y a Eduardo Wiesner, vicepresidente de la Asociación Bancaria.

Finalmente, debo advertir que los comentarios aquí expuestos son de mi total responsabilidad y que no comprometen a la entidad a la cual me encuentro vinculado.

## I — INTRODUCCION

Este estudio buscará describir la función que en el financiamiento externo ha desempeñado, desempeña y podría desempeñar la banca comercial colombiana. En el curso de la disertación se observará cómo la banca comercial ha variado sustancialmente su forma de contratación de fondos en el exterior y se señalará la relación del financiamiento externo a través de la banca comercial con los principales agregados macroeconómicos del país. Finalmente se estipularán algunas recomendaciones.

## II — NATURALEZA DE LA FINANCIACION INTERNACIONAL

Los aspectos fundamentales de la banca y el financiamiento externo son de dos índoles diferentes. En primer término existe el problema del cambio externo, que cubre principalmente la manera como los individuos o empresas de un país efectúan sus pagos en otro con una unidad monetaria diferente. Esta fase de las finanzas internacionales incluye la forma de efectuar los pagos, el mercado de estas transacciones internacionales y los factores que determinan su precio.

Por otro lado, la otra fase del financiamiento externo de la banca comercial es la que se relaciona con las funciones internacionales del dinero, definido de una manera amplia. Por tanto, comprende los mecanismos de ajuste de precios internacionales y la repercusión del financiamiento sobre la oferta monetaria interna, la tasa de interés, la inversión y el ingreso nacional. Esta segunda fase es la que obliga a los gobiernos a limitar y regular el endeudamiento externo de las empresas e individuos que operan en su país.

## III — FORMAS DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO (1)

El intercambio de bienes y servicios entre países origina el cambio internacional. Detrás de cada transacción hay un docu-

---

(1) Véase. Oppenheim, Peter K., *Banca Internacional*, Asociación Bancaria de Colombia, 1975.

mento que expresa y representa el valor monetario de la operación. Estos documentos toman la forma de letras de cambio, cheques, cartas de crédito, aceptaciones y otros instrumentos de crédito. Son ellos los papeles financieros que se negocian en los mercados internacionales y que hacen posible las transacciones bancarias en el extranjero.

Son frecuentes los casos en que los bancos prestan dinero a sus clientes en moneda extranjera directamente por medio de la firma de un pagaré y son también muchas las oportunidades en que avalan o garantizan la deuda externa contraída por un particular directamente con un banco extranjero.

Cuando un cliente solicita financiación a un banco y ofrece como garantía letras giradas a su favor y originadas en operaciones de comercio, se puede presentar el descuento de las letras. Generalmente estas letras tienen un vencimiento futuro estipulado entre 90 o 180 días, y su descuento constituye lo que se conoce como mercado de aceptaciones. Esta facilidad da al cliente la posibilidad de recibir los fondos inmediatamente cuando el banco la descuenta. En este caso el cliente recibe una cantidad inferior a la que aparece en su letra y el banco presenta a sus vencimientos el instrumento para el pago de la suma total. La diferencia entre el valor entregado por el banco y el valor que aparece en el documento representa el costo de la financiación. Este mismo mecanismo se emplea en fases diferentes como son el descuento de pagarés de un banco entregados a un cliente por un banco extranjero.

Otro tipo de financiación es el avance contra cobranza, que opera cuando un comerciante financia la cobranza de exportación por el procedimiento de entregársela al banco comercial, quien adelanta un dinero hasta el momento en que se recibe el pago correspondiente a la cobranza. Este pago sirve para cancelar el avance dado por el banco, avance que origina un interés a cargo del cliente.

La carta de crédito es un mecanismo mediante el cual un banco se obliga a pagar en una fecha determinada una suma de dinero a alguna persona por cuenta de su cliente. Esto lo hace con el propósito de garantizar al vendedor el pago de un bien o servicio adquirido por su cliente. En el caso concreto de comercio exterior son muy comunes las cartas de crédito de importación que sirven para financiar las transacciones destinadas a la im-

portación de mercancías de un país a otro. Cuando la carta de crédito se financia por el banco local se está simplemente otorgando al importador un plazo que puede ser superior al concedido por el vendedor del artículo. Por ejemplo, una carta de crédito financiada significa que un importador obtiene de su banco la garantía de que este pagará al vendedor una determinada suma de dinero en una fecha determinada y que al vencerse la fecha el importador recibirá un plazo superior otorgado por el banco comercial, quien a su turno, y basado en esa misma carta de crédito, ha conseguido una financiación por parte de algunos de sus bancos corresponsales. Un mecanismo semejante existe con las cartas de crédito de exportación pero en este caso quien otorga la financiación es quien está sacando la mercancía.

Las cartas de crédito generan una comisión por parte del banco que las abre y esta comisión se adiciona cuando existe financiación con el cobro de un interés corriente. Se debe diferenciar la carta de crédito a la vista de la carta de crédito con financiación, ya que la primera es más una simple garantía por parte del banco local y no genera financiación adicional, mientras que la segunda además de la garantía, se convierte en un crédito de corto plazo.

Generalmente, todas estas operaciones se realizan afectando lo que se denomina como una línea de crédito de un corresponsal. La línea de crédito consiste en un cupo de crédito fijado por el banco corresponsal contra el cual se van afectando una a una las diversas operaciones que por cuenta de sus clientes el banco comercial efectúa. La línea generalmente se pacta por períodos que oscilan entre seis y doce meses y a una tasa de interés determinada para ese período.

La tasa generalmente se negocia con un margen sobre la tasa "prime" de los bancos de Nueva York o sobre la del mercado de "eurodólares".

El mercado de aceptaciones bancarias que funciona en Estados Unidos genera importantes recursos para los bancos de primera categoría allí establecidos. Las aceptaciones negociadas en ese mercado son elegibles para el redescuento cuando además de amparar una operación de comercio exterior, la financiación no excede de 180 días y su valor es exigible dentro de los Estados Unidos. El acceso al mercado de aceptaciones se consigue directamente por los más grandes bancos o a través de firmas especia-

lizadas y siempre bajo el control del Federal Reserve Board. La ventaja que ofrece este mercado es el de una tasa de interés sustancialmente más baja que la tasa "prime" de los bancos de Nueva York. En la actualidad el Banco de Bogotá es el único banco latinoamericano con acceso directo al mercado de aceptaciones y, como consecuencia, cuenta con un notable volumen de operaciones de este tipo.

Por otra parte, dentro de este simposio de financiamiento externo creo conveniente analizar el proceso de financiación por aceptación que actualmente se trata de gestar a nivel latinoamericano y que se conoce como las Aceptaciones Bancarias Latinoamericanas o ABLAS.

En cierta forma las ABLAS son resultado de los tratados de compensación y créditos recíprocos suscritos por los bancos centrales latinoamericanos. Estos convenios han facilitado las transacciones comerciales entre los diferentes países del área y han permitido una eliminación parcial de los intermediarios financieros ajenos a los países involucrados en la transacción comercial. De esta manera se han reducido los costos de algunas operaciones pero, sin embargo, ha subsistido el problema del financiamiento de las transacciones. Con este fin se ha contemplado el lanzamiento en los mercados financieros internacionales de una aceptación bancaria latinoamericana cuyo origen sería el comercio zonal y cuya garantía de convertibilidad y transferibilidad la otorgarían los bancos centrales de los países participantes en la operación comercial.

A esta idea, interesante en su concepción y en su propósito, le encuentro algunas dificultades de tipo práctico. Entre otras, debo mencionar que no todos los países de la región reciben el mismo tratamiento por los mercados financieros, lo cual puede resultar en que la tasa de descuentos de las ABLAS sea superior al costo del dinero para algunas naciones latinoamericanas; y que no todos los bancos comerciales de un país tienen un mismo grado de solidez y prestigio y que resulta por lo menos incómodo para un banco central restringir a unos pocos bancos comerciales el acceso a este mecanismo de financiación.

#### IV — NEGOCIACION DE LAS LINEAS

El monto de la línea de crédito otorgada por un banco depende de varios factores. En primer término el concepto que se

tenga del país en el cual actúa el banco que va a recibir la línea de crédito. Este concepto incluye aspectos como la situación económica actual, las perspectivas económicas y sociales del país, la estabilidad del gobierno, la forma como el país ha atendido su deuda pública externa en el pasado, el concepto que se tiene de sus dirigentes. Estos aspectos permiten a la entidad financiera calibrar el riesgo político que corre un crédito otorgado a alguna institución de ese país. Ese riesgo político comprende principalmente la posibilidad de que por alguna circunstancia el gobierno presente o futuro del país tome medidas que impidan el pago oportuno del capital y de los intereses correspondientes a cualquier crédito externo contratado. Un país catalogado como de alto riesgo solo podrá conseguir dinero a costos elevados.

Una vez calibrado el riesgo político ofrecido por el país se analiza el banco a quien se va a conceder la línea. En primer término se determina cuál es la imagen y la solidez que tiene la institución. Una institución con muchos años de funcionamiento y con un historial de cumplimiento estricto de sus obligaciones, tendrá una evaluación favorable.

En seguida, por medio de los balances y los estados de pérdidas y ganancias, se mide la solidez del banco comercial. Aquí cuenta fundamentalmente el monto del patrimonio, la estabilidad de los depósitos, la sana colocación de los créditos y la adecuación de las reservas a los pasivos contingentes.

Una vez evaluado este factor, se estudia la capacidad crediticia del banco, que varía no solo por las operaciones vigentes que tenga la institución en el momento en que se va a conceder la línea, sino también por las posibles operaciones que puedan realizarse en el futuro con cargo a líneas otorgadas por otras instituciones financieras extranjeras. Igualmente, al medir la capacidad crediticia se busca que no haya una concentración de riesgos.

En cuarto término se mide la reciprocidad otorgada por el banco. Esta reciprocidad se genera principalmente por los negocios que el banco local envíe al banco extranjero. Estos negocios son por ejemplo cobranzas, o giros a través de ese corresponsal, o cualquier otro negocio de esa misma índole. Es lógico que el banco que ofrece una gran reciprocidad sea más atractivo para adjudicarle una línea de crédito que el que no la otorga.

Quinto, en muchos casos la línea de crédito está condicionada a que el banco mantenga balances compensatorios en el banco extranjero.

En sexto lugar se tiene la agilidad en servicios del banco. Por esto se entiende la rapidez y efectividad que el banco local muestre en todos sus tratos con el banco extranjero. Un banco lento en sus relaciones presentará poca atracción para el otorgamiento de una línea de crédito y viceversa.

Finalmente, al otorgar una línea de crédito los bancos extranjeros estudian la capacidad del personal que maneja el banco comercial. Esa capacidad depende del conocimiento personal que se tenga de sus funcionarios, de la forma como se les ha evaluado en el pasado y de la preparación y experiencia de cada uno de ellos.

#### V—MECANICA TRADICIONAL DE LA FINANCIACION EXTERNA

La operación de crédito externo a través de la banca comercial se fundamenta en las relaciones del banco comercial con el banco extranjero.

Tradicionalmente los bancos no mantenían con sus bancos corresponsales una sola cuenta sino varias, siendo el titular de cada una de las cuentas una de las sucursales del banco, por ejemplo, con un mismo corresponsal en Nueva York dos sucursales de un mismo banco comercial tenían las cuentas independientes y separadas. Por otro lado, las financiaciones se efectuaban dentro de una línea de crédito fijada de manera global pero afectada individualmente operación por operación. Por ejemplo, si una sucursal financiaba una carta de crédito por US\$ 12.000 y con cargo a un banco neoyorquino, se afectaba la línea global en US\$ 12.000. Si después había otra financiación de US\$ 25.000, se volvía a afectar la línea en esa cuantía. Todas estas operaciones se originaban en negocios de comercio exterior y se efectuaban exclusivamente con base en la tasa de interés "prime" de Nueva York. Esa tasa era adicionada en unos puntos de acuerdo con la negociación que el banco efectuaba con el banco corresponsal.

Es lógico que no existiera un manejo ágil de los fondos del banco comercial ya que no se conocía la situación o posición real de su cuenta debido, como se dijo anteriormente, a la existencia de varias cuentas dentro de un mismo banco y a que la

línea no se utilizaba en su totalidad de una sola vez sino que se afectaba paulatinamente y operación por operación. La moneda de negociación en todos los casos era el dólar en Nueva York y no se operaba con otras monedas ni con el eurodólar.

Las tasas de interés no se negociaban para cada operación sino para el manejo global de la línea ya que a la apertura del crédito documentario estaba definido el banco comercial que daría la financiación, bien sobre una base "prime" o bien sobre los mercados de aceptaciones a la fecha de utilización.

#### VI — SISTEMA IDEAL PARA MANEJAR LAS LINEAS EXTERNAS

El sistema ideal para manejar las líneas externas debe estar constituido por una unificación de las cuentas de los bancos corresponsales de manera que el banco solo posea una cuenta en cada corresponsal.

Además, para poder tener una visión clara de lo que sucede con la cuenta, esta debe ser manejada centralizadamente. Esto implica que en la casa matriz del banco comercial local se debe controlar la relación de las sucursales con el banco corresponsal. Por tanto, la casa matriz del banco local debe asignar a las sucursales el corresponsal con quien deben tramitar todas sus operaciones. Igualmente para tener conciencia del estado de las cuentas con corresponsales, las operaciones de comercio exterior deben tener una contabilidad centralizada en la casa matriz del banco local.

Esto implica que los deudores de moneda extranjera, desde el punto de vista de la clientela, se manejen por cada una de las sucursales del banco, pero desde el punto de vista de la relación con el banco corresponsal se controlen todos exclusivamente por la casa matriz.

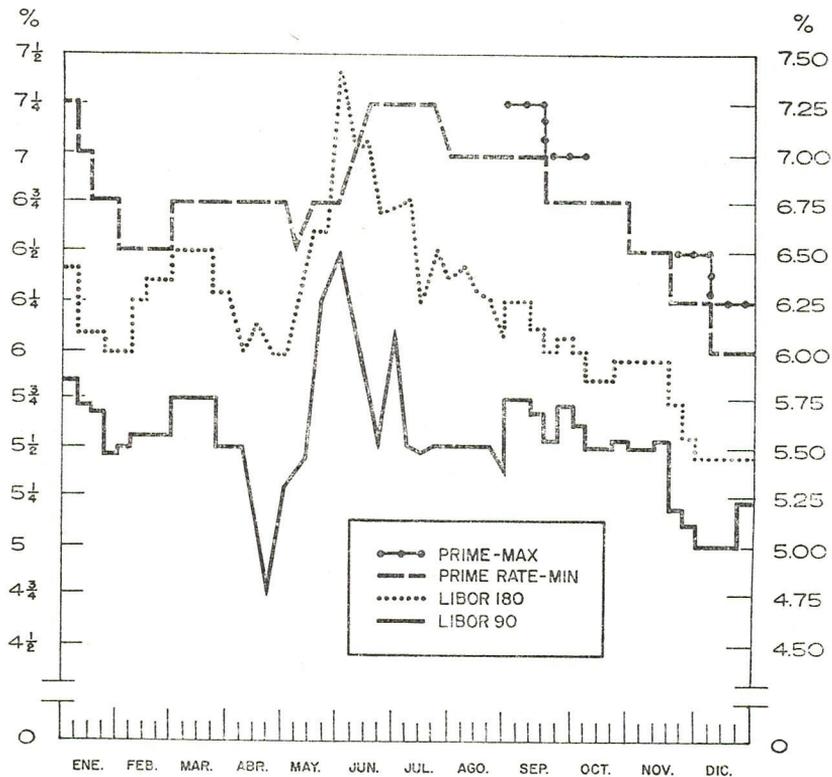
El manejo centralizado ofrece una mejor visión de la reciprocidad otorgada al corresponsal y de la reciprocidad recibida por el corresponsal de manera que los negocios se puedan distribuir sobre la base de lo recibido, lo cual permite exigir al corresponsal un mayor volumen de negocios. Se tiene así un control real y contable de los saldos en los bancos corresponsales y del flujo de fondos esperados según las asignaciones. Por otro lado, es necesario trabajar no solamente con la tasa "prime" de los mercados neoyorquinos, sino también con la tasa "libor" a 90 y

180 días, buscando un conocimiento preciso de las fluctuaciones y tendencias de las diferentes tasas, para contratar el dinero en el mercado que ofrezca la más atractiva en un momento determinado, y que mejor se ajuste a las condiciones del crédito otorgado por el banco local. En el cuadro adjunto se puede observar cómo oscilaron las diferentes tasas durante 1976 y cómo en el mes de mayo fue indispensable moverse de un mercado a otro.

De tal manera, las tasas de interés con los corresponsales se negocian de acuerdo con el conocimiento de la estructura de cada línea de crédito, de los costos de las líneas bases, de la utilización en sí de la línea y de la retribución ofrecida por el banco corresponsal.

GRAFICO 1

TASAS DE FINANCIACION



FUENTE: BANCO DE BOGOTA

Ahora bien, lo ideal para gozar de menores costos no es adquirir una línea para afectarla operación por operación, sino conseguir los recursos globalmente. La consecución global implica la programación de la deuda a corto plazo. En algunos casos esta programación puede generar un exceso de fondos que se debe colocar en mercados rentables. Adicionalmente, la negociación global presenta la posibilidad de utilizar los saldos de operaciones en tránsito como una fuente de recursos.

Es lógico que este tipo de operación requiere una distribución balanceada de la deuda para evitar concentraciones de vencimientos, de manera que en caso de variaciones fuertes en la tasa de interés el banco no asuma los costos marginales que las fluctuaciones implican. Así se pueden promediar las tasas de interés para que períodos de alza no afecten la totalidad de la deuda.

## VII— EL SECTOR EXTERNO Y LA POLITICA ECONOMICA

En una ponencia que, con los doctores Alejandro Figueroa y Antonio Urdinola, presenté ante el Tercer Simposio de Mercado de Capitales, se destacaba que los análisis efectuados para el período 1958-73 por Francisco Ortega (2), Alberto Musalem (3) y Antonio Hernández (4), indicaban que los cambios en la oferta monetaria se debían principalmente a variaciones de la base monetaria y no del valor del multiplicador (entendiendo por “base monetaria” el dinero en poder del público, la caja de los bancos y los depósitos de los bancos comerciales en el Banco de la República).

Por tanto, la oferta monetaria dependía fundamentalmente de los factores que afectaban a la base y, según lo probó Ortega estos factores eran las reservas internacionales y el crédito del Banco de la República.

---

(2) Ortega Francisco, “Moneda y crédito”, en *Lecturas sobre Desarrollo Económico*. Fedesarrollo. Bogotá, 1973; y del mismo autor, “Notas sobre políticas recientes en materia de moneda y crédito”, en *El Mercado de Capitales en Colombia-1973*, Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia. 1973.

(3) Musalem Alberto, *Dinero, Inflación y Balanza de Pagos*. Banco de la República. 1971.

(4) Hernández Antonio, “Déficit fiscal, política monetaria y distribución de crédito”, en *El Mercado de Capitales en Colombia, 1974*. Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia. 1974.

Ahora bien, la posición de reservas internacionales del país depende de las políticas cambiaria, de comercio exterior y de financiamiento externo público y privado.

Como los organizadores del simposio me han especificado que debo limitarme al tema de "la banca comercial y el financiamiento externo", solo analizaré el efecto de las políticas de financiamiento externo sobre las reservas internacionales y, a su turno, la incidencia de estas sobre la base y la oferta monetaria.

El crédito externo se solicita como mecanismo de financiación de importaciones, como elemento sustitutivo del ahorro interno privado o como complemento de los recursos fiscales gubernamentales. Por tanto, el control del endeudamiento externo depende de cuál de las tres razones lo originó o predominó sobre las demás.

El volumen externo de financiación de importaciones es consecuencia de la política de comercio exterior del país y del mayor o menor acceso a fuentes de recursos internos para pagar el valor de los bienes importados. Sin embargo, la relativa debilidad del mercado nacional de capitales y la disparidad entre las tasas domésticas e internacionales de interés, han llevado a los importadores colombianos a buscar financiación en los mercados internacionales de dinero y, con frecuencia, a conservar la financiación por períodos prolongados.

En efecto, lo sano y lógico sería que las importaciones se financiaran con recursos locales y que la contribución de nuestro sistema bancario al comercio exterior de Colombia se limitara a proveer los mecanismos de garantía y documentación indispensables para el flujo normal de mercancías de un país a otro. Desafortunadamente la insuficiencia de recursos domésticos nos llevó a acostumbrarnos a adquirir nuestras importaciones con crédito externo. En la medida en que el país ha presentado una situación económica relativamente sana, la banca comercial no ha encontrado problema alguno para ampliar sus líneas externas y, por ende, para atender una demanda creciente de este tipo de financiación. En el último año esta demanda se ha acelerado porque desde un punto de vista de costo de oportunidad, era más atractivo financiar por fuera debido a que mientras nuestra inflación excedió una tasa del 25 por ciento anual, la de Estados Unidos fue inferior al 5 por ciento anual; a que mientras nuestra tasa de interés bancario oscilaba alrededor de

21 por ciento anual, la de Estados Unidos se conservaba alrededor de 6 por ciento anual; a que nuestra tasa de devaluación fue inferior al 10 por ciento anual; y a que por la rentabilidad ofrecida por el negocio internacional, los bancos colombianos piden como contraprestación al otorgamiento de crédito local la apertura de cartas de crédito de importación.

No cabe duda de que en una situación dinámica un volumen demasiado alto o un plazo excesivamente largo de financiación de importaciones contribuye indirectamente a la expansión de la base monetaria o, en el peor de los casos, a que esta no disminuya, ya que, en la medida en que el importador consiga mantener su crédito externo, podrá posponer el giro al exterior que cancela la financiación y por tanto, no se retirará dinero de circulación.

El estado controla el volumen de importaciones por medio del presupuesto mensual de importaciones, al cual debe ceñirse la Junta de Importaciones; por el arancel, que además debe emplearse como un instrumento de desarrollo económico; y por la velocidad que imprima a la tasa de devaluación.

En varias ocasiones se ha tratado de limitar el endeudamiento externo para importaciones por los procedimientos de establecer depósitos previos sobre el valor de las importaciones o consignaciones anticipadas para pagos al exterior por parte de los importadores, o encajes sobre algunos de los rubros de moneda extranjera del balance de los bancos comerciales. Las dos primeras medidas obligan al importador a generar con sus propios recursos, en el momento de la importación, por lo menos una parte de su valor. No obstante, en ningún caso estas medidas han sido permanentes, pues los gobiernos las implantan, las ensayan y las derogan tan pronto las reservas internacionales muestran una tendencia a la baja, para volver a desempolvarlas cuando estas se recuperan.

El encaje sobre las cuentas de moneda extranjera es una de las determinaciones más discutidas de la Junta Monetaria. La Resolución 15 del 3 de marzo de 1971 implantó un encaje en moneda legal equivalente a un cinco por ciento de los registros de las cuentas de corresponsales extranjeros, aceptaciones, financiaciones por aceptaciones y avances, obligaciones con la casa matriz y diferidos en moneda extranjera. Por la Resolución 27 del 6 de abril de ese mismo año, este encaje se elevó al 10 por

ciento, y posteriormente, por la Resolución 85 del 25 de octubre de 1971 al 18 por ciento, por la 37 del 24 de mayo de 1972 al 25 por ciento y por la 48 del 28 de junio de 1972 al 32 por ciento. A partir de la Resolución 79 del 19 de diciembre de 1973 se pasó a encajar sobre la cuenta activa de deudores varios en moneda extranjera en una cuantía que oscilaba entre el 5 y el 40 por ciento según la variación porcentual de los deudores con respecto al saldo en 30 de septiembre de 1973.

El 18 de septiembre de 1974, la Resolución 62 fijó un encaje del 100 por ciento para los rubros de corresponsales extranjeros y disponibilidades casa matriz y sucursales extranjeras del pasivo del balance de los bancos. Con anterioridad, la Superintendencia Bancaria por medio de la circular número 113 del 2 de septiembre de 1974 quiso hacer extensivo a la cuenta de corresponsales extranjeros, con carácter retroactivo a diciembre de 1973, el encaje fijado por la Resolución 79. Esta disposición de la Superintendencia ponía a la mayor parte de los bancos en situación de desencaje permanente y los hacía acreedores a sanciones pecuniarias que sumaban miles de millones de pesos. La prudencia con que actuó la banca impidió que brotara un pánico financiero y los argumentos en su contra llevaron a que la Junta Monetaria por la Resolución 71 del 16 de octubre de 1974 eliminara todos los encajes en moneda nacional sobre las operaciones en moneda extranjera de los bancos comerciales.

Sin embargo, las Resoluciones 66 y 67 del 20 y 29 de octubre de 1976 de la Junta Monetaria, implantaron un encaje del 6 por ciento en moneda nacional sobre los siguientes renglones del pasivo del balance de los bancos comerciales: corresponsales extranjeros, obligaciones casa matriz y sucursales extranjeras, aceptaciones y financiaciones por aceptaciones y avances (5). Además fijaron un encaje marginal del 100 por ciento sobre los excesos que registren esos rubros sobre las cifras del 22 de octubre de 1976.

Un análisis de las cifras demuestra que el encaje en moneda nacional sobre las operaciones en moneda extranjera de la banca se implantó e incrementó en los períodos en que las reservas in-

---

(5) Con fecha posterior a la elaboración de esta ponencia, por medio de la Resolución 3 de febrero 2 de 1977 se elevó en 12 puntos adicionales el encaje de los bancos y corporaciones sobre las exigibilidades en moneda extranjera, reducidas a moneda legal.

ternacionales aumentaban y, que el gobierno actual lo eliminó cuando estas comenzaron a disminuir, para volver a ponerlo en esta época de crecimiento de las reservas internacionales.

No obstante que este encaje evita una mayor expansión de los medios de pago, yo personalmente me he opuesto siempre a él por varias razones:

Primero, porque el depósito en el Banco de la República debe hacerlo el banco comercial y no el importador. Como los importadores son de los mejores clientes bancarios, sus operaciones no son restringidas por los bancos y los dineros provenientes para encajar salen no del sector importador sino de los recursos crediticios destinados a la clientela bancaria pequeña o marginal, que desde el punto de vista social es la que más los requiere.

Segundo, porque crea una situación de privilegio para la banca internacional no domiciliada en Colombia, que a través de sus oficinas de representación en el país puede efectuar las mismas financiaciones de importación sin tener que consignar el encaje correspondiente.

Y, tercero, porque la financiación puede generarse muy a pesar y contra la voluntad del banco comercial que ha abierto una carta de crédito sin financiación, pero que no tiene la certeza de que a su utilización el cliente cubrirá su valor.

Considero que si lo que se busca por medio del encaje en moneda nacional sobre las operaciones en moneda extranjera es controlar el endeudamiento privado externo, es mejor fijar un plazo máximo para la utilización y cancelación de las licencias de importación, a partir del cual se establecerán sanciones pecuniarias progresivas con el tiempo, como se hizo con buenos resultados en la década de los cuarenta. Si lo que se quiere es limitar el volumen de las importaciones, que no creo sea el caso, los mecanismos a emplear deben ser el arancel y las licencias de importación.

El endeudamiento externo directo del sector privado se encuentra, con muy contadas excepciones, prohibido. Este tipo de financiamiento, que generalmente se efectuaba directamente con un banco extranjero mediante un aval otorgado por un banco colombiano, venía a suplir las deficiencias de nuestro mercado de capitales y la escasez de recursos nacionales de nuestro siste-

ma bancario. La financiación de exportaciones, la adquisición de activos fijos, la construcción, eran actividades para las cuales se conseguían recursos externos. En la medida en que se ha expandido nuestro mercado de capitales, en que han surgido nuevas instituciones (tal el caso de PROEXPO y de las corporaciones de ahorro y vivienda), en que el país ha adquirido reservas internacionales y en que estas presionan exageradamente la base monetaria, las autoridades gubernamentales han limitado el crédito externo directo.

Sin embargo, mientras haya una disparidad de costos entre el dinero externo y el dinero interno, favorable al externo, y un mercado para las divisas provenientes del exterior, habrá endeudamiento directo privado. En efecto, hoy que la tasa "prime" en Nueva York oscila alrededor del 6 por ciento anual, que la devaluación del peso frente al dólar se mueve a una tasa cercana al 9 por ciento anual, que no es difícil vender las divisas, que el dólar negro se consigue sin dificultad y sin que exista mayor diferencia entre su precio y el dólar oficial y que el país ha adoptado una política interna de tasas de interés elevadas (con tasas bancarias hasta del 27 por ciento anual), existe un incentivo para el endeudamiento externo privado. Y sospecho que una parte importante del rubro "servicios" de la balanza la constituye la venta al Banco de la República de dólares provenientes de endeudamiento externo privado. Lo que ocurre entonces es que, a pesar de que las operaciones se realizan, el sistema bancario colombiano ya no tiene ninguna participación en las mismas.

Desde 1968 las reservas internacionales se han incrementado notablemente, pues han pasado de US\$ 35 millones en diciembre de 1968 a US\$ 1.166 millones en diciembre de 1976.

Con frecuencia se piensa que su mayor valor es consecuencia del crecimiento de las exportaciones, sin observar que para que esto fuera cierto es indispensable que el valor de las exportaciones exceda al de las importaciones, particularmente al de las reembolsables. Pero, como se puede observar en el siguiente cuadro, con excepción de los últimos dos años este no ha sido por lo general el caso de Colombia.

Al sumar el valor de las exportaciones y de las importaciones reembolsables entre 1968 y 1976, se encuentra que las primeras exceden a las segundas en US\$ 369 millones. Si se toma en consideración que el valor de las reservas internacionales en

1967 era US\$ 36 millones, es indudable que la mayor parte del aumento de las reservas internacionales se originó en el endeudamiento externo. Desde 1968 la deuda pública externa crece vigorosamente y pasa de US\$ 1.134 millones en 1968 a US\$ 1.412 en 1970, a US\$ 2.076 millones en 1973, a US\$ 2.262 millones en 1974, a US\$ 2.521 millones en 1975 y a US\$ 2.581 millones en septiembre de 1976.

### Registro de importación y exportación

(Millones de US\$)

Año	Exportaciones totales	Importaciones totales	Importaciones reembolsables	Importaciones no reembolsables
1968 .....	508	625	521	104
1969 .....	561	755	639	117
1970 .....	674	921	785	135
1971 .....	633	785	710	74
1972 .....	820	902	786	116
1973 .....	1.176	1.037	1.037	189
1974 .....	1.499	1.788	1.536	252
1975 .....	1.537	1.503	1.279	223
1976 (1) .....	1.744	1.990	1.520	470

Fuente: INCOMEX y Banco de la República. (1) Provisional.

Este incremento de la deuda pública externa ha estado en ocasiones estrictamente vinculado a los problemas fiscales del estado y no a la financiación de los gastos externos correspondientes a importantes obras de infraestructura. Este fue el caso de 1972 y 1973 cuando se buscó que un segmento considerable del crédito externo del sector público se contratara no con un destino específico para pagar bienes importados, lo cual implicaba que las divisas no llegaran al país y no se convirtieran en medios de pago adicionales, sino dentro de la modalidad de créditos de programa no necesariamente ligados a compras en el exterior, razón por la cual se produjo un fuerte ingreso de divisas al país, y por ende, una rápida expansión en la base monetaria.

El crédito de programa se ha justificado con razones valederas por argumentos de soberanía nacional, pues se considera que a diferencia del crédito para proyectos específicos los organismos financieros internacionales no tienen ingerencia alguna en el manejo de los recursos recibidos o de otros aspectos de carácter doméstico. Sin embargo, se corre el riesgo de que el valor del crédito se convierta en un elemento adicional del presupuesto de gastos internos del gobierno.

Es entonces interesante anotar que, al endeudarse en el exterior el estado, aumentaron las reservas internacionales del país; que al crecer las reservas internacionales se expandió la oferta monetaria y que al ampliarse la oferta monetaria se restringió el endeudamiento externo privado y la financiación de importaciones a través del sistema bancario colombiano. De tal manera, se puede afirmar que esta política limitó un crédito menos inflacionario (la financiación de importaciones) y, en algunos casos anti-inflacionario, para dar paso a un crédito inflacionario (la financiación externa del déficit fiscal).

La situación actual es diferente. Las reservas internacionales crecen durante 1976 porque el renglón "servicios" registra ingresos por valor de US\$ 764 millones y las exportaciones de café valen US\$ 918 millones, ambos incrementos importantes frente a lo registrado en años anteriores. La deuda pública externa aumenta relativamente poco y no va a financiar gastos locales.

Pero la política de esterilización de las reservas es la misma: consignaciones anticipadas y encajes en moneda nacional a la financiación de importaciones. De nuevo la base monetaria se incrementa, la oferta monetaria adquiere un mayor tamaño y la inflación se acelera. ¿No corresponderá entonces a enfermedad diferente remedio distinto?

¿Pero cuál puede ser la medicina indicada? Al enfermarse el ser humano se acude a un médico para que formule y cure. El proceso de la formulación comienza por el descubrimiento de las causas y termina por la prevención de posibles complicaciones futuras. Para un dolor de cabeza originado en una tensión arterial alta no se receta algo para la neuralgia de la espalda sino, muy al contrario, una medicina que baje la tensión y un régimen de vida que impida que en el futuro vuelva a elevarse.

Los países son como los seres humanos; hay que recetarlos adecuadamente. En lo que atañe a este documento, el problema colombiano lo constituye una balanza comercial tradicionalmente negativa que por razones fortuitas se convierte en positiva; una tasa de inflación elevada que obliga a mantener un ritmo de devaluación importante para no perjudicar a la exportación menor; un control de cambios necesario por no haber variado estructuralmente las causas que llevaron a implantarlo, y que

obliga al estado a emitir un número de pesos equivalente al de los dólares que recibe; y un alto volumen de dólares originados en el mayor valor de las exportaciones cafeteras y del renglón "servicios".

Por tanto el problema debe partirse en dos: el estructural y el inmediato. Estructuralmente el control de cambios, la devaluación, el apoyo a la exportación menor, son indispensables.

Mediatamente el superávit de la balanza comercial aumenta los medios de pago, impulsa la inflación y tiene efectos regresivos sobre la distribución del ingreso y de la riqueza. Ataquemos entonces las causas.

Para esterilizar una porción importante de los ingresos de divisas, para orientarlos hacia actividades productivas y para asegurar un futuro sin dificultades de reservas, varias alternativas pueden ser puestas en práctica:

1—Crear en el Banco de la República un cupo en pesos que financie **parcialmente** las importaciones de bienes de capital ligadas a proyectos prioritarios para el desarrollo del país. Por ser la financiación parcial, se estaría obligando al ejecutor del proyecto, que bien puede ser de índole privada o pública, a congelar unos medios de pago que de otra manera no se recogerían. Adicionalmente se hace posible la ejecución de proyectos que requieren un alto componente de bienes importados pero que en el futuro vendrían a generar grandes cantidades de divisas para el país. Pienso, por ejemplo, en algunos de los proyectos anunciados por el señor ministro de Minas y Energía en la reunión del Grupo de Consulta realizada el año pasado en Bogotá.

2—Sustituir líneas de corresponsales de los bancos comerciales colombianos por líneas en dólares otorgados por el Banco de la República. Es cierto que esto se viene haciendo pero en cuantía muy moderada por el sistema utilizado, que limita el valor de las divisas de cada banco puede solicitar al banco central a dos veces su posición propia. A su turno, la posición propia no puede exceder en 4 por ciento los pasivos en moneda extranjera que tenga el banco comercial (6). Este procedimiento debía cambiarse con miras a no discriminar contra los bancos que

---

(6) Según la Resolución 6 de febrero 9 de 1977 la posición propia no puede exceder de 6% los pasivos en moneda extranjera.

más disciplina han tenido para no endeudarse excesivamente en moneda extranjera.

3—Volver a un régimen de tasa de cambio múltiple para permitir al estado entregar un menor número de pesos por dólar a algunas exportaciones cotizadas a precios excesivamente altos en los mercados internacionales y a ciertos componentes del sector servicios.

4—Utilizar las atribuciones del numeral 14 del artículo 120 de la Constitución Nacional o pedir autorización al Congreso Nacional para intervenir sobre la facultad de emisión del Banco de la República con el fin de reglamentar que para determinados ingresos de divisas solo se entregue una porción de los pesos correspondientes a cada dólar y que para el resto se emita un documento que permita conversiones parciales futuras.

#### VIII — CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A través de este documento se desprenden algunos puntos centrales que quisiera resumir:

1—Los bancos comerciales desempeñan un papel fundamental para el comercio exterior colombiano.

2—En ocasiones la banca comercial colombiana ha actuado como intermediaria en la consecución de recursos externos que vengan a suplir las deficiencias de nuestro mercado de capitales. Con el surgimiento de nuevas instituciones y el fortalecimiento del mercado de capitales ha sido posible limitar esta función de los bancos comerciales.

3—Con una mayor sofisticación en la contratación y manejo de los recursos externos es factible reducir los costos de financiación extranjera.

4—El crecimiento de las reservas internacionales es el principal responsable del crecimiento de los medios de pago.

5—Las reservas internacionales han aumentado considerablemente no porque el país haya tenido un importante superávit en su balanza comercial sino porque el endeudamiento externo se ha incrementado notablemente.

6—La disparidad entre los costos externos e internos del dinero ha impulsado al importador colombiano a tener un mayor grado de endeudamiento externo.

7—La forma de evitar un alto grado de endeudamiento externo para financiar importaciones no debe recaer exclusivamente sobre el sector financiero. Limitaciones a la licencia de importación representan un mecanismo adicional que bien podría utilizarse.

8—Las políticas encaminadas a esterilizar las reservas internacionales deben orientarse hacia la causa del problema y no hacia sus efectos. El hacerlo así tiene dificultades políticas pero permite evitar los desequilibrios internos, dar una utilización racional a las divisas del país y asegurar un futuro sin incertidumbres cambiarias.

Por último debo agregar que Colombia ha entrado a una etapa de desarrollo más avanzada, que requiere una tecnología compleja, una infraestructura costosa y recursos financieros abundantes. La consecución de la tecnología no es difícil y parte de la infraestructura se encuentra disponible pero la necesidad de recursos financieros sobrepasa la capacidad de nuestro mercado de capitales. Proyectos prioritarios para la generación de una alta tasa de crecimiento del producto interno bruto y de las exportaciones, como la utilización masiva de los recursos naturales, hacen indispensable centenas de millones de dólares, principalmente para cancelar la importación de los bienes de capital ligados a los mismos proyectos. Entonces, ¿por qué no volcar el concepto de endeudamiento externo y de utilización de las reservas con el propósito de colocar a Colombia en esta nueva etapa de desarrollo? Al respecto, cabe pensar en buscar una captación de divisas para Colombia fuera de Colombia por el procedimiento de estar presente directa o indirectamente en los mercados financieros internacionales.

Espero que este aporte al Primer Simposio sobre Financiamiento Externo constituya por lo menos un punto de referencia para el análisis de los complejos problemas suscitados por nuestro sector externo. Renuevo mis agradecimientos a la Asociación Bancaria y al Banco de la República por invitarme a exponer sobre el tema, y a ustedes por la paciencia con que me escucharon.

## COMENTARIOS

JOSE ROMAN FERNANDEZ

Agradezco la invitación que he recibido del Banco de la República y de la Asociación Bancaria de Colombia, entidades que auspician este “Primer Simposio sobre Financiamiento Externo”, para comentar el trabajo del doctor Pablo Salazar de Heredia “El financiamiento del sector externo”.

Esta reunión continúa la muy valiosa tradición de una serie de simposios que desde hace varios años vienen permitiéndole al país conocer lo que piensan y recomiendan algunos de los más capacitados e importantes técnicos, acerca de diversas coyunturas por las cuales ha atravesado la economía de nuestra nación.

Este esfuerzo del Banco de la República y de la Asociación Bancaria de Colombia constituye, sin duda, uno de los principales servicios que puedan prestársele al país.

Felicito al doctor Salazar de Heredia por el trabajo que acaba de leer. En forma clara y concisa nos describe, primero los aspectos fundamentales de la contratación de los recursos externos por parte de la banca comercial y el papel que esta desempeña en el proceso de financiamiento; luego, la relación que tiene el financiamiento externo —principalmente el bancario— con la base y la oferta monetarias, sus efectos y una evaluación de algunas de las políticas que se han adoptado para controlarlos y que se relacionan muy especialmente con la banca comercial.

Finalmente sintetiza, muy acertadamente en mi opinión, el problema colombiano así: . . . . . “En lo que atañe a este documento, el problema colombiano lo constituye una balanza comercial tradicionalmente negativa que por razones fortuitas se con-

vierte en positiva; una tasa de inflación elevada que obliga a mantener un ritmo de devaluación importante para no perjudicar a la exportación menor; un control de cambios necesario por no haber variado estructuralmente las causas que llevaron a implantarlo, y que obliga al estado a emitir un número de pesos equivalente al de los dólares que recibe; y un alto volumen de dólares originados en el mayor valor de las exportaciones cafeteras y del renglón 'servicios' . . ." para concluir con recomendaciones concretas que, en mayor o menor grado, le permitirían al país reducir la expansión de los medios de pago, cuando se anticipa que el ingreso de divisas continuará incrementándose. El alcance del trabajo del doctor Pablo Salazar y la vigencia del tema en él desarrollado son propicios para que no solo se discuta ampliamente sino también, y más importante, para que de él se deriven inquietudes y conclusiones que serán, sin duda, especialmente valiosas.

Los comentarios que me permitiré hacer en seguida son de carácter personal y no necesariamente reflejan la posición de la entidad bancaria a que estoy vinculado.

En primer lugar, quisiera referirme a un tema que está directamente relacionado con el financiamiento del sector externo y que, en mi opinión, tiene especial vigencia en el momento actual. Se trata de los créditos directos para financiación de importaciones, por parte de la banca internacional con domicilio en el exterior.

Con motivo de las medidas que el gobierno tomó recientemente, las operaciones internacionales de la banca establecida en Colombia se han visto gravadas con un encaje del 18% y con una inversión obligatoria del 15% en Títulos de Fomento Agropecuario, ambos porcentajes para ser liquidados sobre el valor de los pasivos en moneda extranjera. Además se había establecido desde octubre 20 de 1976 un encaje del 100% para los aumentos que registren los mismos pasivos en moneda extranjera, sobre los niveles que tenían a esa fecha.

Pero sucede que, simultáneamente, existe la posibilidad de financiar las importaciones en forma directa con entidades bancarias internacionales domiciliadas en el exterior, y cuando esto ocurre, no tienen vigencia las normas a que me referí en el párrafo anterior.

Es decir, la operación se realiza sin que se haga la apreciable congelación de recursos que es preciso efectuar, por parte de la banca establecida en nuestro país, cuando esta actúa como financiadora.

Quisiera detenerme un momento en el significado que tienen, sobre el volumen de dinero en circulación y sobre los costos operativos de los bancos, el encaje del 18% y la inversión del 15% en Títulos de Fomento Agropecuario.

Se estima que para los bancos el valor del encaje del 18% puede ascender a más de \$ 4.000 millones, lo que significa una esterilización de medio circulante por igual valor. De otro lado, la inversión en Títulos de Fomento Agropecuario hará posible un incremento en el valor del Fondo Financiero Agropecuario de más de \$ 3.000 millones.

No cabe duda de que estas medidas le demandan, para su cumplimiento, un muy severo esfuerzo a la banca establecida en Colombia.

Pero quisiera también referirme al costo operativo que para los bancos locales tendrán las medidas tantas veces mencionadas. Se estima que al tener en cuenta el encaje del 18% y la inversión obligatoria del 15% en los Títulos de Fomento Agropecuario el recargo adicional será de por lo menos 6 puntos.

Permítaseme ahora regresar a la otra disposición que mencioné al principio de este comentario y por la cual se estableció un encaje del 100% para los aumentos que registren los pasivos provenientes de operaciones de comercio exterior, sobre los niveles que presentaban en octubre 22 de 1976. De esta medida puede afirmarse que congela el endeudamiento externo, existente a través de la banca establecida en Colombia al hacer, en términos de costos de operación, prohibitivo su crecimiento por encima de las cifras que estaban vigentes en octubre 22 del año pasado.

Una vez considerado el alcance de las medidas a que me he referido en los párrafos anteriores, no se ve claro como sigue subsistiendo, simultáneamente, la posibilidad de financiar las importaciones en forma directa con la banca extranjera y sin que, para cuando esto ocurra, existan restricciones que de algún modo tengan un efecto equivalente al que se obtiene de los encajes e in-

versiones obligatorios que sí debe realizar la banca establecida en Colombia.

La circunstancia anterior motivará, muy seguramente, que el costo de financiación de las importaciones resulte más oneroso para quien utilice los servicios de la banca nacional y, por el contrario, aquellos importadores —generalmente los de mayor tamaño, solvencia y vínculos internacionales— que logren obtener créditos directos de la banca extranjera disfrutarán de costos de financiamiento mucho más favorables.

Y, más preocupante aún es el alcance de la medida acerca del encaje del 100% para los aumentos que se registren sobre las cifras de pasivos en moneda extranjera, a octubre 22 de 1976 que, como se vio, le señala un límite a esta actividad, límite que es infranqueable para las entidades de crédito colombianas mas no para las extranjeras, cuyas operaciones directas se pueden incrementar indefinidamente, sin restricción alguna.

¿Me pregunto si es razonable que subsista esta situación en momentos en que, como ha podido apreciarse por el contenido de las medidas tomadas, la autoridad monetaria está empeñada en controlar, al máximo, los factores que inciden en el volumen del endeudamiento comercial externo?

No es esta la primera vez que se discute acerca de la actividad de financiamiento directo por parte de la banca extranjera internacional. Inclusive, el propio legislador reflejó su inquietud a este respecto, en el artículo 5 de la Ley 55 de 1975, así:

“... La Junta Monetaria podrá reglamentar las operaciones bancarias concernientes al comercio internacional, con el fin de que ellas se efectúen únicamente a través de bancos y corporaciones financieras establecidas en el país...”.

Considero que es urgente resolver esta situación. Bien a través de una reglamentación adecuada del artículo 5 de la Ley 55, que acabo de transcribir o, si se encuentra más conveniente, de una fórmula alterna que, en todo caso, subsane el problema en los diferentes aspectos que presenta. En particular, y a manera de recapitulación, el relacionado con los mayores costos operativos y con el límite al crecimiento, resultado de las recientes medidas, que afectan a la banca nacional y a sus clientes, mas no a la banca extranjera y, también el que toca con la conveniencia de que la autoridad monetaria pueda ejercer un control sobre

el volumen del endeudamiento comercial externo que resulta de las operaciones de crédito directas, efectuadas por la misma banca extranjera.

Hay otro tema, que planteó el doctor Salazar y en el cual quisiera detenerme. Se trata de la utilización de las reservas de divisas por parte de los bancos comerciales.

El doctor Salazar presentó la fórmula de una mayor utilización de las divisas del Banco de la República, por parte de la banca comercial, a través de la llamada posición propia de los bancos. Con esto se buscaría reducir el proceso de endeudamiento comercial externo del país a la vez que se esterilizan medios de pago.

Cabe mencionar que como resultado del incremento de las reservas se amplió, para los bancos comerciales colombianos, la posibilidad de adquirir en el Banco de la República una posición propia en divisas, hasta por el equivalente de 6% del valor de los pasivos en moneda extranjera que tuviera cada entidad. En cuanto a los depósitos en dólares, que también puede obtener la banca del Banco de la República, su encaje se redujo a \$ 5 por cada US\$ 1, y se autorizó que pueden recibirse hasta US\$ 2 por cada US\$ 1 que se utilice de la posición propia.

Lo anterior forma parte de una política del gobierno que, dentro de ciertos límites, parece orientarse a hacer, para los bancos comerciales, más propicio el endeudamiento en divisas con el Banco de la República que con los bancos corresponsales del exterior.

Considero que la aplicación de esta fórmula es conveniente no solo en el momento actual, sino que el beneficio a derivarse de ella en el futuro, podría ser mucho mayor y más decisivo en la medida en que fuera ampliada.

Inclusive, pienso que el volumen actual de reservas permite que ya pueda estudiarse la posibilidad de un incremento de los recursos que reciben los bancos por este sistema. Incremento que podría resultar, no solamente de una modificación de las bases vigentes para la determinación del valor de la posición propia y del depósito sino también, de la posibilidad de invertir en divisas parte de los elevados encajes que hoy mantiene la banca.

En su trabajo "¿Qué tanta devaluación?" el doctor Eduardo Wiesner Durán se refirió al mecanismo de la posición propia en

términos que parece pertinente reproducir. Dijo el doctor Wiesner:

“...En todo caso, mientras subsista la actual prioridad política de control a la expansión monetaria, el mecanismo de la posición propia, a través de sucesivas y futuras ampliaciones durante 1977 y complementado con encajes a las exigibilidades en moneda extranjera, se perfila como un instrumento conciliatorio entre la tesis de adoptar un cambio libre y la necesidad de mantener un control sobre las divisas. Las posibilidades de este instrumento son muy grandes sobre todo si logra actuar a través de incentivos económicos que induzcan a la banca comercial a utilizarlo plenamente...”.

Por último, cabría agregar que estos mecanismos de la posición propia en dólares y del depósito del Banco de la República, también en dólares, para ser utilizados a través de la banca comercial, tienen la buena condición de que pueden ser manejados con mucha agilidad por parte de la autoridad monetaria. Esta característica, también muy importante, los hace especialmente útiles para la coyuntura actual, que muchos estiman será transitoria.

Hasta aquí mis comentarios en relación con los temas de las operaciones directas de la financiación de importaciones, y de la utilización de las reservas del Banco de la República, por parte de la banca comercial, a través de la posición propia y de los depósitos en dólares.

Reitero mi felicitación al doctor Pablo Salazar por su excelente trabajo y, a ustedes, agradezco la paciencia con que tuvieron a bien escucharme.

## COMENTARIOS

FRANCISCO J. ORTEGA

El estudio del doctor Salazar busca “describir la función que el financiamiento externo ha desempeñado, desempeña y podría desempeñar la banca comercial colombiana”. Dentro de este amplio tema el documento se concreta principalmente a analizar “la relación del financiamiento externo a través de la banca comercial con los principales agregados macroeconómicos del país”. En materia de políticas el autor se refiere al “efecto de las políticas de financiamiento externo sobre las reservas internacionales y, a su turno, trata la incidencia de estas sobre la base y oferta monetarias”.

El comentario al documento del doctor Salazar lo orientaré principalmente al punto concreto de las implicaciones del endeudamiento externo de carácter comercial, especialmente el que se realiza a través del sistema bancario, sobre el control monetario. En cuanto al objetivo de analizar la relación entre el financiamiento externo bancario y los “principales agregados macroeconómicos del país”, considero que como el autor no lo desarrolla en detalle, seguramente para evitar repetición con otros documentos del seminario, no es del caso hacer observaciones sobre este particular.

### 1. Efecto monetario.

Tal como lo menciona el autor, el crédito externo afecta las reservas internacionales y, a través de estas, la base monetaria. Por su parte el crédito comercial, bien sea por intermedio de los bancos u otorgado por proveedores del exterior, tiene implica-

ciones similares, debiendo analizarse dentro del conjunto del problema del endeudamiento externo del país. Los estudios de Eduardo Sarmiento y Fernando Montes proporcionan la base teórica y la investigación empírica necesarias para analizar la incidencia del crédito comercial bancario en moneda extranjera (1).

El crédito comercial en moneda extranjera cumple la función de financiar las importaciones, pero también en distintos períodos de la historia colombiana ha servido a manera de sustituto del crédito de balanza de pagos, con el fin de sortear situaciones difíciles por escasez de reservas internacionales. Esto ha sido particularmente válido, por ejemplo, en el caso de las importaciones llamadas no reembolsables y en el de los reintegros anticipados para la financiación de exportaciones, los cuales tenían primero el doble propósito de adelantar ingresos futuros de exportaciones, con el claro objetivo de aliviar la situación de reservas internacionales negativas, y de suministrar capital de trabajo a los exportadores, quienes por la escasez de ahorro interno no encontraban recursos para aumentar la producción con destino al comercio internacional.

El crédito bancario de importaciones determina, en parte, el saldo en la cuenta corriente de la balanza comercial, por ser uno de los principales determinantes del flujo de pagos al exterior por importaciones. A su vez, de este depende la utilización de las reservas internacionales y su mayor o menor acumulación. Hasta aquí coincido con el autor, quien al comienzo del trabajo dice:

“No cabe duda de que en una situación dinámica un volumen demasiado alto o un plazo excesivamente largo de financiación de importaciones contribuye indirectamente a la expansión de la base monetaria o, en el peor de los casos, a que esta no disminuya, ya que, en la medida en que el importador consiga mantener su crédito externo, podrá posponer el giro al exterior que cancela la financiación y, por tanto, no se retirará dinero de circulación”.

No obstante la cita anterior, el doctor Salazar adjudica luego el problema monetario reciente a la financiación directa para fines de tipo fiscal o para complementar los recursos del

---

(1) Trabajos presentados al Primer Simposio sobre Financiamiento Externo. Eduardo Sarmiento: “Ilusión y realidad del crédito externo”; Fernando Montes: “El control y la financiación de las importaciones”.

ahorro interno en la realización de inversiones privadas, y al respecto dice:

“Es entonces interesante anotar que, al endeudarse en el exterior el estado, aumentaron las reservas internacionales del país, que al crecer las reservas internacionales se expandió la oferta monetaria y que al ampliarse la oferta monetaria se restringió el endeudamiento externo privado y la financiación de importaciones a través del sistema bancario colombiano. De tal manera, se puede afirmar que esta política limitó un crédito menos inflacionario (la financiación de importaciones), y en algunos casos anti-inflacionario, para dar paso a un crédito inflacionario (la financiación externa del déficit fiscal)”.

Explica también el problema del año pasado por el rápido aumento de los ingresos por “servicios”. Ciertamente estas divisas acentuaron la acumulación de reservas, pero ello es independiente del fenómeno del creciente endeudamiento bancario y de la extensión de los términos del crédito. Son dos problemas de distinto origen, aunque con implicaciones similares, al menos en la coyuntura actual.

En los últimos años, y en particular durante 1976, el crédito de importaciones, tanto el bancario como el de proveedores, contribuyó a aumentar excesivamente el nivel de las reservas internacionales. Esta afirmación se apoya, por ejemplo, en los resultados de trabajos empíricos que muestran cómo el flujo de giros al exterior fue inferior por lo menos en US\$ 150 millones (2) al que correspondería si tomamos como base de comparación la relación histórica entre importaciones (registros y pagos al exterior). El resultado ha sido una ampliación en el plazo de utilización de estos créditos. La diferencia entre lo que se debería girar y lo realmente pagado constituye el aumento del endeudamiento externo. En las actuales condiciones de balanza de pagos esto equivale a una financiación de tipo inflacionario, porque a través del crédito externo el importador está sustituyendo ahorro interno. Como bien lo ha dicho Sarmiento, este incremento del crédito por dólar de importación equivale a una emisión.

Se llega así a una situación confusa respecto al real impacto monetario del crédito comercial. El autor posiblemente piensa que el crédito bancario de importaciones tiene una naturaleza un

---

(2) Esta cifra no incluye los aumentos por importaciones en 1976.

poco distinta al resto del crédito externo. Para este último si reconoce efectos desestabilizadores permanentes. No así para el de tipo comercial, por la función que cumple respecto al aumento de las importaciones y a la política de liberación, frente a la cual resultaría inconveniente restringirlo. Este punto no aclara satisfactoriamente por qué el endeudamiento externo bancario no tiene los mismos efectos desestabilizadores del resto del crédito.

El planteamiento de la liberación de importaciones merece algunos comentarios. En primer lugar el crédito de importaciones no ha sido restringido en su monto sino en lo referente al plazo, dado que no habiendo razones para la acumulación de inventarios, no se ve por qué se deba sustituir crédito interno por externo. En segundo término, porque la política de importaciones es en todo momento una política de largo plazo, orientada por razones de competitividad y eficiencia y en ningún caso por motivos de estabilidad monetaria. Pensar en regular la expansión monetaria cambiando el régimen de importaciones sería algo muy discutible porque se estaría aplicando a un problema de corto plazo una solución de tipo permanente y por la imprecisión a que dan lugar los rezagos existentes y la variabilidad de estos. La demanda de importaciones depende básicamente de la producción interna y en mucho menor grado del crédito, por lo cual, como lo demuestra lo ocurrido en 1975, no obstante todas las facilidades dadas al importador y la eliminación de restricciones al crédito, las importaciones tuvieron una rebaja, coincidiendo con el menor crecimiento de la producción nacional.

En lo que sí estoy totalmente de acuerdo con el doctor Salazar es en el efecto del diferencial de tasas de interés externas e internas sobre la demanda de crédito externo. Este es el hecho preponderante del creciente endeudamiento de importaciones. Ante un diferencial de 5 a 10 puntos en favor del crédito externo resultan inoperantes la mayoría de las medidas administrativas, como ha sido el caso de la fijación de plazos máximos para el giro.

## 2. Otros efectos.

Además del efecto propiamente monetario, el financiamiento externo de importaciones tiene otro que podríamos llamar más bien de tipo crediticio, el cual vale la pena comentar. Me refiero a la posibilidad de sustituir tipos de crédito de diferentes fuentes, bien sea que estas se originen en recursos internos o exter-

nos. La demanda de crédito externo está relacionada con la disponibilidad de crédito interno. Los importadores tienen unidad de caja y según sean los costos y la oferta cambian la composición de su pasivo, desde luego, con algunas restricciones. Si el volumen del ahorro interno o las imperfecciones del mercado financiero no le permiten conseguir crédito en pesos, suplen esas necesidades con crédito en dólares. Y si además los costos de este último son más bajos, pues con mayor razón.

Este problema es importante por su efecto en la asignación de recursos, especialmente cuando por razones de estabilidad se requiere aplicar fuertes controles monetarios. Las actividades que por su relación con el comercio exterior tienen más fácil acceso al crédito externo se ven favorecidas frente a las que no tienen la misma posibilidad. La agricultura, por ejemplo, que tiene un uso relativamente bajo de importaciones, se ve más afectada que actividades como la manufactura, a la cual le resulta más fácil reemplazar fuentes internas de crédito por las externas a que da acceso el hecho de ser importador.

La aplicación de los instrumentos tradicionales de control monetario para contrarrestar el efecto del aumento de las reservas internacionales solamente sobre los pasivos en moneda legal, se convirtió en un estímulo adicional al endeudamiento externo. Es así como además de las ventajas derivadas de la amplia disponibilidad de recursos (líneas de los corresponsales) y del bajo costo relativo, tuvo otra indirecta por estar libre de todo tipo de limitaciones. Por lo tanto, además de las razones propiamente monetarias para regular este endeudamiento, hay otras tendientes a corregir la situación ventajosa respecto al crédito interno, con el fin de evitar distorsiones en la orientación de recursos en favor del sector importador.

El control a las operaciones bancarias de comercio exterior tiene también un efecto importante sobre la capacidad del intermediario para influir en las decisiones del importador. El doctor Salazar no le reconoce a la banca ninguna ingerencia en el tipo de crédito que otorga. Para él la banca atiende únicamente la demanda que presenta el cliente importador y la decisión final es libremente tomada por el interesado. No encuentro muy convincente la tesis de la pasividad de los bancos en las decisiones de los prestatarios. La banca busca ante todo una estructura óptima de su portafolio, dentro del cual las operaciones de comer-

cio exterior aparecen dentro de las más rentables. Si no puede prestar en pesos porque las normas no se lo permiten, buscan la manera de hacerlo en dólares, dentro de ciertas limitaciones. Para no extenderme demasiado basta con mencionar al propio doctor Salazar cuando dice que en el otorgamiento de crédito en moneda legal los bancos solicitan distintos tipos de reciprocidad, siendo uno de ellos el de la consecución de las cartas de crédito de importaciones que tenga el cliente. La demanda de crédito comercial externo se ha visto entonces estimulada tanto por las ventajas que percibe el usuario como por las que obtienen los bancos. De ahí que las regulaciones deban abarcar el conjunto de importadores e intermediarios financieros.

### 3. Medidas.

Una parte del estudio del doctor Salazar trata de las políticas establecidas por la autoridad monetaria para regular el endeudamiento externo de importaciones a través de la banca comercial. Se refiere a la utilización de encajes, a la fijación de plazos para el giro y al establecimiento de los depósitos de importación. La conclusión a la cual llega es que las medidas no resultan acordes con el origen del problema que se quiere resolver. Esta afirmación se basa, si he entendido bien, en que durante la presente coyuntura el endeudamiento externo comercial no ha causado acumulación de reservas y por lo tanto no ha ocasionado problemas monetarios. De ahí la frase de que "la situación actual es diferente". Por lo tanto las medidas que se deberían adoptar serían de otra naturaleza y no deberían recaer sobre el sistema bancario.

Los planteamientos del doctor Salazar en cuanto a las políticas no los comparto por la razón general que ya he explicado. Si bien reconozco que el crédito de importaciones no es la única causa de la acumulación de reservas, no se puede desconocer tampoco que ha tenido en los últimos años un efecto importante sobre estas, principalmente cuando se utiliza más allá de los términos necesarios para realizar importaciones, dando lugar a demoras en el empleo de las reservas para pagos al exterior.

Para finalizar el autor dice que se sigue con las mismas medidas cuando debería pensarse que "a enfermedad diferente, remedio distinto". Ya comenté por qué no estoy de acuerdo con que la enfermedad sea distinta en cuanto al crédito comercial se

refiere. Las nuevas medicinas que propone el doctor Salazar se componen de algunas actualmente en operación, como la referente a la posición propia de los bancos y la del cupo en pesos para financiar parcialmente las importaciones de bienes de capital (3); no veo cómo estas resolverían el problema monetario que se desea atacar. Y otras realmente nuevas en materia de tasa de cambio diferencial y de ahorro forzoso de parte del ingreso de los exportadores para obligarlos a recibir un título en vez de los pesos. Para entrar a discutir estas sugerencias se necesitaría conocer más a fondo el pensamiento del autor sobre el conjunto del problema que se desea solucionar, ya que el documento trata básicamente el tema del crédito externo, que no tiene mucha relación con estas medidas.

#### 4. Conclusión.

El interesante trabajo del doctor Salazar analiza el tema del endeudamiento externo del sistema bancario para mostrar que sus características y efectos son distintos a los de otro tipo de endeudamiento. Por lo tanto la crítica tradicional al impacto del endeudamiento externo en situación de balanza de pagos favorable, no se debe aplicar al de tipo comercial bancario. No comparto, por las razones expuestas, esta tesis. En mi opinión el creciente endeudamiento de importaciones ha favorecido demoras apreciables en los giros al exterior. De no haberse utilizado el crédito en forma tan cuantiosa se habría podido esterilizar un mayor volumen de pesos. Ejemplos como los del IDEMA y ECO-PETROL en el caso reciente de la gasolina, para no citar sino los oficiales, sirven para aclarar el punto. No estando de acuerdo con las tesis, tampoco lo estoy en lo referente a las recomendaciones sobre medidas.

---

(3) Las Resoluciones 9 de 1973 y 10 de 1974 de la Junta Monetaria tuvieron esos propósitos pero el efecto de regulación monetaria fue insignificante.

CAPITULO CUARTO

# **Reservas Internacionales y Política Cambiaria**

**Por Eduardo Wiesner Durán**

**Comentarios de: Oscar Alviar Ramírez**

**Jorge Ramírez Ocampo**

## RESERVAS INTERNACIONALES Y POLITICA CAMBIARIA

EDUARDO WIESNER DURAN \*

### I — INTRODUCCION

Al finalizar el año de 1976 Colombia contabilizó, por primera vez en su historia, un superávit cambiario de US\$ 603 millones y, al comenzar el año de 1977, registró, también por primera vez, un nivel de reservas internacionales, de US\$ 1.198 millones (1). A esta situación se llegó como resultado de un hecho fortuito —la helada de los cafetos en el Brasil en julio de 1975—. Teniendo en cuenta el carácter aleatorio de tal superávit cambiario las autoridades monetarias optaron, durante 1976, por la alternativa de acumular reservas, manteniendo el control de cambios para evitar una probable e injustificada revaluación nominal del peso. El desarrollo de esa política, que expresó una preferencia por la estabilidad cambiaria de mediano plazo frente a la estabilidad monetaria de corto plazo, llevó al país a alcanzar el nivel señalado de reservas internacionales. Frente a esta situación y teniendo en cuenta una perspectiva de altos precios del café para 1977 la pregunta que surge es “¿qué hacer en materia de reservas y de política cambiaria?”. ¿Cuáles serían las políticas de corto plazo que conducirían a un equilibrio monetario y cambiario a mediano y largo plazo? El propósito central del presente escrito es discutir estos interrogantes, en particular el aparente conflicto de objetivos entre la política cam-

---

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

(1) Dato tomado al 10 de enero de 1977. Fuente: Banco de la República.

biaria y la política monetaria, según se trate del corto o del largo plazo. El presente escrito se compone de dos partes principales. En la primera se presenta una breve y resumida reseña del marco teórico que normalmente acompaña un análisis de reservas y de tasas de cambio. Se cubren en esta sección aspectos relativos a la demanda por reservas, a su nivel adecuado y a política cambiaria. Por considerarlo de especial interés para Colombia se ofrece una discusión acerca del nuevo enfoque monetarista sobre la balanza de pagos y sobre el origen y significado monetario de las variaciones en las reservas internacionales y en las tasas de cambio. Al final de este capítulo se presenta un resumen y conclusiones sobre lo que ofrece el marco teórico. Con esta primera parte se abre el tema para estudiar el caso específico de Colombia, que es tratado en la segunda parte del documento. Aquí se examinan las alternativas que, a corto y mediano plazo, tiene el país en materia de tasas de cambio y de reservas. Las conclusiones ofrecen recomendaciones específicas tanto para la actual coyuntura como para acelerar su evolución hacia un equilibrio cambiario de mediano y largo plazo y hacia un más rápido y estable crecimiento económico.

## II — MARCO TEORICO Y CONSIDERACIONES GENERALES

### 1. La demanda por reservas

Siguiendo el análisis de J. Flanders y otros (2), se puede responder a la pregunta de “¿para qué necesitan reservas los países?” de la siguiente manera. Primero, porque las reservas les sirven para atender sus necesidades de transacciones corrientes con el sector externo y para cubrir desequilibrios transitorios de liquidez en sus operaciones internacionales. En segundo lugar, las reservas sirven como una medida de precaución frente a inesperadas pérdidas en sus ingresos externos corrientes y de capital. El disponer de reservas para absorber tales eventualidades es preferible a tener solamente acceso a crédito ya que, ante una emergencia, las condiciones de los préstamos externos pueden ser excesivamente onerosas. La tercera y quizás la más importante razón por la que los países —en particular aquellos

---

(2) Flanders M. June, *The Demand for International Reserves*, Princeton Studies in International Finance, N° 27, 1971, p. 3. Clower y Lipsey, “International Liquidity, the Present State of International Liquidity Theory”, *American Economic Review*, mayo 1968, p. 587.

en proceso de desarrollo— demandan reservas es para proteger su estabilidad frente a inesperables variaciones en la demanda por sus exportaciones y para disponer de un margen de tiempo que les permita adoptar las medidas internas que sean del caso frente a una crisis en su sector externo. Desde luego, estas tres razones no son mutuamente excluyentes ya que, básicamente, todas ellas parten del grado en que son o no predecibles y cuantificables las fluctuaciones del comercio internacional. En la medida en que tales fluctuaciones son medibles la demanda por reservas está dada por los siguientes determinantes: a) el grado de variabilidad de los ingresos y egresos del sector externo, b) la cuantía de las importaciones y c) la propensión media a importar dada por el tamaño relativo de las importaciones como proporción del Producto Bruto Interno (3).

Aunque los anteriores tres determinantes de la función de demanda por reservas obran tanto para los países de mayor desarrollo como para los de menor desarrollo, la fijación del nivel adecuado de reservas difiere entre los unos y los otros, no tanto como resultado de que el comercio exterior sea más importante en estos últimos o de que el grado de variabilidad de sus exportaciones sea más alto —puntos sobre los cuales no hay concluyente evidencia empírica— (4) sino como resultado de las distintas capacidades de sus mercados financieros y de sus bancos centrales para absorber fluctuaciones y para proteger sus monedas frente a movimientos especulativos o frente a crisis cambiarias reales. Por ello los países de menor desarrollo relativo procuran mantener amplios márgenes de seguridad y especiales controles sobre su comercio exterior. Cuando ellos ven un deterioro en su balanza de pagos prefieren acudir al control directo antes que ver reducidas sus reservas mientras que, en el caso de los países de mayor desarrollo, lo más probable es que acepten una pérdida de reservas y procedan a actuar a través de medidas monetarias alternativas antes de establecer restricciones directas sobre su comercio. Además, si se ven forzados a acudir al mercado de capitales para atender un problema de ba-

---

(3) Para un análisis comparativo de las funciones de demanda por reservas tanto para los países de mayor desarrollo como para los de menor desarrollo, véase: Frenkel Jacob A., "The Demand for International Reserves by Developed and Less Developed Countries", *Económica*, febrero, 1974.

(4) Véase, Flanders, *Op. cit.*, p. 11 y Frenkel, *Idem*, p. 17.

lanza de pagos, lo pueden hacer a menores costos y en forma menos traumática para sus programas de política económica interna.

Ahora bien, ¿cómo medir y proyectar la demanda por reservas? Los problemas de medición o estimación de la demanda por reservas son muy complejos. Los métodos tradicionales de “cross section” y de series de tiempo enfrentan especiales dificultades metodológicas y conceptuales. Existe en primer lugar, un problema de definición. ¿Qué son reservas? ¿Qué grado de liquidez (5) podría servir como criterio para excluir o incluir dentro de ellas un crédito o un activo internacional? ¿Qué débitos privados o públicos se les deben restar a las reservas brutas? En casi todos los estudios sobre demanda por reservas los autores se han visto obligados a adoptar una definición arbitraria sobre lo que ellos consideran son reservas, siguiendo, por lo general, el enfoque de que lo más líquido —oro y divisas convertibles— son, sin duda, reservas. Sin embargo, como también existe amplio margen de discusión sobre el concepto de liquidez (6) entonces “por razones prácticas todos los estudios concentran su análisis con base en reservas brutas” (7).

Otros difíciles problemas que enfrenta la estimación de la demanda por reservas tienen que ver con la medición de la variabilidad de reservas bajo condiciones y políticas económicas cambiantes. ¿Cómo medir variabilidad de reservas simplemente por sus cambios absolutos o relativos cuando ellas han sido logradas bajo distintos regímenes de tasas de cambio y de otros controles a las importaciones? ¿Cómo suponer que las reservas que en un momento dado tienen los países son aquellas que ellos quieren tener? ¿Son ellas su demanda por reservas o su consumo potencial de ellas? En verdad los **stocks** de reservas varían con las políticas cambiarias y monetarias y la medición de sus va-

---

(5) Kenen y Yudin afirman que “la liquidez es un estado mental”, “The Demand for International Reserves”, *Review of Economics and Statistics*, August 1965, p. 242.

(6) Machlup, F. afirma que “liquidez es mucho más que reservas” en su “The Need for Monetary Reserves”, *Banca Nazionale del Lavoro*, septiembre 1966, p. 175.

(7) Herbert G. Grubel “The Demand for International Reserves: A Critical review of the Literature”, *Journal of Economic Literature*, diciembre 1971, p. 1149.

riaciones está sujeta, por consiguiente, a grandes limitaciones (8) ya que no es lo mismo una disponibilidad de  $x$  millones de reservas bajo cambio libre, que esa misma cantidad bajo control de cambios y con restricciones a las importaciones. Finalmente, son bien conocidas las restricciones analíticas que se derivan de la aplicación del método "cruzado longitudinal" para estimar funciones de demanda cuando existen diferencias estructurales y de gustos entre diferentes países y cuando no se dispone de un número apreciable de observaciones.

Y si es tan difícil medir o estimar la demanda por reservas ¿por qué se intenta hacerlo? Por una sencilla e importante razón: para poder llegar a una idea sobre el nivel adecuado de oferta de reservas, tanto para el sistema internacional como para un país individualmente considerado. Debe ser claro que un nivel de reservas es adecuado no en términos de un absoluto abstracto sino en relación con una demanda por reservas. Es esta una situación similar (9) a la de la oferta monetaria interna de un país sobre la cual solo se puede decir que es adecuada cuando ella es analizada en términos de la correspondiente demanda por dinero. Pero con una dificultad adicional en el caso de reservas internacionales y es que su oferta, a nivel de un país, es más difícil de controlar que el caso de la oferta monetaria interna pues los bancos centrales no tienen la misma influencia sobre los mercados internacionales que sobre la base monetaria doméstica.

## 2. El nivel adecuado de reservas

Los conceptos de demanda por reservas y de nivel adecuado de reservas no son equivalentes (10). El primer concepto corresponde a una estimación basada en variables específicas como el nivel del ingreso, el volumen de las importaciones, la variabilidad de las exportaciones, la propensión media y marginal a importar; mientras que el segundo concepto hace referencia a un juicio sobre necesidad de reservas y sobre la conveniencia de una determinada disponibilidad de tiempo para absorber cambios. Si las dificultades de estimación de demanda por reservas son grandes, como ya se anotó, mucho más lo son los obstáculos para

---

(8) Frenkel Jacob, *Loc. Cit.*, p. 15.

(9) Esta analogía es hecha con especial énfasis por Courchene T. J. y Youssef C. M. en su "The Demand for International Reserves", *Journal of Political Economy*, August 1967, p. 404.

(10) Kelly G. Michael "The Demand for International Reserves" *American Economic Review*, septiembre 1970, p. 655.

calcular el nivel adecuado de reservas. ¿Cómo determinar el nivel óptimo de reservas? ¿Cuál ha de ser la oferta “adecuada” de reservas?

La anterior pregunta debe ser abordada en dos planos interdependientes. El primero, el del sistema monetario internacional en el cual lo central es determinar si existe suficiente o insuficiente liquidez en el mundo para que el comercio de bienes y servicios y de capital prospere y se desarrolle dentro de condiciones estables. El segundo plano se refiere a un país individualmente considerado en el cual lo básico es precisar si su estabilidad y crecimiento internos están suficientemente protegidos contra la variabilidad de los mercados externos. En cuanto al primer plano, el de la liquidez internacional, que en los últimos años tanto ha ocupado a los expertos, el Fondo Monetario Internacional y a los gobiernos mismos, existen muy diversas opiniones. Ellas van desde el extremo de afirmar que “no hay problema de reservas sino de simetría” (11) cambiaría —revaluar cuando hay exceso de ellas y devaluar cuando hay defecto— hasta afirmar que “siempre existe un problema de liquidez” (12), pues no se dispone de suficientes reservas para financiar tanto el comercio internacional como los desequilibrios de balanza de pagos. En verdad ninguna de estas dos posiciones parece razonable ya que, por una parte, no siempre es fácil, o conveniente, resolver los desequilibrios a través de una automática simetría cambiaría y, por otra, es mucho lo que se ha avanzado en materia de liquidez y de estabilidad internacional a través del nuevo régimen de tasas de cambio fluctuantes, de la desmonetización del oro y de la creación de nuevos instrumentos o activos de reserva como los DEG (13).

A nivel de un país el problema de determinar el nivel adecuado de reservas constituye un ejercicio que hace parte integral de la formulación de su política económica general y de sus presupuestos anuales monetarios y cambiarios en particular. Los encargados de tal función determinan objetivos de crecimiento

---

(11) Kenen y Yudin, *Loc. Cit.*, p. 242.

(12) Flanders June, “International Liquidity is Always Inadequate”, *Kyklos*, 1969, p. 22.

(13) El tema de la liquidez internacional no constituye el objetivo central de este artículo. Sin embargo hace parte integral del tema de reservas a nivel de un país y por ello será tratado en varias secciones del presente escrito.

en: la economía, la oferta monetaria, los precios, las importaciones y las exportaciones, de tal manera que tales metas guarden consistencia entre sí y existan entre ellas márgenes o parámetros de tolerancia para que, en conjunto, se disponga de una política que pueda absorber y dirigir las cambiantes condiciones de la economía. El nivel "adecuado" de reservas va a depender de esas metas y de los márgenes de tolerancia que tengan los indicadores económicos a través de los cuales se vigila la política económica. En última instancia, claro está, el nivel que se considera adecuado —no necesariamente el que se logra— depende de consideraciones que, como dicen Clower y Lipsey, se salen del ámbito estrictamente económico para "llegar al de la política y al de la psicología social" (14) ya que, será un juicio político el que decida qué ajustes —en la tasa de cambio o en la oferta monetaria, por ejemplo— son políticamente viables o indispensables para mantener un determinado nivel "adecuado" de reservas. Que tantas reservas son necesarias o adecuadas es algo que depende, en un último análisis de la naturaleza y extensión de los ajustes internos que políticamente se esté dispuesto a adoptar.

Uno de los índices más utilizados para medir el grado en que es adecuado un nivel de reservas es la proporción que estas representan de un volumen de importaciones para un año calendario. A pesar de que no deja de ser arbitrario el que se juzgue razonable un 40% y arriesgado un 20%, la facilidad de cálculo hace que este índice continúe siendo el primer estimativo que se hace sobre la solidez de una posición de reservas internacionales. La razón entre reservas e importaciones ha venido decreciendo para el mundo y para casi todos los grupos de países con excepción de los exportadores de petróleo. Para el grupo de países menos desarrollados tal relación era de 29% en 1970 y bajó (15) a 23% en 1975.

Estas consideraciones sobre la demanda por reservas están basadas en un sistema de paridades fijas, dentro del cual los déficit o superávit en la balanza comercial se reflejan en variaciones en las reservas internacionales. Si el sistema fuese uno de tasas de cambio libremente fluctuantes, como el reciente-

---

(14) Clower Robert y Lipsey Richard, "The Present State of International Liquidity Theory", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, May 1968, p. 588.

(15) Véase, Fondo Monetario Internacional, **Informe Anual, 1976, p. 44.**

mente acogido por el Fondo Monetario Internacional (16) el ajuste requerido por variaciones en la oferta y en la demanda de divisas se produciría por medio de modificaciones en la tasa de cambio y las reservas desaparecerían como factor de ajuste entre débitos y créditos internacionales. Es decir, bajo un sistema de tasas de cambio fluctuantes no hay, en principio, demanda —ni oferta— por reservas y, en la balanza comercial, las importaciones son iguales a las exportaciones, actuando el nivel interno de precios y la tasa de cambio como mecanismo de ajuste. Si surge la necesidad de atender, por ejemplo, un exceso de demanda por divisas —que equivale a un exceso de oferta de moneda doméstica— la tasa de cambio y el nivel interno de precios son los encargados de absorber ese desequilibrio. Bajo paridades fijas las reservas bajarían mientras que bajo tasas libremente fluctuantes la cotización de la divisa subiría o, lo que es lo mismo, se produciría una devaluación. Ahora bien, en la práctica, ningún país está dispuesto a que la tasa de cambio absorba todo el impacto de un desequilibrio en su balanza de pagos y casi siempre buscará mantener un nivel adecuado de reservas para “administrar” las fluctuaciones del precio de la divisa. Lo que predomina entonces es un sistema de tasas de cambio estables pero ajustables. Dentro de este sistema es evidente que hay lugar para una demanda por reservas y para una búsqueda de su nivel adecuado.

### 3. Origen y efecto de las reservas

¿De dónde provienen las reservas y qué efecto tiene sobre la economía el que ellas aumenten o disminuyan? En su forma más sencilla se puede explicar el aumento (disminución) de las reservas como el resultado de un superávit (déficit) en la cuenta corriente de la balanza de pagos de un país. Las reservas también pueden aumentar o disminuir, claro está, por razones de déficit o superávit en la cuenta de capital pero, por lo general, esto no es lo más frecuente, ya que los movimientos “por debajo de la línea de cuenta corriente” buscan más financiar déficit (o superávit) en cuenta corriente que acumular reservas. Aho-

---

(16) Para una discusión de lo acordado en Jamaica, en enero de 1976 por el Comité Interino de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional viene el excelente trabajo de Edward M. Bernstein et al, “Reflections on Jamaica”, *Essays in International Finance*, N° 115, abril 1976, Princeton University.

ra bien, lo tradicional es considerar los superávit o déficit de balanza cambiaria como resultado de diferencias entre las importaciones y las exportaciones sin prestar mayor atención a las causas y a los efectos monetarios de esas variaciones. Recientemente, sin embargo, ha surgido un nuevo (17) enfoque sobre el significado de los superávit o déficit en las balanzas de pagos de los países y sobre el efecto que las variaciones de las reservas tienen en la política monetaria. La llamada visión monetaria de la balanza de pagos sostiene que los déficit o superávit surgen, en esencia, de desequilibrios entre la oferta y la demanda monetaria (18). Tales déficit de balanza de pagos reflejan más un fenómeno monetario que el resultado del comercio internacional basado en diferencias en costos domésticos y externos entre países. Si se presentan superávit ello refleja un exceso de demanda por moneda doméstica o, lo que es lo mismo, un exceso de oferta de divisas, lo que implica presión para revaluar. Si se presenta un déficit ello expresa un exceso de oferta de moneda doméstica o, lo que es lo mismo, un exceso de demanda por divisas, lo que implica presión para devaluar. Los superávit y los déficit de balanza de pagos son, entonces, "el resultado de un desequilibrio entre saldos monetarios reales y deseados, así como el mecanismo a través del cual se corrige esa divergencia" (19). Déficit o superávit persistentes en la balanza de pagos, así como constantes devaluaciones o revaluaciones de la tasa de cambio, reflejan una situación en la que, constantemente, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria resulta mayor o menor que la del resto del mundo como un todo. "La única solución para estos desequilibrios es igualar los saldos monetarios deseados y los realizados" (20). Dentro de este enfoque la inflación interna lleva, inevitablemente, a un exceso de demanda por divisas que solo puede ser manejado por una constante devaluación de la moneda local "pues, a largo plazo, los aumentos

---

(17) Véase Mundell Robert A., *Monetary Theory: Inflation, Interest and Growth in the World Economy*, Pacific Palisades, California, 1971. Véase también Johnson Harry G. "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory" *Further Essays in Monetary Economics*, Cambridge, Harvard University Press, 1973.

(18) Kemp, Donald S. "Balance of Payments Concepts. What do they really mean" *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, julio 1975, p. 14.

(19) Kemp, Donald S. "A Monetary View of the Balance of Payments" *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, abril 1975, p. 21.

(20) *Ibid.*, p. 22.

en la oferta monetaria solamente afectan el nivel de precios y no la ventaja comparativa” (21).

Al analizar la balanza de pagos de un país lo más importante es, entonces, la llamada “cuenta monetaria” que corresponde al superávit o déficit en cuenta corriente y en la cuenta de capital. La existencia de un superávit o déficit en esta cuenta combinada es lo que indica si hay presión de oferta monetaria o de demanda monetaria. Las variaciones en la “cuenta monetaria” son las que afectan la economía pues son las que modifican la base monetaria. Si se presenta un déficit en cuenta corriente, por ejemplo, bajo un sistema de paridades fijas, la pérdida de reservas será la forma de reducir la oferta monetaria hasta igualarla con la demanda monetaria. Si el sistema fuera de cambio libre el exceso de oferta monetaria generaría un aumento en la demanda por activos domésticos reales y financieros así como por divisas. Como consecuencia subirán sus precios y aumentará la demanda por dinero y, a medida que el “real cash balance effect” empieza a actuar, se irá reduciendo el exceso de liquidez y de oferta monetaria. Durante el transcurso de este proceso el precio de la divisa subirá —o se producirá una devaluación— como resultado de ese exceso de oferta monetaria y, así, la inflación habrá generado la devaluación. Miradas las cosas de esta manera es claro que el exceso de oferta monetaria es lo que crea la inflación y esta, a su vez, la que da origen a la devaluación y no, como a veces se argumenta, que la devaluación es la causa de la inflación.

Para el enfoque monetarista los problemas de balanza de pagos no tienen identidad en sí, son tan solo los mecanismos de solución de otros problemas primarios, básicamente, monetarios. El ignorar o subestimar estas causas primarias es lo que, con frecuencia, lleva al fracaso los intentos de equilibrar balanzas de pagos a través de métodos tales como subsidios a las exportaciones y restricciones a las importaciones. “El no identificar adecuadamente este fenómeno condujo al fracaso la devaluación de la libra esterlina en 1971” (22). Dentro del enfoque tradicional sobre balanza de pagos los superávit o déficit que se presentan

---

(21) Grubel Herbert, “Domestic Origins of the Monetary Approach to the Balance of Payments”, Princeton University, *Essays in International Finance*, N° 117, junio 1976, p. 9.

(22) Harry G. Johnson, *Op. Cit.*, “The International Monetary Crisis”, Capítulo XI, p. 299.

son susceptibles de ser “esterilizados” por las autoridades monetarias a través de una combinación adecuada de los distintos flujos monetarios y fiscales. Según los monetaristas esto no es factible de hacerse dentro de un período de tiempo prudencial resultando la oferta monetaria inevitablemente afectada y, “como la demanda por dinero es una demanda por un stock y no por un flujo, tal variación en la oferta monetaria creará un desequilibrio que solo se corrige por etapas —y no por flujos— en la balanza de pagos” (23).

La importancia del enfoque monetario sobre balanza de pagos y sobre el papel que juegan las reservas internacionales es innegable. Basta solo apreciar cómo bajo este esquema la pregunta de “cuál ha de ser el nivel de reservas adecuado” que tanto ocupa y preocupa a la política económica se convierte en una pregunta mucho más fundamental, a saber: “¿cuál ha de ser el crecimiento de la oferta monetaria, compatible con un crecimiento de la demanda monetaria, que haga innecesario correcciones o ajustes por la vía de las reservas internacionales o por la vía de la tasa de cambio?” Esta variación de enfoque es fundamental. En esencia ella dice que la responsabilidad sobre los resultados que arroje la balanza de pagos de un país, así como las variaciones en su tasa de cambio, queda explícitamente en manos de las autoridades monetarias. Si el sistema vigente es uno de tasas de cambio libremente fluctuantes las autoridades monetarias asumen toda la responsabilidad sobre lo que pase en su sector externo ya que, entonces, las transacciones internacionales no necesariamente afectarán la oferta monetaria interna.

#### 4. Reservas y política cambiaria

Como ya se indicó, el volumen de reservas que en un momento dado se considere “adecuado” va a depender, en última instancia de los ajustes cambiarios que se esté dispuesto a hacer bien para aumentarlas —devaluar (24) por ejemplo— o bien

---

(23) Harry Johnson, Op. Cit., “Déficit and surpluses represent phases of stock adjustment in the money market and not equilibrium flows” p. 235.

(24) No siempre las devaluaciones incrementan las reservas o generan superávit cambiarios. Para no hacer extenso el presente escrito no se presenta aquí una discusión sobre cuándo conviene una devaluación y sobre qué condiciones de elasticidad se deben dar, para que ella reduzca el ritmo de importaciones y aumente el de las exportaciones. Sobre este tema, véase: Mundell, Robert A. Op. Cit., capítulo 7, “Devaluación”, p. 86-104.

para evitar que no continúen creciendo —revaluar en este caso—. Los ajustes son posibles también por el lado de la oferta monetaria restringiéndola cuando se percibe presión hacia devaluar o aumentándola cuando se notaba presión hacia revaluar. Dentro de un sistema de paridad fija el ajuste en el frente cambiario o de reservas se busca ajustando la cantidad de dinero. Dentro de un sistema de cambio libre el ajuste se busca cambiando el precio del dinero, dejando que se presente una devaluación o una revaluación. ¿Cuáles ajustes son preferibles y en qué condiciones es más alta su probabilidad de éxito? En la práctica no se puede ofrecer una exclusiva e inequívoca respuesta a este interrogante ya que cada situación tendría que ser juzgada a la luz de las causas que originaron el primer desequilibrio y teniendo en cuenta tanto la eficiencia de la organización institucional y financiera como la voluntad política de respaldar una u otra medida de ajuste. Teniendo en cuenta la importancia que en todo caso tiene el sistema de cambio que se adopte o se modifique, conviene analizar las ventajas y desventajas relativas del sistema de paridad fija frente al de tasas fluctuantes. Conviene, así mismo, repasar cuál ha sido la experiencia reciente de este último régimen y de sus efectos sobre las reservas y sobre el sistema monetario internacional. Veamos, en primer lugar, cómo se llegó al sistema de cambios fluctuantes.

En marzo de 1973 y después de que el dólar había sido devaluado en dos ocasiones —primero en un 12% en agosto de 1971 y luego en un 11%, a fines de 1973, las autoridades monetarias de la mayoría de los países industrializados suspendieron su intervención en los mercados internacionales y, de esta manera, entró a operar, **de facto**, un sistema de tasas de cambio fluctuantes (25). Más tarde, y después de intensas negociaciones políticas y técnicas, este sistema entró en proceso de legitimación mediante el acuerdo alcanzado por el Comité Provisional de la Asamblea de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional reunido en Kingston, Jamaica, en enero de 1976. De este Comité y de la posterior reunión de los Directores Ejecutivos en marzo de 1976 surgió la llamada segunda enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo que actualmente está siendo tramitada a nivel de los países miembros y que contiene, entre

---

(25) Ya en marzo de 1968 los países más industrializados habían separado sus transacciones oficiales en oro de las cotizaciones de los mercados privados.

otras (26) las nuevas disposiciones sobre regímenes cambiarios. El nuevo sistema lleva pues en operación realmente pocos años. El anterior sistema, el de paridades fijas entró gradualmente en crisis cuando *inter alia*, ya no solo los países de menor desarrollo sino aun los industrializados rehusaron, a partir de 1970, hacer los ajustes internos requeridos para conjurar los desequilibrios en los mercados internacionales de divisas y para controlar la inflación mundial. Además, las exigencias de liquidez internacional evidentemente ya no eran atendibles a través de un sistema basado en el oro como activo básico de reserva.

En esencia las ventajas del nuevo régimen de tasas de cambio fluctuantes se pueden resumir así:

a) Las reservas internacionales, en principio, dejan de ser tan importantes reduciéndose así uno de los problemas para alcanzar una adecuada liquidez a nivel mundial y de países.

b) Los países ganan autonomía en el manejo de su política monetaria a seguir (27). Sus esfuerzos no tienen que concentrarse en controlar sino que pueden dirigirse a procurar crecimiento y empleo bajo condiciones de estabilidad.

c) Se dispone de un mecanismo estabilizador de funcionamiento automático que, dentro de límites o bandas preestablecidos, restaura equilibrios antes de que pequeños e iniciales ajustes adquieran proporciones críticas. Este mecanismo se considera más eficiente que los controles directos y que la intervención y "reconcilia la oferta de divisas con la demanda por ellas" (28).

---

(26) Los otros temas principales de la enmienda son: "Reducción de la función del oro, modificación de las características de los derechos especiales de giro y ampliación de sus usos posibles, para que puedan llegar a convertirse en el principal activo del sistema monetario internacional; y simplificación y expansión de las diferentes operaciones del FMI". Sobre este tema véase la excelente síntesis contenida en la exposición de motivos presentada por el ministro de Hacienda Rodrigo Botero al presentar el Proyecto de Ley que contiene la Segunda Enmienda al Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional. *Cifras Económicas*, Ministerio de Hacienda, octubre 1976.

(27) El ejemplo más fácil con respecto a Colombia se aprecia al ver que bajo un régimen de ajuste cambiario perfectamente flexible la bonanza cafetera de 1976 no se habría traducido en un desbordamiento monetario sino en una revaluación nominal del peso. Las autoridades monetarias no habrían sido forzadas a asumir una política de control.

Por su parte, las ventajas más evidentes del sistema de paridades fijas se pueden resumir así:

a) Promueve el comercio internacional al facilitar y agilizar las transacciones entre países con diferentes monedas.

b) Evita la incertidumbre que se originaría al estar los precios de las divisas libremente fluctuantes.

c) Induce disciplina monetaria pues si se producen desequilibrios entre la oferta y la demanda monetaria no resultará factible para las autoridades respectivas sostener indefinidamente una determinada paridad. Es decir, si la política monetaria que se sigue no resulta acertada tal situación será delatada por la dificultad de mantener una paridad fija. Si el sistema es de cambio fluctuante le será más fácil a esas autoridades variar el precio del dinero, como dice Mundell (29), que adoptar las medidas internas requeridas para corregir el desequilibrio monetario.

Del análisis de las respectivas ventajas de cada uno de los dos sistemas no se puede, fácilmente, concluir cuál es preferible o "mejor". ¿Con qué criterio se juzgaría entre el uno y el otro? ¿No dependerá la escogencia de los objetivos de economía política que se tengan y de las situaciones específicas que se estén considerando? Pero, ¿y por qué, aparentemente se está abandonando el sistema de paridades fijas? El mecanismo de paridades fijas entró en crisis pues no logró atender adecuadamente los tres interdependientes problemas que, a nivel del sistema monetario internacional, debe enfrentar un régimen cambiario, a saber: el problema de liquidez, el problema de ajuste y el problema de confianza. A partir de 1967 era evidente que el sistema de Bretton Woods no proveía suficiente liquidez al comercio internacional y solo los déficit continuados en la balanza comercial de los Estados Unidos permitieron que la demanda por liquidez y por activos de reservas fuera razonablemente atendida. Pero esta imprevista solución a la falta de liquidez acentuó los eventuales e inevitables problemas de ajuste. Fue así como se llegó a la intensa inestabilidad de los primeros años de la presente dé-

---

(28) Quizás la mejor defensa de esta ventaja de las tasas de cambio flexibles fue hecha en 1953 por Milton Friedman en su célebre artículo "The Case for Flexible Exchange Rates" en *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, 1953, p. 160.

(29) Mundell Robert A., *Monetary Theory*, "Devaluation", Good Year Publishing Co. 1971, p. 93.

cada, a las crisis del dólar y a la pérdida de su convertibilidad en oro. El problema de confianza, que se manifiesta por la búsqueda de un activo de reserva sustitutivo del oro y que dé garantías de convertibilidad, tanto a los países como al sistema en su conjunto, continúa sin solución a pesar del avance que significan los DEG. En esencia el problema se origina en la inexistencia de un verdadero banco central para el sistema internacional. Pero, ¿cómo lograr que los países vayan cediendo —en aras de un supuesto bienestar colectivo— parte de su soberanía monetaria a esa nueva institución? En esta pregunta se resume el problema de confianza.

El mecanismo ahora prevaleciente ya no es el de paridades fijas sino el de tasas de cambio fluctuantes. Este nuevo sistema también tendrá que ser juzgado a la luz de su experiencia frente a los requerimientos de liquidez, ajuste y confianza. Hasta ahora el nuevo mecanismo ha mostrado gran adaptabilidad resistiendo la crisis del petróleo, la subsiguiente recesión mundial de 1974 y 1975 así como los profundos cambios ocurridos en la tendencia de crecimiento de las reservas, y en su distribución entre países. Crisis como las de 1971 y 1973 no se han repetido y, a pesar de que en algunas áreas no se han presentado avances como los esperados —los DEG, por ejemplo, aún solo representan un 5% del total de reservas, lo mismo que en 1972— no resulta exagerado afirmar que han tenido lugar significativos progresos.

Volviendo a la comparación de los dos sistemas cambiarios en evolución conviene señalar que, en la práctica, sus diferencias resultan exageradas por sus caracterizaciones. En el mundo real no existe, ni existió un sistema estricto de paridades fijas —hasta el Fondo Monetario Internacional, aceptaba el concepto de “desequilibrio fundamental”— tampoco existe hoy un sistema de tasas perfectamente fluctuantes. Habrá ocasiones en que un país no estará en capacidad económica, o política, de defender incondicionalmente con medidas internas una paridad fija. Por otra parte ningún país estará siempre dispuesto a dejar variar instantánea y automáticamente su tasa de cambio. Para evitar permanentes variaciones intervendrá el mercado de divisas y, al hacerlo, en ese momento habrá cruzado el umbral que separa tajantemente un régimen del oro y tendrá que adoptar una política sobre “qué tanta intervención” o sobre “qué tanta flexibilidad” en su tasa de cambio. Las diferencias en ese momento

se vuelven más de grado que de esencia. Se aprecia entonces que lo que se tiene actualmente es un sistema en evolución y que “resulta inexacto decir que el sistema de cambios fijos ha sido reemplazado por un régimen de tipos fluctuantes” (30). Lo que prevalece hoy en día es un sistema estable pero ajustable dentro del cual casi todas las monedas son intervenidas por sus bancos centrales. El caso de los países con moneda de reserva como los Estados Unidos difiere, claro está, ya que su ventaja radica en poder tener déficit o superávit en su balanza comercial sin que ello lo obligue a adoptar medidas internas correctivas. La intervención mundial a nivel de los bancos centrales se ha estimado (31) en US\$ 50 billones para el período abril de 1973 a mediados de junio de 1975, lo que indica que los países continúan inclinándose por intervenir, en algún grado, los mercados de divisas.

Para terminar este capítulo sobre política cambiaria y reservas conviene revisar dos aspectos relacionados con el sistema de cambios fluctuantes que son de especial importancia. El primero tiene que ver con la afirmación de que este sistema genera incertidumbre e inestabilidad y mayor inflación. El segundo hace referencia a aspectos especulativos del proceso de ajuste.

Como las tasas de cambio se ajustan para igualar las condiciones de demanda y oferta de divisas se dice que la resultante inestabilidad arroja incertidumbre sobre los mercados y obstaculiza las transacciones internacionales. Según Johnson esta acusación (32) es equivocada pues la tasa de cambio libre no siempre tiene que fluctuar ya que si las condiciones internas son estables o permanecen bajo control, no es necesario variar el precio de la divisa. Esto es cierto y si siempre se cumpliera no harían falta las reservas ni los cambios en el precio de las divisas. Sin embargo, ¿qué hacer cuando lo que varían son las condiciones externas? El tener reservas resulta entonces de un juicio técnico y político sobre la estabilidad de las condiciones internas —tasa de inflación y nivel de las tasas de interés— y sobre lo impre-

---

(30) Polack Jacques J., consejero económico del FMI en conferencia del 13 de noviembre de 1976 en la Universidad de Georgetown. Véase, *Boletín, IMF*, diciembre 13, 1976, p. 360.

(31) Brown Weir M. “World Afloat National Policies Ruling the Waves”. *Essays in International Finance*. Nº 116 p. 29. Princeton University, mayo 1976.

(32) Johnson Harry G. *Op. Cit.*, p. 213.

decible de las condiciones externas —precios del café y del petróleo en el caso colombiano—.

El argumento sobre la tendencia inflacionista del cambio flexible se expresa en términos de que el abandono de la paridad fija elimina una restricción disciplinaria sobre las autoridades monetarias (33). En verdad no es fácil analizar esta intrigante aseveración. El compartirla o rechazarla va a depender, en última instancia, del juicio que se tenga sobre el comportamiento de las autoridades monetarias frente a manejar con mayor o menor acierto sus responsabilidades según los resultados de sus medidas sean evidentes y conspicuos —como el tener que devaluar— o según ellos puedan ser mimetizados a través de otras medidas de política económica, como el tomar préstamos internacionales o adoptar restricciones al comercio o a los pagos. A este respecto lo que sí se puede destacar es la importancia de tener conciencia de los procesos económicos y monetarios, tanto internos como externos, que determinan —no solo que acompañan— las presiones sobre la tasa de cambio. El poder separar, por ejemplo, el grado en que esa presión se origina internamente o está causada por factores externos es ya un gran avance, sobre todo durante el proceso posterior (34) de ajuste interno.

En cuanto a los aspectos especulativos de tasas fluctuantes el argumento se presenta en términos de que tales factores presionan cambios en el precio de la divisa que exceden aquellos que corresponderían estrictamente a variaciones internas en los niveles de inflación o de tasas de interés. Se afirma (35) que las substanciales fluctuaciones de las principales monedas del mundo, medidas en términos de dólares, han subido y bajado entre un 10 y un 20% durante 1973-1975 lo cual resulta, en gran

---

(33) Otro argumento apoyando la influencia inflacionista de las tasas de cambio flexible se presenta en términos de que durante la transición, mientras se pasa del régimen de paridad fija a la fluctuante, habrá un incremento general en el nivel de precios. Pero este aumento será por una sola vez. Véase A. Crockett y M. Goldstein, "Inflation under Fixed and Flexible Exchange Rates" Staff Papers, Fondo Monetario Internacional, noviembre 1976, p. 539.

(34) Los defensores del enfoque monetarista sobre balanza de pagos dirían que tal ajuste posterior tiene muy limitado alcance y que realmente no es factible neutralizar a través de los flujos monetarios los desequilibrios que expresan los desajustes cambiarios.

(35) Bernstein Edward M., et al, Op. Cit., p. 2.

parte, de las presiones especulativas que acentúan los márgenes de variación que finalmente adoptan las tasas de cambio. Tal pudo haber sido lo ocurrido con las recientes devaluaciones de la libra esterlina y del peso mexicano. Si está establecido que superávits cambiarios serán causa de revaluación y que déficit originarán devaluaciones y que el mercado no será intervenido hasta que libremente encuentre su nivel, la actividad especulativa podría acentuar la presión bien hacia la devaluación o hacia la revaluación. Sin embargo, no es del todo claro que lo haga en mayor grado bajo el régimen de cambio fluctuante que bajo el de paridades fijas pues, en ambos casos, el factor determinante va a ser la interpretación que tanto los especuladores como el banco central hagan de las condiciones económicas subyacentes y de las condiciones reales que estén en proceso. En ambos casos, hay lugar para la especulación y bien podría pensarse que esta actividad será más intensa bajo la paridad fija pues se sabe que ella va a ser defendida presumiblemente mientras se corrige la situación interna.

#### 5. Resumen y conclusiones

Existen especiales dificultades para calcular una demanda por reservas, así como su nivel adecuado, tanto a nivel del sistema monetario internacional como de un país tomado individualmente. La interdependencia entre reservas y tasa de cambio hace que sea particularmente difícil llegar a conclusiones definitivas en esta materia, en especial cuando el régimen cambiario que venía operando desde 1944 entró en evidente crisis a comienzos de la década de los setenta, y cuando el nuevo sistema, el de cambios fluctuantes, lleva apenas unos pocos años en operación. Esos evidentes problemas, así como las ventajas que parece ofrecer el mecanismo del cambio fluctuante no son, sin embargo, suficientes para que por completo, se desista de estimar una demanda por reservas o para que, del todo, no se formule un criterio sobre su nivel adecuado o para que, finalmente, se llegue a pensar que ellas ya no son necesarias.

Aunque es evidente que la tendencia del sistema cambiario a nivel mundial y de país se aleja del régimen de paridades fijas no es del todo claro que ello, a corto plazo, reduzca la demanda o la necesidad de activos de reserva internacional. La experiencia reciente así lo sugiere. Al finalizar el año de 1976 el nuevo régi-

men de cambios flexibles completó tres años y medio de estar en operación. Durante este período las reservas internacionales han continuado creciendo aunque no al mismo acelerado ritmo del período 1968-1972. La distribución geográfica, entre países, de las reservas ha variado apreciablemente siendo notable el aumento de la participación de los países exportadores de petróleo. La composición de las reservas no ha variado apreciablemente y la representación de los DEG continúa al mismo nivel de 1972 indicando las grandes dificultades del sistema para encontrar un activo de reservas que efectivamente sustituya al dólar como la principal fuente de liquidez internacional. Finalmente, y a nivel teórico continúa el debate "en los círculos académicos para determinar si dada la mayor flexibilidad de los tipos de cambio, las necesidades de liquidez de los países son menores" (36).

A este respecto es muy significativo lo dicho por el Fondo Monetario Internacional en su informe anual sobre 1976: "Además de la de financiar futuros déficit, las reservas internacionales cumplen tres funciones que son dignas de mención. Primero, incluso si se prevé que la financiación de los desequilibrios se realice en mayor parte mediante préstamos compensatorios del exterior y reembolso de los mismos, puede que continúen necesitándose reservas para contribuir a que se mantenga la confianza del mercado y la solvencia internacional. Segundo, los países con monedas flotantes quizá deseen mantener un volumen de reservas mayor del que actualmente disponen, y tal vez ese deseo se funde en el propósito de intervenir en los mercados cambiarios con el objeto de poder hacer frente a cualquier contingencia. Tercero, los países que recientemente hayan arrojado grandes superávit de balanza de pagos quizá mantengan parte de sus reservas de divisas en forma de colocación transitoria de los saldos superavitarios hasta invertirlos a más largo plazo (37).

En última instancia y en la práctica el volumen de reservas que en un momento dado se considere adecuado va a depender de los ajustes cambiarios que se esté dispuesto a hacer bien para aumentarlas —devaluar— o bien para evitar que no continúen creciendo —revaluar—. Va a depender, también, de los ajustes

---

(36) Polack J. C. *Loc. Cit.*, p. 361.

(37) Fondo Monetario Internacional, *Informe Anual*, p. 44.

que se esté dispuesto a hacer por el lado de la oferta monetaria, restringiéndola cuando se perciba presión hacia devaluar y aumentándola cuando se note presión a revaluar. Otra área importante donde se pueden hacer ajustes es la relacionada con las restricciones arancelarias y administrativas.

Lo que el examen de la situación revela, tanto a nivel del sistema monetario internacional como de los países, es la existencia de un proceso en rápida evolución, caracterizado por un abandono del rígido sistema de paridades fijas establecido en Bretton Woods pero sin que, del todo, se adopte uno de tasas perfectamente flexibles. Lo que existe hoy en día es un proceso de experimentación y de aprendizaje, en el que se buscan nuevos sistemas que ofrezcan razonables soluciones a los tres requerimientos básicos de liquidez, confianza y ajuste entre estabilidad interna y las condiciones externas. Tan fluida situación existe no solo en el mundo de los hechos y de la práctica sino también a nivel académico y teórico donde, como dice Anne Krueger "en contraste con la teoría del comercio internacional, no existe una teoría sobre economía monetaria internacional" (38). Existen más bien esquemas analíticos o conceptuales que buscan dilucidar los procesos y las implicaciones de los métodos alternativos de ajuste entre el equilibrio doméstico de un país y el posible desequilibrio de origen externo.

Dentro de tales esquemas el presente escrito ha hecho énfasis en el llamado "monetarista" por considerar de especial importancia el énfasis que en él se da a las causas internas, domésticas, y particularmente monetarias, de los desequilibrios en los sectores externos de los países. Este esquema, que en esencia, considera los déficit de balanza de pagos como resultado de un exceso de oferta monetaria y a los superávit como un defecto de oferta monetaria, no ve como eficiente mecanismo de corrección de tales situaciones nada distinto del sistema de precios actuando libremente. Considera, además, que si la causa de los desequilibrios de balanza de pagos está en el frente monetario es allí, entonces, donde se deben adoptar políticas preventivas ya que no es posible esterilizar superávit o déficit cambiarios mediante el manejo de otras variables, como el déficit o el superávit fiscal o como el mayor o menor crédito al sistema financiero.

---

(38) Véase su "Balance of Payments Theory", *The Journal of Economic Literature*, Vol. VII, marzo 1968, p. 1.

Para la extensión internacional de la escuela monetarista una tasa de cambio es tan estable o inestable como lo sean — como se permita que resulten— las subyacentes condiciones económicas internas. Por ello aunque el monetarismo prefiere el sistema de cambio de tasas flexibles no considera que el debate relevante esté en los tipos de cambio ni en el volumen adecuado de reservas sino en el nivel adecuado de la oferta monetaria. Esta posición, que podría parecer extrema, tiene el inmenso mérito de destacar un área de responsabilidad y de terapéutica económica que con frecuencia se subestima. No se podría afirmar, por ejemplo, y para el caso específico de Colombia, que nuestros déficit o superávit cambiarios han tenido un origen determinado, exclusivamente, por las condiciones de los mercados externos sin que corresponda ninguna responsabilidad a los déficit fiscales o a políticas monetarias expansionistas. Tampoco podría decirse que las políticas monetarias que han acompañado las devaluaciones han sido siempre las más conducentes para restaurar un equilibrio en el sector externo. Lo que ocurre, y no solo en Colombia, es que para los gobiernos resulta muy difícil la disciplina monetaria y, en ocasiones, y a corto plazo, políticamente no se puede pagar el precio de una recesión, de una reducción en el empleo o de un severo programa de estabilización.

### III — EL CASO COLOMBIANO

#### 1. Alternativas cambiarias (39)

Al superar las reservas internacionales del país el nivel de los mil doscientos millones de dólares resulta entendible el que se consideren tres posibles alternativas de manejo cambiario, a saber: a) reducir el ritmo de devaluación, b) establecer una paridad fija entre el peso y el dólar y c) eliminar el control de cambios, dejando que la relación entre el peso y el dólar sea determinada por el mercado. Se podría argumentar en el primer caso, que resulta innecesario elevar el costo de las importaciones para ahorrar divisas o para estimular adicionalmente las exportaciones cuando ya las reservas han alcanzado niveles tan altos. Se podría aducir, en el segundo caso, que se haría una importante contribución a los esfuerzos de estabilización si se frenase la devaluación y desapareciera, por el lado de los costos, ese fac-

---

(39) Sobre este tema véase, “¿Qué tanta devaluación?” de Eduardo Wiesner, en *Banca y Finanzas*, Revista de la Asociación Bancaria de Colombia, N° 154, 1976.

tor de elevación de precios y de expectativa de inflación. Podría sostenerse, finalmente y dentro de la tercera alternativa, que sobra un control de cambios cuando abundan las divisas y cuando su efecto expansionista podría ser reducido a través de un sistema de cambio libre que no hiciere obligatorio el reintegro de las exportaciones al Banco de la República. También se podrían ofrecer, como defensa del cambio libre, las ventajas que significarían un influjo de capital extranjero —y nacional— atraídos por la confianza de una libre convertibilidad. Una cuarta alternativa resultaría de una combinación de las tres ya enunciadas. Esta última posibilidad comprendería una aplicación gradual y en secuencia de las tres primeras alternativas comenzando por una etapa de desaceleración del ritmo de devaluación, pasando, luego, por un período con paridad fija, para terminar, finalmente, en un cambio libre.

Respecto a estas cuatro alternativas la consideración fundamental que debe hacerse es la siguiente: ¿Cuál de ellas, o cuál política alternativa sería la más aconsejable para, por una parte, superar la actual coyuntura y, por otra, llevar la tasa de cambio a un equilibrio a mediano y largo plazo? En las actuales circunstancias lo esencial para la política económica es distinguir entre las soluciones de corto y largo plazo, entre las terapéuticas que resuelven la coyuntura pero que agravan la perspectiva, y entre aquellas que, mitigando los problemas del plazo inmediato, facilitan el tránsito al equilibrio de mediano plazo. Dentro de este planteamiento las cuatro alternativas enunciadas deberían ser complementadas con consideraciones sobre dos aspectos fundamentales, a saber: primero, el plazo u horizonte de tiempo que se tome como marco de referencia y, segundo, la distinción indispensable que debe hacerse entre tasa de cambio nominal o corriente y tasa de cambio real o a precios constantes. Las conclusiones a que se puede llegar estudiando cada una de las alternativas enunciadas, variarán apreciablemente según se trate del corto plazo o del largo plazo y según se midan los cambios en términos nominales o en términos reales.

El anterior enfoque, como es evidente, parte del diagnóstico de que la actual situación cambiaría y de reservas no es una de equilibrio sino de desequilibrio, atípica, alejada de las condiciones y tendencias reales de la economía. Es por ello que resulta indispensable y urgente formular, en primer lugar, una política de transición entre el corto y el largo plazo y, segundo, explorar

las condiciones que deben establecerse para que, a través del tiempo, la situación cambiaria tienda hacia el equilibrio en el plazo más amplio.

Pero, ¿y por qué se considera atípica la actual situación? ¿Por qué se encuentra ella fuera del camino que conduce al equilibrio del mediano plazo? La respuesta es muy sencilla, porque con un nivel de reservas que supera los mil doscientos millones de dólares se tiene, simultáneamente, un peso sobrevaluado, unas importaciones que no crecen rápidamente (40) y un superávit cambiario en ascenso. Esto implica una contradicción. Esto indica una circunstancia peculiar en la que la demanda por importaciones no agota rápidamente el superávit cambiario aprovechando la existencia de una divisa subvaluada. ¿Cómo puede suceder esto?

## 2. Evolución cambiaria reciente

El examen de la evolución cambiaria reciente aclara cómo se ha llegado a la actual encrucijada. La política cambiaria del país tuvo como base, desde el Decreto 444 de 1967, un proceso gradual de devaluación, que ha funcionado en forma bastante satisfactoria evitando las agudas crisis de reservas y de confianza que desde la postguerra afectaron el peso colombiano. Tal política de devaluación gradual ha tenido diferencias de intensidad y así la devaluación nominal no ha sido constante, observándose variaciones sustanciales. En 1973, por ejemplo, la devaluación fue del 8.7% mientras que lo fue de aproximadamente 15% en 1974 y en 1975, respectivamente. Durante 1976 la devaluación fue del 10 por ciento. Ahora bien, si esos ritmos de cambio del precio de la divisa se comparan con la velocidad de los incrementos en los niveles internos de precios se verá que, en verdad, es poco lo que en términos reales —y no nominales— se ha devaluado el peso (41). Esto es particularmente cierto para el año de 1976 cuando la inflación interna llegó al 26% y la de-

---

(40) Durante 1976 los egresos corrientes alcanzaron US\$ 1.872 millones mientras que en 1975 llegaron a US\$ 1.888 millones. Los registros de importación sí aumentaron en más de US\$ 500 millones durante 1976 en comparación con 1975. Por otra parte, sin embargo, 1975 fue un año en que las importaciones fueron menores en cerca de US\$ 300 millones a las de 1974. Fuente: Banco de la República.

(41) La tasa de cambio real solo aumentó en un 2.7 por ciento entre 1967 y 1975. Véase, *Coyuntura Económica*, octubre de 1976, p. 70.

valuación tan solo alcanzó un 10%. De esta manera se configura un peso sobrevaluado en términos reales, lo cual constituye el primer componente de la contradicción cambiaria que en la actual coyuntura vive el país. Un dólar que se ha hecho menos caro que otros bienes y servicios o, lo que es lo mismo, un peso que se ha hecho aparentemente más fuerte pues, en comparación con hace un año, se requiere ahora menos poder adquisitivo en pesos para comprar un dólar. Así, a la actual cotización o tasa de cambio el peso resulta sobrevaluado en términos reales.

A la anterior situación, que no se concilia con una política cambiaria que desde 1967 buscaba mantener una valoración real del peso, se llegó como resultado de la necesidad de hacer un compromiso, como se dijo al comienzo del presente escrito, entre la estabilidad cambiaria de mediano plazo y la inestabilidad monetaria de corto plazo. Este compromiso o transacción fue en parte impuesto por las circunstancias y en parte adoptado por decisión de política económica. Todo hace pensar que el rápido ritmo de devaluación adoptado a mediados de 1974 habría sido sostenido y aun acelerado si no hubiera ocurrido, a mediados de 1975, un hecho que invirtió los parámetros sobre los cuales se habría estructurado no solo una política económica sino una estrategia para desarrollarla. Tal acontecimiento es bien conocido: la helada en el sur del Brasil y los problemas políticos en otros países productores de café en el Africa, todo lo cual elevó los precios del café a velocidades y niveles jamás observados. Tan súbito cambio ocurrió cuando las reservas internacionales venían en descenso (42) y estaban actuando como un factor restaurador de equilibrio monetario, absorbiendo liquidez adicional originada en el crédito que el Banco de la República había otorgado al gobierno nacional para financiar el déficit de tesorería de fines de 1974.

Dentro del enfoque monetarista señalado en la primera parte de este documento, tal política restauradora de equilibrio monetario sería juzgada como un riesgo peligroso, pues el déficit cambiario y la consiguiente iliquidez parcial, derivada de la reducción en las reservas, han debido dejarse, según este planteamiento, actuando por sí solas. De esta manera el defecto de oferta monetaria habría presionado los precios hacia abajo, habría también reducido la demanda por bienes y servicios nacionales e importa-

---

(42) Entre marzo de 1974 y marzo de 1975 las reservas pasaron de US\$ 569 millones a US\$ 345 millones.

dos y, así, gradualmente, se habría ido eliminando el desequilibrio en la balanza comercial, ya que, además de lo anterior, la pérdida de reservas, bajo cambio flexible, habría devaluado el peso restringiendo aún más las importaciones y estimulando las exportaciones. Al final, el déficit cambiario desaparecería. Este esquema monetario de ajuste cambiario, parte del supuesto de que era factible evitar el déficit fiscal y, por consiguiente de que era posible evitar tal fuente de liquidez adicional. Si el supuesto fuera válido, una rápida devaluación durante 1974 y 1975 habría llevado al país a una situación menos vulnerable de la que encontró la súbita aceleración de los precios del café en julio de 1975. Es decir, si no hubiera habido déficit en 1974 o, por esta causa, crédito expansionista del Banco de la República al gobierno nacional, se habría podido absorber, a fines de 1975, parte apreciable de la expansión monetaria derivada del incremento en las reservas y, hoy en día, la situación sería mucho más manejable.

Pero esto no ocurrió. Por el contrario, la bonanza cafetera llegó no cuando había iliquidez sino cuando se la estaba restaurando. Tan inesperada alza dió un vuelco total a la estructura básica en que se desenvolvía la economía. De una situación de déficit cambiario se pasó a una de superávit cambiario; de una situación de reservas en descenso se pasó a una de reservas en ascenso y, lo que fue crucial, de una situación de contracción monetaria —originada en el sector externo— se pasó a una de expansión causada por ese mismo sector y agravada, finalmente, por un nuevo déficit de tesorería a fines de 1975. Déficit que, desde luego, era también inesperado pues se confiaba en que la reforma tributaria de 1974 habría neutralizado al frente fiscal como fuente de expansión. La velocidad y profundidad de tan crítico vuelco explican ampliamente las dificultades de reajuste tanto de los parámetros de la política económica como de sus sectores económicos reales.

### 3. Encrucijada cambiaria y monetaria

Como durante 1976 se acumularon reservas adicionales por US\$ 603 millones, más del doble de lo que se tenía a diciembre 31 de 1975, la expansión monetaria de este último año excedió los incrementos ya altos de 1974 (18%) y de 1975 (29%), llegando al nivel de 35%. Tan sin precedente crecimiento

to en los medios de pago muy probablemente (43) explicará gran parte del futuro incremento en los precios ya que, a pesar de tener inflación por costos, tales aumentos no se pueden mantener si no hay una capacidad adquisitiva creciendo para financiarlos. Esta es la interdependencia básica entre inflación inducida por demanda y por costos. La pregunta inevitable frente al problema básico de la inflación es entonces: ¿Cómo controlar la expansión de los medios de pago? ¿Cómo reestablecer un equilibrio monetario?

La respuesta más obvia: dejar de acumular reservas, dejar de comprar todos los dólares que se llevan para su venta al Banco de la República, tiene graves implicaciones. Para apreciarlas es importante recordar que las reservas que se están adquiriendo no son el resultado de una mayor eficiencia económica del país —que le permitiría a sus exportaciones competir mejor en el exterior— ni el resultado de una baja tasa de inflación interna —que haría atractivos sus precios al importador extranjero—. Tales reservas, en un sentido estricto, no son económicas. Ellas no resultan de una diversificación de exportaciones, ni de mayor venta de trabajo o de insumos colombianos, o de mayor eficiencia en nuestros procesos productivos, sino de un aumento de precios. Aumento que, a diferencia del caso de la OPEP, por ejemplo, no controla el país sino que vino derivado de un hecho climatológico inesperado. Aumento que históricamente se ha demostrado, no es permanente. Estas reservas, o mejor, su especial naturaleza, representan el segundo componente de la contradicción cambiaria que vive el país. Unas reservas que en vez de constituir una verdadera bonanza se convierten en una fuente de problemas. Si se las dejara de comprar, si se eliminase el control de cambios, dejando que el precio de la divisa fuere determinado por el libre mercado, la tasa de cambio resultante probablemente resultaría inferior a la actual del mercado intervenido. Es decir, se presentaría una revaluación nominal del peso. Tan insólita

---

(43) La relación entre los medios de pago y precios es particularmente difícil de precisar tanto en su cuantía como en su ocurrencia en el tiempo. La mayor dificultad —y controversia— a este respecto existe más sobre el mecanismo de transmisión entre el aumento en los medios de pago y los incrementos en los precios, que acerca del efecto final sobre estos. Sobre el tema y para el caso colombiano, véase Francisco Ortega "Política Monetaria y Precios", *Lecturas sobre Moneda y Banca*, editado por Hernando Gómez O., F. Ortega, P. Sanclemente, Fondo Cultural Cafetero 1976, p. 191.

situación tendría como dividendo, de muy corto plazo, el que se reduciría apreciablemente la expansión monetaria originada por la compra de divisas por parte del Banco de la República y presumiblemente se aliviaría la presión inflacionaria. Pero, ¿y a largo plazo qué pasaría? ¿Qué ocurriría cuando los precios del café a fines de 1978 y en 1979 comiencen a regresar a niveles normales? No puede argumentarse, en consecuencia, que bajo las actuales condiciones, totalmente atípicas, sea conveniente para el país una revaluación o la eliminación del control de cambios. Ello solo podría ser aconsejable si nuestras reservas hubieran sido generadas por un superávit cambiario real, derivado de mayor eficiencia económica interna.

La política cambiaria que se siguió durante 1976 al no revaluar del todo ni al abandonar el control de cambios, fue la más saludable a largo plazo para el país, pero fue también la más difícil de ejecutar y se pagó por ella un alto precio en términos de estabilidad monetaria: un incremento del 35% en los medios de pago y una inflación del 26%. ¿Qué hacer ahora en 1977? ¿Qué hacer para rescatar la estabilidad monetaria sin tener que, por ello, pagar el precio de una futura inestabilidad cambiaria y de una aguda crisis del peso en 1978 o 1979? Es este un dilema abrumador. Dilema cuya solución tiene profundas y serias implicaciones económicas y políticas.

¿Hasta qué punto admite este dilema algún compromiso? ¿Hasta qué grado es factible, y ahora deseable, continuar dando la prioridad a la acumulación de reservas y, simultáneamente, seguir tratando de contener o neutralizar su efecto expansionista mediante políticas monetarias contraccionistas? A este respecto el enfoque monetarista, señalado en la primera parte del presente escrito, diría que no es factible tal esterilización de la expansión monetaria. Diría, además, que la única verdadera solución es impedir la expansión monetaria en su fuente; en otras palabras, en la compra de las reservas. Este enfoque no deja de ser atractivo. La fundamental objeción que se le puede señalar la constituye la pregunta: "¿pero cómo hacerlo si durante 1976 tuvimos una inflación del 26% y tal política, al suspender la devaluación, implicaría una revaluación nominal del peso?" La respuesta a este razonable planteamiento se podría ofrecer en términos de que fue precisamente la compra de las reservas la que generó la inflación. Por ello no sería consistente defender el control de cambios argumentando en contra del cambio libre que olvida el

efecto inflacionario sobre la tasa de cambio, cuando este último régimen aduciría, a su vez y en su favor, que bajo su vigencia él habría evitado la inflación.

Tan compleja argumentación solo se dilucida volviendo al carácter *sui generis* de las reservas y de su origen aleatorio. Ciertamente ellas se habrían podido dejar de comprar evitándose, así, gran parte de la expansión monetaria y de la presión sobre los precios. Pero el Banco de la República no tendría la posición de reservas que ahora tiene y, el peso, sin haber ganado ventaja real en su comercio internacional, estaría en una posición muy vulnerable. ¿Qué hubiera sido preferible? ¿Optar por la búsqueda de la estabilidad de precios y arriesgar la inestabilidad cambiaria? O, como se hizo, ¿preferir (44) el fortalecimiento cambiario procurando el control monetario? ¿Qué es lo preferible ahora, cuando el dilema aún se mantiene y cuando ya se ha fortalecido, en parte al menos, la posición de reservas del país?

La política seguida en 1975 y en 1976 fue razonable y la correcta, particularmente si se tienen en cuenta las circunstancias en que ella tuvo que ser formulada y ejecutada. En esencia, ella buscó aprovechar la coyuntura de los precios externos para: a) fortalecer la posición cambiaria del país, b) eliminar ese tradicional cuello de botella, c) abrirle nuevas posibilidades de crecimiento al sector industrial y d) para ganar autonomía e independencia frente al crédito internacional. Al subir los precios del café, como resultado de la helada en el Brasil, no se tenía certeza sobre la duración de esa alza, ni sobre su ritmo de velocidad. No se sabía, tampoco, a qué niveles llegarían los precios del café y cuánto tiempo permanecerían allí. Por ello lo sensato era fortalecer el frente cambiario. Esto, porque además de la interinidad que era prudente asignarle al auge cafetero, se tenía la confianza de que la política monetaria, a través de sus instrumentos de restricción, podría esterilizar la expansión resultante de la compra de reservas. La pregunta que ahora surge es: "¿se pudo hacer tal esterilización?" ¿Se puede pensar que existe tal capacidad en el sistema monetario del país? ¿Hasta qué punto tienen razón los monetaristas en su tesis de que no es factible

---

(44) El plantear el dilema en estos términos no deja de constituir una simplificación de un problema mucho más complejo pues, como se ha visto, existe una estrecha y dinámica interdependencia entre los aspectos monetarios y cambiarios. Tanto, que para algunos esquemas de análisis, el monetarista, por ejemplo, las diferencias reales apenas sí existen.

el manejo de los flujos monetarios para neutralizar excesos de liquidez?

La posición que se tome frente a los anteriores interrogantes determinará, en gran parte, la concepción que se haga de una política de transición para 1977 y 1978. Años en los que es de esperar que se recupere la estabilidad monetaria y se oriente el sector externo a un equilibrio cambiario de mediano plazo.

#### 4. Política de transición

El establecimiento de una política de transición parte del diagnóstico de que, al acercarse al nivel de reservas del país a los US\$ 1.500 millones, como ocurrirá en breve —de continuar el ritmo de acumulación (45) de enero de 1977— la utilidad marginal de las divisas adicionales probablemente empieza a tener un reciente costo de oportunidad en términos de estabilidad monetaria. Es decir, aunque unas reservas de US\$ 1.500 millones, por ejemplo, no parecen excesivas (46), el seguirlas elevando rápidamente puede significar una expansión monetaria inmanejable y políticamente inaceptable. En consecuencia, hay que buscar un equilibrio dinámico entre ambos propósitos: por una parte, no debilitar la posición cambiaria y, por otra, no agravar —y por el contrario corregir— la situación monetaria. El tener éxito en este doble propósito requerirá un formidable esfuerzo, tanto de diseño y ejecución de política económica como de reactivación del crecimiento económico del país.

Los componentes básicos de una política de transición serían: a) reservas internacionales, b) tasas de cambio y, c) manejo monetario y fiscal. En esencia esta política debe determinar el nivel adecuado de reservas, el ritmo de devaluación del peso

---

(45) En los primeros 25 días del mes las reservas aumentaron en US\$ 76.4 millones.

(46) Debe recordarse que al subir las reservas también aumenta el crédito de proveedores, la deuda comercial externa de corto plazo crece rápidamente, y no hay presión para acelerar pagos. Así, las reservas en aumento tienden a exagerar su verdadero valor como margen de seguridad cambiaria. Las reservas en descenso tienen un efecto que acentúa la presión sobre ellas cuando se aceleran los pagos al exterior y se restringe el crédito de proveedores. Sobre este punto véase el excelente análisis hecho por Fernando Montes en *El Control y la Financiación de las Importaciones*. Documento preparado para el Primer Simposio sobre Financiamiento Externo, febrero de 1977.

y las condiciones de liquidez de la economía para que ella, aunque todavía tenga que soportar altas —pero declinantes— tasas de inflación, logre crecer rápidamente en producción y en oportunidades de empleo y de inversión.

Respecto a reservas tal política continuaría el propósito de fortalecer la posición cambiaria (47) del país pero no lo seguiría haciendo al mismo ritmo de 1976. El volver a duplicar las reservas durante el presente año muy probablemente significaría un desbordamiento monetario, lo cual probablemente determinaría que se adoptase una política contraccionista, de tal severidad, que tendría contraproducentes efectos en la producción y en el empleo. Ello no se justificaría cuando la situación actual ya no es una de reservas que representan un 32% de los egresos (48), como ocurrió durante 1976, sino una en que los US\$ 1.200 millones de reservas de los primeros días de enero de 1977 representan, fácilmente, un 50% de unos egresos estimables para este año de US\$ 2.400 millones. Además, no es tan claro que las importaciones estén creciendo aceleradamente; como tampoco lo es el que ello sea aconsejable, si lo que ocurre es que se incrementen las de bienes suntuarios y no las de capital e intermedios. Este aspecto de las importaciones merece consideración especial pues si ellas, en sus componentes de inversión y de insumos de producción, no crecen rápidamente entonces “lo que queda en tela de juicio es la capacidad misma de la economía para autogenerar su crecimiento” (49). Si durante la primera mitad de 1977 no se llegare a observar una inequívoca reacción de las importaciones de bienes de capital e intermedios entonces otra tendría que ser la política sobre reservas ya que un nivel de \$ 1.500 millones de dólares, por ejemplo, representaría, en esas condiciones, más de un 60% de un nivel de importaciones de US\$ 2.300 millones. Pero tal no parece que será el caso. Durante los primeros once meses de 1976 las importaciones de bienes de capital se aumentaron en un 32% con respecto a 1975 y en un 36% las de productos intermedios (50).

---

(47) Claro está que la solidez cambiaria de un país no depende exclusivamente de su posición de reservas. Ella está determinada, también, por sus condiciones monetarias, cambiarias y fiscales. La interdependencia entre estos componentes es muy estrecha y muy sensible.

(48) En enero de 1976 las reservas valían US\$ 597 millones y los egresos ese año fueron de US\$ 1.872 millones.

(49) Véase, Eduardo Wiesner, *Loc. Cit.*

(50) Fuente: Banco de la República.

Para reducir el ritmo de acumulación de reservas existen distintas clases y combinaciones de ajustes posibles. Como ya se vio antes, en esta materia todo depende de las correcciones monetarias y cambiarias que se quiera adaptar. Sin embargo, dentro del contexto de lo expuesto anteriormente, tal reducción del ritmo de acumulación de reservas no conviene hacerla revaluando o abandonando el control de cambio. Esto, claro está, limita severamente las alternativas reales. Sin embargo, y sin subestimar la inmensa dificultad del problema parece que una solución puede buscarse con base en los siguientes elementos: a) un esquema cambiario transitorio y parcial que no obligue el reintegro de todas las exportaciones, b) una política monetaria complementaria que, sin frenar la inversión y la producción, ofrezca oportunidades reales de contrarrestar los excesos de liquidez, c) una política fiscal que, sin frenar la inversión pública, no genere liquidez adicional y ojalá la contraiga, d) una política de importaciones que, sin estimular las suntuarias, permita crecer las de bienes de capital e intermedios, e) un procedimiento que haga atractiva la aceleración de pagos al exterior y que penalice su postergación. Obviamente, nada de esto es fácil y todo, en conjunto, es quizás imposible de alcanzarse. Pero esta debe ser la orientación.

Respecto a los mencionados elementos corresponde hacer énfasis en la importancia del relacionado con los giros o pagos al exterior. En realidad el rápido crecimiento de la deuda comercial externa, que llegó a cerca de US\$ 650 millones a fines de 1976, y la postergación de pagos están, no solo agravando el problema monetario sino, como ya se dijo, exagerando el margen de seguridad cambiaria que ofrecen las reservas. Por ello resultará inevitable, si se quiere alcanzar un equilibrio monetario, establecer mecanismos que actúen como incentivos para pagar y como penalizaciones por postergar giros. Una aceleración de pagos durante 1977 será el complemento ineludible de una política de acumulación de reservas y de control a la expansión monetaria.

Para 1978 y 1979 el país requerirá niveles de importación no muy alejados de los tres mil millones de dólares. Para ese entonces los precios del café habrán comenzado a descender y la falta de combustible será tan evidente que lo prudente, ahora, para evitar una aguda crisis cambiaria futura es continuar fortaleciendo el sector externo del país mediante una acumulación

de reservas y a través del manejo de la tasa de cambio. La acumulación de reservas, en atención a los problemas monetarios, tendría, como ya se dijo, un ritmo inferior a la registrada en 1976. Ahora bien, ¿qué se quiere decir con un ritmo menor? Aquí existen varias alternativas. Acumular menos de US\$ 603 millones. Reducir el cociente entre reservas e importaciones. No duplicar el nivel absoluto con que se comenzó el año de 1977. A este respecto no es fácil dar una indicación cuantitativa precisa, sobre todo sin poder proyectar precios del café, ingresos cafeteros o reintegros. Tal determinación solo se puede hacer en la ejecución misma de la política, sobre todo a medida que se observa el comportamiento real de las variables, en particular de la oferta monetaria. El comportamiento de esta última variable será el más crucial índice de las medidas complementarias que en materia de tasa de cambio y reservas se deben tomar.

El segundo componente básico de una política de transición estaría representado por la tasa de cambio. Aquí el punto más delicado lo constituye la determinación de qué tanto devaluar, o si devaluar del todo. Esto pues, el acelerar el ritmo de devaluación, en principio, empeora el problema de reservas y monetario y, si lo que se quiere es no seguir acumulando al mismo ritmo de 1976, ¿cómo lograrlo cuando el devaluar estimula las exportaciones totales? Este es un problema bien complejo pues la devaluación, además, desestimula las importaciones y así reduce su efecto contraccionista. Sin embargo, la búsqueda de una política de equilibrio cambiario de largo plazo recomienda no suspender la devaluación durante 1977 y 1978 y tratar de contrarrestar tal efecto a través de otros instrumentos absorbentes de liquidez monetaria. En particular, en el indicado anteriormente, a saber, en un mecanismo cambiario **ad-hoc** y transitorio que no signifique el reintegro automático de todas las divisas y en una aceleración de pagos al exterior. Si no se devalúa durante 1977 y 1978 se estaría dejando de utilizar un eficaz instrumento que contribuye a la aceleración de pagos. Por otra parte, el devaluar no restringe las importaciones pues ellas son bastante inelásticas frente a aumentos de precios. Lo que sí ocurre al no devaluar, es que se deja de estimular las exportaciones y se da un incentivo para endeudarse en el exterior. El diseño específico del nuevo esquema cambiario escapa el alcance del presente escrito pero, teniendo en cuenta la probada originalidad y capacidad del país para

encontrar nuevas fórmulas cambiarias, ello no parece una tarea imposible (51).

La devaluación durante 1975 fue del 15% y la inflación fue del 18%. En 1976 la devaluación fue del 10% y la inflación del 26%. ¿Podrían las exportaciones no cafeteras (52) resistir un ritmo de devaluación durante 1977 igual al de los dos últimos años? ¿Convendría tal política cambiaria cuando tan solo las importaciones de hidrocarburos demandarán cerca de US\$ 300 millones en 1978? Esta defensa de la valorización real del peso busca el equilibrio cambiario del largo plazo que, como dice Officer (53), corresponde a aquel que produce un equilibrio estable en la balanza de pagos y corresponde a la tasa de cambio que refleja las capacidades reales de poder de compra de una moneda en términos de su divisa. El no devaluar más rápidamente cuando la actual tasa de cambio, en términos reales, es inferior a la de 1967, parecería un gran riesgo contra la futura estabilidad cambiaria del país. Podría argumentarse, claro está, que el año base escogido, en este caso 1967, no es el más adecuado y que en realidad es poco lo que se puede concluir sobre el tipo real de cambio actual. Esto pues, uno de los problemas más difíciles de resolver en todo análisis de tasas de cambio reales es la escogencia del período base ya que, si al respecto se comete un error, el enfoque de mantener paridades relativas —o ajustadas por niveles de precios— tenderá a perpetuar el desequilibrio inicial. Parecería, sin embargo, que la dirección de sesgo o de error de la tasa de cambio, tomando como base la de 1967, sería a favor del argumento de que es poco lo que realmente se ha devaluado pues, al entrar en vigencia el Decreto 444, existían en el país controles

---

(51) Debe recordarse, que Colombia con el Decreto 444 de 1967 fue pionera en el desarrollo de tasas de cambio flexibles.

(52) Claro está que existe, por otra parte, la posibilidad de un CAT para tales exportaciones y así estimularlas sin que sea necesario devaluar. Tal subsidio reconoce, de hecho, la necesidad de un apoyo cambiario a las exportaciones.

(53) La teoría de las tasas de cambio, con base en las paridades de poder adquisitivo de las monedas, postula que la tasa de equilibrio de largo plazo está determinada por las paridades reales de poder de compra. Véase, Lawrence H. Officer, "The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates: A review article", Staff Papers, I. M. F., marzo 1976, p. 3.

y restricciones cambiarias (54) que probablemente ejercían presión hacia abajo en el nivel de precio de la divisa y en la cotización que finalmente sirvió de punto de partida al nuevo régimen cambiario (55).

Uno de los más benéficos resultados de una aceleración del ritmo de devaluación sería el reducir el diferencial que existe —y que se está ampliando— entre las tasas de interés domésticas y las del exterior. Este diferencial se acentúa pues están bajando las externas y con una devaluación de tan solo un 10%, las internas, en comparación, resultan muy elevadas. Esta situación estimula el endeudamiento externo, la postergación de los pagos y dificulta la política de reorientación del endeudamiento externo hacia el interno y la eficiencia de instrumentos contraccionistas como, por ejemplo, los títulos canjeables por certificados de cambio. Estimula, además, la traida irregular de capital del exterior, acentuando así el problema monetario. Sobre decir, que lo definitivo para reducir tal diferencial sería reducir la inflación interna para que, como resultado, bajaran las tasas de interés.

En cuanto al tercer componente de una política de transición, el manejo monetario y fiscal, las metas buscarían reducir la expansión de los medios de pago y mantener un equilibrio presupuestal. La primera tarea se vería facilitada por la nueva política cambiaria sugerida arriba y por la ausencia de crédito del Banco de la República al gobierno nacional. Sin embargo, no sería esta una empresa exenta de complicaciones. La experiencia del país muestra cómo es de difícil —pero necesario— mantener estímulos a la inversión y a la producción —pública y privada— sin que ello signifique, simultáneamente, presión inflacionaria. En las actuales circunstancias, se requerirá un especial esfuerzo para evitar en 1977 un déficit de tesorería y para alcanzar ese alusivo

---

(54) A partir de enero de 1963 el Banco de la República intentó mantener una tasa de cambio libre de \$ 9.98 pero, en octubre de 1964, se vio obligado a dejar fluctuar el precio el cual llegó entonces hasta \$ 18.75 en junio de 1965. En esa fecha se fijó un tipo de cambio de \$ 13.50 que se mantuvo hasta marzo de 1967 cuando entró en vigencia el Decreto 444. Para una reseña de las tasas de cambio entre 1951 y 1973, véase Teigeiro y Elson, "The Export Promotion System and the Growth of Minor Exports in Colombia", Staff Papers, I. M. F., julio 1973, p. 425.

(55) Véase Eduardo Wiesner, "¿Qué tanta devaluación?", Banca y Finanzas, N° 154, p. 17.

equilibrio entre la demanda por dinero y la oferta de dinero, de tal manera que en efecto se reduzcan las causas de la inflación.

Una de las amenazas más serias que se cernían sobre la economía del país al finalizar el año de 1976 era la repetición de un déficit de tesorería y la agravación, por consiguiente, de la expansión monetaria. Tal circunstancia no se presentó gracias al especial esfuerzo de austeridad presupuestal que se siguió. Este benéfico resultado tuvo, sin embargo, un alto costo en términos de la postergación de parte apreciable de los programas de inversión pública. Pero no había alternativa preferible. Conjurada esa fuente de expansión monetaria habría que buscar, durante 1977 y 1978, mantener un presupuesto balanceado pero a un mayor nivel de gasto público, para no postergar aún más parte apreciable de las inversiones públicas y para acelerar la gestación y preparación de proyectos, condición indispensable para mantener, a largo plazo, un rápido ritmo de crecimiento del producto y del empleo. Para lograr tal equilibrio presupuestal a un mayor nivel de gasto será necesario un especial esfuerzo en la administración del recaudo fiscal ya que, políticamente, parecería excesivamente optimista pensar que mayores impuestos sean por ahora factibles. El ideal sería, claro está, alcanzar un superávit en el frente fiscal y absorber así parte del excedente de liquidez existente. Pero esto no parece factible durante 1977 sin que se frene drásticamente el crecimiento del país.

##### 5. Convergencia hacia el equilibrio

A mediano plazo, durante 1977 y 1978 las dos principales tareas que enfrentará el país, suponiendo que se tiene éxito en la política de transición y se logra controlar la inflación, serán la valoración real del peso y la aceleración de los programas de inversión pública y privada.

Sobre la tasa de cambio y las reservas, y dentro de una búsqueda de equilibrio y estabilidad en el frente externo del país, se pueden hacer dos consideraciones básicas. En primer lugar, la tasa de cambio no puede dejarse al libre juego de la oferta y la demanda sino que su mercado debe ser intervenido, como ocurre en casi todos los países del mundo, aun dentro del actual régimen predominante de tasas fluctuantes. Segundo, tal intervención debe buscar mantener un precio real para el peso y un incentivo, también real, para la diversificación de las exportaciones. La actual bonanza cafetera no debe llevar a que pierda

ímpetu la política de largo plazo de diversificar las fuentes de divisas del país. Como la devaluación resulta más de la inflación que esta de aquella, el ritmo de elevación del precio del peso, su ritmo de devaluación, con respecto al dólar, se reduciría **pari passu** con la recuperación de la estabilidad interna de precios. Tercero, y en cuanto a reservas, conviene buscar mantener una posición muy sólida con miras a reducir la tradicional vulnerabilidad del país en su sector externo. La idea es que una política combinada de realismo cambiario y de nivel adecuado de reservas, libere al país de la amenaza de una crisis en su moneda y le estimule a programar su crecimiento industrial y agrícola con la confianza de un peso suficientemente protegido y fortalecido. Estas deben ser las líneas de política de mediano y largo plazo.

## 6. Resumen y conclusiones

De lo expuesto en la primera parte de este documento así como de su segunda, se llega a varias conclusiones de carácter general y específico. En cuanto a las primeras, se destacan:

a) Aunque el sistema de paridades fijas basado en el patrón oro y establecido en Bretton Woods, ha entrado en evidente crisis no por ello se puede afirmar que, ahora, lo prevaleciente es un régimen de cambios totalmente flexible. Lo que existe, en la práctica, es un sistema de tasas estables pero ajustables.

b) La demanda por reservas internacionales no ha desaparecido bajo el nuevo régimen cambiario y los bancos centrales continúan acumulándolas, interviniendo en su mercado y buscando un nivel adecuado para ellas. La determinación de tal nivel adecuado no corresponde exclusivamente a un ejercicio técnico y conlleva también un juicio político. En la práctica el índice más utilizado a este respecto es la relación reservas a importaciones.

c) El sistema monetario internacional ha superado las crisis de 1971 y 1973 pero aún no ha encontrado satisfactoria solución a los interdependientes requerimientos de: a) liquidez, b) confianza, y c) ajuste. Por tal motivo se puede calificar al actual sistema como uno en transición y experimentación.

d) No siempre las causas de los desequilibrios en las balanzas comerciales de los países se encuentran en inesperadas variaciones en el comercio internacional. Con frecuencia tales desequilibrios tienen su origen —o son agravados— por deficiencias en el manejo monetario interno.

e) Una tasa de cambio es tan estable como lo sean las condiciones monetarias internas y las condiciones económicas externas. En cuanto a las condiciones internas, una tasa de cambio es tan estable como se tenga voluntad y capacidad política y técnica para establecer los ajustes que sean del caso.

En cuanto al caso específico de Colombia las conclusiones más sobresalientes son:

a) La prioridad asignada al fortalecimiento cambiario, a riesgo de una difícilmente controlable estabilidad monetaria, fue, en su momento y dentro de las circunstancias de fines de 1975, una política razonable y defensible.

b) Sin embargo, la actual situación de superávit cambiario es una de desequilibrio, alejada de la tendencia hacia el equilibrio.

c) Como consecuencia del lento ritmo de devaluación en 1975 y 1976 y de las altas tasas de inflación en esos años, el peso se encuentra, actualmente, sobrevaluado.

d) No teniendo las reservas internacionales que se están acumulando un fundamento económico real, no sería compatible con el equilibrio cambiario del largo plazo el abandono del control de cambios y arriesgar así una insólita revaluación nominal del peso.

e) El problema básico de la política económica actual es controlar la inflación y orientar el frente cambiario en la dirección de su equilibrio de largo plazo.

f) Existiendo ya una muy mejorada posición de reservas internacionales su ritmo de acumulación durante 1977 y 1978 podría ser inferior al de 1976.

g) La meta de alcanzar una valoración real del peso para cuando empiecen a descender los precios del café y a ascender rápidamente las importaciones, exige que se acelere, a corto plazo, el ritmo de devaluación registrado en 1975 y en 1976.

h) La conciliación de estos interdependientes y, en ocasiones, contrapuestos propósitos, exigirá, por una parte, el establecimiento de mecanismos que impidan los retrasos en los pagos al exterior y, por otra, la adopción de un nuevo y transitorio régimen cambiario que no obligue el reintegro de todas las divisas al Banco de la República. Teniendo en cuenta la demostrada capacidad del país para diseñar originales soluciones cambiarias, esta alternativa no parece fuera de las posibilidades reales.

## COMENTARIOS

OSCAR ALVIAR RAMIREZ \*

Han acertado los patrocinadores de este simposio en convocarlo para que un grupo calificado de gentes estudie el tema del financiamiento externo; y el Dr. Eduardo Wiesner, al tratar la materia de "Las Reservas Internacionales y Política Cambiaria", toca un aspecto no solo necesario para un buen enfoque del objeto de la reunión sino, ante todo, realiza un serio análisis de un elemento crucial en nuestro transcurrir económico.

Entiendo su escrito como la continuación de una secuencia comenzada en abril de 1976, cuando publicó su trabajo "¿Qué tantas reservas?" y en noviembre del mismo año, en el documento editorial de la revista de la Asociación Bancaria de Colombia, que apareció con el título "¿Qué tanta devaluación?" Al provocar la discusión de estos temas empezó a estimular en nuestros círculos académicos y profesionales el que se reflexionara sobre algunos hechos nuevos que han venido ocurriendo en nuestro país desde julio de 1975, cuando comienza el acelerado crecimiento de las reservas internacionales.

Para febrero de 1977, señalaría que la situación presenta circunstancias excepcionales que no han solido ser las típicas en nuestro sector externo y que enumeraría así:

a) Por primera vez las reservas internacionales netas exceden US\$ 1.200 millones, doblando con amplitud el mayor volumen que alcanzaran alguna vez antes de 1976 cuando llegaron a

---

\* Los comentarios vertidos en este escrito pertenecen exclusivamente a su autor y en ninguna manera reflejan o comprometen el criterio de las entidades a las que ha estado o está vinculado.

US\$ 584.6 millones en febrero de 1974. Para apreciar la magnitud y velocidad del progreso, considérese que en un solo año, 1976, las reservas aumentaron en US\$ 619 millones, cifra que se acerca mucho a lo que el país ha recibido por créditos del Banco Mundial (US\$ 706 millones) durante sus 30 años de afiliación a ese organismo y de ser su tercer deudor en el mundo (1).

b) Ser uno de los pocos países en desarrollo no petroleros que aumentó sus reservas internacionales en 1976;

c) Presentar, con excepción de Venezuela que pertenece a otra dimensión, la situación más sólida externa de la América Latina;

d) Haber superado la situación de persistente deudor del Fondo Monetario Internacional y gozar hoy, también por primera vez, de una posición de reserva ante ese organismo que es superior a su cuota como país miembro.

e) Disfrutar también, como en ningún otro momento del pasado, del más amplio crédito de proveedores, de la más extensa concesión de líneas a nuestra banca comercial y de un eventual acceso al mercado internacional de capitales en las más favorables condiciones;

f) De persistir las actuales circunstancias, percibir que el país está a punto de superar el tradicional cuello de botella de la debilidad de su flanco cambiario o del estrangulamiento externo, que sofocó muchas veces la aceleración de nuestro desarrollo económico.

Pero si bien ello es así, el crecimiento de nuestros activos internacionales ha dejado una grave secuela de inestabilidad monetaria que puede atribuírse, casi con exclusividad, a la ocurrencia de ese fenómeno.

En efecto, los medios de pago en 1976 registraron un crecimiento del 35%, cifra que excedió con mucho los presupuestos iniciales de la autoridad monetaria y que se reflejó en la alta tasa de crecimiento de los precios. En términos absolutos significó un avance de los medios de pago de \$ 20.615 millones. La base monetaria mostró un incremento de \$ 15.667 millones originado principalmente en el aumento de las reservas internacionales de \$ 18.557 millones y, en menor medida, \$ 1.610 millones, por el des-

---

(1) World Bank, Annual Report, 1976, p. 120.

censo de las consignaciones anticipadas de la Resolución 72 de 1973; el multiplicador, por su parte, descendió de 1.56 a 1.4920; los demás sectores tuvieron un efecto contraccionista y en el sector bancario el esfuerzo se hizo mayor ya que, para lograrlo, una de las medidas fue la elevación de la tasa de encaje que pasó de 36% a 43.5% durante el transcurso del año.

Ante este panorama que de una parte se presenta con multitud de signos favorables por el sector externo pero que, del lado monetario genera tensiones inflacionarias de indudable peligrosidad, se pregunta con razón el autor del documento “¿Qué hacer en materia de reservas y de política cambiaria?” y “¿Cuáles serían las políticas de corto plazo que conducirían a un equilibrio monetario y cambiario a mediano y largo plazo?” Son ellas cuestiones muy pertinentes y a su respuesta se orienta el trabajo del doctor Wiesner. Es loable, de otro lado, la manera de enfocarlo por cuanto sentadas unas bases teóricas de discusión en su primera parte, se aplica la segunda a tratar el caso colombiano.

No es, pues, un simple ejercicio de paseo y crítica o de especulación de conceptos académicos, sino la aplicación de la metodología y terminología de la economía para ensayar hacer un diagnóstico y formular una terapéutica para nuestra actual coyuntura.

Simplemente con el propósito de contribuir a la discusión, me referiré a las cuestiones que se van planteando a lo largo del escrito, señalando aquellos puntos que comparto y de los que disiento y tratando de explicar las razones que me inducen a pensar en forma distinta a la expresada por el autor.

### **1. La demanda por reservas**

En cuanto a la primera cuestión sobre cuáles son los motivos que llevan a los países para considerar necesario el mantener activos internacionales líquidos —que en definitiva representan las reservas internacionales de un país—, coincido en que las razones que expone J. Flanders (citado por Wiesner), son las que en última instancia explican aquella necesidad. Necesidad, agregaría, más apremiante aún para el caso de un país en desarrollo por dos razones fundamentales. La primera, porque estando constituidos principalmente sus ingresos cambiarios por la venta de materias primas o de alimentos, ellos están expuestos a las muy conocidas alteraciones sustanciales de oferta y demanda externa que provo-

can la consiguiente inestabilidad en su política de importaciones y percances a sus planes de desarrollo.

Sujeto un país, como es el caso de la mayoría de los que están en desarrollo, a la suerte de uno o muy pocos productos de exportación, y siendo ellos materias primas o alimentos, sus ingresos externos corren el vaivén de lo que acontezca con el precio de los mismos. Por ello, cuando no se cuenta con reservas adecuadas, la baja en el precio externo de aquellos conduce a que muchas veces y súbitamente sea necesario modificar sus políticas de importaciones, sin que exista una corriente más o menos constante de las mismas a través de los años de manera que el crecimiento económico pueda ser sostenido.

La segunda, porque a diferencia de los grandes países industriales, los déficit de la balanza de pagos en cuenta corriente deben solucionarse en los países subdesarrollados con pérdida de reservas o mayor endeudamiento externo, cuando en los países industriales con moneda de reserva el déficit en su balanza de pagos está representado por un superávit en la balanza de los otros países, que tarda en hacerse efectivo, puesto que los demás los invierten en los grandes centros financieros.

Sobre la demanda de reservas internacionales no pretendría, por supuesto, establecer una función de demanda, sino solo comentar a cerca de algunas variables que deberían incluirse en ella. Como bien se sabe, bastante se ha escrito sobre este tema desde que el profesor Robert Triffin publicó su libro "El oro y la crisis del dólar" en 1960 (2).

En el desarrollo de esta teoría, inicialmente se supuso que la demanda por reservas internacionales dependía de las transacciones internacionales del país, de tal manera que en este sentido era similar a la demanda por dinero de tipo transaccional. Más tarde se pensó, como alternativa, que la demanda por reservas

---

(2) (Ver además, J. Olivera, "A Note on the Optimal Rate of Growth of International Reserves", *Journal of Political Economy*, March-April 1969, pp. 245-248.

H. Heller, "Optimal International Reserves", *Economic Journal*, June 1966, pp. 296-311.

E. M. Claassen, "Demand for International Reserves and the Optimum Mix and Speed of Adjustment Policies", *AER*, June 1975, pp. 446-453.

W. Brown, *World afloat: National Policies Ruling The Waves, Essays in International Finance* N° 116, Princeton, May 1976.

podría ser más semejante a la demanda por saldos monetarios de carácter precautelativo, ya que ni el signo ni la magnitud de los desequilibrios futuros podrían ser conocidos con anticipación. En años recientes se han hecho algunos estudios que vuelven a utilizar el volumen de las transacciones internacionales como principal determinante de la demanda por reservas, pero ya dentro de un contexto de tipo precautelativo.

Sin embargo, parece que aún a nivel teórico falta bastante por conocer en este campo y, como es frecuente, no existe acuerdo acerca de los factores que deben incluirse en una función de demanda por reservas internacionales. Según Machlup (3), los bancos centrales no tienen una meta definida sobre el nivel de reservas, pero sí son sensibles a las bajas o descensos en las tenencias de ellas; en tanto estas permanezcan por encima de cierto nivel crítico y señalen un crecimiento, las autoridades monetarias ponen poca atención al nivel actual; pero cuando bajan de determinado nivel se restringen el comercio y los movimientos de capital.

Por otra parte, la confianza del mercado en la habilidad de la autoridad monetaria para evitar el drenaje de reservas, parece tener gran importancia en la determinación del volumen de reservas apropiado; aunque el nivel es un determinante obvio, el que el **stock** esté variando en uno u otro sentido dará lugar a diferentes reacciones del mercado; además, la confianza del mercado dependerá también del juicio que se tenga sobre la balanza de pagos y su equilibrio con respecto a la tasa de cambio vigente.

En tercer término, y en esto quisiera hacer bastante énfasis, hay que tener en cuenta que la demanda por reservas será diferente según haya o no controles cambiarios. En ocasiones, elementos psicológicos (expectativas) pueden dar lugar a movimientos de capitales de corto plazo que tienen carácter desequilibrador. En este sentido son ilustrativos los casos de Italia y Canadá el año pasado y Francia en 1968, como veremos más adelante. Los controles son un instrumento eficaz para eliminar tales movimientos erráticos; en nuestro caso, debe reconocerse que el país es aún frágil y necesita el control cambiario para impedir que se produzcan dichos desequilibrios.

---

(3) F. Machlup "The Need for Monetary Reserves", Banca Nazionale del Lavoro, septiembre de 1976.

La inclusión de estas variables ayudaría a comprender mejor lo que sería la demanda por reservas internacionales y, por ende, el nivel apropiado de las mismas. En este aspecto es interesante notar que la demanda por reservas propias podría reducirse, si se intenta depender en mayor medida del sistema financiero internacional; pero debe ser claro que las reservas prestadas no son independientes de las reservas propias, o sea que no son un sustituto de estas sino un complemento.

## 2. El nivel adecuado de reservas

En relación con el nivel adecuado de reservas coincido con el autor en las consideraciones que expone y que conducen a responder la pregunta de cuál es aquel, con base en dos conclusiones universalmente aceptadas.

La primera, es que debe existir una proporción de las mismas sobre el volumen de importaciones para un año que puede ir, no diría entre un 20% y un 40%, sino de tres a seis meses. Y la segunda, que como criterio para establecer ese nivel adecuado de reservas se depende, como dicen Clower y Lipsey, (citados por Wiesner) “de consideraciones que se salen del ámbito estrictamente económico para llegar al de la política y de la psicología social”.

Pero aquí formularía dos observaciones: la primera, en que un nivel adecuado de reservas, que permita manejar tranquilamente una situación determinada con el cumplimiento estricto por parte de un país de sus pagos corrientes y que puede estar garantizado si ese país dispone de reservas por un valor de tres a seis meses de su volumen de importaciones, no puede significar que el país, si tiene la oportunidad por razones muy especiales del comercio de los artículos que exporta, deba renunciar a adquirirlas y acumularlas. Por ello creo que sería más exacto hablar en este sentido de un “nivel mínimo adecuado de reservas” frente a un concepto más general de “nivel adecuado de reservas”.

La segunda consiste en que, considerado el caso colombiano, para señalar un nivel adecuado de reservas deben tomarse en cuenta otras razones diferentes al del volumen actual de las importaciones y que, para propósitos de discusión, puntualizaría en la siguiente forma:

a) Es necesario un nivel que garantice, no solamente el que el país atienda cumplidamente sus pagos dado el valor de las importaciones de los años pasados, sino que permita el que a lo menos el volumen actual de importaciones no vaya a sufrir recortes o trabas en el inmediato futuro. Ha sido una común ocurrencia en la política colombiana de importaciones que cuando ha bajado el precio del café, ha sido indispensable reducir drásticamente la corriente de importaciones al país.

En el cuadro 1 donde aparecen, entre otros, el valor mensual de los registros reembolsables de importación, se advierte cómo de 1957 a 1958, el valor de estos descendió en un 30% de US\$ 33.3 millones a US\$ 23.1 millones, año de crisis cafetera. Que de 1961 a 1962, se pasó de US\$ 33.5 millones a US\$ 31.8 millones de registros, disminución también apreciable de un 17% y con crisis de pagos. Y que de 1966 a 1967, se bajó de US\$ 48.4 millones a US\$ 36.6 millones, lo que representa un 25%. El país, en 1967, estaba importando sensiblemente la misma suma que diez años antes, cuando los precios de sus productos de importación se habían elevado considerablemente por la inflación mundial.

b) El nivel de reservas adecuado debe buscarse en tal forma que sea compatible no solamente con las importaciones actuales, sino con un nivel mucho mayor de las mismas para los años futuros, si es que se quiere que el país pueda adelantar políticas agresivas en materia agrícola, minera e industrial, de mejora de su infraestructura vial y de reposición de equipos obsoletos, todo lo cual demandará el crecimiento a que aludo. Debe recordarse que, salvo Haití, Colombia es el país con más bajas importaciones **per cápita** en América Latina (4).

c) Los años que vivimos, que son excepcionalmente favorables para el mercado cafetero, van a finalizar más temprano que tarde. Es previsible que en tres o cuatro años, las cotizaciones del grano desciendan para acomodarse a una oferta ampliada por las plantaciones nuevas que se están sembrando o las viejas que se están mejorando. Para hacer frente a aquella situación deben acumularse reservas en cuantía bastante grande.

Si ello es cierto en cuanto al café, debiéramos buscar también reservas fuertes que nos protejan de las oscilaciones tan

---

(4) Véase cuadro 2.

acentuadas que ocurren en el mercado de otros productos. Recuérdese tan solo los casos del azúcar que en noviembre de 1974 llegó a US\$ 0.58 por libra y hoy se comercia a US\$ 0.08; cómo fue de severa la contracción de los mercados para los textiles en 1975 y cómo continúa de difícil la venta de carne al exterior.

Las recesiones mundiales que se presentan periódicamente volverán a repetirse. Nuevamente para subsistir con fortuna, parece necesario que el país busque fortalecer aún más su posición externa en estos tiempos de bonanza.

d) Otro factor que gravitará desfavorablemente en los años que vienen será el energético. Importaciones de petróleo y gasolina que en el año pasado fueron de US\$ 122.6 millones, en el presente de US\$ 187.0 millones y para 1978 calculadas en US\$ 309.0 millones (5), exigen que dispongamos de una mayor cantidad de dinero internacional para cubrirlas. De otro lado, será indispensable en el próximo quinquenio efectuar inversiones muy considerables en moneda extranjera para poner en marcha los grandes planes de construcción de centrales eléctricas.

e) Los años que vienen serán muy difíciles en materia de endeudamiento externo nuevo para los países en desarrollo no petroleros, tanto el proporcionado por agencias internacionales como por la banca comercial.

Existe una preocupación creciente por el endeudamiento tan grande que estos países tienen con la banca comercial internacional para propósitos de financiamiento de los déficit en sus balanzas de pagos corrientes, que se patentizó más acentuadamente durante las reuniones del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial el año pasado en Manila. De otra parte, las dificultades que tuvieron algunos grandes bancos americanos en 1976 fueron atribuidas a sus transacciones en finca raíz, financiamiento de barcos tanqueros de petróleo, financiamiento a la ciudad de New York y a los excesivos préstamos a los países en desarrollo, principalmente a raíz de la moratoria de pagos de Zaire. Existe la idea en aquellos círculos de que debe contraerse el crédito de la banca a los países en desarrollo en su conjunto,

---

(5) Ecopetrol, Proyecto de Presupuesto Financiero 1977-1978.

aún sin individualizar dentro de los países en desarrollo no petroleros aquellos que tienen un buen record de deuda (6).

Estos hechos son a mi juicio nuevos y demandan que para poderlos encarar tengamos reservas fortalecidas.

f) Si bien un nivel mínimo adecuado de reservas puede estar entre tres y seis meses del valor de las importaciones, creo que existen razones de autonomía nacional para buscar incrementarlo a niveles más altos. Preservarnos de que en pocos años vuelva a tener que recurrir el país o su banco central a préstamos de la banca comercial extranjera a corto plazo, como hubo necesidad de hacerlo en los años sesenta en que las reservas internacionales netas, hasta 1968, fueron negativas. Creo que todos los días va a ser más difícil acudir a ese mercado y que ejemplos recientes de países que se han visto en la imperiosa necesidad de ir allá, en estos tres últimos años, indican que las condiciones que se exigen son cada vez más onerosas y que, en ocasiones, van hasta imponer reglas de manejo económico interno.

Cuando para mantener la paridad del dólar a finales de los años cincuenta y comienzos de los sesenta, Estados Unidos tuvo que entrar en ciertos arreglos con gobiernos y bancos centrales extranjeros, el economista Milton Friedman dio un testi-

---

(6) Esta situación de endeudamiento creciente de los países en desarrollo no petroleros, fue descrita por el Morgan Guaranty Trust Co. así:

“Durante los pasados tres años los bancos comerciales han proporcionado una gran parte de las crecientes necesidades de financiación de los países en desarrollo no petroleros. Los nuevos requerimientos financieros netos de estos países llegan a un estimativo de US\$ 109.000 millones en el período 1974-1976. Esto representa cerca del 140% de aumento en comparación con el trienio anterior. Durante este período las deudas no pagadas de los países en desarrollo no petroleros al sistema bancario aumentaron aproximadamente en US\$ 46.000 millones o sea más del 42% del financiamiento neto anterior. Esto se compara con un 20% de participación prevista por los bancos en 1971-1973. Esta creciente participación del endeudamiento externo refleja, en buena medida, el hecho de que la expansión del financiamiento oficial se ha quedado muy atrás de las crecientes necesidades de los países en desarrollo no petroleros. En 1971-1973 las fuentes oficiales otorgaban cerca de dos terceras partes de las necesidades de financiamiento total de estos países, mientras que durante los últimos tres años esta relación descendió a un nivel ligeramente superior al 50%”. Morgan Guaranty Trust, *World Financial Market*, January, 1977, p. 4.

monio ante el Congreso, uno de cuyos apartes quisiera transcribir y que alude a esta pérdida de autonomía.

“Existe una diferencia de opinión de donde ha llegado cada quien. Permítaseme mencionar un testimonio que yo di al Congreso hace alrededor de siete años. ‘Entre tanto, nosotros adoptamos (a fin de mantener nuestro sistema de cambio fijo) un recurso después de otro, prestando aquí, haciendo arreglos de swaps allí, cambiando la forma de préstamos para hacer las cifras más atractivas. Aparte de que la mayoría de estas medidas son totalmente ineficaces, políticamente son en extremo degradantes’. Nosotros somos una nación grande y rica. Deberíamos estar dirigiendo nuestro propio curso mostrando un ejemplo al mundo, para mantenernos a la altura de nuestro propio destino. En lugar de ello, enviamos a nuestros funcionarios con el sombrero en la mano a hacer la visita de consecución de dinero a los gobiernos y bancos centrales extranjeros; nosotros colocamos a los bancos extranjeros en posición de ejercer una fuerte influencia en nuestras políticas; estamos orientados a negociar con Hong Kong y con el Japón (como podrán ver, siete años no han cambiado eso) y por todo lo que sé con Mónaco, para conseguir que ellos voluntariamente limiten sus exportaciones. ¿Es esta una posición conveniente para el líder del mundo libre”? (7).

Si esta es la reacción de un ciudadano americano del prestigio de Friedman y si el país en cuestión es uno con el gigantesco poderío político, económico y militar de la nación norteamericana, ¿qué podremos decir de las condiciones que se le exigen a los países en desarrollo y del grado de sometimiento a que se les reduce?

g) Finalmente, estimo que los años que vienen serán de ensayo de un nuevo sistema monetario internacional que apenas comienza a dar sus primeros pasos. Hay incertidumbre aún de si tal sistema de cooperación internacional hoy existe, como graves incógnitas sobre si la flotación de las monedas de los grandes países industriales no podrá conducir a devaluaciones competitivas entre ellos que pongan en peligro el valor adquisitivo de las reservas que trabajosamente ganan los países en desarrollo. Con todo, para precaverse de estas fluctuaciones que pudieran llegar a ser anárquicas, es más seguro hacer frente a la situación con reservas crecidas y diversificadas.

---

(7) Tomado de una controversia entre Charles Kindelberger y Milton Friedman sobre un ensayo de Harry Johnson acerca de las tasas de cambio fijas, 1969. Aparece en *The International Adjustment Mechanism*, Federal Reserve Bank of Boston, 1970, p. 117.

### 3. Origen y efecto de las reservas

Ahora bien, pasemos a analizar otro punto de gran interés: el origen y efecto de las reservas internacionales. En lo que hace relación al origen no parece haber mayores dificultades, si bien existen problemas de definición que generalmente se solucionan al establecer claramente el investigador lo que incluye y lo que excluye dentro de su propia definición. En lo referente al efecto de las reservas y el papel secundario que juega el sector externo dentro del enfoque monetarista, esto es, que las variaciones en la balanza de pagos son nada más que un efecto de los desequilibrios entre la oferta y la demanda monetarias, el examen de los hechos recientes y el del caso colombiano, nos lleva a dudar de lo apropiado de esta teoría.

Ello requeriría cumplir con los postulados de los clásicos acerca de la movilidad estabilizadora de los factores; pero el mundo actual nos muestra movimientos erráticos de capital y de otros factores causados por expectativas en uno u otro sentido. Además, de nuevo, variables no económicas intervienen para causar disturbios en los mercados. En este sentido es suficiente recordar los movimientos grandes de capital que debilitaron la posición del franco francés a raíz de los acontecimientos de mayo de 1968; de la caída de la libra el año pasado con anticipación a las elecciones, en que se temía que Berlinguer las ganara; y a finales del año pasado en Canadá, cuando los resultados de una elección en la provincia de Quebec provocaron salidas de capital y limitaciones en el endeudamiento que llevaron al dólar canadiense a situarse por debajo de la moneda de Estados Unidos, cuando por un tiempo largo había estado por encima de la paridad.

De otra parte, presenciamos ahora fluctuaciones fuertes de los precios de los productos primarios debido a excesos de oferta o demanda de tales productos tal como lo hemos comentado en páginas anteriores, que generan fortalecimiento o debilitamiento de sus posiciones de reservas internacionales y que son independientes de las políticas monetarias que allí se sigan.

El caso nuestro actual sería un buen ejemplo, pues señalaría un proceso diferente al que la teoría monetarista nos ha indicado; el país ha tenido un ingreso inesperado de divisas, ocasionado por factores exógenos bien conocidos, y ello ha sido causa de disturbios monetarios. Además, tal ingreso, casi con certeza,

seguirá produciéndose de mantenerse las condiciones actuales de nuestros mercados externos, y así, será la política monetaria lo que tendrá que acomodarse a la nueva situación. Por lo tanto, pienso yo, el efecto inicial ha sido producido por un excedente no esperado en la balanza comercial con los efectos ya mencionados en la oferta monetaria.

#### 4. Reservas y política cambiaria

Permítanme que trate enseguida la parte central del trabajo, que se refiere a reservas y política cambiaria y que el doctor Wiesner, con acierto, discute en el contexto del sistema monetario internacional y en la evaluación de los sistemas de tasas fijas versus tasas de cambio flexibles o flotantes. Creo que abordar este tema dentro de tales parámetros es adecuado y por tanto abordaré el mismo método de estudio.

Terminada en 1945 la Segunda Guerra Mundial y buscando entonces el mundo establecer un sistema de mayor libertad económica y de agilización de los pagos internacionales para procurar un flujo más amplio del comercio y crear un sistema ordenado y supranacional que dirigiera, en cierto sentido, las políticas de cambio extranjero de los países individualmente considerados, se llegó al Acuerdo de Bretton Woods constitutivo del Fondo Monetario Internacional y creador de un sistema de paridades fijas generalizadas que vino a regir las relaciones monetarias internacionales durante el período de 1946 a 1973.

Tal sistema de carácter multilateral y fundamentado en la autoridad supranacional del Fondo Monetario, se basaba en que las monedas de los estados nacionales tendrían un contenido en oro y en que la comparación de tales contenidos de oro indicaría los tipos de cambio o, lo que es lo mismo, la relación de la moneda de cada país con las demás.

Se adoptó también al dólar de los Estados Unidos como la moneda de reserva, por la solidez económica de esa nación, que había salido triunfante en la contienda y sin mayores pérdidas materiales a diferencia de lo ocurrido con los demás países beligerantes victoriosos, como el Reino Unido y Francia. Ese país contaba con elevadas reservas de oro y en él regía la convertibilidad, para saldar sus deudas externas en dólares por oro.

La paridad en oro de la moneda de cada país debería acordarse con el Fondo Monetario Internacional. Ello conducía a que

todas ellas tendrían un vínculo o patrón común que sería el oro o el dólar de los Estados Unidos. Además el tipo de cambio no podría fluctuar más allá de un 1% por encima o por debajo de la paridad y para modificar esta última no podía actuarse sin autorización del Fondo Monetario y siempre que se estuviera en presencia de un "desequilibrio fundamental" de su balanza de pagos.

Pero desde un comienzo aparecieron dificultades enormes para que un sistema con las bases enunciadas operara plenamente. En 1949, veintinueve países, incluidos entre ellos Gran Bretaña que lo hizo por un 30% y otras importantes naciones como Canadá, Francia, Alemania Occidental e Italia, que lo hicieron entre un 10 y un 20%, devaluaron sus monedas en términos de oro y de dólares de los Estados Unidos. En fin, hacia el año de 1958, comenzaron los desequilibrios grandes y persistentes en las balanzas de pago de los grandes países industriales especialmente de los Estados Unidos.

En esta última nación el desequilibrio nombrado fue de déficit y para el período 1958 a 1971 se calcula alcanzó a llegar a US\$ 56 billones; esa situación de déficit se reflejó en un desequilibrio grande y persistente en el otro sentido (superávit) para los otros países del mundo, pero fundamentalmente para Alemania y el Japón.

La inestabilidad de la situación cambiaria en las grandes naciones alentó los movimientos especulativos de capital a corto plazo por temor a las devaluaciones o por el atractivo que tales flujos tenían en buscar los países con más altos tipos de interés. Además, obedecía a razones estructurales como fueron la recuperación ya completa de Alemania y Japón, con la consiguiente conquista de los mercados exteriores para sus mercancías de exportación y los bajos salarios de aquellas naciones en comparación con los Estados Unidos.

De otro lado, apareció patente en los años sesenta el problema de la liquidez internacional a la que se sumaron grandes movimientos de oro que hicieron necesario adoptar, primero, el pool del oro en 1961, luego la terminación de este y el acuerdo de Washington de 1968 para crear el sistema de oro de las dos hileras (two tier) y luego, finalmente, en octubre de 1969, la creación de los DEG.

Pero todos estos expedientes fueron estériles para tratar de sostener artificialmente el sistema, que no podía operar sin reconocer que existían “desequilibrios fundamentales” en las balanzas de pagos de los grandes países que demandaban modificaciones sustanciales en sus sistemas monetarios internos o el cambio de las paridades.

Se acentuaron también por estos años los tres puntos débiles del sistema internacional de Bretton Woods y que lo fueron, como es universalmente aceptado y conocido, los problemas de liquidez, confianza y ajuste.

Para 1970 y 1971 continúa el déficit ascendente de la balanza de pagos de los Estados Unidos y por consiguiente se agrava y acelera el movimiento de capitales especulativos a corto plazo por temores de la inestabilidad. Empieza a temerse también que los Estados Unidos no puedan mantener la convertibilidad del dólar a oro. En mayo de 1971, se cierran los mercados de cambio en Alemania y otros países y en agosto se agudiza la salida grande de capitales de Estados Unidos y la demanda gigantesca por marcos alemanes. El presidente Nixon, en agosto de 1971, decreta la inconvertibilidad del dólar a oro y empiezan a flotar las principales monedas.

Nuevamente en diciembre de 1971, Acuerdo del Smithsonian, se realinean las monedas con una devaluación del dólar americano del 7.9% y de la lira italiana y la corona sueca en un 1%. Se revalúan el marco alemán, el yen japonés, el florín holandés y el franco belga entre el 7.7% y el 2.8%. Pero no obstante este Acuerdo, y por las mismas razones que se expusieron antes de que no se habían atacado las causas estructurales del desequilibrio, continuaron la presión contra el dólar y los movimientos especulativos de capital.

Finalmente, en febrero de 1973, se devalúa nuevamente el dólar en un 10%. Tampoco es suficiente este nuevo remedio, continúa la especulación de los movimientos de capital y, finalmente, en marzo de 1973, todas las monedas de los grandes países comienzan a flotar. Por ese mes, el sistema de Bretton Woods estalla, sin convertibilidad del dólar al oro, y sin ni siquiera la apariencia, que se mantuvo más o menos artificialmente desde 1971, de paridades fijas convenidas.

El derrumbamiento del edificio levantado en Bretton Woods a pesar del apuntalamiento que en sus mayores grietas significó

el Acuerdo del Smithsonian en 1971 y la consiguiente realineación de las principales monedas del mundo y nuevamente la devaluación del dólar en febrero de 1973, que tampoco evitó la catástrofe, venía sintiéndose inminente desde 1970.

Para 1971 la Junta de Gobernadores del Fondo ya había ordenado un estudio de las medidas aconsejables para reformar el sistema monetario internacional y en 1972 se creó el Comité de los Veinte con el mismo propósito. Tarea de dimensiones colosales y en la que deberían conjugarse, ante todo, elementos políticos de confrontación de poder y de intereses de las naciones industrializadas entre ellas mismas (no eran similares ni el poder ni los intereses que los Estados Unidos y Francia, por ejemplo, entendían que estaban en juego al sustituir por otro el sistema monetario internacional de Bretton Woods) sino entre aquellos y los países en desarrollo y, más tarde, en 1974, cuando la elevación de los precios del petróleo, entre las naciones de la OPEP, los países en desarrollo no productores de petróleo y los países industrializados.

Al mismo tiempo, buscar que al llegarse a un casi imposible equilibrio de esas fuerzas políticas e intereses contrapuestos, existiera viabilidad técnica para que el nuevo sistema operara. El Comité de los Veinte, pues, debió estudiar no solo la solución de los muy conocidos problemas generales del sistema (problemas de liquidez, confianza y ajuste) sino aquellos derivados de los mismos, tales como el papel que en el futuro debería desempeñar el Fondo Monetario Internacional; sobre cuáles bases se desarrollaría la cooperación internacional; se debería regresar a los tipos de cambios fijos o implantar los cambios fluctuantes; dentro de qué márgenes o franjas unos y otros podrían moverse; convendría mantener el oro como base del sistema o eliminarlo; cómo actuar en relación con el problema de la convertibilidad y si ella debería exigirse en oro para aquellos países industrializados que mostraban saldos acumulados deficitarios; cuál sería el futuro de la composición de las reservas de los distintos países y la suerte de los DEG; cómo proceder con la vinculación de la nueva liquidez internacional al financiamiento del desarrollo, petición vehemente y, en su concepto indispensable para aceptar un nuevo orden monetario internacional según los representantes de los países subdesarrollados; qué ingerencia tendrían estos últimos en la formulación del nuevo sistema y en la autoridad del mismo, etc.

Presentado su informe por el Comité de los Veinte sobre el nuevo sistema monetario internacional a mediados de 1974 y sustituido por el Comité Provisional, no fue sino hasta enero del año pasado, en Jamaica, cuando a raíz de complejas negociaciones aquel Comité presentó las bases de la segunda enmienda constitutiva del Fondo y que, hasta ahora, está en consideración de los distintos gobiernos para su aprobación final.

Concretándonos a uno de los puntos principales de esa reforma y que consiste en el señalamiento de los tipos de cambio que pueden ser fijados por cada país, la reforma en proceso permite un muy amplio espectro de soluciones. En efecto, la modificación de la Sección 2b) del artículo IV, indica que en las actuales circunstancias "los regímenes cambiarios podrán consistir en:

i) El mantenimiento por un país miembro de un valor para su moneda en derechos especiales de giro u otro denominador, excepto el oro, decidido por el país;

ii) Regímenes cooperativos por los cuales los países miembros mantengan el valor de su moneda en relación con el valor de la moneda o monedas de otros países miembros;

iii) Otros regímenes cambiarios a elección del país".

Llegando al terreno de la práctica, y para febrero de 1977, podrían agruparse los sistemas cambiarios que hoy están vigentes, desde luego exceptuando los países de economía central planificada, en la siguiente forma:

1. Las monedas de siete grandes países industriales, Estados Unidos, Francia, el Reino Unido, Japón, Canadá, Italia y Suiza, que representan una proporción sustancial del comercio internacional del mundo, flotan independientemente las unas con respecto a las demás.

2. Otro grupo de naciones industrializadas, también con una proporción muy importante del comercio del mundo, pero naturalmente de menor magnitud al del primer grupo, conservan entre ellas una limitación en sus fluctuaciones que no puede ser mayor o menor al 2.25% pero, en su conjunto, flotan independientemente como grupo frente a las monedas del primer grupo. A este "Arreglo Europeo de Márgenes Estrechos", conocido como la "Culebra", pertenecen la República Federal de Alemania, Bélgica y Luxemburgo, Dinamarca, Holanda, Noruega y Suecia;

3. Para los demás países, que son todas las naciones en desarrollo, los países de la OPEP y algunos industrializados, los sistemas varían así:

a) Algunos de ellos flotan independientemente.

b) Otros tienen tipos de cambio fijo frente a una de tres monedas determinadas como el dólar de los Estados Unidos, el franco francés o la libra esterlina. Tal es el caso, respectivamente, de Venezuela, Costa de Marfil e Irlanda.

c) Otros tienen tipos de cambio fijos frente al DEG o algún conjunto de monedas. Tal es el caso de Arabia Saudita e Irán.

d) Finalmente, otros refieren el tipo de cambio de su moneda al dólar de los Estados Unidos, pero aquel tipo no es fijo sino deslizante, "crawling peg" como es el caso de Chile o Colombia.

Este último sistema 3d) es el que predomina en los países importantes de la América Latina, con excepción de Venezuela, que tiene tipo de cambio fijo frente al dólar, como ya se vió.

El tipo deslizante de cambio frente al dólar en América Latina lo tienen Colombia, Brasil, Argentina, Chile. Perú, que lo tuvo fijo por mucho tiempo, adoptó el "crawling peg" en septiembre del año pasado. Y México, después de veintidós años de tener tipo de cambio fijo con el dólar de \$ 12.50 mexicanos, comenzó a flotar en agosto del año pasado y aún no se sabe si adoptará cambio fijo a un nivel nuevo o los tipos deslizantes.

La conclusión innegable, por tanto, es que en el mundo real de hoy, todas las monedas están flotando en mayor o menor grado. Como se vió las monedas de todos los grandes países industriales flotan las unas frente a las demás (desde luego con diferentes grados también de mayor o menor grado de intervención, dirty o clean floating); el resto de monedas de los demás países también flotan simplemente corriendo la suerte de la moneda o de la canasta de monedas a la que se adhieren. Es el caso del bolívar que aunque se pegue al dólar con cambio fijo, o del riyal de Arabia Saudita al DEG, flotan en la medida en que aquellos lo hagan frente a las demás. Y, desde luego, las monedas de países como Colombia y el Brasil, flotan frente al dólar y este, a su vez, vive dentro de un universo general de flotación.

Del mundo de Bretton Woods de cambios fijos generalizados se ha pasado en 1977, a un mundo de cambios fluctuantes generalizados.

Y ¿cuál será el mundo ideal, a nivel del universo y de cada país en particular? ¿Aquél en que rigieran las paridades fijas o el que hoy vivimos de los cambios fluctuantes?

Incógnita de dimensiones desmesuradas que ha ocupado la atención preferencial de los académicos, principalmente en la década de los sesenta y de los políticos y técnicos en la década de los setenta. En cuanto a los primeros, sería bueno recordar los escritos de Friedman (8), Kindelberger (9) y Johnson (10). Y en cuanto a los segundos, los estudios preliminares y las discusiones llevadas a cabo en el Comité de los Veinte, el Grupo de los "24", el Comité Provisional y las Asambleas de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional en estos últimos años.

Las razones que en favor tanto de la adopción de cambios fluctuantes como de cambios fijos da el doctor Wiesner en su escrito creo que son una buena síntesis de los pros de las mismas. Pero no menciona sistemáticamente los defectos que uno y otro tienen.

Me permitiría apuntar que, en mi opinión, los cambios fijos tienen la desventaja de que ellos con el tiempo se van cristalizando sin que corresponda a los factores reales de la economía y en ese período de cristalización irreal de los mismos se ocasionan distorsiones grandes en la demanda por divisas, en el valor de las importaciones y, por consiguiente, en los costos y precios así como en el desestímulo a las exportaciones. Países que se apegan a determinados cambios fijos, política y económicamente encuentran dificultades enormes para dar un salto grande en busca de la nueva paridad. Tal fue el caso de Colombia, en 1957, cuando el cambio de \$ 2.50 por cada dólar ya había sido superado ampliamente por los hechos durante algunos años y hubo necesidad de acomodarlo en aquel año a \$ 5. O el caso muy fresco y reciente

---

(8) Friedman, Milton, *The Balance of Payments, Free versus Fixed Exchange Rates*, American Enterprise Institute for Policy Research, Washington, 1967.

(9) Kindelberger, Charles, *The Politics of International Money and World Language*, University of Princeton, International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton, N. J. 1968.

(10) Harry G. Johnson, "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969", en *Further Essays in Monetary Economics*.

de México que de cambio fijo inmodificable de \$ 12.50 mexicanos desde 1954 pasa a \$ 22, con repercusiones muy hondas en la vida no solo económica sino política del país.

En cuanto a los cambios fluctuantes, la conducta de permitir que ellos respondan a una determinada situación monetaria, implica renunciar a la conducción de una variable muy importante de política económica, cuya influencia es decisiva en los precios, nivel de empleo y actividades productivas internas. Fluctuaciones drásticas y constantes en respuesta a las circunstancias del mercado, pueden llegar a ser políticamente inaceptables. Pero donde veo el mayor peligro es en la incertidumbre sobre el valor efectivo que un país recibe por sus transacciones internacionales o sobre el valor de sus reservas, y que la adopción de las tasas fluctuantes pueda volver a llevar al mundo de los años futuros a devaluaciones competitivas de los grandes países, a la formación de bloques económicos cerrados y a la implantación de prácticas discriminatorias para un libre flujo del comercio (11).

Pero, naturalmente, el debate continúa y aún es muy temprano para predecir si el sistema monetario internacional podrá funcionar adecuadamente y cumplir sus objetivos, con la generalización en la adopción de los tipos de cambio fluctuantes.

Sobre estas polémicas, la académica y la política, en cuanto al abandono de los tipos de cambio fijos y la adopción de los fluctuantes, Sir Jeremy Morse (12), antiguo presidente del Comité de los Veinte escribió una página que aparece en el apéndice de este escrito y que refleja a mi juicio luminosamente la situación actual. Considera que en cuanto al debate académico este aparece en tablas y en cuanto a la adopción de los cambios fluctuantes, existen razones pragmáticas que los hicieron inevitables. En el equilibrio inestable de los intereses políticos y económicos de los distintos países, prevaleció con más fuerza la adopción del sistema que hoy rige. Pero no puede decirse que la técnica cedió el paso a la política porque los teóricos sobre este punto, como se vio, estaban divididos en dos campos antagónicos.

---

(11) Sobre los defectos de la adopción de cambios fluctuantes en el largo plazo, ver la opinión del Dr. Arthur F. Burns, presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal, en su artículo "How well are fluctuating Exchange Rates Working?" Transcrito en Campbell R. McConnell Economics, McGraw Hill 1975, pág. 865.

(12) Sir Jeremy Morse "El Calidoscopio Monetario Internacional" en, Revista del Banco de la República, Vol. XLIX N° 579, enero 1976, pág. 15.

## 5. El caso colombiano

Al concretarse el análisis del doctor Wiesner al caso colombiano, plantea para consideración algunas alternativas que consistirían en reducir el ritmo de devaluación; establecer una paridad fija entre el peso y el dólar; eliminar el control de cambios dejando que la relación entre el peso y el dólar sea determinada por el mercado; y, finalmente, una aplicación "gradual en secuencia de las tres primeras alternativas" para llegar finalmente a un cambio libre.

Con razón, a mi juicio, continúa el examen distinguiendo entre lo que sería una política acertada y que consistiría en mitigar, aunque no eliminar de inmediato las causas del desajuste, si ello llevara a un equilibrio, en el plazo más amplio, de la situación cambiaria.

Pasa después a examinar las tasas de inflación y devaluación más recientes, para concluir que en la actualidad el peso está sobrevaluado y que a ello se llegó "como resultado de la necesidad de hacer un compromiso entre la estabilidad cambiaria de mediano plazo y la inestabilidad monetaria a corto plazo".

Se pregunta entonces cuáles podrían ser los mecanismos para controlar la expansión de los medios de pago y restablecer el equilibrio monetario y al responder a este interrogante afirma que el incremento ha sido atípico y no es el resultado ni de una mayor eficiencia económica ni de una baja tasa de inflación interna, para concluir por afirmar que no cree conveniente una revaluación o la eliminación del control de cambios. Sobre la necesidad de mantener el control de cambios, estoy de acuerdo; pero sobre el rechazo a la disminución del ritmo de devaluación o de llegarse en la práctica a una posible revaluación, creo que es una afirmación interesante que comentaré en detalle más adelante.

Llegando ya al campo de la terapéutica y de las fórmulas de acción para manejar nuestra situación concreta actual, formula el documento del doctor Wiesner lo que denomina una política de transición en los frentes cambiario, monetario y fiscal. Debo aquí decir que aunque no esté de acuerdo con todas sus conclusiones, ellas me parecen consecuentes con la orientación que exhibe a lo largo del escrito, que hace un planteamiento lógi-

co para situar racionalmente el problema y buscarle una solución y que debe encomiarse su propósito de aplicar la metodología teórica, enunciada en la primera parte, a nuestro problema colombiano.

En esa política de transición juzga que US\$ 1.500 millones de reservas, no parecen excesivas pero que no debe permitirse que se eleven rápidamente en este año o que crezcan en un monto similar al de 1976, porque significaría una expansión monetaria difícil de manejar. Por eso aboga por un equilibrio que sin debilitar la posición cambiaria, no agrave sino que corrija la situación monetaria. Y propone la solución basado en los siguientes elementos:

“a) Un esquema cambiario transitorio y parcial que no obligue al reintegro de todas las exportaciones;

b) Una política monetaria complementaria que, sin frenar la inversión y la producción, ofrezca oportunidades reales de contrarrestar los excesos de liquidez;

c) Una política fiscal que, sin frenar la inversión pública, no genere liquidez adicional y ojalá la contraiga; y,

d) Una política de importaciones que, sin estimular las suntuarias, permita crecer las de bienes de capital e intermedios”.

Más adelante menciona como un componente básico de la solución, el de la tasa de cambio que, en su opinión, debe marchar a un ritmo más acelerado de devaluación.

Mis comentarios se limitarán al esquema cambiario transitorio y a la aceleración de la devaluación, asuntos sobre los que tengo algunas reservas. Coincido en considerar los otros tres puntos, como metas ambicionables de política.

En cuanto al esquema cambiario transitorio y parcial que no obligue al reintegro de todas las exportaciones, es bien explicable que lo sugiera como expediente para evitar que las reservas crezcan en la misma magnitud de 1976, asunto que considera necesario para no agravar el problema interno monetario. Pero sobre este importante elemento de su estrategia no da detalles de cómo se haría, por cuanto afirma que el diseño se escapa al alcance de su trabajo y que confía en la originalidad y capacidad del país para encontrar nuevas fórmulas cambiarias.

Sin embargo, en asunto de tamaña importancia, si cabría formular algunas preguntas cuya respuesta haría más clara su idea. ¿Este mecanismo se aplicaría a las de café o a otras exportaciones? ¿Sería una proporción de unas u otras? ¿Se buscaría únicamente un objetivo cambiario de limitación del aumento de las reservas? ¿O se trataría también de estimular con él a las exportaciones menores? Los dólares producto de las exportaciones que entraran en el esquema transitorio, ¿tendrían un mercado especial?

Porque si de lo que se trata es de que pudieran negociarse libremente o mantenerse a nombre del exportador, en mi opinión, quebraría el sistema de control de cambios.

Una de las características esenciales del control de cambios rígido que tuvimos en Colombia entre 1931 y 1953, y nuevamente desde 1967 hasta hoy, consiste en que el valor de **todos** los ingresos de divisas deben entregarse obligatoriamente a una autoridad y que **todas** ellas no pueden venderse sino mediante una autorización o licencia, la cual no puede ser expedida sino para fines económica o socialmente útiles, como lo predica el artículo 4º del Decreto 444 de 1967.

Si esas divisas pudieran negociarse libremente, se abriría una brecha por donde pudiera facilitarse la fuga de capitales; se dificultaría el ejercicio del control de cambios y se crearía una situación de privilegio para quienes fueran los poseedores de esas divisas. De otra parte, se montaría un nuevo cambio múltiple, que iría en contradicción con el ideal de buscar la simplificación cambiaria.

El elemento más valioso del Decreto 444 de 1967 es, en mi opinión, el haber puesto bajo control la demanda de cambio exterior particularmente para prevenir la fuga de capitales y las operaciones especulativas. El país puede sentirse a cubierto de que, a menos que se trate de una operación ilegal, no puede salir dinero internacional del país, por concepto de capital, ni puede entrar **hot money**. Esto es lo que nos ha precautelado, en una situación como la actual en que debido a condiciones especiales de confianza, de fortalecimiento de la posición externa y de los altos intereses que rigen en Colombia, no nos hayamos convertido en un refugio transitorio o escala de capital internacional a corto plazo.

En la primera parte de estos comentarios varias veces se hace alusión a las corrientes de capital a corto plazo como coadyuvantes o generadores de desequilibrios cambiarios.

Existe un antecedente histórico que sería útil examinar cuando se estudie la conveniencia de este esquema. En 1953, después de que venía rigiendo un estricto sistema de control de cambios, por la euforia de los precios altos del café en el mercado internacional y porque había una tendencia general en el mundo de aliviar los controles, por Decreto 1901 se permitió que las exportaciones de oro no debieran reintegrarse y más tarde, por Decreto 1372 de 1955, se permitió la libre negociación de las divisas provenientes de exportaciones diferentes de café, banano, cueros crudos de ganado vacuno y platino. Estas dos disposiciones (que dieron origen más tarde al complicado sistema de "Títulos de Divisas") señalaron el comienzo del desmantelamiento del control de cambios que no vino a restablecerse sino en 1967.

No creo, en resumen, que en las circunstancias actuales convenga adoptar ninguna medida que debilite en alguna forma el control de cambios que rige desde 1967.

## **6. Tipo de cambio**

Aunque el trabajo del doctor Wiesner reconoce que devaluar más aceleradamente presenta problemas como el de agravar el desequilibrio monetario, estima que ello debe hacerse a un ritmo mayor al que se ha tenido en el pasado y por ello recomienda no suspender la devaluación y buscar contrarrestar sus efectos desfavorables con otros instrumentos, como el del esquema transitorio y parcial de reintegro ya examinado.

En esta materia no estoy muy convencido de que acelerar la tasa de devaluación o mantenerla sea punto esencial de una política acertada. Creo que no se opondría a un buen manejo monetario y cambiario en el próximo futuro, el morigerar la devaluación, y aun suspenderla, mientras subsista el acelerado crecimiento de las reservas.

Una decisión en este punto, que sería necesariamente política, basada en datos técnicos, podría ser el resultado de un examen final y pragmático que resulte de efectuar un balance de los pros y los contras que se presentarían al adoptarla. Muy esquemáticamente, y únicamente para propósitos de discusión, ci-

taría como elementos favorables de una disminución de la tasa de devaluación o una congelación transitoria del tipo de cambio, los siguientes:

a) Atenúa en cierta medida las causas del desequilibrio monetario;

b) Significa un estímulo a las importaciones;

c) Mantendría el valor en pesos, o lo acrecentaría en forma menor, de las deudas externas. Este asunto es particularmente importante y favorable para las empresas de servicio público;

d) Mantendría o acrecentaría en forma menor, los gastos oficiales en divisas del estado; y

e) Significaría un cambio de expectativas que podría ser conveniente.

Como factores desfavorables, disminuiría estímulos a las exportaciones menores y podría reflejarse, si no se adoptan otras medidas complementarias, en un más lento crecimiento de los pagos.

Finalmente, estoy de acuerdo con el doctor Wiesner en los restantes elementos de su fórmula, que me parece resumen bien los objetivos finales de política acertada en la actual coyuntura:

“Adoptar una política monetaria que, sin frenar la inversión y la producción, ofrezca oportunidades reales de contrarrestar los excesos de liquidez; una política fiscal que, sin frenar la inversión pública, no genere liquidez adicional y ojalá la contraiga; y una política de importaciones que, sin estimular las suntuarias, permita crecer las de bienes de capital e intermedios”.

En resumen, Eduardo Wiesner estudia con fortuna tres temas importantes que afectan la economía del país en su conjunto y a cada colombiano en particular. El volumen de dinero internacional de que disponemos para hacer pagos al exterior (reservas), cuánto debe valer cada unidad monetaria externa en pesos colombianos (tipo de cambio) y cómo el aumento de reservas influye en el nivel de precios interno (inflación).

## 7. Conclusiones

Los comentarios del suscrito podrían sintetizarse de la siguiente manera:

a) La situación de nuestras reservas internacionales es excepcionalmente favorable, pero ha ocasionado tensiones inflacionarias peligrosas.

b) El análisis de la demanda por reservas, en el plano teórico general, presenta aún vacíos. Variables que no han sido estudiadas suficientemente deberían incluir la existencia de controles de cambio y elementos psicológicos.

c) El cálculo de seis meses para medir un nivel adecuado de reservas debería considerarse como "mínimo". Un nivel adecuado de reservas para Colombia, no debería obedecer sólo a razones económicas sino contemplar otros factores.

d) En cuanto al origen y efecto de las reservas, el modelo monetarista tendría una aplicación restringida en nuestra actual coyuntura, dada principalmente la incertidumbre en la oferta y demanda por nuestros principales productos de exportación.

e) El sistema monetario internacional de Bretton Woods, basado en paridades fijas se terminó en 1973. Hoy rigen en el mundo los cambios fluctuantes generalizados.

f) En el plano teórico subsiste la polémica entre la conveniencia de adoptar tipos de cambio fijos o fluctuantes.

g) La adopción general de los cambios fluctuantes, establecidos recientemente, ha sido producto de un compromiso político y no existen seguridades de que un sistema monetario universal sobre tales bases pueda funcionar justa y eficientemente.

h) Para el caso colombiano, en mi opinión, debe mantenerse en todo su rigor el control de cambios vigente, dadas las circunstancias actuales.

i) No puede afirmarse que, en la situación presente, una política de devaluación más acelerada sea la más conveniente. Debería estudiarse, vistos los pros y los contras, si reducir o frenar el proceso de devaluación del tipo de cambio sea lo más adecuado.

j) Deben observarse unas políticas monetaria, fiscal y de importaciones, dentro de los lineamientos del estudio comentado.

CUADRO 1

Relación reservas internacionales y registros de importación.  
Precios del café  
(Millones de US\$)

Año	Reservas		Registros		Relación		Relación		Precio
	Brutas	Netas	Reembol- sables	Total	RB	RB	RN	RN	US\$/libra
	(1)	(1)	(2)	(2)	RIR	RIT	RIR	RIT	(2)
1957	157.0	48.7	33.3	36.4	4.7	4.3	1.5	1.3	63.94
1958	172.8	22.5	23.1	25.7	7.5	6.7	1.0	0.9	52.34
1959	230.4	70.6	31.4	33.3	7.3	6.9	2.2	2.1	45.22
1960	178.4	61.8	37.1	40.6	4.8	4.4	1.7	1.5	44.89
1961	170.6	-34.4	38.5	43.5	4.4	3.9	-0.9	-0.8	43.62
1962	115.8	-79.5	31.8	37.9	3.6	3.1	-2.5	-2.1	40.77
1963	124.6	-112.0	39.3	46.3	3.2	2.7	-2.8	-2.4	39.55
1964	147.2	-122.0	37.9	43.3	3.9	3.4	-3.2	-2.8	48.80
1965	145.3	-61.4	36.0	41.1	4.0	3.5	-1.7	-1.5	48.49
1966	144.1	-94.8	48.4	53.4	3.0	2.7	-2.0	-1.8	47.43
1967	149.4	-36.3	36.6	43.7	4.1	3.4	-1.0	-0.8	41.94
1968	217.7	35.2	43.4	52.1	5.0	4.2	0.8	0.7	42.60
1969	253.3	96.5	53.3	62.9	4.8	4.0	1.8	1.5	44.99
1970	257.5	152.0	65.4	76.8	3.9	3.4	2.3	2.0	56.42
1971	265.3	170.4	59.2	65.4	4.5	4.1	2.9	2.6	49.27
1972	392.8	345.2	65.5	75.2	6.0	5.2	5.3	4.6	56.67
1973	523.8	515.9	94.3*	111.5*	5.6	4.7	5.5	4.6	72.66
1974	447.8	429.5	127.4	148.4	3.5	3.0	3.4	2.9	77.86
1975	552.6	547.3	106.6	125.3	5.2	4.4	5.1	4.4	81.71
1976	1.171.5	1.165.8	126.7p	165.9p	9.2	7.1	9.2	7.0	157.64p

Fuente: Investigaciones Económicas, Banco de la República.

(1) Fin de año.

(2) Promedios mensuales.

(3) Tipo MAMS; libra de 453,6 gramos.

\* Once meses

p = Provisional

RB = Reservas Brutas.

RN = Reservas Netas.

RIR = Registros Reembolsables.

RIT = Registros Totales

**CUADRO 2**  
**Población e importaciones 1975.**  
**Principales países de América**

País	Población (Millones)	Import. FOB (Millones de US\$)	Import./Pobl. (Millones de US\$)
Argentina .....	25.4	2.720.5	107.11
Bolivia .....	5.6	470.4	84.00
Brasil .....	107.1	12.169.0	113.62
Canadá .....	22.8	34.714.9	1.522.59
Chile .....	10.3	1.534.7	149.00
Colombia .....	23.5	1.101.6	46.88
Costa Rica .....	2.0	628.2	314.10
Ecuador .....	6.7	806.8	120.42
El Salvador .....	4.0	546.3	136.58
Estados Unidos .....	213.6	96.116.0	449.98
Guatemala .....	5.4	698.7	129.39
Guyana .....	0.8	310.1	387.63
Haití .....	4.6	98.3*	21.37
Honduras .....	3.0	365.6	121.87
Jamaica .....	2.0	798.5	399.25
México .....	60.1	6.327.0	105.27
Nicaragua .....	2.2	466.1	211.85
Panamá .....	1.7	795.3	467.82
Paraguay .....	2.7	185.3	68.63
Perú .....	15.9	1.941.2	122.09
República Dominicana ....	4.7	772.7	164.40
Trinidad .....	1.1	1.371.7	1.247.00
Uruguay .....	3.1	455.1	146.81
Venezuela .....	12.0	5.327.2	443.93

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*. Nov. 1976.  
 \* En 1974.

CUADRO 3

Tipos de cambio — Venta

(Pesos por US\$)

Fin de	Oficial	Libre (1)	Certifi- cado de cambio	Prefe- rencial (5)	Inter- medio (5)	Certifi- cado de cambio (6)
1948.....	1.96					
1949.....	1.96					
1950.....	1.96					
1951.....	2.51					
1952.....	2.51					
1953.....	2.51					
1954.....	2.51					
1955.....	2.51		4.13(3)			
1956.....	2.51		6.83(4)			
1957.....		6.22				
1958.....		8.23	6.40			
1959.....		7.01	6.40			
1960.....		7.22	6.70			
1961.....		8.82	6.70			
1962.....		11.11	9.00			
1963.....		9.98	9.00			
1964.....		12.82	9.00			
1965.....		18.29		9.00	13.50	
1966.....		16.30(2)		9.00	13.50	
1967.....		16.30(2)				15.82
1968.....						16.91
1969.....						17.90
1970.....						19.13
1971.....						20.94
1972.....						22.83
1973.....						24.82
1974.....						28.60
1975.....						32.98
1976.....						36.34

Fuente: Superintendencia Bancaria.

(1) Dólar libre propiamente dicho, establecido por Decreto Legislativo 107 de 1957 (junio 17) y ratificado por la Ley 1ª de 1959 (enero 16); suspendido por Decreto Legislativo 2867 de 1966 (noviembre 29).

(2) Este mercado fue suspendido según Resolución 24 de 1968 (junio 19) de la Junta Monetaria.

(3) Certificados de cambio de libre negociación pero de aplicación restringida, creados por Decreto Legislativo 1372 de 1955 (mayo 13).

(4) Títulos de divisas creados por Decreto Legislativo 2929 de 1956 (noviembre 30).

(5) De septiembre 2 de 1965 hasta marzo 22 de 1967 hubo dos mercados según Decreto Legislativo 2322 de 1965 (septiembre 2).

(6) Creado por Decreto Ley 444 de 1967 (marzo 22).

EL CALIDOSCOPIO MONETARIO INTERNACIONAL \*

Sir JEREMY MORSE

“Pudiera argüirse a la luz de la experiencia habida desde 1973, que el debate académico sobre la superioridad de los tipos de cambio fijos o de los flexibles —tema al que se suman con entusiasmo otros teóricos— registra, al menos temporalmente, un empate. Y si las opiniones sobre este particular están mucho más entremezcladas que en los días de Bretton Woods, lo mismo cabe decir de los intereses de los países, según ellos los ven, sobre todo en un mundo como el actual, en que muchas más voces cuentan. Como es natural, a los países en desarrollo, así como a los menores entre los desarrollados, les gustaría, como a los países más importantes, en cuyas monedas comercian y mantienen sus reservas, el retorno a los tipos de cambio fijos siempre y cuando puedan. Entre los grandes países, Francia es el clamoroso paladín de los tipos de cambio fijos, no solo por motivos generales de disciplina, sino también, al parecer, por la creencia de que con ellos se dispone de mayor margen que con la flotación general para mantener al franco competitivo mediante una hábil devaluación, particularmente con respecto al dólar estadounidense. Japón solía mostrarse con igual firmeza en pro de los tipos fijos, pero ha descubierto que la flotación sumamente manipulada es, aunque inferior, una alternativa tolerable. Alemania y Gran Bretaña vuelven los ojos hacia el sistema de tipos de cambio fijos con mezclados sentimientos, recordando la primera, las sumamente inflacionarias entradas de reserva, y la segunda las desmoralizadoras salidas de fondos.

Pero es el concepto que Estados Unidos tiene de su propio interés lo que más se ha desviado de aquello que sustentaba en la época de Bretton Woods, sin duda como reflejo de la igualmente amplia oscilación operada en su balanza de pagos y en su posición de reserva. Existe ahora un punto de vista muy firme en Estados Unidos que, aunque no universal ni inquebrantable, no será fácil ni rápidamente desarraigado, en el sentido de que la flotación sirve los intereses del país. Veamos tres importantes

---

\* Aparte del artículo publicado en la Revista del Banco de la República, volumen XLIX, enero 1976, p. 15.

componentes de este punto de vista: primero, un retorno a tipos de cambio fijos entrañaría inevitablemente la vuelta a cierto grado de convertibilidad y así Estados Unidos perdería parte de la flexibilidad de que actualmente disfruta de hallarse en condiciones de acrecentar sus saldos en dólares cuando registra déficit: quienes, en Gran Bretaña, están interesados en el manejo de los saldos en libras esterlinas deben comprender esta actitud, la aplaudan o no. Segundo, a la inversa de la actitud francesa en favor de los tipos de cambio fijos, existe la sensación de que a Estados Unidos le falta capacidad de maniobra, tanto por su propia magnitud cuanto por el hecho de que, como eje del sistema, no ha desenvuelto los medios de manipulación de su tipo de cambio, de suerte que, por ello, en cualquier sistema de tipos fijos, el dólar tenderá a sobrevalorarse: en cierto grado, esto pudiera aplicarse asimismo a la situación presente en la medida en que la flotación es manejada y no libre. Tercero, hay que mencionar el instintivo disgusto con que, en el más importante de los países, y en donde todo se hace al descubierto, se acoge la vigilancia de la comunidad internacional y sus instituciones, particularmente el Fondo Monetario Internacional, que acompaña a un sistema de tipos de cambio fijos y que es parte importante de su 'disciplina de balanza de pagos'. Tal vez haya otros componentes, pero el trío citado es bastante impresionante.

Antes de apartarme de este tema, permítaseme insistir en que las condiciones económicas del momento presente impedirían un retorno general a las paridades, aunque se conviniera en ello".

## COMENTARIOS

JORGE RAMIREZ OCAMPO

Después de cerca de ocho meses del más estricto silencio en el análisis de la actividad económica colombiana, me ha ofrecido la Asociación Bancaria de Colombia este foro para presentar algunos comentarios acerca de un tema apasionante cuyas características son hoy en Colombia muy diferentes de aquellas que les ha correspondido manejar tradicionalmente a nuestros gobiernos.

He aceptado presentarme ante este foro y formular algunos breves comentarios acerca del manejo de nuestras reservas internacionales y nuestra política cambiaría principalmente porque se trata de un foro con características más cercanas al universo académico, que al trajín de la política económica. No quiero pues que esta intervención se interprete como una ruptura de mi voto temporal de silencio en la discusión de las medidas que a diario adopta el gobierno nacional.

Deseo sin embargo, aprovechar esta oportunidad para reiterar mi apoyo integral a las políticas adoptadas por el gobierno del presidente Alfonso López Michelsen. No podría ser de otra manera en el caso de un ex-ministro que tuvo participación activa en la adopción de la estrategia global del actual gobierno y que fue honrado tan inmerecidamente en múltiples ocasiones por el señor presidente.

El tema escogido por el doctor Eduardo Wiesner reviste hoy particular actualidad y excepcional dificultad ya que todo el pensamiento económico colombiano y todos los reflejos condicionados del país habían sido diseñados para manejar situaciones de balanza de pagos deficitarias y de reservas insuficientes. La

solidez económica, la imaginación y el valor con que el doctor Wiesner Durán presenta su trabajo, fueron sin duda la razón más poderosa para convencerme de participar en este foro promovido por la Asociación Bancaria y que ya cuenta hoy con tan bien ganado prestigio por su seriedad y solidez.

Los comentarios que me propongo presentar no pretenden desde luego escudriñar todos los aspectos del muy completo trabajo presentado por el doctor Wiesner, sino formular algunas observaciones sobre dos temas centrales, a saber: el modelo teórico y las recomendaciones para la formulación de lo que él llama acertadamente una política de transición.

### 1. El modelo teórico

Todas las teorías económicas son necesariamente el resultado de algunos supuestos y de multitud de simplificaciones. No podría ser de otra manera, puesto que la teoría económica pretende interpretar el comportamiento del individuo y de la sociedad frente a distintos estímulos económicos. Resultaría, pues, iluso soñar con que una teoría económica fuera capaz de interpretar con plenitud todas y cada una de las situaciones y absolutamente todas las reacciones que la sociedad y el individuo tendrían frente a esa innumerable gama de circunstancias.

En estas condiciones una teoría económica es más o menos válida mientras logre interpretar en forma más aproximada las situaciones, las reacciones y las expectativas. Pero, además, en teoría económica, cuando se gana en universalidad, se pierde inevitablemente en precisión. De ahí que resulte tan importante y tan válida la aserción de que en economía no hay dogmas. Hay teorías que interpretan situaciones cambiantes y que deben mantener una permanente dinámica vital.

En su excelente ensayo el doctor Wiesner escoge como esquema para interpretar los requerimientos de las reservas internacionales y los efectos de la política cambiaria el modelo monetarista riguroso. Frente a este modelo, que matemáticamente tiene un comportamiento tan limpio y que, por consiguiente, seduce con sus encantos cartesianos a las mentalidades ordenadas y exigentes; me asalta a mí la preocupación de que las políticas que de él emanan puedan resultar muchas veces impracticables, no solo para los gobiernos débiles de algunos países díscolos que en una u otra oportunidad tuvieron que defenderse contra el

Fondo Monetario Internacional, sino también para las naciones más poderosas que aparentemente habían mantenido a lo largo de los años una disciplina ejemplar. Cuando se habla de reservas y de políticas cambiarias dentro del rigor de la teoría monetarista, cabe la observación del doctor Wiesner en la presentación de su marco teórico: “En última instancia, claro está, el nivel que se considera adecuado —no necesariamente el que se logra— depende de consideraciones que, como dicen Clower y Lipsey, se salen del ámbito estrictamente económico para ‘llegar al de la política y al de la psicología social’ ya que, será un juicio político el que decida qué ajustes —en la tasa de cambio o en la oferta monetaria, por ejemplo— son políticamente viables o indispensables para mantener un determinado nivel ‘adecuado de reservas’.

En síntesis mi reacción frente al modelo monetarista estricto es que quizás funciona demasiado bien en el papel, pero implica decisiones políticas tan peligrosas que difícilmente puede un gobierno entregarse ciegamente a la ejecución de tan exigente disciplina.

Personalmente me atrae más la interpretación keynesiana de la economía porque ella incorpora en forma más explícita el comportamiento y las expectativas sociales. Simplemente como un repaso de estas teorías universalmente conocidas, pero con la interpretación que les da actualmente la Escuela de Cambridge, me voy a permitir presentar unas ecuaciones; dentro de una economía abierta se presenta la siguiente identidad:

$$\text{gastos públicos} + \text{inversión privada} + \text{exportaciones} \equiv \text{impuestos} + \text{ahorro privado} + \text{importaciones}$$

Esta identidad se puede transformar en la forma siguiente:

$$\text{gastos gobierno} - \text{impuestos} \equiv \left\{ \begin{array}{l} \text{ahorro} \\ \text{privado} \end{array} - \begin{array}{l} \text{inversión} \\ \text{privada} \end{array} \right\} + \left\{ \begin{array}{l} \text{importa-} \\ \text{ciones} \end{array} - \begin{array}{l} \text{exporta-} \\ \text{ciones} \end{array} \right\}$$

En otras palabras el déficit presupuestal es igual al déficit de balanza de pagos más el exceso del ahorro sobre la inversión privada.

En términos de política esto significa que, si se quiere aumentar la actividad en una economía, ello se puede lograr a través de un déficit presupuestal, en la expectativa de que dicho

déficit pueda compensarse en parte por el aumento de impuestos que genera el mismo incremento de actividad y en parte por el aumento de ahorro que resulta del mismo incremento del ingreso disponible. Sin embargo, como el aumento en el ingreso estimula también la inversión adicional, la identidad se logra casi siempre de un déficit de balanza de pagos.

No resulta, en consecuencia, sorprendente que algunos de los esfuerzos para lograr expansiones económicas a través del déficit fiscal, en países desarrollados y subdesarrollados, se hayan visto frustrados por el estrangulamiento que el déficit de la balanza de pagos ha creado en las reservas internacionales, cuando las políticas cambiarias no han respondido con suficiente velocidad a la modificación de las relaciones entre la demanda por importaciones y exportaciones.

Dentro de este contexto, el manejo de las reservas y de la política cambiaria debería acomodarse primordialmente a las decisiones políticas sobre el ritmo de la actividad económica y, por consiguiente, sobre la magnitud del déficit o del superávit del gobierno.

La presentación que acabo de hacer debe leerse en el contexto de las observaciones epistemológicas formuladas al principio de estos comentarios generales acerca del marco teórico del análisis económico, es decir, como una interpretación y no como un dogma.

## 2. El caso colombiano

Para encuadrar el análisis del caso colombiano en las circunstancias actuales el doctor Wiesner Durán comienza con la presentación de una distinción que a mi juicio tiene carácter fundamental. Se pregunta, en efecto, si las medidas para manejar la actual situación de reservas deben adoptarse dentro de un horizonte de corto o de largo plazo.

Para responder a esta pregunta, señala el doctor Wiesner que la acumulación de reservas registradas durante el año de 1976 y la que es previsible durante los dos o tres años siguientes, tiene un carácter transitorio ya que no se fundamenta en un cambio de la posición competitiva de Colombia frente al resto de las economías del mundo, sino que tiene su origen en un caso fortuito ajeno al control de nuestras autoridades, como es el

incremento de los precios del café ocasionado por la helada en el sur de Brasil en julio de 1975.

La acertada conclusión es que cualquier medida que se adopte debe tener en cuenta la necesidad de mantener la posición competitiva de la producción colombiana frente a los demás países.

Observa el autor que, desde 1967 —cuando se adoptó en Colombia el ajuste gradual de la tasa de cambio— hasta fines de 1976, el peso colombiano se había revaluado frente al dólar, en lugar de devaluarse en términos reales.

Ante esta evolución y dado que la acumulación de reservas genera con los mecanismos actuales una inevitable expansión en los medios de pago, se pregunta en qué forma se puede restablecer el equilibrio monetario y se encuentra frente a la siguiente disyuntiva: o se suspende el control de cambios y con él la compra de divisas por parte del Banco de la República, o se adoptan otras medidas alternativas que permitan reducir ese impacto monetario sobre la economía nacional durante el período de la “bonanza”.

La consecuencia de la primera alternativa sería inevitablemente la revaluación del peso frente a las divisas extranjeras y, por consiguiente, implicaría un deterioro peligroso de la posición competitiva colombiana frente al resto del mundo. Los costos de este tipo de política serían incalculables, si se tiene en cuenta que la situación de nuestros sectores productivos, tanto para competir con las importaciones como para conquistar mercados de exportación, es el resultado de largos años de esfuerzo y de políticas económicas que pueden calificarse sin temor, en su conjunto, como sensatas. En la última intervención que hice como ministro de Desarrollo ante el Centro de Estudios Colombianos, presenté un análisis de estas políticas.

El doctor Wiesner concluye, pues, que es preferible continuar manejando la tasa de cambio con el mecanismo de ajustes graduales e inclusive con un ajuste más acelerado que el que se ha registrado durante los últimos años.

Añade que esto debe realizarse dentro del contexto del control de cambios y que el exceso de medios de pago que dicha política puede originar se debe compensar en parte con los siguientes mecanismos:

a) En primer lugar la continuación del proceso de ajuste de la tasa de cambio debe nivelar el costo del dinero obtenido en los mercados internacionales con el del mercado interno y, por consiguiente, debería estimular el pago oportuno de las importaciones colombianas. Este efecto debería reducir substancialmente la deuda comercial que tiene en la actualidad el país y presentaría un importante factor de contracción monetaria.

b) En las circunstancias actuales se debería autorizar a los particulares el mantenimiento de inversiones financieras de corto plazo en el exterior. Si se acepta el supuesto de una tasa de reajuste de cambio relativamente acelerada, el rendimiento de estos depósitos en el exterior podría competir con las tasas de interés ofrecidas en el país y podría por consiguiente representar una forma aceptable de mantener recursos en el exterior que no afectaran los medios de pago nacionales.

Cabe anotar, además, que posiblemente resultaría aconsejable dar un tratamiento tributario especial a estos depósitos en el exterior como incentivo para su mantenimiento y como compensación por su contribución al manejo de la coyuntura cambiaria y monetaria.

c) Teniendo en cuenta las conclusiones de política que resultan del modelo explicado en la primera parte de estos comentarios, se debería añadir a las recomendaciones del doctor Wiesner que el manejo fiscal en una coyuntura como la que vive actualmente el país debería contribuir a reducir las tensiones inflacionarias y, por consiguiente, en términos estrictamente económicos, debería incorporar un objetivo de superávit fiscal y presupuestal similar al que, durante el año de 1976, obtuvo el gobierno. Dentro de la ortodoxia keynesiana la política fiscal es un instrumento fundamental en el manejo de la coyuntura económica. Así como es recomendable el déficit en los períodos de recesión, es también sano el superávit cuando se debe controlar inflación.

d) También parece oportuno revisar en este contexto algunos de los conceptos que inspiraron originalmente la creación del Título de Ahorro Cafetero, con el ánimo de complementar en uno de sus aspectos fundamentales, el manejo de los recursos adicionales originados en la exportación del grano. A mi modo de ver, sería importante examinar la posibilidad de incrementar en forma muy substancial los TAC que se entregan al cafetero

por encima del nivel actual del precio en pesos —como se sabe, hoy en día el precio de la carga de café está compuesto por \$ 6.500 en moneda corriente y \$ 500 en TAC—. Dentro de este esquema, el valor de los TAC se aumentaría a una cifra de alrededor de \$ 3.000 a \$ 4.000 por carga de café, manteniendo siempre los \$ 6.500 en moneda corriente. El precio total quedaría entonces alrededor de los \$ 10.000. Dichos TAC tendrían las siguientes características:

a) Serían nominativos.

b) No serían negociables.

c) Podrían utilizarse para pago de impuestos personales de renta y complementarios; para adquirir acciones de nuevas emisiones de capital en empresas agroindustriales, y para garantizar obligaciones bancarias a largo plazo.

d) Tendrían un plazo de tres años y devengarían un interés del 18% anual.

La iniciativa de autorizar el pago de impuestos con estos documentos, se justifica dada la circunstancia de que el mayor ingreso personal de los cafeteros generaría obligaciones impositivas adicionales, y parecería difícil exigirles la utilización de una parte substancial de su ingreso en moneda corriente en el cumplimiento de estas obligaciones.

La idea de aumentar substancialmente el pago en TAC nominativos y no negociables, tiene las siguientes ventajas:

a) No generaría ninguna presión sobre los medios de pago.

b) Permitiría a los caficultores vincularse personalmente al desarrollo de nuevas empresas agroindustriales, lo que diversificaría su patrimonio y contribuiría substancialmente al incremento de la oferta de insumos y bienes de consumo en el mercado nacional.

c) Reduciría la presión sobre el contrabando del grano, puesto que haría más costosa su adquisición en el interior del país.

Pero la lectura del trabajo del doctor Wiesner me ha hecho renovar algunas meditaciones acerca de la alternativa por él rechazada, es decir, la supresión del control de cambios con el cierre de compra de divisas por parte del Banco de la República y la consiguiente revaluación del peso colombiano. Preguntémo-

nos cuáles serían las medidas complementarias que se deberían adoptar para evitar que este conjunto de disposiciones tuviera un saludable efecto en el manejo a corto plazo del problema de las reservas, pero pudiera resultar en último análisis en un catastrófico retroceso de la economía nacional a largo plazo. En otras palabras, ¿cómo lograr que una revaluación del peso no se convirtiera en un **bumerang** que golpeará toda la producción colombiana?

Para conseguir dicho efecto sería necesario por lo menos adoptar las siguientes disposiciones:

a) Incrementar en forma substancial el certificado de abono tributario de tal manera que este compensara la reducción del número de pesos que los exportadores colombianos reciban por la venta de sus productos en el exterior.

b) Aumentar en forma general las tarifas arancelarias para mejorar la capacidad competitiva de nuestros empresarios frente a las importaciones. Este substancial aumento de aranceles implicaría además, un esfuerzo adicional en el control de nuestras fronteras para evitar la competencia desleal del contrabando. En esta materia la experiencia del país no es muy promisoria.

c) Pero la revaluación del peso y el estancamiento de la tasa de cambio en niveles relativamente bajos, sin control de cambios, crearía un estímulo excepcional para el endeudamiento en el exterior, ya que la tasa de interés efectiva que se pagaría sobre dichas obligaciones sería considerablemente inferior al costo del dinero en el país. Este endeudamiento en el exterior en magnitudes considerables generaría probablemente una tensión adicional hacia la revaluación del peso, puesto que se incrementaría la oferta de divisas dentro de un mercado limitado. No se escapan al análisis de ningún observador los efectos que este endeudamiento tendría tanto sobre la capacidad competitiva colombiana, como sobre la estabilidad financiera del país en el momento en que termine el ciclo de altos precios del café.

d) Pero el bajo costo de los recursos financieros en el exterior tendría además el efecto de diferir aún más el giro de divisas por concepto de importaciones. Este fenómeno contribuiría a agudizar los fenómenos descritos en el párrafo anterior.

e) Como el mayor arancel sería recaudado en pesos revaluados este no le compensaría al gobierno los gastos adicionales que implicaría el incremento substancial del CAT. Por consi-

guiente, es muy probable que si se adoptara esta política, resultará necesario también obtener recursos adicionales para el fisco a través de mecanismos tributarios, ya que, de lo contrario, el déficit fiscal originado en el esfuerzo para mantener la posición competitiva de nuestra producción, tendría a su vez un efecto inflacionario tanto desde el punto de vista monetario como a consecuencia del incremento de la demanda agregada.

En términos políticos, la supresión del control de cambios implicaría, pues, por una parte el incremento de los controles para evitar una desviación del CAT reajustado y para evitar la presión del contrabando; por otra, para que dicha supresión no concluyera en las mismas tensiones inflacionarias que se habían querido rectificar originalmente, sería necesario incrementar los impuestos más allá de los niveles de la última reforma tributaria.

Este somero análisis de los efectos que probablemente tendría la suspensión del control de cambios y de la compra de divisas por parte del Banco de la República, crea a mi juicio suficientes interrogantes acerca de los riesgos que podrían resultar para la economía colombiana de este tipo de medida. Parecería entonces más lógica, más viable políticamente y más acomodada a los mecanismos del mercado, la recomendación presentada por el doctor Eduardo Wiesner en su trabajo.

### Conclusión

Más que una conclusión debería anotar a esta altura que mi aspiración al formular estos comentarios no ha sido la de ofrecer fórmulas mágicas ni la de adoptar posiciones dogmáticas. Por el contrario, creo que el objetivo de este Simposio es el suscitar un debate amplio y valeroso sobre los grandes problemas nacionales. Mi deseo ha sido simplemente el de presentar algunas ideas que quizás fecunden la inteligencia de otros colombianos para la búsqueda de soluciones lógicas en términos técnicos y viables en el contexto político.

CAPITULO QUINTO

**El Control y la Financiación de las Importaciones**

Por Fernando Montes Negret

Comentarios de: Diego Pizano Salazar

Antonio Hernández Gamarra

## EL CONTROL Y LA FINANCIACION DE LAS IMPORTACIONES \*

FERNANDO MONTES NEGRET

### I—EL CONTROL DE CAMBIOS E IMPORTACIONES

El pensamiento económico latinoamericano ha insistido reiteradamente en la insuficiencia de las medidas ortodoxas de manejo cambiario para lograr la estabilidad de la balanza de pagos. Se argumenta que la devaluación por sí sola, dada la inelasticidad de las importaciones respecto al tipo de cambio, generalmente no tiene otro efecto que la elevación de los precios internos por el aumento de los costos industriales, a la vez que desestimula la sustitución de importaciones (1). Ello debido a que estas son estrictamente necesarias no solo para mantener el ritmo de la actividad productiva sino también para lograr una adecuada tasa de formación de capital. De otra parte, en cuanto a las exportaciones se refiere, se considera que el ingreso de divisas depende más de las fluctuaciones de los precios de los bienes de exportación en los mercados internacionales que de la posible mejora

---

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

Agradezco la valiosa colaboración del doctor Fernando Caicedo G., como coautor de la primera parte.

(1) Esto es cierto para los bienes de capital ya que encarece su importación desestimulando la ampliación del proceso.

en la competitividad del país que se lograría recurriendo a los estímulos cambiarios (2).

En estas circunstancias, dado el énfasis otorgado a la industrialización como estrategia de desarrollo, se va a poner especial cuidado en solucionar el llamado "estrangulamiento externo", la escasez de divisas que impone serias trabas al mantenimiento y expansión de la actividad manufacturera. Por esta razón, el logro de una adecuada liquidez internacional y el diseño de sistemas para asignar las divisas escasas en forma tal que garantice la continuidad del proceso de desarrollo industrial han sido preocupaciones fundamentales de la política económica de Latinoamérica en general y de Colombia en particular; una vez adoptado el sistema de crecimiento hacia adentro fundamentado en la sustitución de importaciones. Sin embargo, una vez avanzada esta, cuando comienza a pensarse en ampliar los mercados para la producción manufacturera reduciendo así la dependencia del ingreso de divisas de la exportación de bienes primarios y rebasando las limitaciones impuestas por la estrechez de los mercados nacionales, se va a proponer el establecimiento de estímulos cambiarios, con lo que comienza la etapa de promoción de exportaciones como continuidad lógica de la de sustitución de importaciones. Así, la política de comercio exterior se va a convertir en una solución de compromiso que va a intentar a un tiempo impedir aumentos excesivos en el nivel interno de precios, vía el aumento en los costos industriales, y de aumentar la competitividad de las manufacturas latinoamericanas en los mercados internacionales, presionando lo primero en contra de la devaluación y lo segundo en favor de ella.

Teniendo en cuenta lo antes expuesto, resulta claro que la adecuada comprensión del proceso de industrialización en el país es particularmente útil para analizar adecuadamente la política económica adoptada durante las últimas décadas, sobre todo en cuanto hace referencia al manejo cambiario. Es pues necesario comenzar este trabajo con una reseña sintética de la política

---

(2) Ello debido a los problemas estructurales. En un comienzo la monoexportación, y, más recientemente, a pesar de la diversificación de las exportaciones, la importante participación de los productos agropecuarios dentro del volumen global de ventas al exterior. Por ejemplo, en 1972 el 70% de las exportaciones provino del sector primario. Véase Konrad Matter, **The Effects of Foreign Private Enterprise on Development: The Case of Colombia**. Zurich: Saint Gall School of Economics, 1976, p. 48.

cambiaria adoptada en Colombia desde los años treinta en relación con la actividad manufacturera, haciendo énfasis especial en el Decreto 444 de 1967 y sus desarrollos posteriores.

### 1. Antecedentes.

El primer régimen de control de cambio se adoptó en el país en el año de 1931, como respuesta a la crisis interna resultante de la Gran Depresión de 1930, sin que se tuvieran en cuenta intenciones específicamente industrializantes. Sin embargo, la crisis de abastecimientos de manufacturas en el mercado internacional, creó las condiciones para que se pensara en la producción interna para sustituir las importaciones de dichos bienes. Así, sin intención premeditada la industria comienza un activo desarrollo dentro de un contexto de control de cambios, lo que implicó una preferencia por los mecanismos administrativos sobre los de precios en el manejo de las importaciones.

Empero, las divisas obtenidas de las exportaciones, a pesar de asignarse preferencialmente a las importaciones necesarias, llegan a ser insuficientes, debido fundamentalmente a la situación de los mercados internacionales de bienes primarios, haciéndose evidente el problema de la llamada *brecha externa*. Por otra parte, las necesidades de acumulación de capital en la industria sobrepasan las posibilidades de formación interna de ahorro, lo que impone otra restricción al modelo de desarrollo adoptado, conocida como *la brecha interna privada*. Además, el estado ve insuficientes sus recursos para apoyar el crecimiento con la creación de una adecuada infraestructura física y social, la llamada *brecha interna pública*. Frente a dichas limitantes del desarrollo, se piensa en la necesidad de acudir a capitales externos, tanto en forma de inversión directa como de préstamos de las agencias internacionales creadas a finales de la década de los cuarenta (3).

Por ello, en el año de 1948 se produce un cambio de importancia en el régimen cambiario. Aunque se mantienen los mecanismos de control, conservando un mercado oficial con tasa de cambio institucional determinada, que se alimentaría de las divisas obtenidas por medio de la exportación de los principales rubros, se crea un mercado libre de capitales con tasa fluctuante, ali-

---

(3) Sarmiento Palacio, Eduardo. "Financiamiento externo, inflación y acumulación de capital". *Revista de Planeación y Desarrollo*, Vol. V N° 1, enero-marzo 1973, pp. 14-16.

mentado especialmente con los recursos de capital antes mencionados. Pero, es importante señalar que el régimen cambiario en 1948 no solo se concibe como solución coyuntural, sino que crea una estructura general de manejo de los recursos de cambio exterior adaptable al giro de los acontecimientos. Así, se deja establecido un organismo más o menos autónomo encargado de hacer los ajustes necesarios al sistema cuando las circunstancias lo exijan: se deja la posibilidad de eliminar el mercado libre de divisas si ello es imprescindible y se mantienen criterios selectivos de importación cuando la situación lo requiera, aun cuando no había propiamente una crisis cambiaria. Además, el mecanismo de cambios establecido por la administración Ospina Pérez, primero por medio de un decreto de estado de sitio, y luego con la sanción por parte del Congreso de la Ley 90 de 1948, se complementa con otras medidas como el fomento a la utilización de materias primas de origen nacional, la posibilidad de otorgar subsidios a las exportaciones para hacerlas competitivas y otras similares (4), encaminadas todas a disminuir la presión sobre la balanza de pagos, estimulando al mismo tiempo la expansión industrial. Se institucionaliza en esta forma el modelo de crecimiento hacia adentro que la crisis de 1930 había en cierto modo impuesto, sin que ello signifique una autarquía en materia de flujos internacionales de capital, es decir lo que podría llamarse un régimen de control atenuado. El éxito pareció acompañar a esta política: no solo se lograron saldos positivos en la balanza comercial sino que se mantuvo el proceso interno de desarrollo con una creciente participación de la inversión extranjera.

La política económica iniciada con la Ley 90 se mantiene, con algunas modificaciones y perfeccionamientos, hasta 1953, año en el cual la súbita bonanza cafetera hace pensar en la necesidad de atenuar los controles, en parte por la incapacidad del gobierno para controlar la expansión monetaria debida al imprevisto y significativo aumento de las reservas internacionales (5). Se elimina así, en primera instancia, la prohibida importación, más adelante, se amplía el mercado libre de divisas, lo que condujo a

---

(4) Sin embargo, el fomento a las exportaciones se condicionó a un abastecimiento interno suficiente, para evitar alzas en el nivel interno de precios (Art. 9º).

(5) García García, Jorge. *A History of Economic Policies in Colombia: 1953-1970*. Chicago: Ph. D. Dissertation, University of Chicago - mimeo, 1976, p. 4.

un significativo aumento de las importaciones, en especial de bienes de consumo. Esta liberalidad en el manejo de la liquidez internacional va a tener graves consecuencias cuando el precio del café comienza a descender en el mercado mundial y se hace difícil mantener un volumen razonable de otras exportaciones. Entonces, se establecen prioridades para los giros al exterior y luego se trasladan los recursos del mercado libre al oficial buscando liquidez para los pagos ordinarios. Con todo, comienza la mora en los pagos externos, tanto por importaciones como por el servicio de la deuda externa. El inadecuado manejo de la liquidez internacional durante la dictadura militar obliga a dar marcha atrás, haciéndose evidente que la política económica adoptada puede considerarse como una "sobreliberación", sobre todo si se tiene en cuenta que la tasa de cambio no experimentó modificaciones sustanciales.

Se vuelve entonces al régimen de dos mercados cambiarios, pero tratando de evitar diferenciales demasiado grandes entre ellos y se realiza una importante devaluación. De otra parte, se recurre a un préstamo externo para solucionar la crisis de liquidez internacional, bajo la consideración de que esta era solo coyuntural. Empero, poco después se expiden la Ley 1ª y el Decreto 1345 de 1959 como mecanismos reguladores de las importaciones en el largo plazo, sistema que se va a fundamentar en tres aspectos centrales: en primera instancia, regular o racionar la demanda de divisas adecuándola a la disponibilidad de reservas; en segundo término, ejercer una función proteccionista de la industria nacional, asignando las divisas para la compra de bienes no producidos en el país; y, por último, propender por una mayor eficiencia y competitividad de la industria nacional, por medio de un cambio en la estructura del arancel. Sin embargo, en cuanto a las exportaciones se refiere, no se consideró ningún medio de estímulo especial para promoverlas, llegándose incluso a desestimarlas, ya que los reintegros de las más importantes se liquidaban a la tasa oficial y no a la del mercado libre. Sin embargo, la política seguida durante los años 1960-1963 va a aproximarse más a una liberación, ya que muchos de los bienes hasta entonces de prohibida importación van a someterse solo a licencia previa o a permitirse su libre entrada al país; al mismo tiempo se reduce el costo efectivo de las compras en el exterior, lo que se debe a varias razones, entre las que cabe destacar el mantenimiento de la tasa de cambio nominal, el aumento en el nivel interno de precios y el

desmonte de los depósitos previos y las garantías de importación. Todo ello va a producir un significativo aumento de las importaciones y el consiguiente agravamiento de la crisis del sector externo de la economía.

En tales circunstancias, con el fin de intentar solucionar la crisis cambiaria se van a realizar sustanciales devaluaciones en los años 1962 y 1965, lo que contribuyó a la elevación del nivel interno de precios, en forma acorde con los planteamientos de la teoría latinoamericana del desarrollo, sintetizada a comienzo del capítulo (6). Como las modificaciones en la tasa de cambio no fueron suficientes para corregir los desequilibrios de la balanza de pagos (7), se recurrió de nuevo a fortalecer los controles a las importaciones, aunque después se vuelve de nuevo a los programas de liberación. En medio de estas vicisitudes la demanda por importaciones sigue en aumento y las reservas internacionales netas llegan a ser negativas (cuadros 1 y 2). Por otra parte, comienza un descenso de los precios del café en los mercados externos.

Tanto la necesidad de dar solución a la aguda crisis coyuntural como el análisis detenido de la experiencia histórica en materia cambiaria, caracterizada más por tratar de adaptarse a las diferentes situaciones que por intentar soluciones de largo plazo y por ser no pocas veces contradictoria, a pesar de los esfuerzos de las Leyes 90 de 1948 y 1ª de 1959, llevaron a la administración iniciada en 1966 a pensar que solo dentro de una concepción más amplia del desarrollo podría remediarse definitivamente la crisis estructural de la balanza de pagos.

## 2. El estatuto cambiario: Decreto-Ley 444 de 1967

### A. *Consideraciones generales*

Las dificultades externas señaladas anteriormente plantearon la urgencia de una reforma cambiaria, buscando aprovechar la experiencia de las devaluaciones llevadas a cabo durante el

---

(6) Nótese que en la composición de las importaciones los bienes intermedios y de capital han aumentado su participación, representando más del 80% del total de importaciones en el período 1960-1965.

(7) Musalem, A. R. **Dinero, inflación y balanza de pagos: la experiencia de Colombia en la post-guerra**. Bogotá: Talleres Gráficos del Banco de la República 1971, p. 32. El autor muestra cómo a pesar de las devaluaciones, el costo efectivo real de importar en 1966 fue menor que en 1958 y 1963.

gobierno anterior. Las políticas ortodoxas del Fondo Monetario Internacional, por el contrario, recomendaban una devaluación de considerables proporciones como un *sine qua non* para dar luz verde a los créditos externos que venía negociando el país (8).

CUADRO 1  
Exportaciones e importaciones

(Millones de US\$)

Año	X	Café	M cif	R brutas
1950	396.0	308.0	365.0	101
1951	463.3	359.8	419.0	125
1952	473.3	379.9	415.4	154
1953	596.0	492.8	546.7	190
1954	657.1	550.2	671.8	257
1955	579.6	484.1	669.3	136
1956	599.1	474.6	657.2	131
1957	511.1	390.1	482.6	145
1958	460.7	354.8	399.0	160
1959	474.7	363.3	415.6	216
1960	465.7	333.5	518.6	178
1961	434.8	307.9	557.1	149
1962	463.2	331.8	540.4	96
1963	446.1	303.0	506.0	87
1964	545.7	394.2	586.3	104
1965	537.0	343.9	453.5	96
1966	509.9	328.3	674.3	77
1967	509.9	321.5	496.9	83
1968	558.3	351.4	643.3	173
1969	607.4	343.9	685.3	221
1970	742.9	466.7	843.0	206
1971	708.2	399.7	929.4	203
1972	873.8	430.4	858.9	325
1973	1.231.5	597.9	1.061.5	534
1974	1.508.8	624.8	1.602.2	449
1975	1.520.1	674.5	—	522

Fuente: Financial Statistics, IMF.

X: Exportaciones.

M: Importaciones.

R: Reservas internacionales.

Un aspecto fundamental de las reformas que venían planeándose y que culminarían con la expedición del Decreto-Ley 444 de 1967 era una concepción más amplia de la política de comercio

(8) Véase Roberto Salazar, *La Economía Internacional y el Estatuto Cambiario Colombiano*, Tesis de grado en derecho, Universidad Libre, noviembre de 1973.

exterior dentro del contexto del desarrollo económico del país. En 1965 el entonces senador Lleras Restrepo afirmaba que:

“La política de comercio exterior, debe formar parte de una concepción más amplia sobre el conjunto de la economía nacional. Somos un país en desarrollo y tenemos las fallas estructurales que a esa situación corresponden. Entre estas la que Raúl Prebisch ha denominado con acierto ‘la estrangulación exterior’...” (9).

CUADRO 2  
Reservas internacionales netas

Año	Millones de US\$
1960	61.8
1961	-34.4
1962	-79.5
1963	-111.9
1964	-122.0
1965	-61.5
1966	-94.8
1967	-36.3
1968	35.2
1969	96.6
1970	152.0
1971	170.4
1972	345.2
1973	515.9
1974	429.5
1975	547.3
1976 *	979.3

Fuente: Revista Banco de la República.

\* Datos a noviembre 20 de 1976.

Además, la concepción estructuralista de los problemas del comercio exterior y el desarrollo, con su marcado énfasis en la sustitución de importaciones y la protección de la industria nacional, se combinaba con un rechazo de las devaluaciones bruscas de épocas anteriores.

“El sistema de cambio fluctuante es un método para permitir que la tasa de cambio exterior busque su nivel de equilibrio sin señalarla por un acto de la autoridad pública, sino dejando que el mercado la forme dentro de una situación fluida... Si está en curso un proceso inflacionario y se instaura el sistema de cambio fluctuante sin haber tomado previamente todas las medidas necesarias para corregir ese proceso, esto es, las con-

(9) Carlos Lleras Restrepo. Comercio Internacional, p. 275, 1965.

sistentes en impedir aumentos considerables del poder de compra no compensados con crecimientos de la producción, el método no nos guía a un nivel de equilibrio sino que al mismo tiempo acelera el proceso inflacionario y lo refleja en la devaluación ininterrumpida del valor externo de la divisa nacional" (10).

Así, el conjunto de políticas puesto en vigencia por medio del Decreto-Ley 444 de 1967 consideró también la devaluación y unificación de las tasas de cambio reales, aunque sin olvidar medidas de otra naturaleza acordes con la concepción latinoamericana del desarrollo. Tal solución de compromiso entre esta visión y la ortodoxia monetarista se explica también, como antes se señaló, por el deseo de aumentar la competitividad de las manufacturas colombianas en los mercados internacionales, promoviendo así las exportaciones e impulsando su diversificación. Sin embargo, el fundado temor a originar en esta forma desproporcionados aumentos en el nivel interno de precios, tal como había sucedido en los años inmediatamente anteriores, llevó al gobierno a no considerar la devaluación como el único medio de impulsar las exportaciones, acogiendo en cambio una política mixta que contempló también un estímulo de naturaleza fiscal, el certificado de abono tributario —CAT—, tan discutido posteriormente.

En la nueva orientación que se le estaba dando al régimen cambiario la promoción de exportaciones diferentes al café habría de jugar un papel importante, estrechamente ligado a la necesidad de ampliar y estabilizar el flujo de importaciones de productos considerados vitales para la industria. En otras palabras, las políticas que deberían tomarse estaban dirigidas a cerrar la brecha externa y en lo doméstico a suplir las necesidades de ahorro, con recursos tanto internos como externos, que permitieran un proceso más acelerado de formación de capital.

Asimismo, la política fiscal buscó evitar la generación de desequilibrios internos que podían amenazar la estabilidad externa, trabajando sobre la base de presupuestos financiados con recursos no inflacionarios y recurriéndose a la financiación externa del déficit, dedicando buena parte de estos préstamos a gastos de inversión. En cuanto al aumento de los recaudos fiscales se buscó mejorar la administración de impuestos, a la vez

---

(10) *Ibid.*, pág. 24.

que se impusieron nuevos impuestos (impuesto a la gasolina entre otros) y se elevaron algunas de las tasas efectivas de los ya existentes (retención en la fuente, reducción de algunas exenciones, . . .), con lo que se comenzó a eliminar otro de los problemas estructurales del país, ya que el déficit fiscal contribuyó significativamente a la expansión de los medios de pago en el período 1938-1962, con los consiguientes desequilibrios inflacionarios. Se consolidaba sí una línea de conducta iniciada por la administración precedente (11). Igualmente, a pesar de las tasas relativamente altas de aumento en la oferta monetaria, se lograron mantener bajas tasas de crecimiento de los precios (1967-1970).

Un aspecto de gran significación en el largo plazo resultante de las medidas introducidas por el Decreto-Ley 444 de 1967 fue la reorganización y creación de nuevas instituciones encargadas de regular el comercio exterior y los cambios internacionales.

Finalmente, el racionamiento de la demanda por importaciones a través de mecanismos de precios (variaciones en la tasa de cambio, en los aranceles y en los depósitos previos), además de mejorar la asignación de recursos, daría al estado la suficiente flexibilidad en el manejo de la política externa para llevar a cabo una liberación ordenada de las importaciones a medida que mejorara la posición de reservas del país.

No queda duda de que el Estatuto Cambiario se concibió como una medida que habría de organizar el comercio exterior en el largo plazo. Para poder cumplir esta función debería por un lado ser lo suficientemente flexible para adaptarse a las cambiantes circunstancias del comercio internacional, además de establecer los mecanismos institucionales para instrumentar el Estatuto. Es interesante recordar las bases preliminares establecidas por la comisión conjunta encargada de la redacción final del decreto:

“... se entró a discutir si convenía redactar en forma detallada todos los posibles temas, o si sería mejor hacerlo en forma general, para llegarse finalmente a la conclusión de que en algunos aspectos especiales, tales como el régimen de capitales y crédito externo, se debería ser lo más preciso posible. En cambio, en lo que hace referencia a otros puntos, donde esta precisión no sea indispensable sino que, por el contrario, sea útil disponer de cierta flexibilidad para expedir reglamentos de acuerdo con

---

(11) Kalnins, Arvids. *Análisis de la moneda y la política monetaria colombiana*, Bogotá: Ediciones Tercer Mundo, 1963, cuadro N° 29.

las variables circunstancias económicas, se emplee una redacción de carácter general, susceptible de fácil modificación. Esta conducta se acogió porque el nuevo estatuto se concibe como una norma encaminada a orientar el comercio y los cambios internacionales a largo plazo, de una parte, y porque además, debe contener normas precisas que son indispensables en algunos casos como el de la atracción de capitales extranjeros, los cuales requieren la existencia de disposiciones legales que les garantizan la seguridad de su vinculación al país y el giro de sus rendimientos" (12).

Para concluir estos comentarios generales sobre el Decreto-Ley 444 de 1967, es preciso señalar que, si bien sistematizó el manejo cambiario y de importaciones en forma bastante amplia y detallada, dejó algunos vacíos en cuanto se refiere a los problemas petroleros y cafeteros, cuya importancia solo se ha podido apreciar cabalmente a la luz de la experiencia reciente. Respecto a los primeros, el estatuto mantuvo el sistema de la tasa diferencial para liquidar las compras de petróleo crudo para refinación, con elevado costo fiscal y desestimulando posiblemente la producción doméstica de crudos. De otra parte, se dejó mucha autonomía a ECOPETROL para el manejo del producto de sus exportaciones y de su deuda externa. Igualmente, a la Federación Nacional de Cafeteros se le permitió administrar las divisas cafeteras con bastante independencia, por cuanto la determinación del presupuesto en moneda extranjera que el organismo somete a la consideración de la Junta Monetaria, está sujeto a las imprevistas fluctuaciones de precios y volúmenes exportados. La falta de precisión del estatuto respecto a los mecanismos de control de las operaciones en moneda extranjera de estas entidades, ha dificultado el manejo coherente de las reservas internacionales por parte de las autoridades monetarias.

#### *B. Los mecanismos de importación*

En lo que toca al régimen de importaciones, que es el tema que concierne más directamente a este estudio, el Estatuto Cambiario si bien retornó a los principios de sustitución de importaciones y protección de la producción interna no olvidó por ello consideraciones de eficiencia, proponiéndose determinar "plazos

---

(12) "Bases preliminares para la redacción del Estatuto de Cambios Internacionales y Comercio Exterior", *Antecedentes del Estatuto Cambiario*, Secretaría, Comisión Conjunta, febrero 15 de 1967.

apropiados para que las industrias nacionales racionalicen su producción a fin de que se coloquen en condiciones económicas de competencia" (Art. 72). Debe señalarse, en cuanto a la filosofía intervencionista, que ella busca también restringir las importaciones superfluas y evitar la acumulación de inventarios para fines especulativos (Arts. 7º y 77). Dicha concepción implicó la preservación de los mecanismos administrativos de control (sistema de listas), aun cuando el racionamiento a través de los precios (tasa de cambio, aranceles, etc.), adquirió mayor importancia. Sin embargo, frente a la difícil situación de reservas internacionales, se fortalecieron los sistemas de regulación estableciéndose el presupuesto de divisas y la obligación de registro y licencia (13) para toda importación no clasificada como libre. Con todo, estos mecanismos se vinculan directamente con la coyuntura, por cuanto en el largo plazo se previó la necesidad de reducir gradualmente las restricciones de pagos al exterior en la medida en que la situación de la balanza de pagos del país así lo permitiera (Art. 3º), sin olvidar por ello las demás consideraciones antes señaladas.

Dentro de los mercados de divisas organizados por el Estatuto (mercado de certificados de cambio y mercado de capitales) los giros por importaciones cuyas licencias hubieran sido aprobadas se deberían hacer por el mercado de certificados. El papel que el sistema financiero nacional jugaría en la financiación de importaciones era esencialmente pasivo, dependiendo fundamentalmente de las financiaciones que obtuviera en los mercados internacionales, principalmente mediante la apertura de cartas de crédito sobre el exterior (Art. 14º). Se autorizaba a la Junta Monetaria para determinar la cuantía máxima de la posición propia en M/E. (total de activos en M/E. — total de pasivos en M/E.), (Art. 34º) y reglamentar la cuantía y el encaje aplicable sobre los depósitos especiales en M/E. que el Banco de la República podía constituir en los establecimientos bancarios (Art. 35º). Estas disposiciones consignadas en los artículos 34 y 35 del De-

---

(13) Dentro de los criterios para el estudio de las solicitudes de licencia se señalan: la contribución de los artículos importados al consumo popular y al empleo, su contribución al fomento y diversificación de exportaciones, el ahorro de divisas que se obtenga, si se produce el artículo en el país o no, la situación de los inventarios del producto que se quiere importar, etc. A pesar de las ventajas de este tipo de asignación, la posible distorsión en la asignación de recursos debe tenerse en cuenta.

creto 444 constituían la única fuente doméstica de financiación en M/E. En parte posterior concerniente a la financiación del sector importador discutiremos en detalle estas medidas, pero cabe anotar aquí que esta dependencia de la financiación externa tenía un gran sentido en una situación de reservas como la que experimentaba el país en ese momento, aunque no necesariamente representa la mejor solución en presencia de una buena situación de cambio exterior.

No hay duda de que una vez superadas las dificultades cambiarias de los años sesenta el ritmo de importaciones se ha acelerado considerablemente. Como se observa en la tabla adjunta, de 1967 a 1975 las importaciones se han más que triplicado, pasando de un valor CIF de US\$ 496.9 millones en 1967 a US\$ 1.602.2 millones en 1974, aunque posteriormente han tendido a descender (cuadro 1).

Finalmente, un mecanismo al cual nos referiremos posteriormente en este documento es el de los depósitos previos de importación, autorizados en el Art. 83 del Estatuto. Estos depósitos constituyen un requisito indispensable para poder llevar a cabo el registro de importaciones o el otorgamiento de licencias, dentro de las cuantías, plazos y demás requisitos que establezca la Junta Monetaria. Este mecanismo no es nuevo ya que fue creado por primera vez por el artículo 7º del Decreto Legislativo 637 de 1951 en una cuantía del 10% del valor en pesos de las importaciones. El carácter de estos depósitos ha venido cambiando, pasando de ser instrumento de control directo a las importaciones a ser instrumento de control monetario (14). A los bienes de capital se les da un trato preferencial, excluyendo del requisito de constituir depósito previo a las importaciones del sector público y creando un régimen especial para las del sector privado. Así mismo, se estimuló la inversión extranjera, por cuanto las importaciones no reembolsables quedaron exentas (15).

---

(14) El Artículo 87 del estatuto cambiario prohibió al Banco de la República utilizar los depósitos previos de importación "para hacer imposiciones de fondos en otros establecimientos bancarios, para otorgar préstamos o para cualquier otro objeto".

(15) Además, como mecanismo complementario del CAT, se excluyó de la obligación de constituir depósito previo las importaciones de bienes que se hagan del Plan Vallejo.

### 3. Modificaciones al Estatuto Cambiario

El Decreto-Ley 444 fue complementado por medio de políticas encaminadas todas a la consolidación del desarrollo económico, buscando eliminar las presiones sobre la balanza de pagos y ampliar los mercados aumentando la eficiencia del proceso de sustitución de importaciones, al aprovechar debidamente las economías de escala. La creación del Grupo Andino se propuso no solo extender la órbita del comercio nacional, en especial de manufacturas, sino también desarrollar la estructura industrial de forma tal que se garantizara un adecuado suministro de materias primas estratégicas por medio de un proceso de programación sub-regional, así como evitar que los giros por concepto de inversiones externas de capital se convirtieran en una gravosa carga sobre la liquidez internacional, en vista del significativo volumen que aquellas habían alcanzado desde 1948. El éxito de esta estrategia regional de desarrollo se fundamentaba en el liderazgo otorgado a la industria (16).

Así mismo, en la esfera interna, durante el período 1966-1970, a pesar del énfasis en la promoción de exportaciones no tradicionales, se continuó activamente el proceso de sustitución de importaciones con proyectos de la importancia de las plantas de caprolactama y fertilizantes, así como del impulso al sector automotriz, el cual impulsaría una significativa ampliación del sector metalmecánico (17). De otra parte, en la inversión pública se hizo gran énfasis en las obras de infraestructura física, creando así externalidades que coadyuvaron al desarrollo industrial.

A partir de 1970, comienza a variar la concepción general de los planes de desarrollo, al desplazarse el énfasis del sector industrial al de la construcción de vivienda urbana. Dicho cambio se explica por considerarse que el modelo de industrialización había sido insuficiente para generar empleo, capacitar la mano de obra y distribuir el ingreso, factores que habían sido destacados por la crítica al esquema de la sustitución de importacio-

---

(16) Garay S., Luis Jorge y Perry R., Guillermo E. "Algunos interrogantes sobre las perspectivas del Grupo Andino" *Coyuntura Económica*. Vol. VI N° 3 octubre de 1976, p. 258.

(17) Figueroa J. Alejandro. "El sector externo y la política económica del gobierno", Banco de Bogotá, *Boletín de Comercio Exterior*, N° 104-105, marzo-abril 1975, p. 4.

nes (18). Sin embargo, la política general de cambios inaugurada por el Decreto-Ley 444 de 1967 se mantuvo, consolidándose así, el proceso de eliminación de la brecha externa. El incremento de las reservas internacionales, resultante de los mecanismos de estímulo a las exportaciones y del auge de los mercados externos, contribuyó a la aceleración en la tasa de crecimiento del producto. Debe observarse, sin embargo, que a la mejora de la liquidez por el Decreto-Ley 444 de 1967 se mantuvo, consolidándose así internacional en este período contribuyó también un notable ingreso de divisas por concepto de crédito externo (cuadro 3). De otra parte, los aumentos en el ahorro interno se destinaron especialmente al sector de la construcción y en menor grado a la formación de capital industrial.

CUADRO 3

**Movimiento de cambio extranjero: Ingreso por financiación capital oficial**

Año	(Miles de US\$)
1962 .....	87.3
1963 .....	50.1
1964 .....	57.0
1965 .....	21.0
1966 .....	46.3
1967 .....	76.7
1968 .....	89.4
1969 .....	85.1
1970 .....	106.0
1971 .....	89.5
1972 .....	190.9
1973 .....	220.2
1974 .....	129.8
1975 .....	152.4

Fuente: Banco de la República.

Al mismo tiempo se inició el proceso de liberación de importaciones, amparado en la adecuada liquidez internacional. Hacia finales del período 1970-1974 se hizo evidente la existencia de una demanda especulativa de importaciones, que se tradujo en un considerable incremento de las compras externas de bienes intermedios, superior al que hacía prever el crecimiento del pro-

(18) Cardoso, F. H. y Falleto, E. Dependencia y desarrollo en América Latina. Buenos Aires, 1973.

ducto industrial (19). La bonanza del sector externo tuvo importantes repercusiones sobre el crecimiento del nivel interno de precios, lo que contribuyó a estimular aún más las importaciones y desestimular las exportaciones, sin que esto contrarrestara la dinámica impuesta por el boom de la economía mundial y los subsidios a través del CAT (20). Cabe señalar que el proceso inflacionario se apoyó fundamentalmente en la financiación deficitaria del gasto público a través de la contratación de crédito externo, lo que implicó elevadas tasas de expansión de los medios de pago (21).

El descenso continuado en los ingresos fiscales en relación con el PIB y la financiación inflacionaria del déficit, llevaron a la actual administración a realizar una reforma tributaria encaminada a lograr mejoras en la distribución del ingreso y lograr estabilidad de precios, posponiéndose la elaboración de un plan de desarrollo en tanto no se lograra esta última meta. Las modificaciones en la estructura fiscal contemplaron un aumento de los impuestos de renta y ventas, así como la disminución del CAT en un momento en que las exportaciones comenzaban a experimentar dificultades debido a la recesión internacional. Esta última, sumada al descenso de los precios del café en los mercados externos, por otra parte, había comenzado a afectar el ritmo de la actividad productiva interna, por lo que la mayor carga tributaria no contribuye a atenuar los síntomas recesivos, sino más bien a fortalecerlos. De esta forma, la industria ve limitados a un tiempo el mercado interno y el internacional. Sin embargo, se pensó que la incidencia desfavorable de la sustancial reducción del CAT sería compensada por el éxito del programa de estabilización y una aceleración en el ritmo de devaluación, factores que contribuirían a elevar la tasa de cambio efectiva real para las exportaciones, controlándose al mismo tiempo las importaciones.

---

(19) Fuentes H., Alfredo y Villaveces P., Ricardo, "La liberación actual de importaciones y su perspectiva histórica", *Coyuntura Económica*, Vol. V, N° 2, Pág. 94.

(20) La tasa de cambio efectiva real que había venido aumentando hasta 1971, presenta una baja continuada durante los años siguientes. "Sector Externo", *Coyuntura Económica*, Vol. VI, N° 1, abril 1976, Cuadro VII-8.

(21) Hernández Gamarra, Antonio. "Déficit fiscal, política monetaria y distribución del crédito". Banco de la República - Asociación Bancaria de Colombia. *El mercado de capitales en Colombia*, 1974. Bogotá: Ediciones Tercer Mundo, 1975, p. 83.

Con todo, a pesar de que la política económica adoptada al comienzo del gobierno se va a fundamentar en la necesidad de solucionar la crisis fiscal presente en 1974, con miras a lograr la estabilización, la filosofía del nuevo plan de desarrollo va a ser en muchos aspectos similar a la de "Las Cuatro Estrategias", por cuanto se continúa con la tendencia crítica al modelo tradicional de desarrollo seguido desde los años treinta, el crecimiento hacia adentro fundamentado en la sustitución de importaciones, y se desplaza el énfasis de la inversión pública de la creación de externalidades para la actividad productiva a la inversión social:

El programa que le proponemos al país es el de cambiar los objetivos de las políticas, e intentar la protección de los sectores tradicionales en el campo y la ciudad y destinar la inversión pública primordialmente a obras en las ciudades intermedias y pequeñas, y en las zonas rurales donde se concentra la población más pobre (22).

Así, a más de cambiarse radicalmente las prioridades en la orientación del gasto público, el nuevo plan propuesto no precisa con claridad una estrategia de desarrollo, ya que se centra ante todo en los aspectos de distribución del ingreso, "favorecer al 50% más pobre de la población". En consecuencia, la responsabilidad del crecimiento se deja ante todo en manos del sector privado con un mínimo de intervención estatal, aunque se señala que se otorgarán algunos subsidios financieros para los proyectos que sean acordes con la filosofía del plan. Además, dentro de los mecanismos de acción gubernamental se contemplan los encaminados a lograr una mayor eficiencia productiva, lo cual es de especial importancia como modificación al modelo de desarrollo tradicionalmente seguido en el país y constituye el punto básico de apoyo de la política de comercio exterior (23).

En estas circunstancias, el gobierno comienza a instrumentar una política de liberación de importaciones especialmente a

---

(22) Departamento Nacional de Planeación. **Para cerrar la brecha. Plan de desarrollo social, económico y regional 1975-1978.** Bogotá: Talleres Gráficos del Banco de la República, 1975, p. 5.

(23) Nótese que en el planteamiento anterior se hace una clara distinción entre "estrategia de desarrollo" y, lo que es bastante más general, "filosofía del desarrollo". La primera implica precisar las metas que se desea lograr y el camino para hacerlo.

través de la eliminación de los depósitos previos, la ampliación de la lista de libre importación y reducciones del arancel, aun cuando la situación de reservas internacionales se estaba deteriorando. La bonanza cafetera que comenzó a finales de 1975 permitió acelerar aún más este proceso. Con todo, el descenso de las importaciones en ese año indica que la demanda por importaciones responde más a los cambios en la actividad económica general (cambios en el gasto nacional) que a los estímulos de precios, como se hizo evidente en la recesión de 1975 (24). En el presente año, a pesar de la reactivación de la economía nacional debida a la bonanza cafetera, el ritmo de crecimiento de las importaciones ha sido insuficiente para absorber el aumento de las reservas internacionales. Así, la liberación no ha contribuido en el grado que se esperaba a la solución de los desequilibrios internos, lo que demuestra que el manejo de las importaciones con criterios puramente monetarios no es suficiente y debe complementarse con un estímulo a la actividad productiva, en especial la industrial. Los propósitos de estabilización no deben hacer olvidar que la composición de las importaciones es fundamental dentro de una adecuada administración de las divisas orientada hacia el logro del crecimiento autosostenido del producto. Por ello, la austeridad en las compras de bienes de consumo suntuario y la limitación de las importaciones especulativas fueron también importantes justificaciones para la expedición del Decreto-Ley 444 de 1967 (25).

#### 4. Comentarios finales

En resumen, como se desprende del análisis anterior, la historia cambiaria del país se caracteriza por ser eminentemente coyuntural frente a las variaciones en la situación de reservas internacionales, con las notables excepciones de la Ley 90 de 1948, la Ley 1ª de 1959 y el Decreto-Ley 444 de 1967. Cabe destacar las coincidencias de estas disposiciones en la concepción del sector externo dentro de un marco general del desarrollo. Sin embargo, la única de ellas que se ha mantenido como marco orien-

---

(24) Este aspecto será discutido en detalle en la parte II de este trabajo.

(25) Hasta septiembre de 1976 las importaciones dirigidas hacia el sector manufacturero no han aumentado su participación en el valor total de las importaciones. En tal situación, es de esperar que el balance del año arroje incrementos en los bienes de consumo. Ver cuadros 4 y 5.

tador de las políticas de comercio exterior es el Estatuto Cambiario de 1967, a pesar de los cambios en la visión acerca del desarrollo a partir de 1970, en especial en los últimos años. Con todo, los cambios en la concepción del desarrollo que hemos señalado a lo largo de este capítulo, que han ocurrido no solo en Colombia sino en otros países de latinoamérica, han llevado al estancamiento de algunos de los programas complementarios para el desarrollo industrial con eficiencia que preveía el Estatuto Cambiario. Como anotan Garay y Perry (26), el Acuerdo de Cartagena estaba basado en "... la coincidencia de los gobiernos firmantes en algunos principios básicos de una estrategia común de desarrollo económico, para la cual el proceso de integración subregional era particularmente importante". Una de las piezas básicas de dicha estrategia era la industrialización acelerada dentro de la subregión con la mayor eficiencia que permitiría la "sustitución ampliada de importaciones", requiriéndose para ello la programación industrial (27). El cambio de énfasis en las prioridades establecidas por los planes de desarrollo colombiano durante la década de los setenta, primero hacia el sector de la construcción y luego hacia el agropecuario con su marcado énfasis en la redistribución del ingreso, ha contribuido al estancamiento del ambicioso proyecto subregional.

La creciente importancia otorgada al problema de la liberación de importaciones como medio para lograr una mayor eficiencia industrial, merece algunos comentarios adicionales. En sentido estricto la eficiencia debe concebirse como una meta de largo plazo, considerando adecuadamente los costos a corto plazo que implica, en particular su incidencia sobre el empleo y la posible pérdida de control de la industria por los capitales nacionales. Aun cuando el Decreto-Ley 444 de 1967 se propuso lograr aumentos en la productividad del sector manufacturero, previó, por una parte, una intervención decidida del estado en el estímulo

---

(26) Garay S., Luis Jorge y Guillermo E. Perry R. *Op. Cit.*

(27) La integración subregional no solo buscaba lograr una mayor eficiencia productiva en la sustitución de importaciones de bienes intermedios y de capital, sino también alcanzar una mayor autonomía regional reduciendo la dependencia de los países industriales. Una dificultad que tiene este proceso es la de pasar a métodos de producción cada vez más intensivos en capital, con los consecuentes problemas de absorción de empleo y heterogeneidad tecnológica. Véase CEDE, "Evaluación social de treinta proyectos industriales en Colombia", Documento 20, enero de 1975.

de la actividad industrial, y, por otra, alcanzar la estabilidad en el nivel interno de precios y otorgar estímulos fiscales, todo ello con miras a evitar devaluaciones drásticas que restringieran la competitividad de las manufacturas colombianas en los mercados internacionales. Asimismo, como ya se indicó, impulsar la estrategia de integración subregional con el fin de aprovechar las economías de escala resultantes de la ampliación de los mercados.

CUADRO 4

**Importaciones aprobadas según uso o destino económico  
acumulado anual: enero-septiembre**

(Valores FOB miles de US\$)

Concepto	1975	%	1976	%
Gran total .....	1.150.152*	100.0	1.531.172	100.0
<b>I—Bienes de consumo .....</b>	126.860	11.0	161.404	10.6
1. No duradero .....	70.838	6.1	92.091	6.0
2. Duradero .....	56.522	4.9	69.313	4.6
<b>II—Materias primas y productos intermedios .....</b>	568.840	49.5	772.096	50.4
1. Combustibles .....	26.501	2.3	123.640	8.1
2. Para la agricultura .....	19.231	1.7	17.273	1.1
3. Para la industria .....	523.108	45.5	631.183	41.2
<b>III—Bienes de capital .....</b>	454.452	39.5	597.672	39.0
1. Materiales de construcción.	20.160	1.8	35.202	2.3
2. Para la agricultura .....	29.108	2.5	23.493	1.5
3. Para la industria .....	229.161	19.9	318.418	20.8
4. Equipo de transporte ....	176.023	15.3	220.559	14.4
<b>IV—Diversos .....</b>	—	—	2	—

Fuente: INCOMEX.

\* Excluye 4.875 miles de dólares diversos hasta puerto de embarque.

CAPITULO 5

Importaciones aprobadas según uso o destino económico  
acumulado anual: enero-septiembre

(Valores FOB miles de US\$)

Concepto	1975	%	1976	%
Gran total .....	1.123.651*	100.0	1.407.534	100.0
I—Bienes de consumo .....	126.860	11.3	161.404	11.5
1. No duradero .....	70.338	6.3	92.091	6.6
2. Duradero .....	56.522	5.0	69.313	4.9
II—Materias primas y productos intermedios .....	542.339	48.3	648.456	46.0
1. Para la agricultura .....	19.231	1.7	17.273	1.2
2. Para la industria .....	523.108	46.6	631.183	44.8
III—Bienes de capital .....	454.452	40.4	597.672	42.5
1. Materiales de construcción	20.160	1.8	35.202	2.5
2. Para la agricultura .....	29.108	2.6	23.493	1.7
3. Para la industria .....	229.161	20.4	318.418	22.6
4. Equipo de transporte .....	176.023	15.6	220.559	15.7
IV—Diversos .....	—	—	2	—

Fuente: INCOMEX.

\* Excluye 4.875 miles de dólares diversos hasta puerto de embarque.

Nota: Debido al sustancial incremento en el valor de las importaciones de combustibles de 1975 a 1976, hemos excluido de ambos años dicho renglón para evitar las distorsiones que este rubro introduce en la comparación de los dos periodos.

La experiencia reciente ha puesto en evidencia que los presupuestos para el logro de la eficiencia en el largo plazo antes mencionado no se ha logrado cabalmente. El Estado se ha ido retirando paulatinamente de la promoción del desarrollo industrial, otorgando cada vez mayor responsabilidad al sector privado y encauzando la inversión pública hacia sectores del área social. Por otra parte, la estabilidad de precios no se ha alcanzado y por el contrario se experimenta una aceleración en la tasa de inflación. Asimismo, a partir de la reforma tributaria no solo se redujeron drásticamente los estímulos fiscales sino que también se incrementó la carga impositiva. En cuanto a la tasa de devaluación, aun cuando en su comienzo se aceleró como mecanismo compensatorio del CAT, posteriormente ha sido necesario reducirla por razones monetarias. Finalmente, el Grupo Andino atraviesa por una etapa de crisis. En estas circunstancias, el logro de la eficiencia en el largo plazo se dificulta y difícilmente se logrará solamente con una mayor apertura al mercado internacional.

Dado que los presupuestos para el logro de una competitividad sostenida de la industria nacional no han sido satisfechos, parecería que la liberación de importaciones se ha apoyado excesivamente en consideraciones monetaristas. El diagnóstico de la inflación fundamentado en consideraciones de exceso de demanda, ha relegado a un segundo plano otros factores que operan por el lado de los costos, entre los que cabría señalar la menor disponibilidad de crédito (28) con su consiguiente efecto sobre el aumento de las tasas de interés, el aumento de las tarifas impositivas, los mayores costos del abastecimiento energético, el incremento en los costos fijos por una menor utilización de la capacidad instalada durante 1975, entre otros.

## II — LA DEMANDA POR IMPORTACIONES

El presente capítulo tiene por objeto discutir en forma bastante sucinta las diferentes estimaciones de la función de demanda por importaciones que se han hecho para el caso colombiano, con especial énfasis en los valores calculados para las elasticidades, precio e ingreso, ya que estos tienen importantes implicaciones en cuanto a las políticas de manejo cambiario y monetario.

Comenzaremos por hacer algunos comentarios metodológicos acerca de la forma usual de estimación mediante análisis de regresión aplicando cuadrados mínimos, para luego discutir las estimaciones de Musalem (29) Díaz-Alejandro (30) y Brillembourg (31).

---

(28) Por ejemplo, las colocaciones del sistema bancario a finales de noviembre de 1976 habían crecido en año completo apenas en un 22% en términos nominales, reduciéndose su valor a precios constantes.

(29) Musalem, A. R. **Dinero, Inflación y Balanza de Pagos: La Experiencia de Colombia en la Postguerra**, Bogotá: Talleres Gráficos del Banco de la República, 1971.

(30) Díaz-Alejandro, C. F. **Determinación de las importaciones de bienes en Colombia y su relación con la formación de capital**, Bogotá: FEDESARROLLO, febrero de 1973.

(31) Brillembourg A. "Specification bias in the demand for imports: The case of the grancolombian countries". IMF, Westwern Hemisphere Department, Washington D. C., abril 14 de 1975.

## 1. Comentarios generales

La forma más adecuada de tratar una función de demanda en general, y aún más en el caso de la demanda por importaciones, es considerarla como parte integral de un modelo o sistema de ecuaciones. A pesar de que existe acuerdo entre los econométricos de que el análisis de la demanda (o de la oferta) debe llevarse a cabo dentro de un marco de ecuaciones simultáneas rara vez esto se hace debido a las dificultades que dichas construcciones plantean y a los mayores requerimientos de datos que implican. Estas ideas acerca de las ventajas de la estimación simultánea no son de ninguna manera nuevas en la historia del análisis estadístico; ya desde 1919 Moore planteó una discusión bastante clara del problema (32). A pesar de reconocerse las dificultades y diferencias de los métodos de una ecuación, estimada por medio del análisis de regresión múltiple, prácticamente la mayoría de los estudios de demanda han seguido este camino a pesar de la posible importancia de los sesgos que se introducen en el valor de los coeficientes (sesgos de simultaneidad). En forma general, las observaciones que hacemos no corresponden a puntos localizados sobre curvas de demanda o de oferta como tales, sino que más bien son puntos de intersección de ambas funciones, generadas cuando estas se desplazan en el tiempo. Si esto es así y aplicamos una simple regresión a fin de ajustar los puntos de esta forma generados, e interpretamos la línea ajustada como si correspondiera a una función de demanda, obviamente su pendiente estará sesgada (33). En otras palabras el problema de la simultaneidad ocurre cuando existe más de una relación causal entre las variables. El caso más típico se presenta cuando especificamos la demanda por un bien como función de su precio, a la vez que se postula la dependencia del precio de la cantidad ofrecida. Por consiguiente, en una situación de equilibrio la relación entre precio y cantidad no puede tener una causalidad unidireccional, ya que la variable explicatoria de la segunda función es una variable endógena en la primera.

---

(32) Véase Herman Wold, *Demand Analysis: A study in Econometrics*, New York: John Wiley and Sons, 1953.

(33) Véase Murphy, James L., *Introductory Econometrics* Homewood, III: Richard D. Irwin, 1973, p. 396. Asimismo, desde un punto de vista menos técnico Teigen, *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy* Homewood III: Richard Irwin, 1974, p. 77.

De la discusión anterior concluimos que muy posiblemente los coeficientes obtenidos a partir de la estimación de una función de demanda aislada, están sujetos a sesgos y que los estimativos de la elasticidad precio y de la elasticidad ingreso deben tomarse con cautela.

A pesar de lo anterior, pueden evitarse otros sesgos corrientes en la estimación de las ecuaciones de demanda por importaciones, en particular los referentes a la no inclusión de algunas variables independientes y la mala especificación de otras (34). Con el fin de precisar la naturaleza de los sesgos aludidos, es menester entrar a discutir los esfuerzos hasta ahora realizados para identificar una función de demanda agregada por importaciones para el caso colombiano.

## 2. Estimaciones de la demanda por importaciones en Colombia

La discusión ha de comenzar necesariamente por el trabajo pionero de Musalem, "Dinero, Inflación y Balanza de Pagos: la experiencia de Colombia en la Postguerra".

El punto de partida de Musalem es la existencia de un componente especulativo en la demanda por importaciones, acumulación de existencias, procediendo luego a estimar de acuerdo a diferentes especificaciones la siguiente función de demanda básica:

$$I_j = m_0 + m_1 X + m_2 (Z/P) + m_3 L + m_4 \Delta K_s$$

en donde:  $I_j$  = Importaciones totales.

$X$  = PIB a precios constantes (35).

$Z$  = Costo efectivo de importar (Valor promedio en pesos de cada US\$ para importaciones + tarifa promedio *ad-valorem* + costo de oportunidad promedio de los depósitos previos de importación *ad-valorem*).

$P$  = Índice de precios al por mayor.

$L$  = % del total de registros en la lista de libre importación.

$\Delta K_s$  = Cambio en inventarios especulativos.

Musalem encuentra que "en todos los casos en donde las elasticidades costo efectivo real (precio) constantes del gasto

---

(34) Brillembourg, *op. cit.*

en importaciones son significativas, los valores numéricos no son estadísticamente diferentes a la unidad” (36).

Igualmente en la mayoría de los casos las variables índice de liberación, cambios en inventarios especulativos y la variable ingreso, son estadísticamente significativos, concluyendo que los resultados altamente satisfactorios obtenidos en los ajustes de demanda por gasto en importaciones demuestran que la política cambiaria es un instrumento eficaz en el control de las importaciones.

A esta conclusión habría que hacerle la aclaración de que la variable precio empleada por Musalem incluye, además de las variaciones en la tasa de cambio, las tarifas y el costo de oportunidad de los depósitos previos. De todas formas, en la mayoría de las ecuaciones ajustadas la elasticidad ingreso es superior a la elasticidad precio.

Como veremos en la discusión del artículo de Brillembourg, parece más adecuado distinguir entre el efecto precio propiamente, (precio relativo de las importaciones/índice general de precios) de los demás mecanismos de racionamiento, a través de variaciones en el costo efectivo de importar (impuestos y recargos, tasas de cambio múltiples y depósitos previos de importación, principalmente).

En conclusión la elasticidad precio estimada por Musalem no hace referencia solamente a los mecanismos de mercado, reflejados en variaciones en los precios relativos, sino a otra serie de restricciones que necesariamente resultan en estimativos sesgados de la elasticidad precio.

Si bien las importaciones dependen de variables que directa o indirectamente miden el nivel de ingreso del país y los precios relativos, no parece razonable que al desagregarse la demanda por importaciones en bienes de consumo, bienes intermedios y materias primas, y bienes de capital, se mantengan las mismas variables explicatorias como hace Musalem. Resulta por ejemplo más adecuado para estos últimos incluir en vez del PIB real el nivel de producción manufacturera y sus cambios en el tiempo.

---

(35) Nótese que Musalem no incluye como variable explicatoria la tasa de aumento del PIB en un período dado.

(36) Op. cit. p. 55.

De otra parte, el estudio de Musalem parece permitir los sesgos usuales en la estimación de los modelos econométricos de demanda por importaciones, debidos a una deficiente especificación de las variables independientes más significativas, es decir precios e ingreso. Una discusión más detallada de estos sesgos la haremos más adelante.

Para terminar este breve comentario sobre el trabajo de Musalem, no sobra enfatizar que el análisis de la demanda especulativa por importaciones es de la mayor importancia, sobre todo en momentos (desde 1974) en que parece haber evidencia de ella.

Pasando al estudio de Díaz-Alejandro (37), existe un notable contraste respecto al trabajo que acabamos de comentar. Díaz-Alejandro destaca la influencia de los mecanismos diferentes a los del mercado que inciden sobre la demanda por importaciones, analizando el vínculo entre estas y la formación de capital. El autor en referencia estima una función agregada de importaciones tomando como variables independientes indicadores relacionados con la disponibilidad de divisas dada por las exportaciones de mercancías durante el año, la ayuda externa neta y el nivel de las reservas (reservas actuales menos deseadas durante el año anterior). Al procederse en esta forma lo que realmente se está haciendo es intentar replicar el sistema de decisión de las autoridades cambiarias respecto a la asignación de las divisas escasas, sin considerar directamente la influencia de las variables económicas más importantes sobre la actividad importadora.

“En vista de lo anterior, parecía más adecuado utilizar los métodos econométricos para hallar las normas implícitas de prudencia, que seguir el rumbo acostumbrado de hacer que las importaciones observadas sean una función del ingreso, de los precios relativos, etc. En realidad, este camino está sujeto a serias críticas conceptuales cuando existen controles a las importaciones como es el caso de Colombia.

Se puede argumentar que en tal caso las importaciones deben considerarse como la variable independiente, convirtiéndose el ingreso como los precios relativos en variables dependientes”. (38)

---

(37) Op. Cit.

(38) Op. cit. p. 1.

Como anotamos arriba, el método desarrollado por Díaz-Alejandro consiste en reconocer explícitamente que las licencias de importación se conceden en base a la disponibilidad de divisas, haciendo esta asignación administrativamente, con muy poco juego para el nivel de ingreso y los precios relativos como variables explicatorias. (Nótese sin embargo que se olvida que estos niveles determinan a su vez aquellas que Díaz-Alejandro considera como independientes). La concepción general de la autoridad cambiaria dentro de este esquema es esencialmente pasivo limitándose a racionar la capacidad de importación dada entre las diferentes categorías de bienes. Quizás el mayor aporte del trabajo, que se sitúa en el extremo opuesto de Musalem al diseñar prácticamente las variables precio e ingreso como determinantes del volumen de importaciones, está en que resalta la importancia de especificar adecuadamente la influencia de los mecanismos institucionales de intervención en el mercado. De otra parte introduce un elemento que sin duda tiene importancia decisiva en la correcta estimación de la función de demanda por importaciones, cual es la influencia de los mecanismos financieros, en este caso el saldo neto de ayuda externa, por cuanto las importaciones reembolsables dependen muy directamente del crédito externo de corto plazo y las no reembolsables de la ayuda internacional de largo plazo.

Desde un punto de vista econométrico, la ecuación estimada por Díaz-Alejandro para la demanda agregada por importaciones en el período  $t$ , en la cual una de las variables explicatorias corresponde a las exportaciones del mismo período, no está exenta de problemas de identificación.

Díaz-Alejandro por las razones discutidas anteriormente no está interesado en estimar valores para las elasticidades precio e ingreso, contrariamente al estudio de Brillembourg que pasamos a comentar.

Para concluir estos comentarios generales acerca de la estimación de una función agregada de demanda por importaciones, es necesario hacer referencia más amplia al ya citado artículo de Brillembourg, por cuanto en este trabajo se realiza un esfuerzo econométrico bastante significativo con miras a lograr la precisión de los coeficientes de regresión evitando en lo posible los sesgos, con excepción del sesgo por no estimar ecuaciones simultáneas. El modelo estimado es el siguiente:

$$I = f (Pm^*/P, E/P, T, Z).$$

Donde:  $I$  = Importaciones reales.

$Pm^*$  = Precio internacional de las importaciones expresado en pesos.

$P$  = Nivel general de precios (39).

$T$  = Índice del nivel de tarifas (proxy de otras restricciones de precios).

$Z$  = Índice de licencias aprobadas sobre licencias solicitadas (proxy de las restricciones cuantitativas).

$E$  = Gasto nacional.

El modelo se estima en forma doble-logarítmica con el fin de encontrar directamente las elasticidades precio e ingreso de la función de demanda, información de la mayor importancia para extraer conclusiones adecuadas de política económica. Los resultados del modelo son los que se indican a continuación:

$$\text{Lg } I = -3.47 - 0.31 \text{ Lg } (Pm^*/P) + 1.23 \text{ Lg } (E/P) - 0.09 \text{ Lg } (T) - 0.41 \text{ Lg } (Z) + e$$

(8.10)      (2.05)                      (13.8)                      (0.035)                      (7.90)

$$R^2 = .84$$

$$D. W. = 2.17$$

La estimación de Brillembourg tienen las siguientes ventajas sobre las de Musalem y Díaz-Alejandro:

a) Reduce los sesgos en los cálculos de los coeficientes de regresión, por cuanto aísla adecuadamente las tarifas y restricciones administrativas del efecto de los precios (mercado) propiamente dicho.

b) En la estimación de la elasticidad precio corrige los sesgos señalados a los que antes se hizo referencia. Igualmente, al sustituir la variable producto interno bruto por gasto nacional,

---

(39) Aunque el modelo se estima introduciendo un sesgo por la variable escogida de precios internos, posteriormente el autor introduce una corrección en el coeficiente de la elasticidad precio, al descontar el efecto de las importaciones dentro de  $P$ .

elimina el sesgo en la especificación de la variable ingreso, lo que permite una adecuada estimación de la elasticidad ingreso de las importaciones.

c) Incluye, al igual que el modelo de Díaz-Alejandro, una adecuada especificación de las variables institucionales.

Sin embargo, tal como se comentó en párrafos atrás, el modelo olvida una importante mejora insinuada por Díaz-Alejandro, la consideración de los mecanismos financieros como factores determinantes del volumen de importaciones, factores que deben considerarse en un análisis más completo. Cabe, sin embargo, observar que, si bien en el artículo "Determinación de las importaciones de bienes en Colombia y su relación con la formación de capital", considera el volumen neto de crédito externo como determinante de las importaciones, omite consideraciones acerca de las tasas de interés externas e internas que sin duda influyen también en las decisiones de importar, en particular las de bienes de capital. Por ello, aunque el presente comentario se apoya ante todo en el artículo de Brillembourg, se tienen en cuenta algunas de las consideraciones de Díaz-Alejandro en cuanto a los factores de índole financiero, con lo que se vincula más estrechamente este capítulo con la argumentación de otros apartes de este trabajo.

Para concluir, no sobra advertir que el estudio de Brillembourg analiza la demanda por importaciones exclusivamente en forma agregada. Una estimación más detallada debería incluir especificaciones diferentes para los bienes de consumo, los intermedios y los de capital, ya que seguramente las funciones de demanda por cada uno de ellos no tiene un comportamiento idéntico. Sin embargo, dados los problemas señalados anteriormente al artículo de Musalem, la argumentación que se va a desarrollar considera solo los resultados obtenidos en la estimación de funciones agregadas de demanda por importaciones, lo que puede considerarse suficiente para extraer conclusiones generales de política económica.

### **3. La elasticidad precio y la elasticidad gasto de las importaciones colombianas**

Los estimativos de las elasticidades precio e ingreso calculados por Brillembourg sirven de base para los comentarios de esta sección.

Como se observa en la ecuación doble-logarítmica ajustada que presentamos antes, el valor calculado para la elasticidad gasto es de 1.23 y de  $-0.31$  para la elasticidad precio (como se dijo anteriormente este coeficiente está sesgado, ya que se empleó el índice general de precios en el cálculo de la relación  $P_m^*/P$ , en vez del índice de precios domésticos exclusivamente). Por consiguiente este coeficiente está sesgado hacia arriba. Brillembourg ajusta esta elasticidad teniendo en cuenta que las importaciones representan el 12% dentro del índice de precios al por mayor, de modo que el coeficiente  $-0.31$  se multiplica por .88, obteniéndose lo que Brillembourg considera un mejor estimativo de la elasticidad precio, esto es  $-.27$ .

Los resultados del estudio indican que la elasticidad precio resultante del modelo simple en el cual entran como variables independientes solamente los precios relativos de las importaciones y el ingreso real, está sobreestimada en valor absoluto. Por otra parte el estimativo ajustado de esta elasticidad para el modelo completo ( $-.27$ ) es más bajo que el de Ecuador o Venezuela, empleándose en Colombia con mucho más énfasis sistemas cuantitativos de control a las importaciones. En conclusión, afirma el autor, los resultados "... sugieren que mientras grandes errores no se cometieran por la no inclusión del racionamiento a través de precios en el modelo tradicional para aquellos países que no dependen de restricciones cuantitativas, la dependencia de este tipo de restricciones hace imperativo su inclusión en la estimación de la demanda por importaciones. Por lo tanto, resultados menos sesgados y más eficientes se obtienen usando el modelo propuesto aquí en vez del tradicional" (40).

#### 4. Conclusiones

Este breve **survey** de las diferentes estimaciones de la función de demanda por importaciones está fundamentalmente dirigido a apoyar empíricamente algunas de las afirmaciones que se hicieron en el capítulo anterior, en particular lo referente a "que la demanda por importaciones responde más a los cambios en la actividad económica general (cambios en el gasto nacional) que a los estímulos de precios". En otras palabras, dado que la elasticidad precio es sustancialmente menor en valor absoluto a la elasticidad gasto, la demanda por importaciones res-

---

(40) Brillembourg, Op. cit. P. 10.

ponderará mucho más a cambios en el gasto nacional que a cambios en los precios relativos o a otros cambios en el costo de importar a través de modificaciones en las restricciones cuantitativas y de precios. En otras palabras, podría afirmarse que no es aconsejable ni eficiente buscar estimular las importaciones a través de mecanismos de precios, con fines puramente monetarios, ya que estas no responderán en forma sustancial hasta que se haya reactivado la economía. Esta quizá es una de las razones fundamentales para el relativamente bajo ritmo de crecimiento de las importaciones en 1975 y 1976 ya que la industria y en general los sectores productivos de la economía en este último año aún no se habían recuperado plenamente de la recesión de 1975, con la baja tasa de crecimiento del PIB.

Estas conclusiones y sus implicaciones de política económica requieren un mayor esfuerzo de investigación dada su gran importancia para el manejo del sector externo.

### III — LA DEUDA COMERCIAL EXTERNA A CORTO PLAZO

El presente capítulo está dedicado al análisis de una de las principales fuentes de financiación de las importaciones colombianas, esto es, los préstamos otorgados por los establecimientos de crédito del exterior. En primer término se discute la evolución reciente de este tipo de endeudamiento; en segundo, se estima la estructura de pagos de las importaciones reembolsables (giro ordinario y Plan Vallejo) y, finalmente, se discuten los nexos entre el sector externo y el manejo monetario. La descripción del manejo del crédito externo de corto plazo se hace en forma bastante minuciosa, para dar una idea cabal de todos los elementos que deben tenerse en cuenta al considerar este tipo de financiación, los cuales indudablemente afectan la estructura de pagos al exterior, además de los diferenciales entre las tasas de interés internas y las de los mercados internacionales de capital a los cuales se hará referencia más adelante.

#### 1. Evolución reciente de la deuda externa privada

El Decreto-Ley 444 de 1967 (41) autorizó a los establecimientos de crédito que operan en el país para realizar operaciones en moneda extranjera mediante la apertura de cartas de crédito sobre el exterior y a conceder créditos para el pago de mer-

---

(41) Artículo 14, Numeral d).

cancias importadas, además de efectuar aquellos giros destinados a cubrir otros gastos causados por estas (fletes y seguros). Dicha autorización se produjo en un momento en el que la situación de reservas internacionales era bastante mala y se temía que en ausencia de un adecuado financiamiento externo de las importaciones se entrabara la actividad económica por un inadecuado suministro de materias primas y una insuficiente acumulación de capital (42). Desde entonces aun cuando la liquidez internacional ha mejorado notablemente, esta fuente de financiación ha adquirido considerable importancia, frente a los muy escasos recursos de financiación interna (43).

Para dar una idea de la importancia de la financiación de importaciones a través del endeudamiento externo de los bancos comerciales basta señalar que estos recursos representaron en 1973, 1974 y 1975 el 18.7%, el 32.0% y el 39.4% del total de importaciones reembolsables según registros respectivamente. La creciente significación del crédito externo para importaciones hace necesario un breve recuento de las políticas seguidas por la autoridad monetaria a fin de regular el endeudamiento a corto plazo de los bancos en el exterior, originado en la prefinanciación de exportaciones y en la financiación de importaciones muy especialmente en esta última. Nos limitaremos a un breve análisis de las principales medidas en esta materia tomadas a partir de 1974 (44).

1974: Durante este año se mantiene una tendencia creciente del endeudamiento de los bancos en moneda extranjera, especialmente por concepto de financiación de importaciones. Dicha financiación pasó de US\$ 257.9 millones en el primer trimestre a US\$ 489.3 millones al finalizar el año (véase cuadro 6). Las tasas de crecimiento del endeudamiento externo por concepto de la financiación de importaciones fueron sumamente elevadas en comparación con las de años anteriores (véase cuadro 7). Hay tres explicaciones principales del comportamiento de las obligaciones en M/E. de los bancos durante este año:

---

(42) Tal como se discutió en la parte II, existe un estrecho vínculo entre las posibilidades de importar y la acumulación interna de capital.

(43) Véase parte IV.

(44) Para un análisis del período IV/1969-II/1974 véase el estudio de Rafael Prieto "La deuda comercial externa a corto plazo", *Revista del Banco de la República*, octubre de 1974, págs. 1382-1388.

a) El sistema de control anual al crecimiento de las colocaciones (45) limitaba únicamente parte de los activos en moneda nacional (inversiones voluntarias, deudores varios, deudas de dudoso recaudo, préstamos y descuentos, en moneda legal) (46). La no inclusión de las cuentas del balance en M/E, incentivó a los bancos a realizar estas operaciones. Solamente hasta el mes de septiembre (47) la autoridad monetaria estableció un sistema de encajes diferenciales progresivos sobre los saldos activos de los “corresponsales extranjeros” y las “disponibilidades casa matriz y sucursales extranjeras”. Además se mantuvo el régimen de control de crecimiento de los avales y garantías en moneda extranjera dispuesto en 1972 (48) aunque con una modificación de la base de cómputo, tomándose como referencia los saldos registrados el 30 de septiembre.

b) Las reducciones en la liquidez internacional del país durante el año incidió en que se recurriera en mayor grado a la financiación externa de las importaciones, ya que entre marzo y diciembre las reservas descendieron en forma continua, como se observa a continuación:

Fin de:	Reservas netas (En millones US\$) (49)
1974—Marzo .....	569.1
Junio .....	525.9
Septiembre .....	429.5
Diciembre .....	429.5

c) Finalmente, cabe anotar la drástica reducción en 1974 del endeudamiento externo de los bancos por concepto de la financiación de futuras exportaciones (prefinanciaciones) y créditos de exportación utilizados, en comparación con 1972 y el primer semestre de 1973. La reducción de dichos renglones crediticios se produce a partir de mediados de 1973 cuando la Junta Monetaria prohibió al Banco de la República y a los bancos comerciales recibir reintegros anticipados por exportaciones de productos dis-

(45) Resolución 79 de diciembre de 1973 de la Junta Monetaria.

(46) Dentro de los activos en M/L, se excluyeron las colocaciones financiadas total o parcialmente con recursos del Banco de la República (Art. 5º). Esta excepción llevó a un rápido crecimiento de estas financiaciones.

(47) Resolución 62 de 1974 de la Junta Monetaria.

(48) Resolución 32 de 1972 de la Junta Monetaria.

(49) Fuente: Revista del Banco de la República.

tintos de café (50). Esta prohibición se mantuvo, exceptuando los reintegros anticipados por exportaciones de café y durante un breve período para los del algodón (51) hasta el final de 1974, cuando se autorizó la adquisición de divisas provenientes de préstamos obtenidos por los exportadores destinados a financiar la comercialización de algodón, banano, carne, tabaco y textiles (52). Además, la forma de liquidar los reintegros anticipados dispuesta equivalía a otorgar un subsidio igual al incremento en la tasa de cambio durante los cuatro meses que transcurrían entre la liquidación provisional y la definitiva o entre la primera y la fecha en la cual se perfecciona la exportación. Mediante los incentivos señalados antes, la autoridad monetaria trató de contrarrestar la caída en las reservas internacionales que se venía presentando. El resultado de estas disposiciones se observa en el cuadro 6, ya que para el trimestre que terminó en diciembre hubo un aumento importante en los renglones “financiación futuras exportaciones” y “créditos de exportación utilizados” al pasar de US\$ 56.4 millones en septiembre a US\$ 81.8 millones en diciembre.

1975: Durante el primer semestre de 1975 continuó la tendencia a la baja en las reservas internacionales netas del país, llegándose a temer la reaparición de la brecha externa que se creía definitivamente conjurada desde la expedición del Decreto-Ley 444. El saldo presentado en julio de este año fue inferior en US\$ 135.6 millones (25,8%) al saldo a la misma fecha de un año antes, tal como se muestra en seguida:

Fin de:	Reservas internacionales netas (Millones US\$) (53)
1975—Enero .....	411.9
Febrero .....	384.4
Marzo .....	380.2
Abril .....	344.7
Mayo .....	344.0
Junio .....	390.3
Julio .....	372.9

Esta situación llevó a la autoridad monetaria a mantener el sistema de subsidios a los reintegros anticipados establecidos a fines de 1974, sin que con ello estas financiaciones se incrementaran apreciablemente. De otra parte, a fin de estimular la de-

(50) Resolución 42 de 1973 de la J. M.

(51) Resolución 79 de 1974 de la J. M.

(52) Resolución 86 de 1974 de la J. M.

(53) Fuente: Revista del Banco de la República.

manda por crédito externo, la Junta Monetaria disminuyó los plazos máximos de los préstamos externos a particulares de cinco años (54) a tres años (55). Asimismo, el destino de estos préstamos no sería ya exclusivamente para el sector exportador y turístico, sino también para el sector agrícola “cuando su producto en moneda nacional se destine a inversiones . . . para la adecuación de tierras y atender las necesidades de capital de trabajo requeridas para tales efectos” (56).

Las medidas cambiarias tomadas desde 1974 hasta mediados de 1975 (estímulo a los reintegros anticipados y mayor flexibilidad para la adquisición de préstamos externos a particulares) tuvieron éxito y aliviaron la presión sobre las reservas internacionales. Como se puede observar en la tabla que comentamos, durante 1974 y el primer trimestre de 1975, se acudió en forma creciente al endeudamiento externo a fin de financiar las importaciones del país, lo que permitió mantener un elevado flujo de importaciones que de otra manera no hubiera sido posible financiar.

La situación en el segundo semestre del año se modificó sustancialmente con el alza inesperada de los precios del café y el consecuente aumento de las reservas internacionales (US\$ 547.3 millones en diciembre de 1975). Este cambio radical en la situación externa planteó la necesidad de desmontar algunos de los mecanismos que se habían diseñado para afrontar una situación de dificultades cambiarias (57). En primer lugar se volvieron a ampliar los plazos de los préstamos externos a particulares a sesenta meses (58) y se suprimió el subsidio cambiario establecido en 1974 limitándose la adquisición de divisas por parte del Banco de la República.

---

(54) Resolución 73 de 1974 de la J. M.

(55) Resolución 5 de 1975 de la J. M.

(56) Resolución 31 de 1975 de la J. M.

(57) Parecería que la respuesta de las autoridades monetarias al cambio de circunstancias no fue suficientemente rápida (**decision lag**). De un precio de US\$ 0.65 por libra de café en mayo de 1975 se pasó a un precio de más de un dólar por libra en julio y US\$ .81/libra en septiembre-octubre. De allí siguieron alzas espectaculares hasta llegar a cerca de los dos dólares por libra a mediados de este año. Sin embargo, las primeras medidas tendientes a “desmontar” los mecanismos que hemos venido discutiendo no se empezaron a tomar sino a partir de mediados de octubre (Resoluciones 50 y 60 de 1975 de la J. M.).

(58) Resolución 50 de 1975 de la J. M.

CUADRO 6

Endeudamiento externo de los bancos comerciales y  
financiación de importaciones

(Millones de US\$)

Período	Total exigibilidades a la vista, antes y después de 30 días *	Financiación futu- ras exportaciones, créditos de exporta- ción utilizados Res. 85/71, ** 37/72 (J. M.)	Financiación de importa- ciones  c = (a) - (b)
		(a)	
1969—Diciembre . . . .	169.0	58.6	110.4
1970—Marzo . . . . .	191.5	69.8	121.7
Junio . . . . .	192.4	61.3	131.1
Septiembre . . . .	194.8	53.4	141.4
Diciembre . . . . .	229.9	70.3	159.6
1971—Marzo . . . . .	248.9	75.4	173.5
Junio . . . . .	264.6	78.5	186.1
Septiembre . . . .	285.3	89.1	196.2
Diciembre . . . . .	324.6	118.0	206.6
1972—Marzo . . . . .	323.9	135.7	188.2
Junio . . . . .	355.5	160.8	194.7
Septiembre . . . .	347.7	160.4	187.3
Diciembre . . . . .	318.9	155.3	163.6
1973—Marzo . . . . .	331.0	147.9	183.1
Junio . . . . .	351.0	146.1	204.9
Septiembre . . . .	314.3	123.4	190.9
Diciembre . . . . .	295.3	101.0	194.2
1974—Marzo . . . . .	336.2	78.3	257.9
Junio . . . . .	437.8	61.8	376.0
Septiembre . . . .	437.7	56.4	381.3
Diciembre . . . . .	571.0	81.8	489.3
1975—Marzo . . . . .	647.4	83.2	564.2
Junio . . . . .	567.6	72.8	494.8
Septiembre . . . .	572.7	63.7	509.0
Diciembre . . . . .	574.7	69.6	504.5
1976—Marzo . . . . .	587.1	67.9	519.2
Junio . . . . .	602.0	73.4	528.6
Septiembre . . . .	620.4	38.2	582.2

Fuente: \* SB-1. \*\* Anexo 2.

Nota: La columna (a) comprende los siguientes rubros: corresponsales extranjeros, casa matriz y sucursales extranjeras, aceptaciones, financiación por aceptaciones y/o avances y abonos diferidos en M/E.

CUADRO 7

Variación del endeudamiento externo de los bancos comerciales  
y de la financiación de importaciones

(Tasa anual con base en saldos trimestrales)

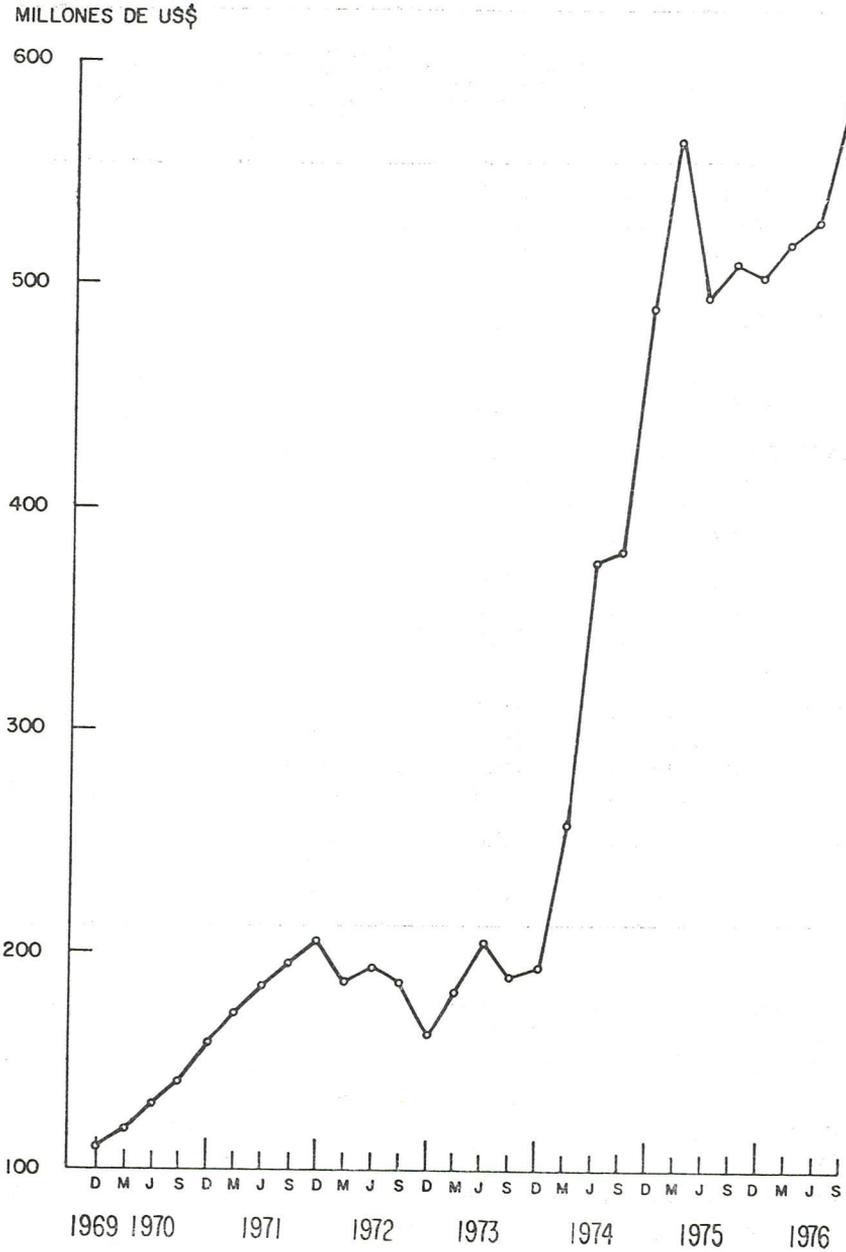
Período	Total exigibilidades a la vista, antes y después de 30 días	Financiación futu- ras exportaciones, créditos de exporta- ción utilizados Res. 85/71 y 37/72 (J. M.)	Financiación de importa- ciones
1971—Marzo .....	30.0	8.0	42.6
Junio .....	37.6	28.1	41.9
Septiembre ...	46.4	66.9	38.8
Diciembre ....	41.2	67.9	29.4
1972—Marzo .....	30.1	80.0	8.5
Junio .....	34.4	104.8	4.6
Septiembre ...	21.9	80.0	-4.5
Diciembre ....	-1.8	31.6	-20.8
1973—Marzo .....	2.2	9.0	-2.7
Junio .....	-1.3	-9.1	5.2
Septiembre ...	-9.6	-23.1	1.9
Diciembre ....	-7.4	-34.9	18.7
1974—Marzo .....	1.6	-47.1	40.9
Junio .....	24.7	-57.7	83.5
Septiembre ...	39.3	-54.3	99.7
Diciembre ....	93.4	-19.0	152.0
1975—Marzo .....	92.6	6.3	118.8
Junio .....	29.6	17.8	31.6
Septiembre ...	30.8	12.9	33.5
Diciembre ....	0.6	-14.9	3.1
1976—Marzo .....	-9.3	-17.0	-8.0
Junio .....	6.0	0.8	6.8
Septiembre ...	8.3	-40.1	14.3

Fuente: Cuadro 6.

Durante la segunda parte de 1975 se presentaron menores tasas de crecimiento del endeudamiento externo a corto plazo de los bancos destinado a financiar importaciones aunque aún se presenta un nivel bastante alto de aquel. En cuanto a los reintegros anticipados, el nivel alcanzado a finales de este año (US\$ 69.6 millones), a pesar de ser bastante menor a los saldos de años como 1971 a 1973, contribuyó a expandir las reservas internacionales y los medios de pago.

GRAFICO 1

ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE LOS BANCOS COMERCIALES  
FINANCIACION DE IMPORTACIONES



1976: Mientras que hacia finales de 1974 y durante el primer semestre de 1975 la autoridad monetaria permitió un mayor endeudamiento externo de los particulares a fin de compensar la caída de las reservas internacionales, la modificación de la situación externa durante la segunda mitad de 1975 y a lo largo de 1976 llevaron a cambiar dicha política. Las medidas tomadas durante este año han buscado, en primer lugar, sustituir endeudamiento privado externo por deuda interna, al prohibir los reintegros anticipados destinados a la comercialización de productos agropecuarios distintos al café a la vez que se creaban cupos de crédito a través de PROEXPO (59) y reducir paulatinamente el plazo para los reintegros anticipados por café hasta eliminarlo totalmente (60). De otra parte, dentro de este conjunto de políticas cabe destacar también la ampliación de la posición propia en M/E, de los bancos hasta un 4% a fin de incentivar a los bancos a sustituir cartera en pesos por cartera en dólares, con el consecuente efecto contraccionista (61).

Un segundo conjunto de medidas se orientó a reducir el endeudamiento externo al suspender el sistema de compras de divisas provenientes de préstamos externos a particulares y los depósitos previos de importación para acelerar los giros al exterior tanto para los préstamos otorgados bajo el sistema de la Resolución 73 de 1974 como para las obligaciones contraídas en M/E, por concepto de créditos obtenidos en el exterior con destino a la financiación de importaciones reembolsables y hacer más rápido el giro de gastos bancarios en M/E. (62). De otra parte, como complemento a las medidas de la autoridad monetaria, se buscó estimular las importaciones mediante reducciones en el arancel y la ampliación de la lista de libre importación. Sin embargo, dado que, como se anotó en la parte II, la elasticidad ingreso de las importaciones colombianas es mayor que la elasticidad precio de las mismas, las importaciones no habían de incrementarse en forma sustancial sino hasta que se hicieran sentir los efectos de la reactivación industrial, lo cual se está produciendo con algún rezago. De otra parte, la expansión monetaria experimentada durante el año por el incremento en las reservas in-

---

(59) Resoluciones 15, 34, 42, 46 y 74 de la J. M.

(60) Resolución 54 de la J. M.

(61) Resoluciones 13, 37 y 44 de la J. M.

(62) Resoluciones 14, 17 y 65 de la J. M.

ternacionales y agravada por la liberación de los depósitos previos se trató de controlar mediante aumentos en los encajes sobre las exigibilidades en moneda nacional de los bancos. Estas medidas de restricción al crédito doméstico, a más de desincentivar la actividad económica, promovieron la sustitución de crédito en pesos por endeudamiento externo, con lo cual la deuda externa de los bancos comerciales colombianos por concepto de la financiación de importaciones continuó en aumento, acercándose a finales de este año a los US\$ 600 millones (ver cuadro 6 y gráfico 1).

## 2. Estructura de pagos de las importaciones reembolsables

Ilustrada la creciente significación del financiamiento externo a corto plazo con la debida atención a los factores que influyen en su comportamiento, resulta particularmente importante considerar la estructura temporal de los pagos al exterior por concepto de importaciones, ya que su adecuado conocimiento permitirá perfeccionar el manejo cambiario en el próximo futuro. Pero, antes de entrar a discutir el modelo empleado para estimar dicha estructura es necesario hacer algunos comentarios acerca de la información estadística disponible.

### A. Limitaciones estadísticas

La primera limitación de la información es la de emplear datos de registros y no de manifiestos de importación. Como señala Prieto en su estudio sobre la deuda comercial externa:

... vale anotar que esta variable no excluye los registros que normalmente se anulan y no se efectúa ningún ajuste para tener en cuenta aquellos registros "globales" cuya importación se va realizando parcialmente (63).

La primera deficiencia hará que estemos sobreestimando el valor de los registros definitivos y la segunda incidirá sobre la estructura de pagos que se estime. A fin de tener una idea de qué tanto afectan los resultados, estas limitaciones de las estadísticas se corrieron algunas regresiones entre manifiestos de aduanas y registros de importación con base en saldos trimestrales para una serie suficientemente larga (1957-julio 1976). Existe sin

---

(63) Prieto, Rafael, "La Deuda Comercial Externa a Corto Plazo", Revista del Banco de la República, octubre de 1974, p. 1383.

embargo el problema de que no se dispone, por el lado de los manifiestos, de información discriminada de importaciones reembolsables y no reembolsables. Además, los datos de los registros son valores FOB, mientras que los manifiestos son CIF (fuente DANE). De todas maneras estas estadísticas nos dan una idea del grado de sobreestimación que pueda haber al usar los registros de importación (R) en vez de los manifiestos (M). El resultado obtenido al estimar la función (64)  $M = F(R_{t-6})$  es  $M = 51.883 + 0.6954 R_{t-6}$  con un coeficiente de determinación ( $R^2$ ) de 0.897, un valor Durbin-Watson de 1.534 y del estadístico t de 25.1. Aunque lo ideal sería obtener  $R^2$  de uno, el ajuste es bastante aceptable, ya que cerca del 90% de los cambios en M están explicados por los cambios en R.

Una segunda limitación que ha adquirido gran importancia en el último año es la transferencia de registros de importación reembolsables hacia los no reembolsables. El Artículo 82 del Decreto-Ley 444 de 1967 autorizó a la Superintendencia de Comercio Exterior para otorgar licencias no reembolsables para las importaciones de bienes que se traigan como capital extranjero, para las importaciones de las compañías petroleras y mineras, para aquellas importaciones que se paguen con el producto de préstamos externos de largo plazo, las donaciones y, finalmente, las demás importaciones que autorice la Junta de Comercio Exterior y que no impliquen egresos de divisas del país. La relativa autonomía que se da a las entidades privadas y oficiales, en particular a estas últimas, para obtener crédito externo, fomenta el que estas acudan a hacer importaciones por el sistema de licencias no reembolsables.

Dentro de las importaciones no reembolsables actualmente se vienen registrando las provenientes de empréstitos externos (AID y otros créditos) y el resto de importaciones no reembolsables que aparecen en el renglón de "otros" en el cuadro 8 (incluye inversiones de capital extranjero, compañías petroleras y mineras, sistemas especiales, importaciones temporales, importaciones hechas por diplomáticos, donaciones y préstamos, artículo 131 del Decreto-Ley 444 de 1967 y Resolución 47/73 de la J. M.). Lo primero que debemos anotar acerca de las importaciones no reembolsables como un todo y de aquellas que aparecen

---

(64) Se introdujo un rezago de seis meses en los registros, ya que primero se hacen estos y luego se hace la importación, la cual no se reflejará en los manifiestos sino hasta la nacionalización de la mercancía.

registradas en el renglón "otros" en particular, es su rápido crecimiento durante 1976. El valor total de las importaciones no reembolsables a fines de noviembre según registros alcanzaba la suma de US\$ 459.5 millones, de los cuales US\$ 130 millones correspondieron a importaciones financiadas como empréstitos y US\$ 329.5 millones a registros clasificados dentro de "otros". De estas cifras se concluye que las importaciones no reembolsables efectuadas durante los primeros once meses de 1976 más que duplicaron el valor alcanzado en 1975.

Para los años 1973-1975 las importaciones no reembolsables representaron alrededor del 15% de las importaciones totales, sin embargo, para 1976 este porcentaje se elevó a un 25% aproximadamente (ver cuadro 8). Esta tendencia al aumento del porcentaje de importaciones no reembolsables dificultó aún más la política de la autoridad monetaria en cuanto a la agilización de los pagos por importaciones al exterior, aumentándose de esta manera el impacto expansionista de las reservas internacionales sobre los medios de pago. Parte de la explicación del rápido crecimiento de las importaciones no reembolsables se explica por el hecho de que no están sujetas a los plazos máximos de tres a cinco años que rige para las importaciones de bienes de capital hechas a través del régimen de importaciones reembolsables (Resolución 17 de 1976, J. M.). La sustitución de registros de importación reembolsables por no reembolsables introduce una seria distorsión de las estadísticas, además de que en la práctica se evaden así las disposiciones de la autoridad monetaria en materia de plazos para giro al exterior.

El problema es especialmente importante por el uso de las estadísticas de registros de importación de las importaciones de gasolina y crudos hechas por ECOPETROL, ya que a través de la autorización por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público las entidades y personas de derecho público podrán endeudarse en el exterior de modo que pueden financiar su compra procediendo a registrar el crédito, haciéndose la importación a través del sistema de no reembolsables. Aunque posiblemente de menor magnitud, cabe señalar también la significación de los créditos regulados por el artículo 131 del Estatuto Cambiario, mediante el cual se autoriza "en el caso de préstamos destinados a financiar el montaje de fábricas u otros proyectos de interés económico o social", a registrar "el total de la deuda aunque parte de las divisas se emplee para la adquisición de bienes y servi-

CUADRO 8

Registros de exportaciones e importaciones

(Millones de US\$)

Período	Exportaciones			Importaciones										Regime- nes es- peciales (2)	Gran total
	Café	Otros produc- tos	Total	Reembolsables					No reembolsables						
				Giro ordi- nario	Plan Vallejo	Sub- total	Conve- nios de compen- sación	Créditos		Total	Con em- présti- tos	Otros	Total		
AID	Otros (1)														
1969 .....	356.5	204.3	560.9	451.6	13.7	465.3	67.0	96.7	9.5	638.5	70.8	45.9	116.7	7.2	762.4
1970 .....	461.0	203.4	614.4	592.1	24.8	616.9	55.3	99.0	14.3	785.5	100.8	34.4	135.2	9.3	930.0
1971 .....	399.6	233.8	683.4	618.1	26.0	644.1	38.0	13.0	15.3	710.4	35.9	38.5	74.4	9.3	794.1
1972 .....	428.1	392.1	820.2	660.7	37.7	698.4	53.0	23.2	11.3	785.9	76.4	39.7	116.1	9.2	911.2
1973 (3) .....	595.5	580.7	1.176.2	930.0	44.5	974.5	45.9	4.7	11.5	1.076.3	125.1	63.7	188.8	12.4	1.237.9
1974 .....	623.1	792.5	1.415.6	1.390.5	67.0	1.457.5	67.8	0.1	3.8	1.529.2	96.2	155.4	251.6	7.8	1.788.6
1975 .....	680.5	761.6	1.442.1	1.164.8	61.9	1.226.7	52.2	—	0.4	1.279.3	95.1	128.0	223.1	9.2	1.511.6
1976															
Enero .....	67.0	35.3	102.3	77.7	3.3	81.0	4.8	—	—	85.8	8.9	16.0	24.9	0.2	110.9
Febrero .....	66.7	55.6	122.3	114.2	4.8	119.0	7.1	—	0.3	126.4	53.6	27.5	81.1	0.1	207.6
Marzo .....	68.8	64.3	133.1	121.5	5.4	126.9	5.8	—	6.2	133.9	4.3	27.5	31.8	0.2	170.9
Abril .....	80.9	56.6	137.5	121.9	7.0	128.9	4.6	—	0.3	133.8	7.3	34.7	42.0	3.2	179.0
Mayo .....	73.5	61.2	134.7	130.7	9.4	140.1	4.8	—	—	144.9	7.2	23.7	30.9	0.2	176.0
Junio .....	99.0	77.7	176.7	107.4	4.0	111.4	6.2	—	—	117.6	6.5	21.7	28.2	0.1	145.9
Julio .....	85.1	53.0	138.1	113.8	6.1	119.9	5.1	—	—	125.0	8.1	44.7	52.8	0.1	177.9
Agosto .....	64.0	70.6	134.6	139.9	5.6	145.5	7.4	—	—	152.9	3.4	22.3	25.7	3.5	178.5
Septiembre .....	51.2	82.2	133.4	120.7	6.4	127.1	6.4	—	—	133.5	11.9	42.9	54.8	0.3	188.6
Octubre .....	67.2	63.1	130.3	101.2	4.8	106.0	6.3	—	—	112.3	8.1	43.6	51.7	3.7	167.7
Noviembre * .....	111.3	69.7	181.0	111.6	4.8	116.4	5.4	—	—	121.8	10.7	24.9	35.6	0.4	157.8
Total .....			1.529.0			1.322.2				1.392.9	130.0	329.5	459.5		1.860.8

Fuente: Banco de la República.

(1) Incluye BIRF.

(2) Leticia y San Andrés.

(3) Las importaciones no incluyen el mes de julio.

\* Cifra provisional, sujeta a revisión.

cios en el exterior o para pagar en moneda extranjera". Ello introduce una importante distorsión en las estadísticas que es necesario corregir. De otra parte, aun cuando el espíritu del Decreto-Ley 444 es en este caso, evidentemente, facilitar la acumulación de capital, su amplitud resulta excesiva, lo que permite evadir las disposiciones sobre control de importaciones y las sanciones por incumplimiento en los plazos. En estas circunstancias, es necesario precisar el alcance del artículo para evitar conflictos entre el necesario control monetario y el normal desenvolvimiento económico.

En conclusión, las estadísticas de registros dejan mucho que desear y son responsables por gran parte de los sesgos que se introducen en la estimación de la estructura de pagos.

#### B. Descripción del modelo de rezagos distribuidos

En esta sección estamos interesados en desarrollar un método para el cálculo de la distribución de los pagos corrientes en función de los registros de importación reembolsables (giro ordinario y Plan Vallejo) de períodos anteriores. El establecer esta relación equivale a estimar una ecuación del siguiente tipo:

$$P_t = a_0 + \sum_{i=0}^n B_i R_{t-i} \quad (1)$$

en donde  $P_t$  representa los pagos corrientes y  $R_{t-i}$  los registros de importaciones reembolsables con rezagos. Como ha sido discutido en la literatura técnica, no es aconsejable proceder a la estimación de esta relación directamente, por cuanto habría un gran número de variables explicatorias ( $n+1$ ) no completamente independientes, lo cual acarrea serios problemas de multicolinealidad (65).

Un procedimiento bastante empleado para reducir el problema de la multicolinealidad es el uso de rezagos distribuidos desarrollado por Almon (66), método que nos proponemos emplear.

---

(65) Esto ocurre debido a que las variables explicatorias rezagadas suelen estar correlacionadas entre sí, lo que conduce a una estimación imprecisa de los coeficientes beta, sin que se pueda separar e identificar en forma precisa el efecto de cada una de las variables rezagadas.

(66) Almon, S. "The distributed lag between capital, appropriations and expenditures", *Econometrica*, Vol. 30 (1935), Págs. 178-196.

En forma simplificada, este método busca aproximar por medio de un polinomio cada uno de los coeficientes beta (67), esto es:

$$B_i = d_0 + d_1 i + d_2 i^2 + d_3 i^3 + \dots + d_n i^n \quad (2)$$

Suponiendo que un polinomio de grado dos aproxima en forma adecuada el valor de los coeficientes beta y dejando variar  $i$  entre cero y cuatro tenemos: (68)

$$\begin{aligned} B_0 &= d_0 \\ B_1 &= d_0 + d_1 + d_2 \\ B_2 &= d_0 + 2d_1 + 2^2 d_2 \\ B_3 &= d_0 + 3d_1 + 3^2 d_2 \\ B_4 &= d_0 + 4d_1 + 4^2 d_2 \end{aligned}$$

procediendo a sustituir los valores de los betas aproximados polinomialmente en la ecuación (1) y factorizando tenemos:

$$\begin{aligned} P_t &= a_0 + d_0 (R_t + R_{t-1} + R_{t-2} + R_{t-3} + R_{t-4}) \\ &\quad + d_1 (R_{t-1} + 2R_{t-2} + 3R_{t-3} + 4R_{t-4}) \\ &\quad + d_2 (R_{t-1} + 2^2 R_{t-2} + 3^2 R_{t-3} + 4^2 R_{t-4}) \end{aligned}$$

lo que puede expresarse en forma general como:

$$P_t = a_0 + d_0 \sum_{i=0}^n R_{t-i} + d_1 \sum_{i=0}^n i R_{t-i} + d_2 \sum_{i=0}^n i^2 R_{t-i} \quad (3)$$

Como resultado de esta transformación hemos reducido el número de variables explicatorias de  $(N+1)$  a tres, reduciendo por consiguiente el grado de colinearidad y habiendo introducido a la vez una restricción en la distribución de los coeficientes beta al forzarlos a asumir la configuración dada por un polinomio de segundo orden (o una forma parabólica). Una vez estimados los valores de los términos "d" en la ecuación (3) por medio de una regresión múltiple, podemos sustituir a fin de determinar los valores de los betas.

---

(67) En realidad hay una doble aproximación, ya que los valores discretos de los coeficientes beta se aproximan por medio de los valores de una función continua, la cual a su vez se aproxima por medio de un polinomio de grado  $n$ .

(68) Ver Murphy, James L., *Introductory Econometrics*, Richard D. Irwin, 1973, p. 276.

El postulado básico del modelo descrito por la ecuación (1) es el de que los pagos por importaciones en el trimestre  $t$  son función de los valores corrientes y de los valores pasados de los registros de importación. Obviamente resulta poco probable que un importador haga el pago simultáneamente con el registro, ni siquiera que los pagos que se están efectuando hoy correspondan a registros que se hicieron en los meses inmediatamente anteriores. Por consiguiente, es de esperarse que de las posibles formas que pueden tomar las diferentes parábolas correspondientes a la ecuación  $B_i = d_0 + d_1i + d_2i^2$  la más probable sea en forma de "campana", aunque esto no es necesariamente así, como veremos al discutir los resultados de la estimación.

Cabe hacer algunos comentarios adicionales acerca de la ecuación (1). En primer lugar, el término constante  $a_0$  es de difícil interpretación, ya que debe existir una relación de estricta proporcionalidad entre los pagos y los registros, por cuanto de ser cero el valor de los registros en todos los períodos, el valor de los pagos también deberá ser nulo. Sin embargo, como es bien sabido, un modelo de regresión busca explicar el comportamiento de una sub-población que contiene por lo menos una variable independiente diferente de cero. Cuando todas las variables explicatorias son cero, entonces la observación no pertenece a la sub-población bajo investigación y la ecuación de regresión no tiene una interpretación válida. Por consiguiente, el término constante no debe interpretarse como el intercepto de la ecuación en un sentido matemático. Más bien debe interpretarse como el efecto sobre la variable dependiente de todas las variables excluidas de la sub-población relevante y a su vez estará captando la presencia de "no linealidades" (69). En segundo lugar, ya que estamos interesados en la estimación de la estructura de pagos y en determinar cuánto tiempo tomó la cancelación (pago al exterior) del 100% de los registros, debemos imponer la restricción adicional de que la suma de los coeficientes beta sume uno. La introducción de esta restricción se discute en un anexo a este capítulo, aunque no se llevaron a cabo las estimaciones.

Pasaremos ahora a discutir los estudios en los cuales se estima la estructura de pagos para Colombia. Un conocimiento de la estructura de pagos es de gran importancia para fines de programación cambiaria (presupuestos de importaciones, ...) y

---

(69) Ver Rao y Miller, *Applied Econometrics*, Pág. 6.

para conocer la evolución de la deuda comercial externa del país. El único trabajo publicado sobre este tema en Colombia de que tengamos conocimiento es el de Prieto (70). En este estudio se desarrolla una metodología para estimar el pago de importaciones reembolsables (giro ordinario) en función de los registros por importaciones tanto de este período como de períodos anteriores (retardos distribuidos).

La ecuación de pagos en el período corriente ( $P_t$ ) en función de los registros de importación pasados ( $R_{t-i}$ ) estimada por Prieto, para el período enero de 1965 a junio de 1974, es como sigue:

$$(4) \quad P_t = 18.7538 + \frac{.0752}{(.0221)} \sum_{i=0}^{10} R_{t-i} + \frac{.0264}{(.0140)} \sum_{i=0}^{10} i R_{t-i} - \frac{.0043}{(.0014)} \sum_{i=0}^{10} i^2 R_{t-i}$$

$$R^2 = 0.952$$

$$DW = 2.1943$$

Esta ecuación produce un ajuste bastante bueno con un retardo de diez trimestres, lográndose resultados satisfactorios en las proyecciones que se han llevado a cabo.

Con base en esta ecuación es posible estimar la estructura de retardos (coeficiente beta) en los pagos sustituyendo los valores de los tres términos estimados en (4) en la forma polinomial de  $B_i$ .

Los valores calculados para los coeficientes betas fueron:

$B_0$	=	.0752
$B_1$	=	.0973
$B_2$	=	.1108
$B_3$	=	.1157
$B_4$	=	.1120
$B_5$	=	.0997
$B_6$	=	.0788
$B_7$	=	.0493
$B_8$	=	.0112
$B_9$	=	-.0355
$B_{10}$	=	-.0908

(70) Prieto, Rafael, "La deuda comercial externa a corto plazo", *Revista Banco de la República*, octubre, 1974. Además de este estudio existen algunas estimaciones de la estructura de pagos hechas por misiones del FMI.

En el gráfico 2 presentamos esta estructura de pagos. Respecto a la estimación de Prieto cabe hacer los siguientes comentarios:

a) La suma de los coeficientes beta no resulta ser igual a uno, sino tan solo llega a .6237. Parecería pues, que parte del efecto explicatorio de los betas está siendo captado por el término constante.

b) La presencia de valores negativos de los coeficientes es preocupante. Nótese que una vez determinada la ecuación de retardos distribuidos apropiada no se han restringido los valores posibles de los betas a un subconjunto de valores reales positivos. Esta restricción es más difícil de imponer que las dos restricciones que se discuten en el apéndice a este capítulo (forzar la regresión a pasar por el origen y restringir la suma de los betas a uno). Esta limitación en los programas estadísticos disponibles no ha podido ser superada.

c) La estimación de una sola ecuación de regresión para todo el período considerado hace que posiblemente no se tenga en cuenta cambios en el número de rezagos para diferentes lapsos.

Este último factor se tiene en cuenta en el análisis que va a realizarse, lo que puede mejorar los resultados.

A continuación presentamos las diferentes estructuras de pagos por importaciones reembolsables que hemos estimado (cuadro 9) aun cuando por restricciones de programas de computador no fue posible introducir los perfeccionamientos metodológicos que se consideran en el apéndice.

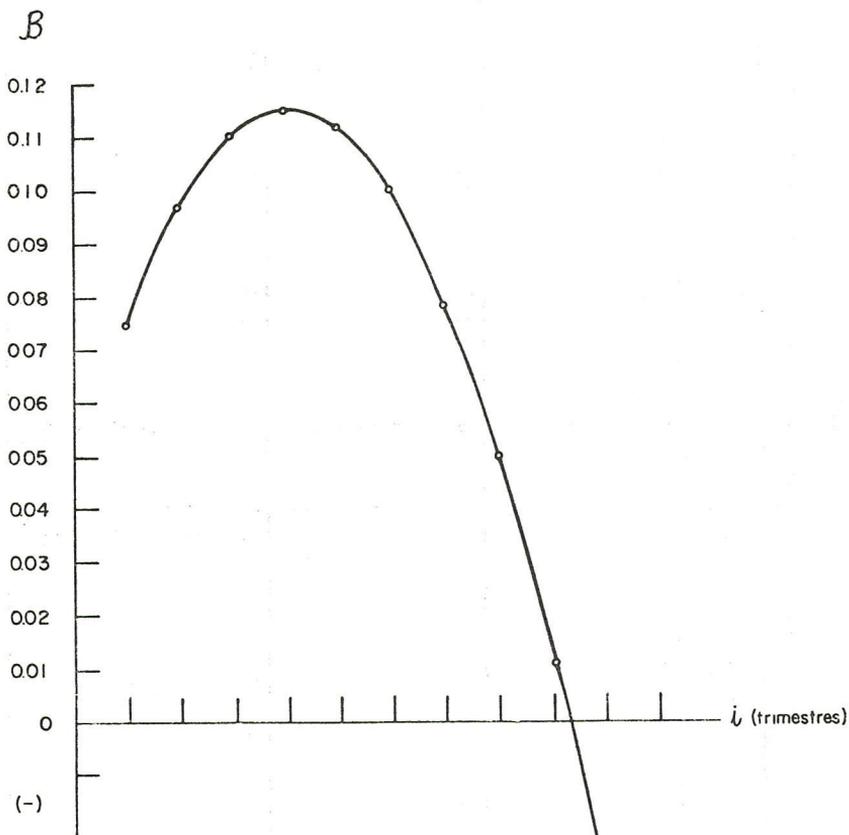
a) Para el período correspondiente al segundo trimestre de 1963 hasta el último trimestre de 1972 se hicieron dos estimaciones variando el número de retardos (7 y 8 trimestres, respectivamente). El mejor ajuste en términos de los valores de  $R^2$  y  $\bar{R}^2$  se obtiene con un número de ocho trimestres de retardo. Para ambas estimaciones la forma de la estructura de pagos es de "campana" (forma 3 en el gráfico 3).

b) Para el período I/1965-III/1976 se procedió a estimar la estructura de los betas con retardos de diez y once trimestres, con resultados bastante iguales. La forma de la estructura de pagos es una parábola semejante a la número (1) del gráfico 3.

Nótese que el ajuste es muy bueno con  $R^2 = .984$  y  $\bar{R}^2 = .983$ . Esta ecuación se empleó para hacer algunas proyecciones de los pagos por importaciones reembolsables para 1977.

GRAFICO 2

ESTRUCTURA DE PAGOS POR IMPORTACIONES REEMBOLSABLES  
(1/65 - 6/74)



CUADRO 9

## Estructura de los pagos por importaciones reembolsables

Número de retardos	Período	Restricciones	Coefficientes	Retardos	Suma de los coeficientes	R <sup>2</sup>	-2 R	D. W.	Error típico del estimativo
7	II/1963-IV/1972	Ninguna	.0770	0	.8932	.736	.708	2.1961	16.495
			.1037	1					
			.1220	2					
			.1319	3					
			.1334	4					
			.1265	5					
			.1112	6					
			.0875	7					
8	II/1963-IV/1972	Ninguna	.0465	0	.8781	.752	.725	2.3020	15.752
			.0966	1					
			.1307	2					
			.1488	3					
			.1509	4					
			.1370	5					
			.1071	6					
			.0612	7					
-.0007	8								
10	I/1965-III/1976	Ninguna	.1238	0	.8998	.984	.983	2.3853	10.750
			.1214	1					
			.1170	2					
			.1106	3					
			.1022	4					
			.0918	5					
			.0794	6					
			.0650	7					
			.0486	8					
			.0302	9					
			.0098	10					

CUADRO 9

## Estructura de los pagos por importaciones reembolsables (continuación)

Número de retardos	Período	Restricciones	Coefficientes	Retardos	Suma de los coeficientes	R <sup>2</sup>	-2 R	D. W.	Error típico del estimativo	
11	I/1965-III/1976	Ninguna	.1332	0	.8746	.984	.982	2.4235	10.818	
			.1249	1						
			.1158	2						
			.1059	3						
			.0952	4						
			.0837	5						
			.0714	6						
			.0583	7						
			.0444	8						
			.0297	9						
			.0142	10						
-.0021	11									
10	I/1967-III/1976	Ninguna	.1294	0	.8844	.979	.977	2.5465	11.580	
			.1232	1						
			.1158	2						
			.1072	3						
			.0974	4						
			.0864	5						
			.0742	6						
			.0608	7						
			.0462	8						
			.0304	9						
			.0134	10						
11	I/1967-III/1976	Ninguna	.1314	0	.9124	.978	.975	2.5551	11.790	
			.1240	1						
			.1158	2						
			.1068	3						
			.0970	4						

CUADRO 9

## Estructura de los pagos por importaciones reembolsables (conclusión)

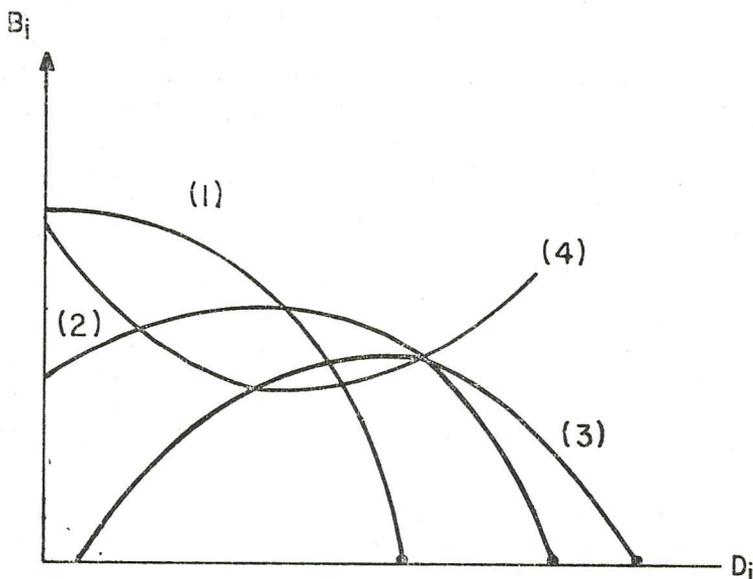
Número de retardos	Período	Restricciones	Coefficientes	Retardos	Suma de los coeficientes	R <sup>2</sup>	-2 R	D. W.	Error típico del estimativo
			.0864	5					
			.0750	6					
			.0628	7					
			.0498	8					
			.0360	9					
			.0214	10					
			.0060	11					
10	I/1971-III/1976	Ninguna	.1140	0	.8360	.880	.840	2.6748	17.297
			.1118	1					
			.1078	2					
			.1020	3					
			.0944	4					
			.0850	5					
			.0738	6					
			.0608	7					
			.0460	8					
			.0294	9					
			.0110	10					
11	I/1971-III/1976	Ninguna	.0712	0	.7158	.834	.772	2.6394	16.163
			.0771	1					
			.0806	2					
			.0817	3					
			.0804	4					
			.0767	5					
			.0706	6					
			.0621	7					
			.0512	8					
			.0379	9					
			.0222	10					
			.0041	11					

c) Posteriormente se estimó la estructura de pagos para los trimestres comprendidos entre 1967 y septiembre de 1976. Al igual que en el caso anterior el ajuste es muy bueno en términos del coeficiente de determinación múltiple y el coeficiente de determinación ajustado. El ajuste hecho con diez trimestres de rezago también se empleó en el cálculo de las proyecciones de pagos que se discutirán más adelante.

d) Empleando un número inferior de datos se calcularon los coeficientes betas para los trimestres comprendidos entre I/1971 y III/1976, siendo el mejor ajuste el de rezagar los registros de importación reembolsables en diez trimestres.

GRAFICO 3

REPRESENTACION DEL POLINOMIO  $B_1 = d_0 + d_1 l + d_2 l^2$



La forma de las estructuras de pago estimadas para los diferentes períodos y con diferentes rezagos corresponde a las parábolas números (1) y (2) del gráfico 3. Estos resultados son satisfactorios, ya que indican que la multicolinealidad presente

en la ecuación (1) se ha reducido a niveles aceptables con la transformación que resultó en la forma general, ecuación (3) (71).

*C. Proyección de los pagos por importaciones reembolsables*

Una vez ajustadas las ecuaciones que relacionan los pagos y los registros de importación, como se discutió en la sección anterior, se procedió a confrontar los resultados observados con los estimados por el modelo a fin de determinar el poder predictivo de este.

En el cuadro 10 se presentan los pagos de importación observados y los estimados mediante dos de las ecuaciones que produjeron los mejores ajustes (ecuación para los trimestres comprendidos entre I/1967 y III/1976, con diez trimestres de rezago (1) y la ecuación ajustada para el período I/1965-III/1976 también con diez trimestres de retardo (2). La bondad del ajuste se puede determinar calculando las diferencias entre los pagos observados y los estimados mediante las dos ecuaciones a que hemos hecho referencia. Estos residuos en dólares son relativamente pequeños. Hemos calculado también el monto de estas diferencias en términos porcentuales (residuo en US\$/pago de importaciones observado). Como se muestra en el cuadro 10 estos porcentajes de desviación entre el valor que predice el modelo y el observado son bastante bajos. Estos resultados confirman la conclusión de Prieto (72), acerca de la bondad predictiva del modelo. En vista de esto, se llevaron a cabo proyecciones de los pagos por importación para el último trimestre de 1976 y para los cuatro trimestres de 1977. Se partió del supuesto de que los registros de importación reembolsables (giro ordinario más Plan Vallejo) se incrementarían en US\$ 5 millones por mes a partir de una base de US\$ 120 millones para diciembre de 1976, supuestos razonables a la luz de la evidencia (ver cuadro 8). Los resultados de las proyecciones en el supuesto de que no se modifiquen las políticas en materias de pago por importaciones y endeudamiento externo destinado a la financiación de importaciones, entre otros, arrojan un valor para los pagos por

---

(71) El hecho de que haya multicolinealidad, en teoría, no hace que los estimadores sean sesgados, ni ineficientes. Sin embargo, causa otra serie de problemas que no es del caso discutir aquí. (Quizá el problema más grave resulta de que los estimadores se vuelven muy sensibles a los cambios en los datos o a la especificación que se use).

(72) *Ibid.*

CUADRO 10

Pagos por importaciones reembolsables y proyecciones para 1976 y 1977

(Millones de US\$)

Trimestres	Pagos de importación			Residuos			
	Observados	Estimados		US\$		%	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1973 I .....	146.4	148.30	152.22	-1.90	-5.82	-1.3	-4.0
II .....	156.9	158.93	162.78	-2.03	-5.88	-1.3	-3.8
III .....	160.4	170.83	174.69	-10.43	-14.29	-6.5	-8.9
IV .....	212.0	184.28	188.31	27.72	23.69	13.1	11.2
Total .....	675.7	662.33	678.00	13.37	-2.30	2.0	-0.3
1974 I .....	208.6	205.85	209.89	2.75	-1.29	1.3	-0.6
II .....	235.6	224.19	228.68	11.41	6.92	4.8	2.9
III .....	243.6	248.67	253.43	-5.07	-9.83	-2.1	-4.0
IV .....	267.9	264.30	269.91	3.60	-2.01	1.3	-0.8
Total .....	955.7	943.01	961.91	12.69	-6.21	1.3	-0.7
1975 I .....	267.6	275.25	281.73	-7.65	-14.13	-2.9	-5.3
II .....	289.5	281.13	288.38	8.37	1.12	2.9	0.4
III .....	290.4	281.77	289.61	8.63	0.79	3.0	0.3
IV .....	290.8	277.75	285.96	13.05	4.84	4.5	1.7
Total .....	1.138.3	1.115.90	1.145.69	22.40	-7.39	2.0	-0.7
1976 I .....	286.8	279.19	287.09	7.61	-0.29	2.7	-0.1
II .....	256.8	286.25	293.35	-29.45	-36.53	-11.5	-14.2
III .....	318.0	293.46	299.77	24.54	18.23	7.7	5.7
IV .....	—	293.19	299.51	—	—	—	—
Total .....	—	1.152.09	1.179.72	—	—	—	—
1977 I .....	—	299.33	305.25	—	—	—	—
II .....	—	311.09	317.22	—	—	—	—
III .....	—	329.11	335.34	—	—	—	—
IV .....	—	352.18	358.64	—	—	—	—
Total .....	—	1.291.61	1.316.46	—	—	—	—

Nota: Los valores de los pagos estimados en (1) se hicieron con base en la ecuación ajustada para el período I/1967-III/1976 con diez trimestres de retardo y un  $\bar{R}^2$  de .977. Se supuso que los registros reembolsables se incrementaban en US\$ 5 millones por mes a partir de una base de US\$ 120 millones para diciembre de 1976.

Los pagos estimados en (2) se hicieron usando la ecuación ajustada para el período I/1965-III/1976, con diez trimestres de retardo y un  $\bar{R}^2 = .983$ . Los demás supuestos de la estimación (1) se aplican.

importaciones durante 1977 que oscila alrededor de los US\$ 1.300 millones (73). Resultados como este son de utilidad para fines de programación monetaria y cambiaria. La interrelación entre estos dos sectores será el tema de la última sección de esta parte.

*D. Comentarios finales acerca de la estructura  
de pagos por importaciones*

Para concluir la discusión de este capítulo acerca de la forma en que se reparten a través del tiempo los pagos por importaciones presentamos los pagos efectivos hechos por los importadores según la fecha de los registros. Por ejemplo, como se observa en el cuadro 11, los pagos efectuados durante el segundo trimestre de 1975, US\$ 32.161.405, corresponden a registros hechos durante el cuarto trimestre de 1973, y así sucesivamente. La importancia y el gran interés que tiene esta información es el de que no se trata de una estimación, sino que corresponde a pagos efectivamente hechos de acuerdo con la fecha del registro.

En el cuadro 12 hemos calculado el valor de lo que correspondería a los coeficientes betas, (excluyendo los pagos por concepto de registros con fechas anteriores a 1970) de la ecuación (1) discutida anteriormente. Estos resultados muestran, en primer lugar, que los pagos hechos durante el trimestre en el cual se hizo el registro son insignificantes y a los 180 días de haberse hecho el registro, los pagos corresponden a un valor entre el 8% y el 9% del valor del registro. En segundo lugar, el mayor porcentaje del valor de los pagos se hace con tres y cuatro trimestres de rezago, de modo que al año de haberse hecho el registro ya se habrá efectuado el pago de alrededor de un 55% del valor de los registros.

Esto demuestra que aunque la estructura de pagos estimada mediante el modelo de retardos distribuidos de Almon es bastante adecuada para fines de proyección, no nos da una idea muy exacta de la verdadera estructura de pagos. En tercer lugar, es importante señalar las diferencias que existen en el comportamiento de los pagos hechos en 1975 y 1976. Como se observa

---

(73) La proyección de los pagos por importaciones (giro ordinario más Plan Vallejo) para 1977, también se hizo empleando la ecuación ajustada para los trimestres que van de I/1971 a III/1976 con diez trimestres de rezago  $\bar{R}^2 = .84$ , bajo los mismos supuestos de la nota del cuadro 10. Los resultados proyectados arrojan un valor de US\$ 1.280.4 millones para 1977.

CUADRO 11  
(US\$)

Pagos por concepto de importaciones según fecha de registro

Registros	1975				1976		
	I	II	III	IV	I	II	III
Hasta 1970 .....	5.414.561	4.783.154	2.348.483	2.179.439	693.632	1.878.130	957.083
1971 I .....	1.188.443	646.310	343.769	229.978	270.465	340.303	147.221
II .....	1.041.964	592.160	500.593	286.744	120.918	255.332	597.880
III .....	1.883.701	947.634	1.551.621	423.509	107.698	984.572	117.638
IV .....	2.041.863	1.821.216	1.133.986	627.565	935.619	575.944	425.016
1972 I .....	439.129	2.204.052	1.433.313	1.015.969	3.078.931	1.233.091	219.179
II .....	1.032.208	695.482	1.292.891	2.086.199	722.849	252.613	391.349
III .....	2.351.916	1.532.973	1.313.014	1.178.473	563.430	765.655	316.356
IV .....	1.906.449	1.991.667	1.961.932	1.275.701	1.505.780	556.258	957.610
1973 I .....	3.220.630	1.998.406	2.610.525	1.394.810	1.458.509	1.630.466	1.804.819
II .....	6.353.383	7.113.334	5.950.160	1.791.831	1.306.796	2.001.394	1.426.497
III .....	11.187.185	19.444.534	5.656.748	4.174.636	2.611.419	2.118.519	1.568.688
IV .....	14.391.533	32.161.405	9.041.952	4.022.745	2.735.313	2.188.062	2.184.062
1974 I .....	29.858.786	33.106.229	14.778.622	8.685.361	5.580.829	3.396.911	4.015.541
II .....	54.952.906	40.254.438	29.989.234	17.978.540	8.499.359	5.003.464	3.336.452
III .....	69.708.296	68.086.772	56.882.022	28.711.630	15.843.084	8.040.828	3.988.822
IV .....	25.959.266	63.893.877	57.565.336	33.041.018	23.701.853	9.584.395	8.868.303
1975 I .....	1.871.922	27.069.643	57.667.505	60.293.577	36.160.312	22.173.814	12.120.138
II .....		1.176.498	20.589.456	56.335.054	60.342.671	33.585.661	19.648.656
III .....			3.131.926	20.008.939	51.533.589	53.337.517	33.746.340
IV .....				962.671	20.756.086	51.574.147	54.807.163
1976 I .....					1.254.013	19.997.591	60.542.155
II .....						1.454.313	20.850.959
III .....							1.171.526
Total .....	234.804.141	309.519.784	275.743.088	246.704.389	239.783.155	222.928.980	234.179.453

Fuente: Banco de la República.

en el cuadro 11, los valores totales pagados durante los tres primeros trimestres de 1975 son superiores a los pagos efectuados durante igual período de 1976. Esto a pesar de que en el primer año el volumen de importaciones fue relativamente bajo. Esto indicaría que sí ha habido una demora en los giros al exterior durante 1976.

Finalmente, en los gráficos 4(A) y 4(B) presentamos la forma de la estructura de pagos que resulta de los cálculos hechos en el cuadro 12.

CUADRO 12

Estructura de pagos por concepto de importaciones según fecha de registro

(Porcentajes)

Registros	Pagos	1975				1976		
		I	II	III	IV	I	II	III
1971	I.....	0.52	0.21	0.13	0.09	0.11	0.15	0.06
	II.....	0.45	0.19	0.18	0.12	0.05	0.12	0.26
	III.....	0.82	0.31	0.57	0.17	0.05	0.45	0.05
	IV.....	0.89	0.60	0.41	0.26	0.39	0.26	0.18
1972	I.....	0.19	0.72	0.52	0.42	1.29	0.56	0.09
	II.....	0.45	0.23	0.47	0.85	0.30	0.11	0.17
	III.....	1.03	0.50	0.48	0.48	0.24	0.35	0.14
	IV.....	0.83	0.65	0.72	0.52	0.63	0.25	0.41
1973	I.....	1.40	0.66	0.95	0.57	0.61	0.74	0.77
	II.....	2.77	2.33	2.18	0.73	0.55	0.91	0.61
	III.....	4.88	6.38	2.07	1.71	1.09	0.96	0.67
	IV.....	6.27	10.55	3.31	1.65	1.14	0.99	0.94
1974	I.....	13.02	10.86	5.41	3.55	2.33	1.54	1.72
	II.....	23.96	13.21	10.97	7.35	3.55	2.26	1.43
	III.....	30.39	22.34	20.81	11.74	6.63	3.64	1.71
	IV.....	11.32	20.97	21.06	13.51	9.91	4.34	3.80
1975	I.....	0.82	8.88	21.09	24.66	15.12	10.03	5.20
	II.....		0.39	7.53	23.04	25.24	15.19	8.42
	III.....			1.15	8.18	21.55	24.13	14.47
	IV.....				0.39	8.68	23.33	23.50
1976	I.....					0.52	9.05	25.96
	II.....						0.66	8.94
	III.....							0.50
Total ..		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Cuadro 11.

GRAFICO 4-A

ESTRUCTURA DE PAGOS POR CONCEPTO DE IMPORTACIONES  
SEGUN FECHA DE REGISTRO

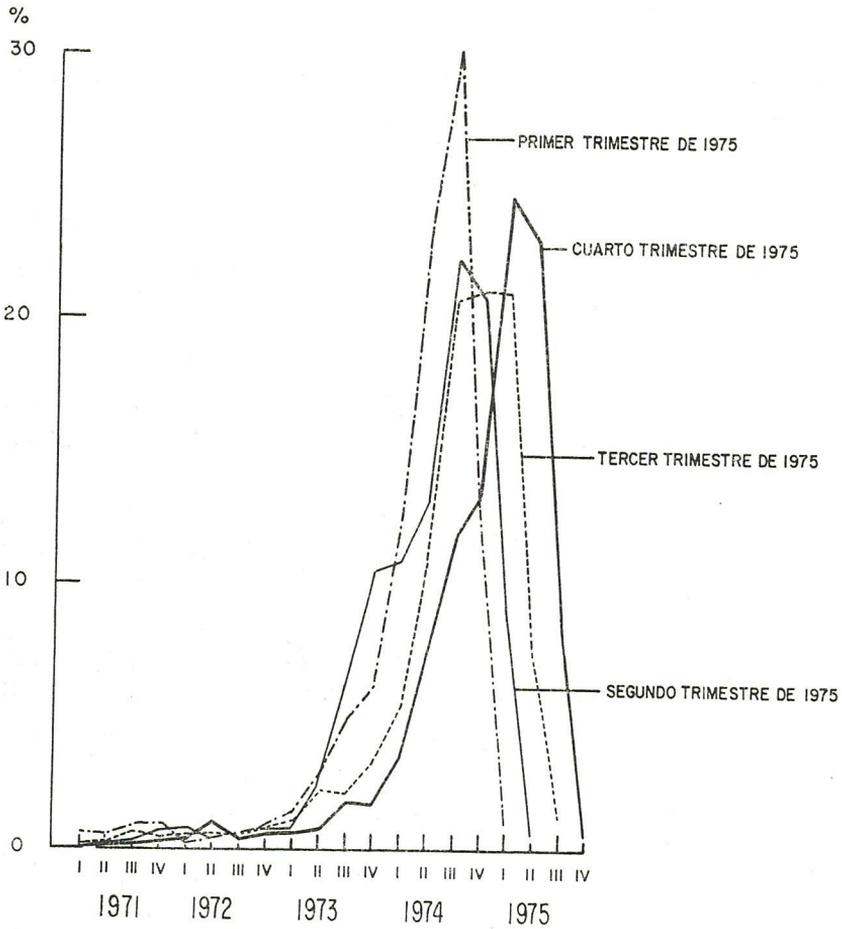
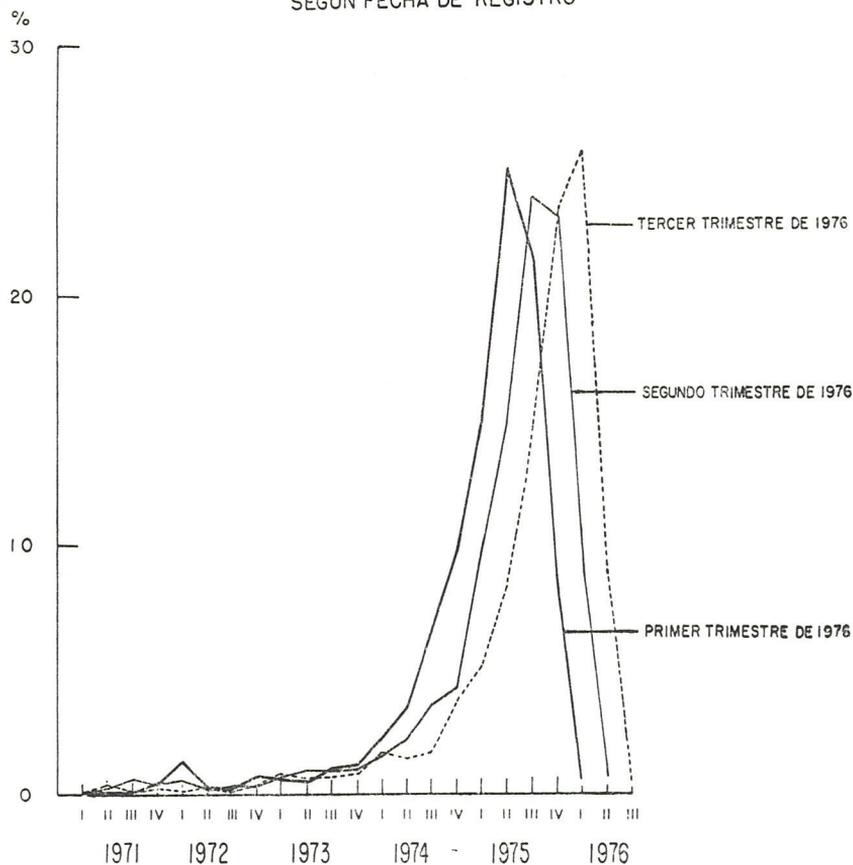


GRAFICO 4-B

ESTRUCTURA DE PAGOS POR CONCEPTO DE IMPORTACIONES  
SEGUN FECHA DE REGISTRO



3. Las importaciones y los medios de pago

En el análisis del sector externo y su relación con la política monetaria es necesario referirse al comportamiento y estructura de los pagos al exterior, en particular aquellos originados en el financiamiento externo de las importaciones (deuda comercial externa a corto plazo) y a los mecanismos empleados por la autoridad monetaria tendientes a limitar el endeudamiento pri-

vado externo y acelerar los giros por importaciones al exterior. Como se indica en el esquema adjunto (gráfico 5), la balanza cambiaria contabiliza el flujo de divisas que recibe el país. Esto es, la balanza cambiaria registra el ingreso neto por exportaciones y los movimientos de capital menos los pagos que se hagan por importaciones (bienes, servicios y capital). El saldo de la balanza cambiaria se traducirá en variaciones en las reservas internacionales y en la base monetaria, con su consecuente efecto sobre los medios de pago. De este esquema simplificado del sector externo y de su relación con los medios de pago resulta claro, desde un punto de vista exclusivamente monetario, el interés en coordinar los pagos por importaciones y el endeudamiento externo (74) con la situación de reservas internacionales. Para lograr este objetivo la autoridad monetaria dispone de mecanismos como los depósitos previos de importación. Los anticipos para el pago de importaciones, los depósitos para giro al exterior, los encajes sobre operaciones en moneda extranjera de los intermediarios financieros y el control directo del endeudamiento externo.

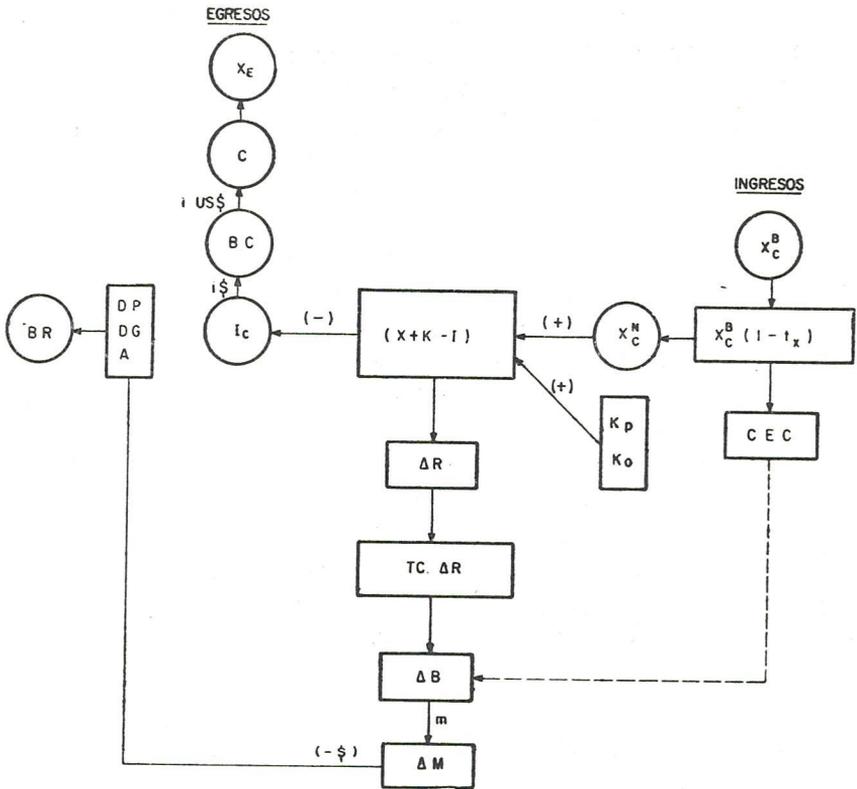
En cuanto se refiere a los tres primeros, en una situación de reservas internacionales altas se han incrementado con el fin de evitar un mayor crecimiento de los medios de pago. Sin embargo, al procederse en esta forma se está limitando la demanda por importaciones por un aumento del costo efectivo de estas, lo cual tiende a contrarrestar el primer efecto mencionado. Por otra parte, cuando hay problemas de liquidez internacional la elevación de los depósitos previos y similares busca primordialmente reducir la demanda por importaciones. Respecto a los controles sobre endeudamiento externo es de esperarse que sean restrictivos en situaciones de reservas internacionales altas y relativamente más flexibles en caso contrario.

---

(74) Como señala R. Prieto, el aumento de la deuda privada externa por concepto de financiación de importaciones "... a más de sobreestimar el nivel de las reservas internacionales netas del país, representa una mayor carga para la balanza de pagos por el servicio de intereses y comisiones e introduce elementos de inestabilidad cambiaria en situaciones imprevisibles de restricción crediticia". "La deuda comercial externa a corto plazo", *Revista del Banco de la República*, octubre de 1974, P. 1383.

GRAFICO 5

EL SECTOR EXTERNO Y LOS MEDIOS DE PAGO



## NOTACION:

$X_C^B$ :	Exportaciones brutas de Colombia.
$t_x$ :	Impuestos a las exportaciones.
$X_C^N$ :	Exportaciones netas de Colombia.
CEC :	Cuenta Especial de Cambio.
$K_p$ :	Capital privado.
$K_o$ :	Capital oficial.
$K$ :	$K_p + K_o$
$I$ :	Importaciones totales.
$(X+K-I)$ :	Balanza Cambiaria en M/E.
$I_c$ :	Importaciones colombianas.
$B_C$ :	Bancos comerciales.
$C$ :	Corresponsales extranjeros.
$X_E$ :	Exportador extranjero.
$\Delta R$ :	Cambio en las reservas internacionales (en divisas).
$T_C$ :	Tasa de cambio.
$T_C \cdot \Delta R$ :	Monetización a pesos del cambio en reservas (Balanza cambiaria en \$).
$\Delta B$ :	Cambio en la Base atribuible a la balanza cambiaria y al manejo de los ingresos fiscales que van a la Cuenta Especial de Cambio (CEC).
$m$ :	Multiplicador de los medios de pago.
$\Delta M$ :	Cambio en los medios de pago.
$D_p$ :	Depósitos previos de importación.
$D_G$ :	Depósitos para giro al exterior, A = Anticipos.
BR :	Banco de la República.
$i_{\$US}$ :	Intereses en dólares.
$i_{\$}$ :	Intereses en pesos.

## 4. Resumen y conclusiones

En el presente capítulo hemos discutido con bastante detalle el comportamiento reciente de la deuda comercial externa a corto plazo de los bancos comerciales y la estructura de los pagos por las importaciones reembolsables (giro ordinario y Plan Vallejo).

En la primera parte analizamos las diferentes disposiciones de la autoridad monetaria en materia de financiación de importaciones y prefinanciación de exportaciones en sus relaciones con la disponibilidad de cambio exterior del país. Vimos cómo las restricciones domésticas al crédito y los diferenciales entre las tasas de interés externas e internas, entre otras, llevaron a un rápido crecimiento del endeudamiento externo privado.

Prácticamente el resto del capítulo lo dedicamos a la estimación de la estructura de pagos. Señalamos las limitaciones estadísticas que resultan de usar los datos de importaciones según registro en vez de estadísticas provenientes de manifiestos y discutimos las distorsiones provenientes de la tendencia reciente a sustituir importaciones reembolsables por no reembolsables con los consecuentes problemas adicionales para el manejo de la política monetaria y el cumplimiento de plazos para girar al exterior. El modelo empleado para estimar los rezagos que existen entre pagos y registros, a la vez que trataba de minimizar los problemas de multicolinealidad, fue el de Almon, mediante el cual se hicieron las estimaciones. Los resultados son bastante buenos en términos del ajuste estadístico que se obtiene, de tal forma que las proyecciones que se llevan a cabo producen desviaciones relativamente pequeñas con respecto a los valores observados. De esta forma proyectamos un valor de US\$ 1.300 millones para los pagos por importaciones durante 1977, de mantenerse las condiciones con base en las cuales se hizo el ajuste de las diferentes ecuaciones. La relativamente alta confiabilidad del modelo para fines de llevar a cabo proyecciones, no implica que la estructura de pagos no esté sujeta a distorsiones importantes. Por lo tanto, desarrollamos un análisis adicional con base en datos de los años 1975 y 1976, datos que se publican por primera vez. Los resultados muestran la forma actual del comportamiento de los pagos por importaciones reembolsables (gráficos 4A y 4B) indicando que aproximadamente un 58% del valor de los registros se paga al año de haberse hecho el mismo, un 74% a los cinco trimestres y un 90% a los ocho trimestres. Finalmente, presentamos una brevísima discusión sobre las interrelaciones entre el sector externo y los medios de pago, con un carácter más que todo ilustrativo y didáctico, que está lejos de pretender hacerle justicia a las complejidades del tema.

La gran variedad de tópicos tocados en este estudio y en particular en este capítulo, son buena prueba del inmenso campo de investigación que existe en esta área, siendo esta ponencia tan solo una exploración preliminar, que por lo menos esperamos convencerá a los estudiosos de la economía colombiana de su gran importancia.

## APENDICE

### Regresión sujeta a restricciones:

$$Y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + \dots + b_n x_n$$

Queremos restringir esta regresión a que la suma de los coeficientes  $b$  sea igual a uno, esto es:

$$b_1 + b_2 + b_3 + \dots + b_n = 1$$

$$b_1 = (1 - b_2 - b_3 - \dots - b_n)$$

Sustituyendo tenemos:

$$Y = a + (1 - b_2 - b_3 - \dots - b_n) x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_n x_n$$

$$Y = a + x_1 - b_2 x_1 - b_3 x_1 - \dots - b_n x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_n x_n$$

$$Y = a + x_1 + (x_2 - x_1) b_2 + (x_3 - x_1) b_3 + \dots + (x_n - x_1) b_n$$

$$(Y - x_1) = a + (x_2 - x_1) b_2 + (x_3 - x_1) b_3 + \dots + (x_n - x_1) b_n$$

Igualmente queremos forzar la regresión a que pase por el origen de modo que  $a = 0$ :

$$Y - x_1 = (x_2 - x_1) b_2 + (x_3 - x_1) b_3 + \dots + (x_n - x_1) b_n$$

A fin de tener una regresión de forma normal debemos proceder a transformar los datos de la siguiente forma:

$$\frac{Y - x_1}{x_2 - x_1} = b_2 + \frac{x_3 - x_1}{x_2 - x_1} b_3 + \frac{x_4 - x_1}{x_2 - x_1} b_4 + \dots + \frac{x_n - x_1}{x_2 - x_1} b_n$$

En general:

$$\frac{Y_i - x_1}{x_2 - x_1} = b_2 + \sum_{i=3}^n \frac{x_i - x_1}{x_2 - x_1} b_i \quad (A)$$

Mediante una transformación previa de los datos podemos imponer simultáneamente las restricciones de que la regresión pase por el origen y la suma de los coeficientes  $b$  sea igual a uno.

Una vez hecha la estimación de la ecuación (A) para  $(n-1)$  valores de Beta podemos obtener el valor del enésimo estimador sustituyendo en:

$$b_1 = (1 - b_2 - b_3 - \dots - b_n) \text{ la suma } \sum_{i=2}^n b_i$$

**Aplicación al caso de pagos y registros de importación:**

Estamos interesados en estimar los pagos de importaciones reembolsables (P) en función de los registros de importación (R) de este período y de períodos pasados.

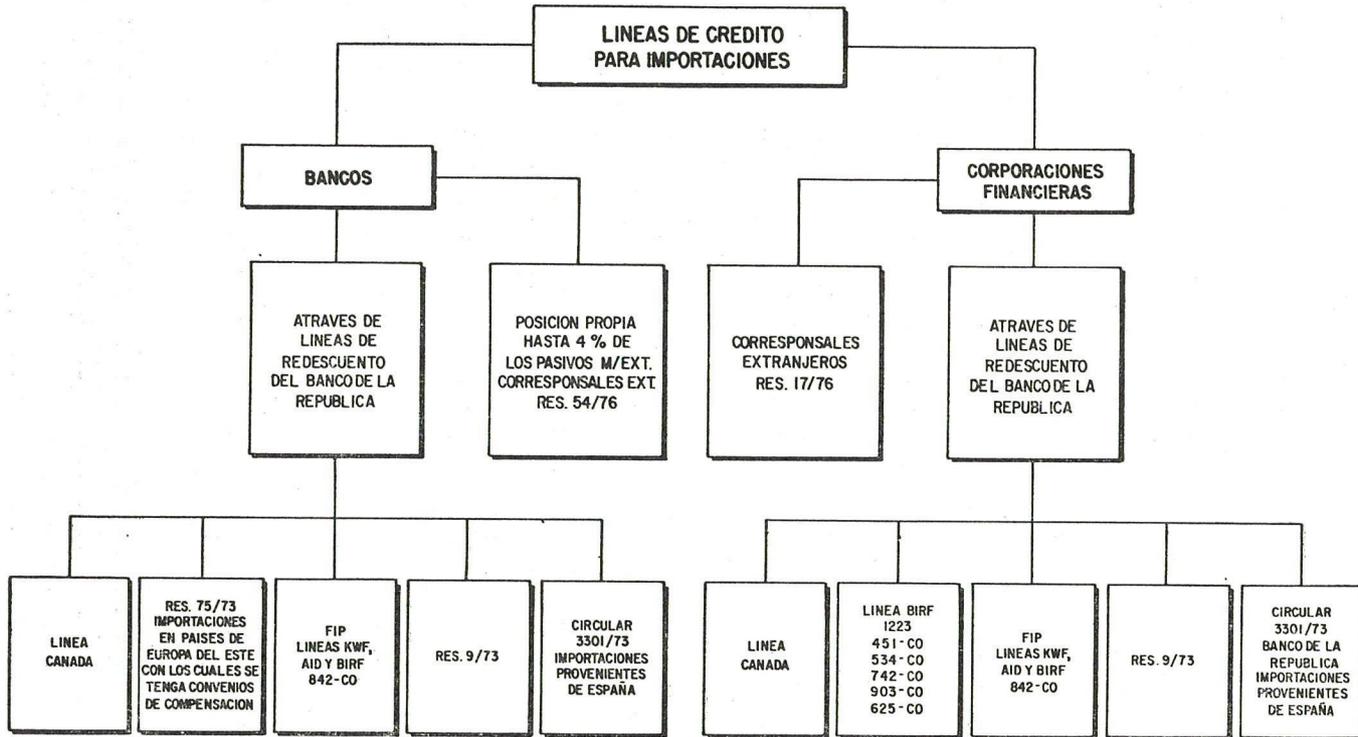
$$P_t = a_0 + B_0 R_t + B_1 R_{t-1} + B_2 R_{t-2} + \dots + B_n R_{t-n}$$

$$P_t = a_0 + \sum_{i=0}^n B_i R_{t-i}$$

En la estimación de esta ecuación se podrían imponer los siguientes requisitos:

- a) La relación entre pagos y registros puede ser proporcional ( $a_0 = 0$ ).
- b) Puesto que queremos saber cómo se explica el 100% de los pagos con base en los valores de los registros  $\sum B_i = 1$
- c) Queremos minimizar los problemas de multicolinealidad que se presentarían si estimáramos directamente la ecuación anterior.

CREDITO PARA IMPORTACIONES



#### IV — EL SISTEMA FINANCIERO Y EL CREDITO A LAS IMPORTACIONES

El presente capítulo discute en forma bastante esquemática las diferentes líneas de crédito con que cuenta el país para la financiación de las importaciones a través del sistema bancario internacional y nacional, y las recientes disposiciones de la autoridad monetaria tendientes a diversificar las fuentes de recursos en moneda extranjera para este sector.

##### 1. Fuentes de recursos externos

Los bancos y corporaciones atienden al sector importador con recursos provenientes de bancos y agencias del exterior, ya sea directamente (operaciones con corresponsales extranjeros y/o casas matrices) o indirectamente a través de los fondos financieros manejados por el Banco de la República.

El Banco de la República concede financiación por intermedio del redescuento de líneas externas, entre las que se cuentan las líneas de la AID, el KFW, el BID y el Canadá. La mayoría de estos préstamos se otorgan por intermedio del Fondo de Inversiones Privadas (FIP). Igualmente se cuenta con cupos en dólares para financiar importaciones de países con los que se tenga convenios de compensación. En los cuadros 13, 14 y 15 se detallan las principales características de las líneas de crédito en cuanto a objetivo, tasa de interés máxima, margen de redescuento y tasa de redescuento. Además del cupo y su utilización, para aquellas a través del Banco de la República. En el gráfico adjunto se resume la disponibilidad de fondos en moneda extranjera para financiar importaciones.

La participación de los diferentes intermediarios financieros en el manejo de las líneas internacionales ha sufrido importantes cambios, con una continuada pérdida relativa de las corporaciones financieras, las cuales en su totalidad participaban en un 48.6% del flujo total de fondos en 1968 llegando tan solo al 18.7% en 1974 (75).

---

(75) Gómez Otálora, Hernando. *Fuentes de Recursos de las Corporaciones Financieras*, Bogotá, 1975. Véase también Rudolf Hommes y Gabriel Turbay, "La Banca de Desarrollo en Colombia: El caso de las corporaciones financieras privadas". en *El Mercado de Capitales en Colombia*. Bogotá, Ediciones Tercer Mundo, 1975, p. 101.

CUADRO 13

Características de las líneas de crédito

	Objetivo	Tasa de interés máxima	Margen de redescuento	Tasa de redescuento
Resolución 75/73	Financiar importaciones provenientes de países de Europa del Este con los cuales Colombia tenga convenios de compensación	8% y 9%	90% del valor de cada giro	5% para operaciones hasta con un año de plazo y 6% hasta dos años
Circular 3301/73 Banco de la República	Financiar importación de bienes intermedios y de capital originarios de España	8%	100%	5%
Línea BIRF 1223	Financiar componente importado que necesiten las industrias del país	25%	100%	22%
Línea BIRF 1223	Financiar componente importado que necesiten las industrias del país	12% en dólares	100%	2.75% en dólares
FIP Líneas AID y KWF	Importación de maquinaria procedente de Estados Unidos y Alemania	20-22.5% en ciudades de menos de 900 mil habitantes. 23.5126.0% para los demás	100%	3 puntos menos que la pactada en la obligación
Línea Canadá-Colombia	Importación de maquinaria y equipo semiprocesado proveniente del Canadá	2.5-5.5%		
Res. 9/73	Importación maquinaria y equipo	14%	100%	11%
BIRF: Líneas	Importación de bienes y servicios de países miembros del Banco Mundial			
451-CO		14.5%	100%	9%
534-CO		18.0%	100%	15%
742-CO		18.75%	100%	15.75%
903-CO		25%	100%	22%
625-CO		18%	100%	15%
Res. 17/76	Financiación de importaciones reembolsables	La pactada entre el banco y el beneficiario		

## 2. Fuentes de recursos internos

Algunas de las ventajas de los mecanismos que en esta sección se sugieren son las de reducir el endeudamiento privado externo, buscar acelerar los pagos por importaciones al exterior con su consecuente efecto monetario, permitir a la banca nacional adquirir posición propia en moneda extranjera mediante la sustitución de activos en pesos por divisas lográndose una reducción importante del medio circulante, permitir a los bancos de menor capacidad operativa competir en condiciones menos desfavorables con los bancos de mayor tamaño y con la banca extranjera en realización de operaciones de comercio exterior y, finalmente, permitir una mejor utilización de las reservas del Banco de la República.

CUADRO 14

Líneas de crédito para importación a través del Banco de la República  
(Millones)

	Cupo	Utilización	Utilización/cupo *
Resolución 75/73	US\$ 20	US\$ 4.8 Utilización ** US\$ 3.2 Compromisos	24.0
Resolución 9/73	US\$ 30		
<b>FIP *</b>			
AID Línea 514	US\$ 10	US\$ 8.3 *	83.0
Línea 040	US\$ 10	US\$ 9.6 *	96.0
<b>KFW</b>			
AL-292	\$ 20 Marcos	\$ 20 Marcos *	100.0
AL-494	\$ 12 Marcos	\$ 11.5 Marcos *	95.8
AL-651	\$ 8 Marcos	\$ 5.7 Marcos *	71.3
<b>BIRF 842-CO</b>	US\$ 15	US\$ 14.1 *	94.0
<b>BIRF</b>			
Línea 451-CO	US\$ 24.6	Utilizado en su totalidad *	100.0
594-CO	US\$ 12.4	Utilizado en su totalidad *	100.0
625-CO	US\$ 24.9	Utilizado en su totalidad *	100.0
742-CO	US\$ 40.0	US\$ 39.5	98.8
903-CO	US\$ 60.0	US\$ 43.5 *	72.5
1071-CO(1)	US\$ 5.5	US\$ 1.6 *	29.1
Circular 3301-73 Banco de la República	US\$ 23.1	US\$ 13.1** US\$ 12.2 compromisos	56.7
Línea Canadá-Colombia	US\$ 5		

\* Utilizaciones a julio 31 de 1976.

\*\* Utilizaciones a septiembre 17 de 1976.

(1) Línea de la Corporación Financiera Popular.

CUADRO 15

Rentabilidad efectiva de las líneas de crédito externas

	Plazo (años)	Tasa interés anual %	Tasa de redes- cuento %	Margen de redes- cuento %	Renta- bilidad efectiva anual (1) %
<u>FIP</u>					
<u>Líneas AID-KFW</u>					
a) Empresas en ciudades de menos de 900 mil habitantes	5-10	20-22.5	17-19.5	100	*
b) Empresas en ciudades de más de 900 mil ha- bitantes	5-10	23.5-26	20.5-23	100	*
<u>BIRF</u>					
Línea 451-CO	15	14.5	9	100	*
534-CO-625-CO	15	18	15	100	*
742-CO	15	18.75	15.75	100	*
842-CO	15	25	22	100	*
903-CO	15	19	16	100	*
Res. 9/73	5	14	11	100	*
Res 75/73	2	8-9	5-6	90	35
Circular 3301/73		8	5	100	*
Línea Birf 1223	15 y 3 período gracia	25	22	100	*
Línea Birf 1223	15 y 3 período gracia	12 en dólares	2.75 en dólares	100	*
Línea Canadá		2.5-5.5			

\* Rentabilidad infinita, puesto que el banco no aporta recursos propios. La fórmula usa-

da para rentabilidad efectiva es: 
$$te = \frac{RP \times t_{iB} + M_r (t_{iB} - t_{iBR})}{RP}$$
 de donde:

RP = Recursos propios del banco comercial.

$t_{iB}$  = Tasa de interés bancaria.

$M_r$  = Margen de redescuento.

$t_{iBR}$  = Tasa de redescuento cobrada por el Banco de la República.

(1) El cálculo de la rentabilidad efectiva no tiene en cuenta la suscripción del 17% de colocaciones en títulos de Ley 5%.

### A. Posición propia en divisas

El Decreto-Ley 444 de 1967 define la posición propia en moneda extranjera de los bancos como "... la diferencia entre sus activos y pasivos en dicha moneda, tanto inmediatos como a término" (Artículo 34).

En la determinación de la posición propia de un banco se pueden presentar tres situaciones:

- a)  $(A - P) = 0$ : En este caso el banco satisface los requisitos establecidos por la autoridad monetaria.
- b)  $(A - P) > 0$ : Cuando los activos en M/E. exceden a los pasivos el banco presenta una posición positiva. En este caso el exceso de la posición no debe exceder el 1% de los pasivos. i.e.

$$\left(\frac{A - P}{P}\right) \leq 1\% \text{ En caso de presentar excesos por encima de}$$

este límite, el banco deberá venderlos al Banco de la República. (Artículo 9, Resolución 49/66 de la J.M.). Con posterioridad a la Resolución 54/76 de la Junta Monetaria amplió la cuantía máxima de la posición propia a un 4%, además de modificar el sistema de constitución de depósitos especiales del Banco de la República (depósitos a término en M/E).

- c)  $(A - P) < 0$ : En esta situación el banco presenta una posición propia negativa y deberá ajustarse asumiendo las pérdidas con cargo a las provisiones para el efecto. Este tercer caso también se denomina como una situación en la cual el Banco no presenta una posición propia.

### B. Sustitución de recursos externos por recursos internos en moneda extranjera

Las disposiciones anteriores acerca de la posición propia de los bancos comerciales se tomaron dentro de un contexto de exceso de demanda por divisas y una escasez apremiante de reservas internacionales. Sin embargo esta situación ha cambiado y no parece lógico que con un nivel relativamente alto de reservas aún se siga recurriendo exclusivamente al crédito externo para el financiamiento de nuestras importaciones. Este sistema no solo contribuye al endeudamiento privado externo, sino que además provee un incentivo para que el importador y los mismos bancos difieran sus pagos al exterior posponiendo de esta manera el efecto contraccionista que se logra al producirse la compra de divisas para giro.

En una situación de reservas internacionales abundantes se sugieren dos mecanismos de sustitución de deuda externa por deuda interna en M/E:

a) En lo que se refiere al sector público la Ley Orgánica del Presupuesto (Decreto-Ley 294 de 1973, Artículo 97) permite la celebración de un contrato entre el gobierno y el Banco de la República para crear un fondo en M/E para asegurar el pago puntual de la deuda externa. De esta forma se puede transformar deuda externa en deuda interna. Un efecto contraccionista deseable se logrará si el gobierno financia la compra de divisas para pagos al exterior con recursos fiscales o de la Cuenta Especial de Cambios por ejemplo.

b) Respecto al sector privado la sustitución de deuda externa **por financiamiento interno en moneda extranjera** se lograría **permitiéndoles a los intermediarios financieros adquirir una posición propia positiva mayor**. Los incentivos para lograr esta sustitución para el financiamiento de las importaciones dependerán de las rentabilidades comparativas entre las líneas de crédito externas y la rentabilidad de adquirir una posición positiva en divisas.

### *C. Sistemas de financiación de importaciones*

El sistema actual de financiación de importaciones depende en forma sustancial de los recursos externos conseguidos a través de corresponsales o casas matrices por los bancos que operan en Colombia.

Como señalábamos anteriormente, a lo que se pretende llegar es a un sistema más equilibrado en el cual participen tanto los bancos del exterior como los bancos nacionales con aportes propios (posición propia) y el Banco de la República a través del sistema de depósitos especiales en moneda extranjera. Un cambio en este sentido entre la proporción de recursos externos y recursos internos en moneda extranjera implica cambios en la composición de los balances de los bancos, sustituyéndose por el lado activo cartera en pesos por cartera en dólares (o en forma más general, activos en M/N por activos en M/E). En cuanto al pasivo habrá una sustitución de financiación externa por obligaciones en M/E, con el Banco de la República.

## NOTACION

- $i_{BC}$  = Tasa de interés que cobra el banco comercial al importador (76).
- $i_m$  = Tasa de interés que cobra la casa matriz a través de sus sucursales en Colombia.
- $i_c$  = Tasa de interés que cobra el corresponsal al banco colombiano (en la práctica  $i_c \geq i_m$ ).
- $i_{BR}$  = Tasa de interés que el Banco de la República cobra a los bancos comerciales por los depósitos especiales en moneda extranjera.
- $i_k$  = Tasa de interés que cobra el intermediario financiero por cartera en pesos.
- PP = Posición propia en US\$.
- BR = Valor de los depósitos especiales en US\$.
- T = Valor total del préstamo al importador en US\$.
- $T_c$  = Tasa de cambio.
- d = Tasa de devaluación del peso.
- r = Rentabilidad.

### a) *Financiación a través de un corresponsal o de la casa matriz*

La tasa de interés que le cobra el banco comercial al importador —  $i_{BC}$  — está determinada por lo que le cuesta al primero obtener los recursos en el exterior ( $i_m$  ó  $i_c$ ) y por la comisión que cobre por sus servicios. Por consiguiente la utilidad que obtiene el banco comercial en la operación de intermediación, vendrá dada por (77):

$$U_1 = (i_{BC} - i_c) \cdot T$$

---

(76) Suponemos que el importador asume el riesgo cambiario.

(77) No proseguiremos con la distinción entre  $i_m$  e  $i_c$ , sin embargo no debe olvidarse que debido a que  $i_c \geq i_m$  los bancos extranjeros que tienen sucursales en Colombia tienen una cierta ventaja en la realización de operaciones de importación. Igualmente los bancos de mayor tamaño pueden obtener financiación externa en condiciones mucho más favorables que los bancos de menor tamaño. Un subproducto de la propuesta desarrollada en este estudio es la posibilidad de que el Banco de la República mantenga depósitos especiales solamente en bancos nacionales. Las dificultades legales para implementar esto pueden ser insuperables.

La determinación de un valor típico para  $i_{BC} e i_c$  no es fácil, puesto que estas tasas de interés difieren sustancialmente según el plazo de la financiación, según el intermediario que lleve a cabo la operación y el monto de esta, de acuerdo con el importador, etc. Sin embargo, podemos estudiar un rango de valores típicos.

$$i_c = \text{Prime rate (78)} + \text{comisión del corresponsal.}$$

$$i_{BC} = i_c + \text{comisiones y gastos del intermediario en Colombia.}$$

Un valor bastante realista de  $i_c$  sería del 7.5% al 9.0%.

Prime rate .....	7.0% — 7.5%
Comisión corresponsal .....	0.5% — 1.5%
Costo externo: .....	<u>7.5% — 9.0%</u>
Comisión banco comercial .....	4.5% — 5.5%
Costo total promedio: .....	<u>11.5% — 14.5%</u>

El costo total promedio estaría dentro de un rango del 11.5% al 14.5% dependiendo del importador (79).

Con base en los datos anteriores la utilidad para el banco comercial por el uso de líneas de crédito externas por cada US\$ 100 prestados al importador fluctuaría entre:

$$U_{11} = (11.5 - 7.5) \times 100 = 4.0\%$$

$$U_{12} = (14.5 - 9.0) \times 100 = 5.5\%$$

(78) No todos los bancos extranjeros determinan sus tasas de interés con base en la prime rate del mercado de Nueva York. Los bancos con operaciones en eurodólares también emplean la London interbank rate (LIBO) que generalmente es inferior a la primera.

Plazo	Tasa de interés %
1 mes .....	5 ¾
2 meses .....	5 ¾
3 meses .....	5 15/16
6 meses .....	6 5/16

En algunas ocasiones los bancos establecen créditos no con un "LIBO" fijo sino fluctuante.

(79) Para operaciones pequeñas y/o de alto riesgo el banco cobra hasta un 16%. Sin embargo, el mayor volumen de operaciones se realiza dentro del rango señalado arriba.

Este análisis se ha llevado a cabo con base en el "margen de utilidad" que obtiene el banco en la operación de prestar un monto determinado (US\$ .04 y .055 por cada dólar que preste el importador, o si suponemos que  $T_c = \$35$  por dólar, \$ 1.40 y \$ 1.93 por dólar, respectivamente) en vez de en términos de rentabilidad, por cuanto en aquellos casos en que el banco intermediario no aporta recursos propios la rentabilidad es infinita, de modo que esta opción siempre superaría a cualquiera otra alternativa que se proponga.

Por definición tenemos que la rentabilidad ( $r$ ) es igual a:

$$r = \frac{i_{BC} \cdot PP + (i_{BC} - i_c)(T - PP)}{PP}$$

En el caso en que la financiación se conceda exclusivamente a través del corresponsal, la Posición Propia (PP) es igual a cero, de forma que el numerador se reduce a valor de  $U_1$ , pero  $r$  será infinito (80).

La principal fuente de recursos en moneda extranjera de los bancos son los préstamos de los corresponsales extranjeros o casas matrices y la financiación que obtienen en el exterior mediante el sistema de cartas de crédito (financiaciones por aceptaciones y/o avances). La característica común de estas financiaciones era la de que el banco que operaba en Colombia no comprometía recursos propios.

b) *Financiación a través de un corresponsal con posterioridad a las Resoluciones 66, 67 y 79 de 1976 de la Junta Monetaria*

En el caso que discutimos anteriormente, el intermediario nacional no estaba aportando recursos propios, ya que simplemente cobraba una comisión por el manejo y colocación de recursos del corresponsal o de su casa matriz. Como anotábamos, esta situación en sentido estricto resultaba en una rentabilidad infinita para el banco nacional. Sin embargo, con motivo de las Resoluciones 66, 67 y 79 de 1976 de la Junta Monetaria, el intermediario financiero nacional tendrá costos adicionales dados por:

---

(80) Esta afirmación se refiere a la situación anterior, a las Resoluciones 66, 67 y 79 de 1976 de la Junta Monetaria.

i. El costo de oportunidad de los recursos congelados en forma de encaje en moneda legal equivalentes al 6% de las cifras que registren sus exigibilidades en moneda extranjera reducidas a moneda legal. Además de un eventual encaje del 100% sobre los incrementos de dichas exigibilidades a partir del nivel presentado en octubre 22 (Resoluciones 66 y 67).

ii. La diferencia en tasas de interés entre la tasa de colocación de la cartera ordinaria de los bancos y la de los títulos de fomento agropecuario, de la clase "A" del Fondo Financiero Agropecuario, aplicada a un 15% de las cifras del balance consolidado de los bancos, incluyendo las mismas exigibilidades en moneda extranjera sobre las cuales se computa el encaje del 6%, además de las exigibilidades en moneda legal. (Resolución 79).

Estas medidas de la autoridad monetaria imponen costos adicionales al banco, costos que este tratará de pasar al importador. Cabe pues preguntarse en esta nueva situación en cuánto se incrementa el costo para el importador en comparación con el costo calculado en la sección a) y cuál es la rentabilidad en la operación para el intermediario financiero.

Empleando la misma notación anterior y suponiendo que el banco nacional desea mantener invariable su margen de utilidad ( $U_1$ ) sobre los mismos US\$ 100 de préstamo de los ejemplos anteriores tenemos:

$$U_2 = [(i_{BC} - i_c) - .06 i_k - (i_k - .08) .15] T \cdot T_c$$

en donde .08 representa el rendimiento que obtiene el banco en títulos del FFAP.

Puesto que, como anotábamos el banco tratará de mantener invariable su utilidad ( $U_1 \cdot T_c$ ) =  $U_2$ , de modo que sustituyendo los demás valores podemos determinar  $i_{BC}$ . Este nuevo valor comparado con los estimados anteriormente nos indicará el incremento en el costo financiero para el importador con motivo de las resoluciones que hemos venido comentando. Suponiendo que la tasa de interés que cobra el intermediario financiero por su cartera en pesos es del 24% tenemos para el primer caso:

$$U_2 = (U_{11} \cdot T_C) = (4 \times 35) = [(i_{BC} - .075) - (.06 \times .24) - (.24 - .08) \times .15] 100 \times 35$$

$$140 = [(i_{BC} - .075) - .0144 - .024] 3500$$

$$.04 = [i_{BC} - .1134]$$

de donde:  $i_{BC} = .1534$ . Por consiguiente, la nueva tasa de interés cobrada al importador será del 15.34%, comparada con una tasa del 11.5%. Esto es, las medidas implicaron en este ejemplo un aumento de 3.84 puntos. En el caso del segundo ejemplo para el rango superior de costos que hemos propuesto la nueva  $i_{BC}$  sería del 18.34% con un incremento igual (3.84 puntos).

En términos de rentabilidad para el banco tenemos en nuestro primer ejemplo:

#### 1 — Ingresos

a) Por concepto del préstamo (3500 x .1534) ..\$	536.9
b) Por concepto de la inversión en Bonos del 8% (3500 x .15 x .08) .....	\$ 42.0
Ingreso bruto .....	\$ 578.9

#### 2 — Costos

Costo del dinero del corresponsal (3500 x .075) \$	262.5
Ingreso neto .....	\$ 316.4

#### 3 — Recursos propios del Banco

a) Congelación en forma de encaje (3500 x .06) \$	210.0
b) Bonos FFAP (3500 x .15) .....	\$ 525.0
Total .....	\$ 735.0

$$\text{Rentabilidad} = (\text{Ingreso Neto} / \text{Recursos Propios}) = 43\%$$

Este ejemplo demuestra en forma simplificada que para el intermediario financiero nacional este tipo de operaciones sigue siendo sumamente rentable.

#### c) *Caso general:*

El caso más general es aquel en el cual participan en la financiación de un préstamo de importación los bancos comerciales con posición propia (PP), el Banco de la República con los depósi-

tos especiales en moneda extranjera (BR) y los corresponsales extranjeros. En forma general tenemos que la utilidad en pesos para el banco nacional vendrá dada por:

$$U_3 = [(i_{BC} - i_c) - .06 i_K - (i_K - .08) \times .15] (T - BR - PP) T_c \\ + (i_{BC} - i_{BR}) BR \cdot T_c + (i_{BC} + d - i_K) PP \cdot T_c$$

En esta fórmula general el primer término representa las utilidades que obtendría el banco sobre aquellos recursos que provengan del corresponsal. El segundo término indica la utilidad que el intermediario financiero obtiene por el uso de los depósitos especiales del Banco de la República en el supuesto de que el costo en términos de encaje (cinco pesos por cada dólar) se expresa en forma de una tasa de interés equivalente (81).

Finalmente, el último término representa la utilidad o pérdida para el intermediario de adquirir una posición propia en divisas. En la fórmula anterior para el cálculo de la utilidad en una operación combinando recursos de las tres fuentes habría que introducir la restricción adicional establecida por la Resolución 54 de 1976 de la Junta Monetaria en la que se establece una relación de 2 a 1 entre los depósitos especiales del Banco de la República y la posición propia de los bancos. Sin embargo, por tocarse este tema en otros de los estudios de este Simposio no creemos necesario elaborar más sobre el particular.

### 3. Conclusiones

De las consideraciones hechas a lo largo de este capítulo, se llegó a la conclusión de la conveniencia de diversificar las fuentes de financiación de las importaciones.

Se hizo un especial énfasis en sustituir endeudamiento externo, causado por la financiación de las importaciones a través de los corresponsales y casas matrices, por financiación interna, aprovechando así la coyuntura actual de las reservas internacionales. Tal objetivo busca reducir el endeudamiento externo privado, pues su crecimiento constituye un obstáculo al logro de las metas fijadas por las autoridades monetarias en cuanto al crecimiento de los medios de pago. Esta nueva política no debe verse como algo transitorio sino como una política de largo plazo.

---

(81) Esto se podría expresar como  $(5 \times BR \times i_K)$ , tomándose en esta forma en cuenta el costo de oportunidad de los cinco pesos de encaje por dólar de depósitos especiales del Banco de la República.

Se recomienda moverse hacia un sistema más equilibrado en el cual participen activamente el sistema financiero nacional, mediante la adquisición de posición propia en divisas, junto con los recursos del Banco de la República y de los corresponsales. Sobre este aspecto, se señaló la necesidad de buscar fórmulas que logren esta combinación para que a los intermediarios financieros se les haga atractivo operar con recursos tanto internos como externos. Para este efecto se estimaron las utilidades resultantes de combinar estas fuentes de financiación.

De otra parte la adquisición de posición propia trae ventajas respecto al grupo de bancos pequeños, ya que estos no podían conseguir recursos externos a un costo que les permitiera competir con los bancos de mayor tamaño y los bancos extranjeros que operan en Colombia.

La adquisición de posición propia en divisas por parte de los bancos tiene un efecto monetario contraccionista, el cual está dado por la sustitución de cartera en pesos por cartera en dólares. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que una ampliación de la posición propia y por ende una canalización de recursos hacia el sector importador, introducirá posiblemente una mayor distorsión en la asignación de recursos, puesto que se amplían los créditos de importación en una situación de crédito doméstico restringido.

En cuanto a los depósitos especiales del Banco de la República resultaría más conveniente sustituir el encaje por una tasa de interés equivalente; dicha tasa podría variarse guardando una estrecha relación con el costo externo del dinero. Por ejemplo, cuando la tasa de interés del mercado internacional disminuye o se desacelera la tasa de devaluación del peso, se hacen más atractivos los recursos externos frente a la utilización de la posición propia y/o los recursos del Banco de la República. Si en esta situación el costo de estos últimos también se modificara, se podría en cierta forma reducir el atractivo de endeudarse en el exterior.

Para terminar, cabría enfatizar que la aceleración de los pagos al exterior, la diversificación de las fuentes de financiación para las importaciones y las condiciones de estas, serán algunos de los temas de mayor interés y debate en el área del comercio exterior en el presente año.

## COMENTARIOS

DIEGO PIZANO SALAZAR

"I am sure that the power of vested interests is vastly exaggerated compared with the gradual encroachment of ideas. Not indeed, immediately but after a certain interval; for in the field of economic and political philosophy there are not many who are influenced by new theories after they are twenty-five or thirty year of age, so that the ideas which civil servants and politicians and even agitators apply to current events are not likely to be the newest. But soon or late, it is ideas, not vested interests, which are dangerous for good or evil".

J. M. KEYNES

### I — CONSIDERACIONES GENERALES

Tal como lo afirma el autor del estudio que vamos a comentar, el campo de investigaciones sobre el sector externo es muy amplio, sobre todo si se tiene en cuenta que está en estrecha relación con todo el sistema económico. Se podría afirmar, sin temor a exageraciones, que la economía colombiana está en un proceso de internacionalización creciente lo que ha tenido como una de sus consecuencias que la mayoría de las actividades productivas se vean afectadas de una u otra forma por las variaciones y las fluctuaciones que registra el sector externo. La tendencia al aumento del grado de interdependencia entre las naciones y el hecho de que la formación de capital y el progreso tecnológico estén ligados al sector externo han llevado a importantes pensadores como el Profesor Hicks (1) de la Universidad

---

(1) J. R. Hicks, *Capital and Growth*. Oxford University Press, 1965, y *Lectures on International Trade and Development* Central Bank of Egypt. 1964.

de Oxford a afirmar que la teoría del comercio internacional es el área más relevante de toda la teoría económica cuando se trata de analizar las estrategias de desarrollo de los países en vía de desarrollo.

Los comentarios que a continuación se hacen tienen como objeto primordial analizar algunas de las tesis del autor con el fin de presentar dudas, complementar el análisis y sugerir algunas posibilidades de investigación adicionales. En primer término dedicaremos la atención al capítulo introductorio que constituye el marco general de referencia del trabajo; por esta razón es conveniente consignar algunas reacciones en trono a él, para luego proceder al examen de los capítulos siguientes.

## II — EL CONTROL DE CAMBIOS E IMPORTACIONES

La historia económica del país desde la gran depresión hasta nuestros días, ofrece un escenario digno de estudio y al mismo tiempo presenta la oportunidad de examinar múltiples alternativas de interpretación. A pesar de la introducción de distintas técnicas cuantitativas en la llamada nueva historia económica, los historiadores económicos no están convencidos de que su disciplina sea reducible a variables cuantitativas estrictamente interdependientes (2); conciben más bien su trabajo como un aspecto de un proceso multidimensional. Si se acepta la interrelación de las distintas disciplinas sociales (economía, ciencia política, sicología, etc.) entonces es evidente que para escribir la historia económica del país desde los años treinta se requeriría un análisis muy completo y exhaustivo de muchos aspectos de la vida nacional.

Pero existe otro problema que hace difícil realizar un ejercicio de esta naturaleza. No existe ningún método para determinar qué hubiera ocurrido si las políticas que se adoptaron no hubieran sido puestas en ejecución y en su lugar se hubieran adoptado otras. Algunos historiadores económicos han sugerido el método conocido con el nombre del **counterfactual condicional** (3) que consiste en proyectar o predecir ese futuro que

---

(2) Ver por ejemplo, Hicks, *A Theory of Economic History*. Oxford, 1969.

(3) Ver, R. Fogel, *The Specification Problem in Economic History*. *Journal of Economic History*, 1967; también W. P. McGreevey *Historia Económica de Colombia 1845-1930*. Tercer Mundo, Bogotá, 1945.

no existió para luego compararlo con la trayectoria real y derivar así la importancia de determinadas variables. Naturalmente que este método sufre de una debilidad esencial y es que asume la posibilidad de predecir un futuro anterior, lo cual puede ser aún más difícil que predecir un futuro hacia adelante. Pero, ¿qué tienen que ver estas consideraciones con el tema del primer capítulo del doctor Montes?

La conexión es importante porque nos permite vislumbrar y percibir las dificultades inherentes al esfuerzo que representaría contestar la pregunta: ¿qué hubiera pasado si Colombia no hubiera adoptado los sistemas de control de las importaciones y de control de cambios de las últimas décadas? Dada la complejidad de este interrogante tal vez una línea de investigación más fructífera podría ser la de hacer un intento por aclarar algunas de las consecuencias de las políticas adoptadas.

El primer capítulo del trabajo que estamos analizando es una buena descripción de algunos de los hechos más sobresalientes relacionados con el desenvolvimiento del sector externo. Sin embargo, se plantean un conjunto de hipótesis un poco controvertibles y se dejan abiertas múltiples posibilidades para un examen más detallado de varios temas.

Uno de los primeros planteamientos del estudio, es el de afirmar, con la escuela económica latinoamericana, que las medidas ortodoxas de manejo cambiario son insuficientes para lograr la estabilidad de la balanza de pagos. Esta circunstancia se debe, según el autor, a las bajas elasticidades, precio de las funciones de demanda por importaciones y de oferta por exportaciones, lo cual conduce a que la devaluación se traduzca solamente en un aumento de los costos industriales y un desestímulo al proceso de sustitución de importaciones. Examinemos esta afirmación, que es crucial en la argumentación, a la luz de la teoría y luego en contraste con la evidencia empírica disponible.

Como punto de partida puede ser interesante analizar la afirmación del autor en términos de la conocida condición Marshall-Lerner: una devaluación mejora la balanza de pagos solamente si la suma de de las elasticidades precio de importaciones y exportaciones es mayor a la unidad. Debe aclararse que esta condición presupone que estamos analizando el impacto de la devaluación en el corto plazo y que el supuesto *caeteris paribus* se cumple.

Por otra parte, es importante destacar que aún si las dos elasticidades en cuestión son menores a la unidad, la suma de ellas puede ser mayor, lo cual conduciría a un ajuste real de la balanza.

En relación con la afirmación del trabajo, se está asumiendo que la suma de las elasticidades es menor a la unidad sin una demostración rigurosa de este punto. En cuanto a la elasticidad precio de las importaciones, la evidencia empírica disponible sugiere, como lo señala el autor en el segundo capítulo, que esta es relativamente baja ( $-0.27$ ). Sobre este punto creo que estamos de acuerdo, aun cuando es posible que si se realiza un estudio desagregado para estimar funciones de demanda de importaciones de bienes de capital, de consumo e intermedios, respectivamente, la situación para cada grupo puede ser significativamente distinta que para el total. Pero los estudios (4) realizados hasta el momento en relación con la sensibilidad de las exportaciones menores a las variaciones en la tasa de cambio concluyen que en los períodos bajo estudio esta fue alta.

Por lo consiguiente, valdría la pena intentar un análisis empírico para encontrar la suma de las elasticidades aún con todas las limitaciones que se presentan normalmente en este tipo de estimaciones (5). Si se aceptaran las cifras del estudio de Tegeiro y Elson, la elasticidad de las exportaciones menores fue de 1.3% en el período 1948-1971, de acuerdo con la siguiente ecuación de regresión:

$$Ex = 1.983 + 1.336 \frac{ER}{P} + 0.535 ALALC \quad (6.896)$$

Donde  $ER/P$  = tipo de cambio efectivo real

$$R^2 = 0.888 \quad DW = 1,769$$

Este resultado puede estar influido hasta cierto punto por problemas de multicolinealidad, pero si se analiza todo el conjunto de ecuaciones del estudio en cuestión, es difícil no llegar a la conclusión de que las exportaciones menores han sido altamente sensibles a las variaciones de la tasa de cambio. Si combinamos este estimativo con el que el doctor Montes señala en

(4) Ver entre otros, Tegeiro, "Crecimiento de las exportaciones menores". Fedesarrollo, 1973.

(5) Ver, por ejemplo, G. Oscutt, "Measurement of Price Elasticities in International Trade". *Review of Economics and Statistics*. May, 1950.

su capítulo sobre las funciones de demanda por importaciones (—0.27) daría la impresión que la devaluación en Colombia no es impotente para corregir desequilibrios en la balanza de pagos.

Hasta aquí hemos hablado del posible impacto de una devaluación sobre el ajuste de la balanza de pagos. Pero es obvio que las variaciones en el tipo de cambio tienen muchos otros efectos sobre el sistema económico que son dignos de tenerse en cuenta. Examinemos brevemente dos relaciones que el doctor Montes señala en su introducción: la relación devaluación-inflación y la relación devaluación y sustitución de importaciones. El autor parece tener en mente una relación directa casi de tipo causal entre la primera y una relación inversa en cuanto a la segunda se refiere.

Para llegar a concluir que la devaluación (y nos referimos a un movimiento gradual y programado de la tasa de cambio) desencadena presiones inflacionarias graves, se requeriría seguirle la trayectoria a un aumento en los costos de los insumos importados con la ayuda de la tabla insumo-producto. Este análisis no se ha realizado hasta donde llega nuestro conocimiento, pero hay evidencia de que el aumento en los precios de los combustibles, que es un caso parecido, no tiene mayor incidencia en la aceleración del crecimiento de los precios (6).

Estos resultados sugerirían un impacto moderado de la devaluación sobre el aumento de los costos industriales. Sin embargo, parece existir en Colombia un impacto psicológico que lleva a los agentes económicos a incorporar en sus respectivas funciones de expectativas de inflación un componente mayor al que normalmente se le debe atribuir a la devaluación, lo cual conduce a aumentos más que proporcionales del crecimiento de los precios en relación con la variación de la tasa de cambio.

En cuanto a la relación entre una devaluación y el desestímulo al proceso de sustitución de importaciones no vemos claramente cuál es la argumentación del autor.

Todos sabemos que una devaluación puede verse como una combinación de un subsidio a las exportaciones y un aumento del arancel a las importaciones. De tal manera, que es perfec-

---

(6) Ver, Manuel Ramírez, et al, Revista de Planeación y Desarrollo y Modelo SERES, CCRP, 1976.

tamente posible que una modificación del tipo de cambio aumente la protección efectiva de un proceso de producción, lo cual estimularía la sustitución. La tasa de cambio puede ser un instrumento de protección de la industria nacional.

La literatura moderna sobre los impactos de la devaluación ha desarrollado enfoques que contienen algunos elementos que podrían ser útiles (7) para adelantar un estudio a fondo de las consecuencias de las variaciones del valor del peso sobre la economía colombiana. Debe distinguirse entre los efectos iniciales de una devaluación (que podrían analizarse en el contexto del enfoque de las elasticidades) y los efectos subsiguientes (que tienen que ver con un proceso dinámico desencadenado por el multiplicador). El análisis de este tema con relación a Colombia podría crear un mayor grado de conciencia entre los investigadores de la estrecha interacción existente entre la programación de la política de comercio exterior y la política monetaria. A manera de ejemplo vale la pena consignar algunas ideas con relación al concepto de la tasa de cambio de equilibrio para ilustrar la interacción del valor de la moneda con el conjunto del sistema económico. Además sería interesante complementar el capítulo introductorio del doctor Montes señalando en qué períodos se podría decir que la tasa era de equilibrio y en cuáles no y por qué.

En este contexto, es importante destacar que la definición de la tasa de equilibrio no puede hacerse refiriéndose exclusivamente a la oferta y la demanda de divisas en un momento dado. El grado de sobre-devaluación o sub-devaluación depende más bien de los objetivos macroeconómicos nacionales y sus prioridades relativas. Este punto ha sido formulado con una claridad meridiana por la profesora Robinson de la Universidad de Cambridge (8) siguiendo algunas pistas ofrecidas por Keynes en su Tratado sobre el Dinero, pero rara vez se toma en consideración en los debates sobre el tema que han tenido lugar en Latinoamérica.

---

(7) Ver, por ejemplo, Harberger, "Currency Depreciation, Income, and the Balance of Trade". Alexander, "Effects of a Devaluation on a Trade Balance". Johnson, "Towards a General Theory of the Balance of Payments" y Tsiang, "Synthesis of the Elasticity and Absorption Approaches"

(8) Joan Robinson, "The Foreign Exchanges". *Essays in the theory of employment*, 1947.

Si queremos maximizar el empleo, la tasa de equilibrio será una; si queremos un crecimiento acelerado con una tasa de inflación moderada, la tasa será otra. Esta interrelación entre la tasa de cambio y los objetivos macro surge de la íntima relación existente entre la tasa de interés, el nivel de la demanda agregada, la tasa de cambio y el nivel de los salarios.

Otro punto que parece estar sobreestimado en la argumentación del autor es la importancia que le concede al modelo de dos brechas (o tres brechas si se agrega el déficit fiscal) como explicación causal de la ausencia de un proceso dinámico de crecimiento económico. Tal vez sería conveniente aclarar que la solución de los problemas de la escasez de divisas y de la escasez del ahorro interno son condiciones necesarias pero no suficientes para el despegue económico. Es decir, que si desaparecen estos limitantes no necesariamente aparece el crecimiento económico como el helicóptero de Milton Friedmann. El proceso de crecimiento exige múltiples condiciones tales como un alto nivel educativo de la población, un mercado de capitales organizado, un espíritu empresarial determinado y determinadas actitudes culturales. Es mucho más complejo que la simple eliminación de las dos brechas tradicionales.

Otra de las afirmaciones del autor que merece ser comentada es la relacionada con la tesis de que la industrialización del país se inició sin una "intención premeditada". Estudiosos del tema como el doctor Ospina Vásquez (9) han concluido que la política económica ha sido el factor esencial en la evolución industrial. El doctor Montes no examina la estructura de la protección efectiva en el país y su evolución en el período bajo estudio. La política arancelaria adoptada a partir de la Gran Depresión ha tenido importantes efectos de largo plazo; solamente si se hace abstracción de esta circunstancia se podría concluir con el doctor Montes que la historia cambiaria del país se caracteriza por ser eminentemente coyuntural con las notables excepciones de la Ley 90 de 1948, la Ley 1ª de 1959 y el Decreto-Ley 444 de 1967.

El doctor Montes concluye que el éxito pareció acompañar la política de semi-autarquía de la economía. Es evidente que se

---

(9) Ver Ospina Vásquez, "Industria y Protección en Colombia".

lograron ventajas y beneficios importantes como la consolidación del sector industrial, tasas aceptables de crecimiento en algunos años, etc. Pero estos aspectos positivos del proceso de sustitución deben considerarse conjuntamente con las facetas negativas del proceso: mala distribución del ingreso, el poder monopólico en la industria, altos grados de ineficiencia y agudización del problema del desempleo conjuntamente con un crecimiento desmesurado y desordenado de las ciudades. El sistema de crear industrias con base en rentabilidades artificiales ha sido utilizado por la mayoría de los países. Sin embargo, se deben hacer varias consideraciones: No puede considerarse como producto del azar el hecho de que todos los países que consiguieron desarrollar una industria manufacturera en gran escala como Suecia, Alemania, Francia, Estados Unidos y Suiza, tengan una agricultura altamente eficiente y con altos rendimientos por hectárea.

La elevación de la productividad de la tierra parece ser una precondition al desarrollo industrial. Este aspecto no fue tomado en consideración por los promotores de la sustitución. El crecimiento agrícola puede llevar al crecimiento industrial; pero una ampliación de la oferta de productos manufacturados no lleva a una ampliación de la oferta de alimentos.

Para sintetizar se podría decir que el problema es el de la protección efectiva "óptima" que debe otorgarse a las distintas actividades productivas, de tal manera de lograr simultáneamente un desarrollo agrícola dinámico y un sector industrial que tenga en cuenta en sus inversiones el criterio de costo de oportunidad de los recursos. La historia de la elaboración de la estructura arancelaria del país sugiere que esta no ha sido construida con criterios suficientemente claros y macroeconómicos. La propuesta que Colombia ha elaborado para la adopción del arancel externo común del Grupo Andino es un paso fundamental para buscar la reconciliación entre la sustitución de importaciones eficiente y la promoción de exportaciones.

Otro aspecto que debe ser digno de consideración es la especialización de los instrumentos de control de las importaciones. Durante muchos años se utilizaron diversos instrumentos para buscar el mismo objetivo. Si cada instrumento no tiene un objetivo preciso se pierde eficacia en la utilización simultánea de los mecanismos.

Uno de los méritos del plan de desarrollo actual es el de precisar los instrumentos de protección (arancel y tasa de cambio) y asignarle el control de la competencia desleal a la licencia previa. El control del **dumping** es muy importante en las circunstancias actuales de la competencia internacional; el Decreto 444 reguló y programó en forma detallada a política de comercio exterior pero no llenó el vacío legislativo derivado de la ausencia de un estatuto **anti-dumping** en el país.

Mientras este no se adopte, la licencia previa seguirá siendo un instrumento importante.

### III — LA DEMANDA POR IMPORTACIONES

Esta sección del estudio se comentará brevemente, ya que el capítulo que sigue es más importante a nuestro juicio. Los comentarios que el doctor Montes hace sobre las funciones de demanda por importaciones nos parecen apropiados; tal vez el único trabajo que hubiera valido la pena comentar adicionalmente es el del modelo SERES del Centro Regional de Población que contiene especificaciones para la demanda por importaciones de bienes de consumo, de capital y de materias primas respectivamente. A pesar de las distintas funciones estimadas para la demanda de importaciones, se requiere un esfuerzo adicional en este campo por las siguientes razones:

1. La conocida igualdad teórica entre tarifas y cuotas ha sido fuertemente criticada en la literatura. El impacto proteccionista de la licencia previa fluctúa de acuerdo con la flexibilidad con que se maneje el instrumento y esto introduce problemas complejos.

2. Debe explicarse la demanda por importaciones en función de un conjunto de hipótesis. La casualidad se puede confundir con la causalidad, como lo sugiere la ecuación estimada por Díaz-Alejandro.

3. No solamente debe separarse la demanda por importaciones en razón de su composición, sino que se podrían introducir los conceptos de demanda por precaución, transacción y especulación.

4. Se debería contar con una función de demanda por inventarios de la industria manufacturera aplicando tal vez los conocidos modelos denominados como **supply of storage theory** (10).

---

(10) Ver entre otros, N. J. Brennan, "The Supply of Storage". AER. 1968.

5. La función de demanda por importaciones debe integrarse a un modelo macro. Solamente en el caso del modelo SERES contamos con un conjunto de interrelaciones que buscan simular el funcionamiento de la economía colombiana. Es evidente que la demanda por importaciones está ligada a la evolución económica general y por lo tanto no puede verse en una forma aislada.

6. Sería interesante estimar los coeficientes de correlación parcial para formarse una idea de la importancia de cada variable tomada individualmente.

7. La inclusión de los mecanismos financieros (disponibilidad de crédito, restricciones institucionales, tasa de interés, etc.) debe combinarse con las demás variables, formulando, claro está, una teoría del mecanismo de asociación.

#### IV — LA DEUDA COMERCIAL EXTERNA A CORTO PLAZO

Los resultados obtenidos por el autor en este capítulo son verdaderamente importantes para la programación conjunta de la política de comercio exterior y la política monetaria.

Antes de evaluar la estructura de pagos que se estima mediante el modelo de retardos distribuidos de Almon vale la pena consignar los siguientes comentarios:

1. ¿Cuál es el carácter del sector financiero en la economía colombiana? ¿Se trata de un sector pasivo que va detrás del crecimiento de la economía, o por el contrario, su comportamiento condiciona la evolución económica? Estos interrogantes deben contestarse con el fin de aclarar en el contexto del estudio hasta qué punto las importaciones son una función de las facilidades crediticias o viceversa.

Es posible que se trate de una interacción mutua. Valdría la pena hacer un ejercicio para constatar si en el caso colombiano el crecimiento del sector financiero excede el crecimiento de la economía, como se ha encontrado al analizar la experiencia de otros países (11). También aclarar la relación entre crecimiento económico y crecimiento de las instituciones financieras. Joan Robinson señala sobre el particular: (12).

---

(11) Ver J. Gurley y E. Shaw, "Financial Development and Economic Development". *Economic Development and Cultural Change*, 1967.

(12) J. Robinson, *The Rate of Interest and other essays*. MacMillan, 1952.

“Parece ser que cuando las empresas crecen, el financiamiento sigue detrás. Los mismos impulsos que desarrollan el crecimiento hacen a los empresarios aventurar sus capitales, cuando un fuerte deseo de invertir es frenado por dificultades financieras, el sistema inventa sus mecanismos para superarlas”.

Esta es la visión de la financiación como un actor pasivo. Otros autores como A. Gerschenkron (13), sostienen que mientras más atrasado sea un país en relación a los demás, mayor será la necesidad de que el sector financiero sea un sector líder en la promoción de proyectos de inversión.

2. Un aspecto que valdría la pena mirar más de cerca es el relacionado con los determinantes de la demanda de crédito externo de las importaciones. El autor parece tener los elementos básicos para postular una explicación y por lo tanto se justificaría tratar de determinar la importancia relativa de variables tales como el plazo de los créditos y la interacción devaluación-inflación y tasas de interés internas-externas. También es conveniente precisar las variables que explican la distribución entre importaciones reembolsables y no reembolsables ya que esta es básica para examinar las incidencias de un aumento de las importaciones sobre los medios de pago.

El autor entra luego a analizar las limitaciones de tipo estadístico que se derivan de la utilización de los datos de registros de importación. Una manera de reducir estas distorsiones sería la de utilizar una serie de coeficientes de ajuste que se podrían deducir de una ecuación de regresión entre los registros y los manifiestos de importación.

La estructura de pagos estimada mediante el modelo de retardos distribuidos de Almon parece adecuada; sin embargo, como el mismo autor lo señala, la estructura estimada no nos da una idea muy exacta de la verdadera estructura. Este resultado merece una buena explicación. En primer lugar, si se corrigen los datos de registros por los coeficientes de que ya hablamos, posiblemente mejore la situación. Pero subsiste una duda fundamental: ¿Es el modelo de Almon el mejor para minimizar el problema de la multicolinealidad?

---

(13) Alexander Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Harvard, 1962.

Para contestar la pregunta es indispensable analizar en detalle qué tipo de multicolinealidad es la que puede estar presente. Se pueden distinguir varios casos: (i) La multicolinealidad perfecta, en la cual las variables explicatorias rezagadas están asociadas por una relación lineal exacta. (ii) Podría ser que el grado de correlación entre las variables rezagadas no sea muy grande. (iii) Es posible que nos encontremos frente a un caso como el estudios por Frisch (14).

3. En síntesis, valdría la pena adelantar dos ejercicios: primero, precisar qué tipo de multicolinealidad está presente; y, segundo, conseguir datos adicionales que permitan minimizar aún más el problema del grado de asociación entre las variables explicativas.

Las implicaciones de la estructura de pagos sobre el manejo monetario son de una importancia difícil de exagerar. Dada la composición actual de las importaciones (en la cual los bienes de capital y las materias primas son preponderantes) parecería que no se pueden agilizar los giros al exterior pasado cierto límite. La importación de bienes de capital requeriría siempre un plazo determinado dado su necesario período de amortización.

Lo anterior nos lleva a formular un interrogante obvio: ¿ Cuenta el país en la actualidad con los instrumentos más adecuados para manejar una situación de superávit en la balanza de pagos? No olvidemos que casi todos los instrumentos de la política de comercio exterior y los de la política monetaria fueron diseñadas cuando las perspectivas de la balanza de pagos no eran muy halagadoras. El análisis de este punto requeriría un trabajo extenso, razón por la cual nos restringiremos a unos comentarios breves y a presentar algunos elementos derivados de la experiencia de otros países.

Examinemos por encima la experiencia del Canadá (1949-1951) y la de Alemania (1955-1962), países que experimentaron en esos períodos un aumento significativo de sus niveles de reservas internacionales.

Una de las causas fundamentales del exceso de reservas del Canadá en 1950 fue la decisión del gobierno de devaluar en 10% la moneda. Esto tuvo como consecuencia un movimiento masivo

---

(14) Ver R. Frisch, *Statistical Confluence Analysis by Means of Complete Regression Systems*. Oslo, 1934.

de capitales que incrementó considerablemente el nivel de reservas. Esto llevó naturalmente a una expansión de los medios de pago que el gobierno trató de contrarrestar mediante una de las más grandes operaciones de mercado abierto en la historia de los bancos centrales (15). Pero a pesar de su magnitud estas no fueron suficientes para frenar el aumento de la demanda agregada.

El gobierno decidió desmontar los controles del sector externo; dejar flotar la tasa de cambio y utilizar la política monetaria y la fiscal para alcanzar el balance en el sector interno. Estas medidas, combinadas con las operaciones de mercado abierto, permitieron controlar la situación.

El caso de Alemania en 1950 puede ser más interesante desde el punto de vista de la situación colombiana actual. Entre 1950 y 1960 las exportaciones alemanas crecieron mucho más rápido que las importaciones, lo cual condujo a un enorme superávit en la balanza de pagos. El gobierno decidió controlar en la medida que fuera posible, el nivel de la demanda agregada, para no desencadenar presiones inflacionarias.

La alternativa obvia era una revaluación del marco pero esta chocaba con un limitante serio: las exportaciones se verían afectadas. Se buscó entonces estimular las importaciones y reestructurar la demanda agregada de manera que absorbiera los aumentos desmesurados de ciertas exportaciones. Pero estas medidas fueron insuficientes: las reservas siguieron creciendo. Se buscó entonces estimular las exportaciones de capital pero Alemania no tenía mucha experiencia en este campo. Finalmente se reconsideró la alternativa de la revaluación y en solo seis meses el nivel de las reservas disminuyó. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta estrategia era apropiada dado el alto nivel de exigencia productiva de la economía alemana.

Ahora bien, aquí no se pretende recomendar el trasplante de estas soluciones. La lección que puede aprenderse de la consideración de estas experiencias es el hecho de que parece necesario armonizar un conjunto muy amplio de instrumentos, con objetivos precisos, para hacer frente a una situación de superávit en la balanza de pagos.

---

(15) Yeager, L. B., *International Monetary Relations*, 1966.

Cuando se habla del desmonte del control de cambios en Colombia no se analiza a fondo cómo se manejarían los problemas de la transición, ni se señalan las acciones que habría que tomar en distintos campos para buscar el logro simultáneo del balance interno y el externo.

Valdría la pena realizar un experimento mental para arrojar luz sobre las posibles consecuencias de la eliminación del control. A primera vista parecería conveniente estudiar más a fondo los siguientes mecanismos:

1. Sistemas alternativos para la financiación de las exportaciones menores.

2. Posibilidad de autorizar, previa reglamentación, la exportación de capitales con alguna cláusula que comprometa a quienes colocan moneda extranjera en el exterior a reintegrar las divisas cuando el gobierno lo exija.

3. Crear un verdadero mecanismo de operaciones de mercado abierto para complementar la utilización del encaje y el descuento.

4. Crear un sistema para financiar proyectos de inversión a largo plazo mediante el sistema de la refinanciación de los intereses para armonizar el desfase entre ingresos y costos.

Estas son apenas algunas ideas que deberían estudiarse en mucho más detalle. Lo que sí parece que queda claro es que no es previsible que un aumento en las importaciones lleve a neutralizar el efecto de la acumulación de las reservas internacionales dada la estructura de pagos encontrada por el doctor Montes. Es necesario explorar otras alternativas. Para adelantar esta exploración se deben tener en cuenta dos circunstancias fundamentales: (i) El actual nivel de reservas no es un reflejo exacto de la fortaleza del aparato productivo nacional; (ii) Si se deflacta el nivel de reservas por la pérdida del poder adquisitivo del dólar nos damos cuenta que no es claro que estemos en un nivel extraordinario.

Se podría pensar que una alternativa interesante podría estar dada por una devaluación moderada con un sistema de intervención discrecional del Banco de la República en el mercado de divisas. En el diseño de una fórmula se debe tomar en consideración naturalmente la comparación entre el costo que repre-

senta estimular las exportaciones menores por otros medios distintos a la devaluación acelerada vis a vis el costo que representa la inestabilidad monetaria.

#### V—EL SISTEMA FINANCIERO Y EL CREDITO A LAS IMPORTACIONES

El tema de este capítulo está estrechamente ligado con la estructura de pagos encontrada por el autor en un capítulo anterior.

Se podría pensar en hacer un intento de explicar los rezagos encontrados en función de un conjunto de variables entre las cuales deberían figurar las características del sistema actual de la financiación de las importaciones.

Por otra parte, un punto básico que se debe aclarar desde un comienzo es el papel que le debería corresponder a la financiación dentro del conjunto de factores que intervienen en el proceso de la decisión de importar.

En nuestra opinión, la financiación debería jugar un papel relativamente neutral frente a variables como calidad, precios, nivel tecnológico, mantenimiento de los equipos, etc. Este tema es importante dado que las condiciones de financiación por origen geográfico no parecen ser similares; en efecto parece que las condiciones de la Resolución 75 no son similares con las líneas análogas ofrecidas por el Banco Mundial.

La tesis central del capítulo es la de que se debe hacer un esfuerzo por sustituir endeudamiento externo por financiación interna con el fin de aprovechar la coyuntura actual de las reservas internacionales. Esta idea encaja bastante bien dentro de la política de endeudamiento externo del actual gobierno (16). Sin embargo, vale la pena considerar los siguientes interrogantes:

1. En las actuales circunstancias de tasas externas de interés bajas y devaluación muy moderada, ¿es posible inducir a los bancos a adquirir posición propia en divisas?; ¿qué tipo de fórmulas deberían considerarse para que esta alternativa sea atractiva para los bancos?

---

(16) Ver discurso del ministro de Hacienda. *Cifras Económicas*, septiembre, 1976.

2. ¿Qué impacto produciría financiar las importaciones con recursos internos dado que estos están relativamente comprometidos en la financiación de capital de trabajo de determinadas actividades productivas?; en otras palabras, ¿hasta qué punto es factible ampliar el crédito interno a las importaciones en una situación en la cual está controlada la disponibilidad de crédito?

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que existe un flujo de créditos directos (casa matriz-sucursal) que aparentemente no están registrados como deuda comercial externa de corto plazo. ¿Qué sistemas de control podrían diseñarse para tener algún grado de manejo sobre el impacto de estos flujos?

En conclusión, el trabajo del doctor Montes es un aporte para el estudio de alternativas que lleven a la programación conjunta de la política de comercio exterior y la política monetaria.

## COMENTARIOS

ANTONIO HERNANDEZ GAMARRA

“Dado el éxito demostrado por el sistema japonés, vale la pena reconsiderar los ataques que se le han hecho a los sistemas de precios determinados libremente por la oferta y la demanda en los países subdesarrollados y vale la pena reestudiar la posibilidad de planificar el desarrollo con los instrumentos de la teoría económica neo-clásica”.

M. URRUTIA

“El Tiempo”, abril 29 de 1976.

### I — INTRODUCCION

En ciertos círculos, que poseen algún grado de información sobre la economía y la política económica, se suele diagnosticar que las dificultades inflacionarias que se aceleraron en 1976, son el producto de una miopía absoluta en cuanto a la realidad de la economía colombiana.

Quienes esto arguyen hacen énfasis en que los rectores de la política económica a partir de agosto de 1974 sacrificaron cualquier otro objetivo al control de los medios de pago, con tan mal resultado que no lograron detener el crecimiento de estos últimos, no lograron tampoco reducir el ritmo de crecimiento de los precios, salvo a costa de la recesión de 1975, y afectaron las condiciones reales del crecimiento económico.

Así, quienes hemos venido sosteniendo la necesidad de profundizar la reforma financiera y seguir perfeccionando el manejo monetario, nos quedamos con el pecado y sin el género; porque cuando volvemos a hacer énfasis en ello, siempre se nos suele contestar que todo se ha intentado en esa materia y que lo deseable es mirar el problema a la luz de otros enfoques.

Para mi propio gusto y satisfacción, el trabajo de Montes tiene la inmensa virtud, a pesar de su declaración de modestia en la frase final de la parte III, de volver a colocar el análisis y el entendimiento de uno de esos factores financieros en el centro de la controversia, mostrando además el cúmulo de interrelaciones que hay que precisar antes de lanzar cualquier afirmación sobre el particular. En ese espíritu y bajo esa óptica están concebidos los comentarios que siguen.

## II—EL DIAGNOSTICO SOBRE LA ECONOMIA Y EL CONTROL DE LAS IMPORTACIONES

Montes empieza por señalar que “la adecuada comprensión del proceso de industrialización en el país es particularmente útil para analizar adecuadamente la política económica”, infortunadamente, y quizá por cuanto ese no es el objeto fundamental del trabajo, el autor no muestra esa relación causal ya que a renglón seguido pasa a hacer “una reseña sintética de la política cambiaria desde los años treinta”.

Y sin embargo, metodológicamente, la sola frase es un buen principio, del cual yo trataré de aprovecharme para intentar mi propia visualización sobre los porqués y los cómo del control de las importaciones. Estimo que es el diagnóstico sobre la economía lo que orienta la política cambiaria. Cualquiera que sea la concepción sobre el sector externo que uno tenga, la misma no puede considerarse aislada de la concepción global sobre la economía.

Así, el Decreto 444 de 1967, como muy bien lo afirma Montes, no es solo una ley sobre control de cambios; por el contrario, lleva implícito un diagnóstico sobre la economía colombiana del cual se desprenden casi que biológicamente, las políticas que se adoptan.

El diagnóstico del Decreto 444 es un diagnóstico de carencias; lo que esencialmente se afirma en ese estatuto es la existencia de dos brechas, la interna y la externa, y además se diagnostica la carencia de fuerzas de mercado (básicamente inelasticidades) capaces de poner a tono con los recursos existentes los precios relativos; y de allí entonces las políticas:

- a) Rechazo a la devaluación brusca;

b) Promoción de las exportaciones por medios diferentes a los de los solos mecanismos de precios;

c) Reorganización institucional del comercio exterior;

d) Racionamiento de las importaciones por mecanismos diferentes de los de mercadeo (presupuesto de divisas, listas, registros, licencias, etc.), y

e) Sustitución de importaciones y protección a la industria.

El financiamiento de las importaciones viene a ser entonces consecuencia de la política sectorial, por cuanto si las divisas disponibles se asignan por razones diferentes a las del mercado, la intermediación financiera jugaría un papel modesto; los bancos servirían más como intermediarios en el trueque de divisas, que como vehículos para la estructuración de los pasivos de los particulares.

Pienso que existe un diagnóstico diametralmente opuesto entre la orientación que inspiró el Estatuto Cambiario de 1967 y el plan "Para Cerrar la Brecha", que vino, aún antes de ser publicado, a orientar toda la política económica hasta fechas muy recientes.

El diagnóstico elemental del plan es que el intervencionismo estatal anterior ha inhibido el funcionamiento del sistema de mercado, mediante el cual se asignan los recursos, y que lo que se necesita para que la economía colombiana funcione es que se eliminen las trabas que impiden dicho funcionamiento; solo ello basta para que el producto social alcance su nivel óptimo. Lo cual no obsta para que el Estado se apropie a través de la tributación de la parte que se considere socialmente adecuada y políticamente factible y que dicha parte se distribuya a los sectores que el mecanismo de mercado deje por fuera de su propio juego.

Este es realmente un diagnóstico novedoso en un plan de desarrollo. De hecho todos los planes han señalado carencias en la economía colombiana; pero siempre esa carencia ha tenido que ver con un factor real limitante al crecimiento (escasez de capital, baja capacidad para importar, insuficiencia del ahorro interno, baja capacidad productiva, falta de recursos humanos, etc.). Utilizando una metáfora, los anteriores planes partían del hecho de que el crecimiento requería una reparación de la

maquinaria económica, la introducción de una pieza que se había deteriorado. El diagnóstico de "Para cerrar la brecha" es que a la máquina no le falta ninguna pieza, según él tan solo se ha trabado el mecanismo y lo que se requiere es destrabarla, lubricarla apropiadamente, para que la máquina haga suficientemente bien su trabajo.

Es evidente que este es el primer plan que empieza por formular la política coyuntural, antes que las políticas de cambios estructurales; y ello no es casual.

El plan parte de la base de que los procesos inflacionarios conducen a entorpecer el mecanismo de precios y la asignación de recursos a través del mercado. La inflación genera expectativas que al no ser plenamente realizadas conducen, a largo plazo, a disminuciones en el volumen del ahorro y la inversión reales. De allí que el primer objetivo del plan sea la estabilización para asegurar una mejor asignación de los recursos. El énfasis en el hecho de que el país tiene ventajas comparativas para exportar productos agrícolas y que un elemento clave a este respecto es asegurar la estabilidad de precios internos para incrementar la capacidad competitiva externa, es solo un ejemplo de los múltiples que se pueden encontrar en el plan a este respecto.

El combate contra la inflación no es entonces producto solo de consideraciones políticas sino que tiene raíces profundamente económicas, puesto que según el plan el clima inflacionario no es propicio para una buena asignación de recursos.

Tampoco es propicio para estos fines, según el plan, la distorsión en los precios que se ha venido presentando como consecuencia del intervencionismo estatal; en el sistema financiero ese intervencionismo había provocado el que se intentase promover el crecimiento con recursos crediticios del banco central, lo cual condujo a una distorsión de las tasas de interés por cuanto el Banco de la República puede ser por su propia naturaleza la fuente más barata de los recursos crediticios. Esa estructura de tasas de interés hacía que el negocio bancario se redujese prácticamente a contar como sus únicos recursos, los depósitos en cuenta corriente y el redescuento. La intermediación financiera como fenómeno de mercado, encontraba un fuerte competidor en el banco central.

Pero además de ese intervencionismo en el mercado financiero se da otro en cuanto a la asignación de divisas mediante el mecanismo de las licencias de importación. En el afán de producir la industrialización y la protección al mercado interior se cae en el sistema de las licencias; lo cual reduce para quienes las obtienen, el precio de los bienes importados y produce una tendencia hacia el uso de técnicas de capital intensivas. Junto a ello la intervención estatal tiende a producir una tasa de cambio subvaluada con el consiguiente efecto de abaratar los precios relativos de los bienes de capital importados.

A ese diagnóstico anti-intervencionista le sigue un corolario: hay que eliminar las distorsiones, hay que dejar que el mercado funcione para que los precios relativos se encarguen de asignar los recursos más eficientemente. Si alguna prueba fuese necesaria allegar a este respecto, no hay sino que leer lo atinente a la política industrial: “establecidas las reglas del juego en lo que se refiere a impuestos directos e indirectos, política crediticia y política cambiaria, el gobierno considera que el sector privado debe beneficiarse con el resultado de sus decisiones y al mismo tiempo responsabilizarse de las pérdidas y costos resultantes de ello”.

Dentro de ese criterio, la política de comercio exterior tendió a subvertir el mecanismo de asignación de divisas a que había dado lugar el manejo de las licencias de importación.

De ese diagnóstico también se desprende, casi que biológicamente, una política. No es que hay que liberar las importaciones para reducir la cantidad de dinero (lo que Montes llama el manejo de las importaciones con criterios puramente monetarios) (1) al contrario, es necesario liberar para romper la estructura intervencionista ineficiente, para de esa forma lograr un equilibrio en la balanza de pagos que resultase al final monetariamente neutral.

Y este no fue un diagnóstico en el vacío, puesto que la política se siguió en todo momento tal como se desprende de los siguientes hechos:

---

(1) A este respecto Montes no está solo. En la revista Coyuntura Económica, Vol. 6, número 4, diciembre 1976, se lee: “La política monetaria y cambiaria ha estado orientada principalmente a reducir el costo de importar”.

a) Cuando se perdieron reservas internacionales la situación se trató de remediar con el mecanismo de precios, puesto que “según el plan de desarrollo del actual gobierno, la base principal de la política de comercio exterior es el mantenimiento de una tasa de cambio realista y de equilibrio, que sea garantía para el exportador y racionalice el gasto de divisas en la importación de bienes y servicios” (2), y puesto que “el gobierno sorprendió a industriales e importadores al mantener las medidas de liberación adoptadas en marzo de 1974... , a pesar de observarse una tendencia hacia la baja en el mercado cafetero y encontrarse las reservas internacionales en niveles bastante preocupantes” (3). Producto de esas políticas es la variación que en la tasa de cambio se observa desde septiembre de 1974 hasta mediados de 1975 (4).

b) Bajo esas mismas circunstancias se procedió a estimular el endeudamiento externo privado mediante las políticas de tasa de interés.

No es, pues, como se afirma usualmente, que todas las políticas estuviesen al servicio de crecimientos moderados en los medios de pago; la concepción no intervencionista tenía su propia coherencia y su dinámica se suponía conducía a que al final las deudas que los diferentes sectores de la economía mantuviesen con el Banco de la República fueran reflejo del mecanismo de precios.

Seré más preciso: si el mecanismo de mercado equilibra la balanza de pagos vía liberaciones y tasa de cambio; si la tasa de interés equilibra la demanda interna de crédito, y si el gobierno no es una fuente neta de expansión monetaria, no tienen por qué presentarse desequilibrios monetarios. En “Para cerrar la brecha” la política monetaria es el resultado de los esperados equilibrios cambiarios, crediticios y fiscales y no al revés.

Frente a la realidad lo que hay que repensar es el diagnóstico, no las políticas.

---

(2) Coyuntura Económica, Vol. 6 número 3, octubre 1976, p. 68.

(3) Ibidem. Vol. 6, número 2, julio 1976, p. 94.

(4) Véase LII Informe anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1975, p. 83.

### III — EL FINANCIAMIENTO A LAS IMPORTACIONES, LA ESTRUCTURA DE PAGOS Y LA POLITICA MONETARIA

Montes ha realizado un esfuerzo notable para predecir los pagos que hará el país al exterior como consecuencia de los registros de las importaciones en los períodos inmediatamente anteriores. No hay duda que para efecto del establecimiento del presupuesto monetario este es un dato de crucial importancia, cuando el problema no se mira bajo lentes de automaticidad de los mercados.

Pero el valioso esfuerzo de Montes predice pero no explica. Intentaré señalar la importancia de la diferencia.

Muy elementalmente, el hecho de endeudarse en el exterior en cualquier período y mantenerse endeudado hasta el período  $t$  es el producto final de al menos tres decisiones anteriores:

1) La decisión de comprar en el exterior antes que en el mercado doméstico. Esto depende crucialmente de la elasticidad de sustitución entre bienes nacionales y bienes importados y de sus precios relativos.

2) Decidida la compra externa, queda la decisión de si pagar con fondos propios o con recursos crediticios; básicamente esta decisión depende del costo de oportunidad de los recursos propios vis a vis la tasa de interés del crédito (sea interno o externo).

3) Si se adopta por tomar fondos en préstamo, queda, en condiciones generales, la opción de hacerlo en el mercado doméstico o en el mercado externo.

Esta última decisión dependería de las tasas de interés comparables entre los dos tipos de crédito; de tal suerte que en períodos en los cuales la tasa interna tendiera a elevarse relativa a la externa, se debería observar tendencia a incrementos en el endeudamiento externo.

Así, pues, los pagos en  $t$  no pueden ser solo función de los registros en los períodos inmediatamente anteriores, sino de las condiciones económicas imperantes en ellos, que culminaron con la decisión de pagar en  $t$ .

Se necesita por lo tanto una especificación que de cuenta de esos factores económicos para que además de poder predictivo, el modelo tenga fuerza explicativa.

A este respecto hay un detalle, aparentemente insignificante, que muestra buena parte de la clave y explicación del endeudamiento externo privado. Ese detalle consiste en que, si bien desde el punto de vista del usuario del crédito, cuando tiene fondos propios, la alternativa de no usarlos y al contrario endeudarse, le queda abierta, ese no es el caso cuando no teniendo o no deseando utilizar sus fondos, recurre al financiamiento bancario.

En el caso de la alternativa endeudamiento interno-endeudamiento externo, esta no está abierta sencillamente porque desde el punto de vista de los oferentes de fondos (fundamentalmente los bancos) no hay posibilidad económica de sustitución entre los fondos propios bancarios y los fondos que los mismos consiguen a crédito de sus corresponsales externos. Si como bien señala Montes en la parte IV de su trabajo, la rentabilidad marginal de los bancos al utilizar recursos de corresponsales es infinita, mientras que la rentabilidad marginal de los recursos propios bancarios está limitada, no hay duda de que los bancos inducirán a su clientela a buscar un endeudamiento en el extranjero.

Pero es más, cuando un banquero individual financia a un cliente en moneda nacional esta operación ha sido balanceada dentro del flujo neto de recursos financieros que llegan al banco, de tal suerte que a los ojos del banquero en ninguna operación en particular él está perdiendo posición de encaje, o dicho de otra manera, en ninguna operación en particular está disminuyendo sus activos frente al Banco de la República (o aumentando sus pasivos según el caso). Ello no ocurre cuando el banquero decide financiarle al empresario gastos en moneda extranjera con sus fondos propios.

En este último caso hay una transferencia neta del sistema financiero al banco central y sea que el banquero lo razone o no, la capacidad crediticia del sistema como un todo, y *ceteris paribus* la rentabilidad bancaria, tiende a disminuir; en este caso el banquero no cae en la falacia de composición por cuanto lo que de él se predica si se aplica a todo el sistema.

De allí la trascendencia de la propuesta que Montes formula en cuanto a forzar a los bancos a utilizar fondos nacionales para constituir posición propia con miras al financiamiento externo. Tal como él lo demuestra es necesario que exista sustitución en el rendimiento financiero para que los bancos sean un vehículo

en la estructuración de las deudas de los particulares con el exterior.

No tengo nada que agregar a la descripción que hace Montes sobre las medidas institucionales que se tomaron desde 1974 frente al fenómeno del endeudamiento externo privado. Solo que creo que esa descripción opaca las valiosas explicaciones de orden económico que se encuentran en el mismo texto sobre el por qué de la caída de las importaciones, especialmente en 1975.

Por las mismas razones técnicas que anota Montes, la evidencia empírica no puede ser absolutamente concluyente sobre las elasticidades, y sin embargo, yo tengo simpatía por su conclusión de que a nivel agregado es más importante la actividad económica para explicar las variaciones en las importaciones.

Si esa es la conclusión, era de esperarse un menor grado de importaciones una vez la economía entrase en la fase recesiva, por lo que hemos señalado; también habría un mayor endeudamiento para financiarlas. Especialmente cuando se estimuló "la competitividad bancaria" a través de las tasas de interés externas e internas. Ambas fuerzas atentaban contra la estabilidad monetaria ante el auge de los ingresos externos por la mejora en los términos de intercambio.

La teoría de que cuando se financian importaciones con crédito externo no se producen efectos monetarios, un argumento que el autor de esta nota ha calificado en repetidas ocasiones de falaz, unida a la argumentación de que había que dejar operar el mercado, no permitió entender la importancia ni la magnitud del problema. Se operó con la filosofía del plan "Para cerrar la brecha" y con mucho de los mecanismos del Decreto 444.

Como dije al principio, se ha abierto nuevamente el debate y es de esperar que en las líneas del trabajo de Montes, incorporando al mismo una especificación que incluye variables económicas, se prosiga con miras a que se pueda estructurar una real reforma financiera que entienda que el control del dinero es importante, pero que igualmente importante es el crecimiento económico.

CAPITULO SEXTO

# **Inflación, Tasas de Interés y Financiación del Sector Cafetero**

**Por Mauricio Carrizosa Serrano**

**Comentarios de: Alberto Hernández  
Roberto Junguito Bonnet**

# INFLACION, TASAS DE INTERES Y FINANCIACION DEL SECTOR CAFETERO

MAURICIO CARRIZOSA SERRANO\*

## I— EL PROBLEMA

El sector cafetero por su elevada contribución al valor agregado de la economía (1), tiene una importante ingerencia en diversos aspectos de la política económica. Este trabajo enfoca algunos problemas planteados por la financiación de la actividad económica generada en aquel sector. Se busca, de una parte, presentar una descripción cuantitativa de aquellas operaciones sectoriales de ahorro y crédito que contemplan tipos de interés significativamente inferiores al nivel vigente en un mercado financiero libre. Además se discute el significado e implicaciones de aquellas operaciones en términos de los propósitos de la política financiera y de su vínculo con la política monetaria, cambiaria y fiscal.

Como se apreciará más adelante, el análisis de la participación del sector cafetero como usuario de la intermediación financiera conduce a planteamientos en materia de la dependencia que la política monetaria presenta frente a la actividad del sector, de la contribución de las tasas de interés subsidiadas a la eficiencia económica y a la redistribución del ingreso, de la inci-

---

\* El autor agradece valiosos comentarios y sugerencias a los doctores Jorge García García, Jorge García Mujica, Alberto Hernández, Roberto Junguito Bonnet y Eduardo Wiesner Durán. FEDESARROLLO agradece el apoyo financiero aportado por la Asociación Bancaria de Colombia.

(1) Por sector cafetero se entiende el conjunto de agentes económicos que participan en la producción y distribución del grano.

dencia de la política tributaria sobre el ahorro nacional y sobre la importancia del ahorro institucional en condiciones de inflación acentuada, y de la relación entre la política cambiaria y la política monetaria. Aquellos planteamientos son de utilidad para la formulación de ajustes en la política económica orientada a sentar las bases para estimular el ahorro y la eficiencia en la asignación del crédito y para imprimirle mayor flexibilidad al manejo monetario.

Para resumir brevemente, en el presente estudio se señala de una parte la diferencia persistente entre las tasas de interés contempladas para el sector cafetero (y para el sector agropecuario en general) y la tasa de interés de mercado que resulta, principalmente, del crecimiento de la oferta monetaria. Se sostiene que este diferencial, si bien puede asignar un estímulo moderado a la producción, difícilmente contribuye a los objetivos usuales de eficiencia y redistribución del ingreso. De otra parte, se argumenta que, paralelamente al subsidio que recibe el sector cafetero a través de tasas de interés bajas, también paga un impuesto, llamado impuesto de la inflación, sobre el dinero que mantiene en su poder. Este impuesto es no solo para el sector cafetero, superior al subsidio; el impuesto neto resultante contribuye a financiar el déficit fiscal. Por otro lado se analiza cómo la inflación, el régimen tributario sobre renta y complementarios, y las tasas de interés fijadas para el ahorro institucional se conjugan para desestimular tanto el nivel de ahorro, como la participación del sector financiero institucional en el mercado financiero agregado. Finalmente, se explica el origen del subsidio al crédito externo, el cual ha dificultado el manejo monetario, en términos del comportamiento de la tasa de cambio.

Las consideraciones anteriores conducen a las siguientes propuestas: a) diseñar una política de costo del crédito más consistente con las condiciones vigentes en el mercado financiero libre, con el objeto de lograr una mejor asignación de los fondos prestables; b) definir el impuesto de renta y patrimonio en términos del tipo real de interés, como instrumento para estimular el ahorro de largo plazo y facilitar el desarrollo de las operaciones de mercado abierto; c) introducir una tasa compensatoria sobre los créditos externos para igualar su costo en pesos al del crédito interno, cuando las condiciones cambiarias no coadyuvan al equilibrio entre las tasas de interés externa e interna.

La sección siguiente presenta las consideraciones teóricas necesarias sobre los mercados monetario y financiero. Se analiza la relación entre dinero, inflación y tasas de interés y el concepto del impuesto de la inflación, como base para la discusión de la sección tercera, la cual enfoca la participación del sector cafetero en los mercados de dinero y crédito. De ahí se obtienen los resultados señalados anteriormente. La sección cuarta discute las propuestas ya presentadas, apuntando su alcance y limitaciones. Se concluye con una sección de resumen y comentarios adicionales.

## II — CONSIDERACIONES TEORICAS

### 1. El mercado monetario y la inflación.

El mercado monetario está comprendido por las funciones de oferta y demanda por dinero. La función de oferta de dinero indica la cantidad nominal de dinero que el sector monetario (Banco de la República y bancos comerciales) desea ofrecer. Es convencional identificar la cantidad existente de saldos nominales como aquella que corresponde a la función de oferta, aun cuando, conceptualmente, son diferentes. De otra parte, la cantidad demandada de dinero se refiere al valor real de los saldos nominales que el público en general desea mantener. De nuevo, esta magnitud no es necesariamente igual al valor real de los saldos nominales existentes: en teoría, se suelen distinguir las dos magnitudes.

El alza en los precios, en términos de los conceptos delineados en el párrafo anterior, es el resultado de un exceso de dinero nominal sobre aquel que la gente desea mantener al nivel de precios existentes. Vale la pena destacar que el presente enfoque no afirma que la cantidad de dinero es la única variable que determina el nivel de precios. Además, la producción real y el tipo de interés nominal de equilibrio, son factores de enorme importancia para entender el comportamiento de los precios, pues son ellos precisamente los que determinan la demanda por las saldos monetarios reales (2).

Para los fines contemplados en el presente trabajo corresponde destacar el vínculo existente entre el ritmo de la inflación y la tasa nominal de interés de equilibrio de largo plazo. Una

---

(2) Una elaboración formal de estas ideas se presenta en Carrizosa, 1976.

mayor tendencia en los precios conduce a los ahorradores a exigir un rendimiento nominal más alto que los proteja contra la inflación, a la vez que los acreedores están dispuestos a pagarlo, en la medida que los bienes físicos en los cuales invierten se revalúan más rápidamente, en términos nominales. En el caso colombiano se aprecia esta relación cuando se compara el ritmo de crecimiento del índice de precios al consumidor, empleados, con la tasa de interés implícita en el descuento cotizado sobre los Certificados de Ahorro Tributario (Gráfico 1). De otra parte, la relación se presenta también entre el ritmo de crecimiento de los medios de pago, y la tasa de interés (Gráfico 2), con el objeto de ilustrar el vínculo de la última y de la tasa de inflación con la política monetaria. En resumen, un mayor ritmo de expansión en los medios de pago eventualmente aumenta la inflación esperada y la anticipada; pero como la tasa de interés de un mercado libre incorpora la inflación anticipada, aquella también se eleva (3).

CUADRO 1

Inflación y tasa de interés

Años	Variación % en índice de precios (a)	Variación % en los medios de pago (b)	Tasa de interés del CAT (c)
1968.....	7	20	18
1969.....	9	17	15
1970.....	7	19	14
1971.....	13	13	15
1972.....	14	17	17
1973.....	22	26	20
1974.....	25	24	23
1975.....	18	22	23
1976.....	25	28	25

Fuente: Boletín Mensual de Estadística (DANE); Bolsa de Bogotá y cálculos del autor.

(3) Véase Friedman, 1968. Se utiliza el descuento del CAT (Certificado de Abono Tributario) para calcular "la" tasa de interés. Las cotizaciones del CAT en la Bolsa de Bogotá permiten observar el costo del dinero en un mercado financiero libre durante un período relativamente amplio (1968-1976). Las observaciones del cuadro 1 se computaron con base en el descuento del CAT a seis meses de maduración, y su conversión a tasas anuales supone reinversión de las ganancias de capital. Es importante destacar que el rendimiento del CAT debe compararse con el de otros títulos de mercados libres ajustando por las diferencias en factores tales como riesgo, liquidez y plazo.

Como se ilustra en los gráficos 1 y 2 el rendimiento nominal del CAT se comporta de acuerdo a lo esperado por las consideraciones teóricas. Es decir, mayores tasas de expansión monetaria han conducido a tasas de interés e inflación más elevadas. El rendimiento del CAT se utiliza más adelante para evaluar el subsidio implícito en el costo del crédito vigente con el sector cafetero y el impuesto sobre sus saldos monetarios, contemplando los planteamientos conceptuales del siguiente aparte.

GRAFICO 1

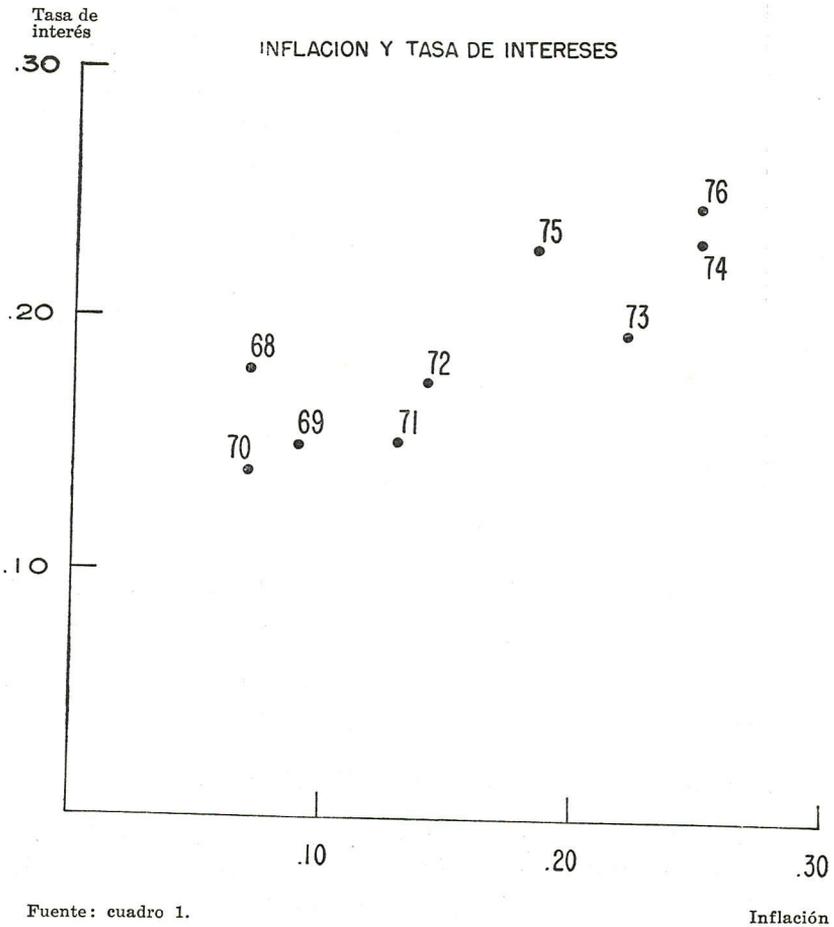
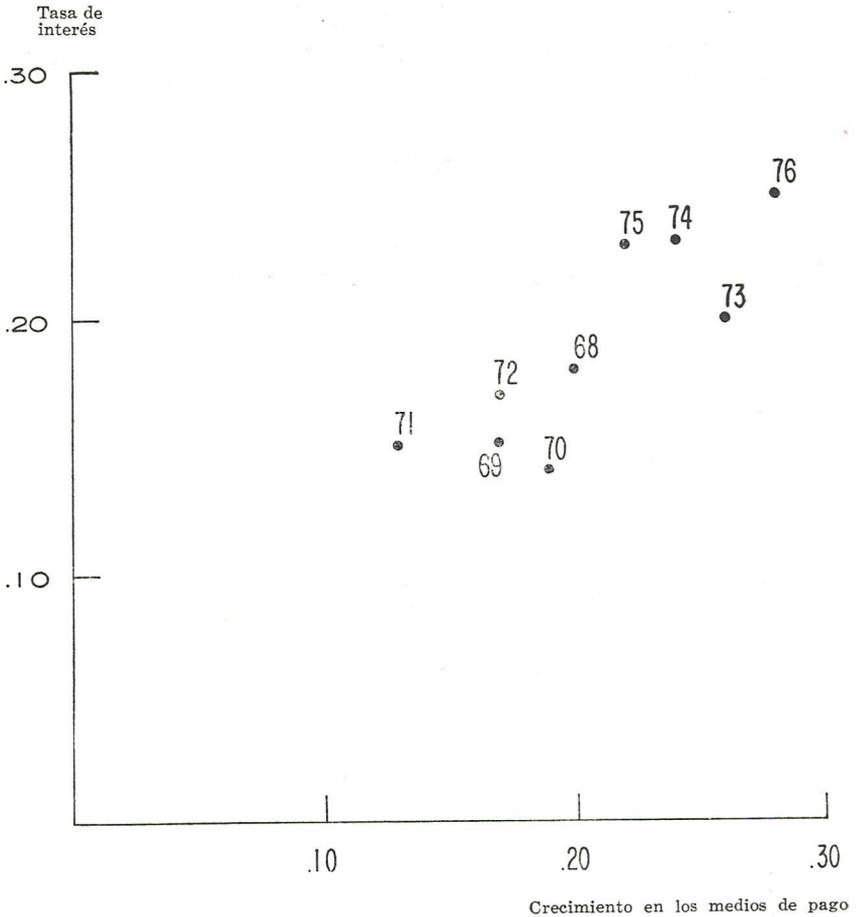


GRAFICO 2

CRECIMIENTO EN LOS MEDIOS DE PAGO Y TASA DE INTERES



Fuente: cuadro 1.

2. El impuesto de la inflación y el subsidio al crédito

Desde hace ya algún tiempo, se analiza el crecimiento de los medios de pago como el instrumento para recaudar un impuesto (4). En la literatura, este gravamen se llama impuesto de

(4) Véase Keynes, 1923, pp. 37-60, Friedman, 1971 y Sjaastad, 1975.

la inflación (inflation tax), puesto que su cobro se hace efectivo por medio de la erosión en el poder adquisitivo del peso.

Para explicar el concepto del impuesto de la inflación, conviene formular un ejemplo no completamente fiel a la realidad colombiana. Se supone una economía en la cual un déficit fiscal permanente es la única fuente de emisión primaria, y donde no se da creación secundaria de liquidez. En esta forma, parte del gasto del gobierno en bienes y servicios reales se financia con créditos del emisor (5). Sin embargo, en condiciones de ocupación plena, alguien tiene que abstenerse de adquirir bienes y servicios para que el gobierno lo pueda hacer. El mecanismo que permite la transferencia de poder de compra al gobierno del resto de la economía, es precisamente la inflación, o sea, la pérdida del poder adquisitivo del peso. Con una inflación del 10%, por ejemplo, cada persona pierde diez centavos por cada peso que, en promedio, mantenga. Esta pérdida por parte de los tenedores de dinero es lo que financia parte del gasto público, y se implementa restringiendo a cero el rendimiento nominal de los medios de pago (6).

Como se señaló anteriormente, el ejemplo no corresponde con precisión al caso colombiano. Sin embargo, parece ser una aproximación adecuada, al ser consistente con las conclusiones de Antonio Hernández sobre la importancia del déficit fiscal en la explicación de la expansión en los medios de pago.

“...el déficit fiscal ha generado en promedio, desde 1967, más del 50% del crecimiento en los medios de pago: esta situación se agravó a partir de 1970, cuando el déficit fiscal generó más del 80%, en promedio, de la expansión de los medios de pago” (7).

---

(5) Como se explica en Christ, 1968, la restricción presupuestal del gobierno implica que un déficit puede financiarse por tres fuentes: a) Creación de dinero base, b) Impuestos y c) Endeudamiento.

(6) Como se explica en el aparte 3 de la sección III, los medios de pago no son el único activo financiero que paga el impuesto de la inflación.

(7) Hernández, 1974, p. 83.

El crecimiento de la cantidad de dinero originado en créditos del emisor al sector público en general es el instrumento para recaudar parte de los recursos necesarios para financiar el déficit. El instrumento para **costrarlo** es el control de las tasas de interés sobre algunos activos financieros, permitiendo la transferencia de recursos reales a través de la erosión en el poder adquisitivo del peso. Como se desprende de la cita textual anterior, no todo el impuesto de la inflación financia gasto público. Parte de él permite financiar las líneas de crédito subsidiadas del sistema financiero. El subsidio se presenta en la forma de tasas de interés significativamente inferiores a la tasa que equilibraría la demanda y la oferta de crédito (8).

De otra parte, la inflación se conjuga con el régimen tributario para establecer una relación inversa entre el rendimiento real de los activos financieros y el ritmo de inflación. Es decir, cuando la inflación y las tasas de interés aumentan, el régimen tributario aplica una tasa de tributación cada vez **mayor** a ingreso por intereses que son mayores solo en términos nominales. Por ejemplo, con una inflación de 10%, tasa de interés de 15%, tasa de tributación a la renta de 33%, y sobre el patrimonio de 1%, el rendimiento real es de  $-1\%$ . Con una inflación de 20%, tasa de interés de 25%, y el mismo tratamiento tributario, la tasa real es de  $-4\%$ . Además, en el segundo caso el traslado a más elevadas escalas de tributación es más rápido, toda vez que la tendencia en el nivel de precios es más acelerada.

### 3. El crédito externo y la política cambiaria

De las diferentes dimensiones de la política cambiaria, se destaca el nivel de la tasa de cambio y el ritmo de devaluación. El primero contribuye, frente a los niveles internos y externos de precios, a determinar la balanza comercial. El segundo representa una variable importante, frente a las tasas de interés interna y externa, en la explicación del comportamiento de la

---

(8) Además, la inflación puede contribuir a estimular al sector externo (exportaciones e importaciones) cuando financia diferenciales del precio de la divisa entre exportaciones e importaciones. De otra parte, en un mecanismo de ajuste a la Hume, en respuesta a una mejora en la balanza comercial, la inflación financia la acumulación de reservas en el banco emisor. Finalmente, es importante señalar que el crecimiento del nivel general de precios tiene otros efectos redistributivos importantes. Véase Laidler y Parkin, 1975, pp. 786-94.

cuenta de capital. Para fines del presente trabajo, interesa subrayar que el ritmo de devaluación es un posible instrumento para manejar el endeudamiento con el exterior. Sin embargo, aquel suele ser utilizado para otros propósitos que riñen con los objetivos en materia de estímulo al crédito foráneo. En consecuencia, un aspecto de interés para la financiación externa en general, y del sector cafetero en particular, es el diseño de instrumentos complementarios que permitan satisfacer aquellos objetivos.

En resumen se contemplan tres elementos teóricos importantes para analizar la política financiera en general y la financiación del sector cafetero en particular. En primer término, se destaca la relación directa entre crecimiento de los medios de pago, inflación y tasas de interés nominales. Luego se señala el control de tasas de interés institucionales como instrumento de, a) subsidiar el crédito y b) cobrar el llamado impuesto de la inflación, y se explica cómo la política tributaria desestimula el ahorro institucional cuando el crecimiento de los precios es elevado. Finalmente, se distinguen las funciones económicas de la tasa de cambio y del ritmo de devaluación respectivamente, destacando la necesidad de diseñar un instrumento de política cambiaria que coadyuve al equilibrio en la cuenta de capitales de la balanza de pagos. A continuación se describen las operaciones de crédito y ahorro financieros con el sector cafetero para evaluar, el impuesto neto de la inflación pagado por aquel sector. Los resultados de este ejercicio sirven como un elemento de juicio para establecer el beneficio que el sector recibe de la política inflacionaria y evaluar la hipótesis que le atribuye un papel importante al sector cafetero en la generación de presiones sobre el nivel general de precios.

### III — EL SECTOR CAFETERO

En esta sección se examina el balance del sector cafetero, en lo que toca a sus operaciones con el sector financiero institucional. Se supone que las operaciones con sectores diferentes (mercado extrabancario, por ejemplo) contemplan tasas de interés cercanas a las de mercado, de tal forma que no se presentan créditos subsidiados ni ahorros con tasas de interés sustancialmente diferentes de las dictadas por las consideraciones contempladas en el primer aparte de la sección II. Sin embargo, más adelante se destaca una limitación importante a este su-

puesto, cual es el costo del crédito externo cuando el ritmo de devaluación es indebidamente lento frente a la diferencia entre las tasas de inflación interna y externa.

### 1. Financiación institucional del sector cafetero

A continuación se describen las fuentes y costos de los créditos institucionales destinados al sector cafetero, para luego evaluar el subsidio que aquel recibe al beneficiarse de tasas de interés inferiores a las vigentes en los mercados financieros no intervenidos.

Como se explica más adelante, la metodología empleada probablemente brinda un valor excesivo del subsidio en consideración. Al calcular el producto del diferencial entre la tasa de interés de mercado y el costo del crédito, se atribuye un beneficio exagerado a las unidades marginales de crédito, para aquellas personas que se financian totalmente con créditos subsidiados. Sin embargo, como se explica en el aparte 3 de la sección V, la lenta tasa de devaluación de 1976 ha generado un subsidio al crédito externo, "financiado" con parte de la emisión primaria originada en ingreso de divisas por la cuenta de capital. Como no se dispone de cifras sobre crédito externo destinado al café, no es posible evaluar su impacto sobre el valor del subsidio analizado en la presente sección, el cual puede haber sido importante durante el año señalado.

Se contemplan aquellas operaciones de intermediación financiera que presentan distorsiones significativas en la tasa de interés puesto que son las que dan lugar al patrón de impuestos y subsidios descrito anteriormente. Se han identificado diversas fuentes de financiación al sector cafetero. En primer término se destacan los créditos directos del emisor a la Federación Nacional de Cafeteros, cuyo objeto es financiar la compra de la cosecha. El monto de financiación se decide en base al costo de la cosecha, la participación de los intermediarios diferentes a la Federación en el mercado y los recursos disponibles en el Fondo Nacional del Café. Además, el diferencial entre las tasas de interés de equilibrio de mercado y aquella cobrada por el emisor representa un estímulo al endeudamiento por parte de la Federación. En el cuadro 2 aparecen créditos vigentes promedio anual junto con las tasas de interés cobradas por el Banco de la República.

CUADRO 2

Descuentos del Banco de la República a la Federación  
Nacional de Cafeteros

(Millones de pesos)

Años	Promedio anual corriente (a)	Promedio anual real (b)	Tasas de interés (c)		
1970 .....	414.6	414.6	4.5		
1971 .....	985.4	883.8	4.5	7.0(1)	8.0(2)
1972 .....	218.8	166.0	4.5	8.0(2)	
1973 .....	595.8	353.2	4.5	7.0(3)	8.0 10.0(4)
1974 .....	69.6	30.3	7.0	10.0(4)	
1975 .....	245.0	85.4	16.0(5)		
1976 .....	0.0	0.0	16.0		

Fuente: (a) Revista del Banco de la República, Descuento Bonos. (b) Columna (a) deflactada por el índice de precios promedio anual del comercio al por mayor en el país. (c) Asociación Bancaria de Colombia. Moneda, crédito y cambios.

(1) Cuando el monto es superior a \$ 600 millones (Resolución 3 de 1971 de la Junta Monetaria).

(2) Cuando el monto es superior a \$ 600 millones (Resolución 78 de 1971 de la Junta Monetaria).

(3) Cuando el monto es inferior a \$ 550 millones (Resolución 56 de 1973 de la Junta Monetaria).

(4) Cuando el monto es superior a \$ 550 millones (Resolución 56 de 1973 de la Junta Monetaria).

(5) Resolución 45 de 1975 de la Junta Monetaria.

Nota: Las tasas de interés se aplican al descuento de bonos de prenda, renglón que forma la mayor parte de los préstamos y descuentos a la Federación hasta 1973.

Se observa la clara tendencia a disminuir el endeudamiento con el emisor, hasta el punto que durante el segundo semestre de 1976, este se ha reducido a cero. En lo que toca a tasas de interés, (cuadro 3) el diferencial con respecto a la tasa de equilibrio no presenta ninguna tendencia clara: más bien, se ha mantenido fluctuante alrededor de nueve puntos. La reducción en el endeudamiento parece ser resultado de los acuerdos del gobierno con el gremio, los cuales han conducido a la autofinanciación del último, apoyados por las favorables condiciones de mercado internacional (9). Además, el mayor precio de compra pagado por los exportadores privados ha conducido a una disminución en la fracción de la cosecha adquirida por la Federación.

(9) Véase Coyuntura Económica, Vol. VI N° 4, pp. 12-20.

El sistema bancario, particularmente en las operaciones del Banco Cafetero representa otra fuente importante a la actividad cafetera. Sus fuentes incluyen cupos de redescuento en el Banco de la República, fondos captados a través de la actividad bancaria, y recursos del mismo sector cafetero. En el cuadro 4 se presenta el promedio anual de los préstamos y descuentos vigentes durante el período analizado, las tasas de interés cobradas, y el diferencial entre el CAT y estas últimas. Conviene destacar cómo los préstamos, expresados en términos reales, no acusan ninguna tendencia a través del tiempo. De otra parte, el diferencial entre el CAT y las tasas de interés estipuladas en la política de crédito agrícola se han incrementado hasta ocho puntos, reflejo de la lenta respuesta de esta política a las variaciones en las condiciones macroeconómicas.

CUADRO 3

**Diferencia entre tasa de interés de equilibrio y tasa cobrada por el Banco de la República a la Federación Nacional de Cafeteros**

Años	Puntos %	
1970 .....	9.5	
1971 .....	10.5	8.0(1)
1972 .....	12.5	9.0(1)
1973 .....	15.5	12.0(1)
1974 .....	16.0	13.0(2)
1975 .....	7.0	
1976 .....	9.0	

Fuente: Cuadros 1 y 2.

(1) Para créditos en exceso de \$ 600 millones.

(2) Para créditos en exceso de \$ 550 millones.

CUADRO 4

**Préstamos y descuentos de los bancos comerciales destinados al Café**

(Millones de pesos)

Años	Préstamos y descuentos corrientes (a)	Préstamos y descuentos reales (b)	Banda de tasas de interés (c)	Diferencia entre CAT y columna (c) del cuadro 4 (d)
1970.....	340.4	340.4	10	4
1971.....	417.9	374.8	10	5
1972.....	502.8	381.5	10	7
1973.....	209.1	123.9	11-15(2)	5
1974.....	753.0	328.1	15	8
1975.....	902.7	313.7	15	8
1976(1).....	946.9	284.9	15	10

Fuentes: (a) Revista del Banco de la República; (b) Columna (a) deflactada por el índice de precios al por mayor del comercio en general; (c) Asociación Bancaria de Colombia. Manual de Créditos; (d) Columna (c) del cuadro 1 menos columna (c) del cuadro 4.

(1) Promedio del primer semestre.

(2) Con la Ley 5 de 1973, el costo del crédito cambió de 11% a 15%.

Además de los bancos comerciales, la Caja Agraria canaliza volúmenes importantes de crédito al sector cafetero. Las fuentes de fondos que utiliza la Caja provienen de los bancos comerciales, a través de las inversiones de los últimos en bonos de aquella entidad, de recursos asignados por el Banco de la República, de empréstitos externos y de la actividad bancaria de la Caja. No se dispone de cifras directas sobre los préstamos vigentes sectorizados de la Caja. Por esta razón es necesario confeccionar una estimación con base en los préstamos nuevos totales de la Caja y aquellos destinados al café, y el total de créditos vigentes. En el cuadro 5 aparecen los préstamos nuevos totales y aquellos destinados al café. En el cuadro 6 aparecen los préstamos vigentes totales de la Caja y la estimación de los vigentes en café, basados en el porcentaje calculado en la última columna del cuadro 5. También se incluye el rango de tasas de interés que la Caja cobró, junto con su diferencial respecto del CAT. Se observa que el volumen de crédito canalizado por esta entidad presenta los mismos órdenes de magnitud de aquel canalizado por los bancos comerciales. Asimismo el diferencial del costo de los créditos de la Caja respecto de la tasa de interés implícita en las cotizaciones del CAT se ha incrementado hasta ocho puntos.

CUADRO 5

**Préstamos nuevos de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero**

(Millones de pesos)

Años	Préstamos nuevos. Café (a)	Préstamos nuevos, Totales (b)	Préstamos café
			Préstamos totales (c)
1970.....	297.9	3.324.2	0.09
1971.....	233.6	3.704.3	0.06
1972.....	278.1	4.645.4	0.06
1973.....	405.4	5.609.9	0.07
1974.....	755.4	6.422.2	0.12
1975.....	1.073.5	8.559.8	0.12
1976.....	286.0(1)	2.553.0(1)	0.11

Fuente: (a) y (b) Revista del Banco de la República. Boletín Mensual de Estadística, DANE .

(1) Primeros cuatro meses.

CUADRO 6

Préstamos vigentes en café de la Caja de Crédito Agrario,  
Industrial y Minero

(Millones de pesos)

Años	Préstamos vigentes totales. Promedio anual (a)	Préstamos vigentes para café		Rango de tasas de interés cobradas por la Caja (d)	Diferencia entre tasa de interés de CAT y la columna (d) (e)
		Corriente (b)	Real (c)		
1970.....	4.358.7	392.3	392.3	10	4
1971.....	4.776.4	286.6	257.0	10	5
1972.....	5.840.4	350.4	265.7	10	7
1973.....	7.011.3	490.8	290.0	12-14	6
1974.....	8.442.8	1.013.1	441.4	14-15	8
1975.....	9.752.1	1.170.3	406.6	14-15	8
1976.....	10.333.9	1.136.7	342.0	14-15	10

Fuentes: (a) Revista del Banco de la República.

(b) Columna (c) del cuadro 4 multiplicada por la columna (a) del cuadro 6.

(c) Columna (b) deflactada por el índice de precios al por mayor del comercio en el país.

(d) Asociación Bancaria de Colombia. Información directa y Manuales de Crédito. Varias ediciones.

Finalmente se destacan los créditos del Fondo Rotatorio de Crédito Cafetero (cuadro 7) entidad financiada por la Federación Nacional de Cafeteros y por los presupuestos de los Comités Departamentales de Cafeteros. Como la fuente directa de recursos de este fondo es evidentemente el mismo sector cafetero, no se incluye en el análisis que sigue. Los beneficios originados en las condiciones de financiación contemplados por el fondo son cubiertos directamente, por el mismo sector cafetero. Con los créditos del emisor, el sistema bancario comercial y la Caja Agraria se incluyen los principales fondos con tasas de interés subsidiadas destinados al sector cafetero. Conviene anotar sin embargo que se pueden haber excluido algunos créditos subsidiados destinados a entidades cafeteras como Almacafé y la Compañía Agrícola de Seguros, sobre los cuales no se obtuvo información.

Fondo Rotatorio de Crédito

(Miles de pesos)

Líneas de crédito	1971				1972				1973			
	Junio		Diciembre		Junio		Diciembre		Junio		Diciembre	
	Valor	Int. %										
<b>Crédito básico</b>												
Integración minifundios .....	47.219	8	52.917	8	56.154	8	60.119	10*	65.842	10*	71.879	10*
Adquisición y saneamiento de títulos de propiedad.....	663	8	602	8	665	8	856	10*	1.160	10*	2.442	10*
Redención propietarios .....	40.746	8	40.881	8	41.421	8	45.195	10*	48.861	10*	52.193	10*
Vivienda, obras infraestructura rural .....	8.180	8	8.796	8	20.902	8	8.471	10*	17.514	10*	15.609	10*
Aportes obras interés colectivo.....	10.133	8	15.494	8	16.391	8	37.501	10*	68.027	10*	76.899	10*
Vivienda trabajadores asalariados .....	2.174	8	2.305	8	2.230	8	2.705	10*	3.066	10*	5.811	10*
Cooperativas cafeteras .....	10.299		11.095		9.955		12.961		15.034	9	15.128	9
<b>Total crédito básico .....</b>	<b>119.414</b>		<b>132.090</b>		<b>147.718</b>		<b>167.808</b>		<b>219.504</b>		<b>239.961</b>	
<b>Crédito de promoción económica</b>												
Fertilización de cafetales .....	6.489	8	7.107	8	6.527	8	7.793	10*	7.535	10*	10.900	10*
Fertilización de cafetales minifundios.....	—		—		—		—		—		—	
Renovación de cafetales y cultivos de pan-coger (1).....	—		—		—		332	5	3.602	5	18.098	5
Bienes de consumo semidurables .....	—		—		—		—		91	12	342	12
Siembra hasta una hectárea de cacao .....	—		—		—		—		—		—	
Cultivos de pan-coger .....	—		—		—		—		—		—	
Futuros agricultores de Colombia .....	—		—		—		—		—		—	
Adquisición de camperos y Pick-Ups .....	—		—		—		—		—		—	
Fomento para especies menores .....	—		—		—		—		—		—	
<b>Total crédito de promoción económica.....</b>	<b>6.489</b>		<b>7.107</b>		<b>6.527</b>		<b>8.125</b>		<b>11.228</b>		<b>29.340</b>	
<b>Total crédito .....</b>	<b>125.903</b>		<b>139.197</b>		<b>154.245</b>		<b>175.933</b>		<b>230.732</b>		<b>269.301</b>	

Fondo Rotatorio de Crédito (Continuación)

(Miles de pesos)

Líneas de crédito	1974				1975				1976	
	Junio		Diciembre		Junio		Diciembre		Junio	
	Valor	Int. %								
<b>Crédito Básico</b>										
Integración minifundios .....	74.077	10*	80.968	10*	79.795	12	76.938	12	72.298	12
Adquisición y saneamiento de títulos de propiedad .....	3.289	10*	3.272	10*	1.846	12	1.670	12	1.449	12
Redención propietarios .....	55.132	10*	57.887	10*	55.476	12	54.171	12	52.648	12
Vivienda, obras infraestructura rural .....	20.418	10*	39.862	10*	33.665	13	33.685	13	33.299	13
Aportes obras interés colectivo .....	104.326	10*	96.720	10*	111.015	14	108.761	14	156.046	14
Vivienda trabajadores asalariados .....	7.550	10*	7.624	10*	5.985	15	8.546	15	6.337	16(15)
Cooperativas cafeteras .....	17.752	9	22.554	9	21.264	14	20.634	14	37.153	14
<b>Total crédito básico .....</b>	<b>282.544</b>		<b>308.887</b>		<b>309.046</b>		<b>304.405</b>		<b>359.230</b>	
<b>Crédito de promoción económica</b>										
Fertilización de cafetales .....	8.217	10*	12.510	10*	11.709	15	12.925	15	9.888	15
Fertilización de cafetales minifundios .....	146	10*	300	10*	460	10*	461	10*	337	10*
Renovación de cafetales y cultivos de pan-coger (1) .....	33.379	5	54.193	5	75.713	10	99.389	10	122.603	10
Bienes de consumo semidurables .....	727	12	955	12	843	14	716	14	698	14
Siembra hasta una hectárea de cacao .....	—	—	88	10	207	12	268	12	382	12
Cultivos de pan-coger .....	—	—	225	5	264	5	288	10(5)	268	10(5)
Futuros agricultores de Colombia .....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Adquisición de camperos y Pick-Ups .....	—	—	—	—	250	14	534	14	806	18(14)
Fomento para especies menores .....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8
<b>Total crédito de promoción económica .....</b>	<b>42.469</b>		<b>68.271</b>		<b>89.446</b>		<b>114.581</b>		<b>134.982</b>	
<b>Total crédito .....</b>	<b>325.013</b>		<b>377.158</b>		<b>398.492</b>		<b>418.986</b>		<b>494.212</b>	

Fuente: Banco Cafetero. (1) Línea de crédito suspendida a partir de 1975. \* Diez por ciento (10%) para créditos mayores de \$ 50.000 y el 8% para los menores.

## 2. Evaluación del subsidio al crédito

En el cuadro 8 se presenta el valor del subsidio implícito en las operaciones de crédito institucional con el sector cafetero. Este se define como el producto de la diferencia entre las tasas de interés cobradas y la tasa de interés CAT y el valor real del crédito vigente en cada renglón (Banco de la República, bancos comerciales y Caja Agraria) institucional. Las condiciones más destacadas de los resultados consignados en el cuadro 8 son los siguientes: el valor del subsidio total real en las operaciones de crédito institucional al sector cafetero se ubica alrededor de los \$ 70 millones de 1970 (con excepción del año 1971, cuando el subsidio fue significativamente mayor); cifra que representa entre el 0.5% y el 1.0% de la suma del valor del consumo interno y las exportaciones de café (10). De otra parte, cabe destacar que el subsidio se ha canalizado principalmente a través de los bancos comerciales y la Caja Agraria durante los últimos tres años. Por las razones anotadas en el primer aparte de la sección III los créditos directos del emisor en la Federación Nacional de Cafeteros han perdido importancia. Finalmente se destaca que la diferencia entre la tasa de interés del CAT y el costo del crédito al sector cafetero (y el sector agrícola en general) registra un aumento en los años recientes (cuadros 4 y 5) a medida que el impacto de la inflación sobre las tasas de mercado rebasa el ajuste en las tasas de interés nominales sobre el crédito institucional. Ello significa un incremento en el subsidio al crédito, toda vez que el costo real de la financiación se ha disminuido con respecto a aquel vigente en el mercado financiero libre.

Los defectos de la información disponible limitan la confiabilidad del subsidio estimado. Sin embargo, la metodología utilizada posiblemente lo exagera al atribuirle un subsidio indebidamente elevado a aquellas personas cuya demanda por crédito es plenamente satisfecha a las tasas subsidiadas. Para estas personas el valor del subsidio **al margen** es nulo, toda vez que tenderían a solicitar crédito en magnitudes tales que su beneficio mar-

---

(10) Para efectos de este cálculo, las exportaciones se valoran por los reintegros totales que aparecen en la balanza cambiaria y el consumo interno se avalúo al precio internacional promedio anual de "robusta". Para convertir a pesos se utilizó la tasa promedio anual de compra del certificado de cambio.

ginal sea igual al costo. De otra parte, otras deben además contratar préstamos en el sector no institucional. Para ellas, el subsidio se aplica a unidades **intramarginales** de crédito, y la metodología utilizada no subestima el subsidio implícito (11).

CUADRO 8

Valor del subsidio en el crédito institucional al sector cafetero

(Millones de pesos de 1970)

Años	Banco de la República (a)	Bancos comerciales (b)	Caja Agraria (c)	Total (d)
1970.....	39.4	13.6	15.7	68.7
1971.....	85.7	18.7	12.9	117.3
1972.....	20.8	26.7	18.6	66.1
1973.....	54.7	6.2	17.4	78.1
1974.....	4.8	26.2	35.3	66.3
1975.....	6.0	25.1	32.5	63.6
1976(1).....	0.0	28.5	34.2	62.7

Fuentes y metodología:

(a) Fuente: Cuadros 2 y 3.

Metodología: Producto de la columna (a) del cuadro 2 por la expresión decimal de los puntos porcentuales del cuadro 3, deflactado por el índice de precios al por mayor del comercio en el país. En los años 1971 y 1973 fue necesario sumar dos productos, toda vez que la diferencia entre las tasas de interés según los montos de crédito se aplicaba.

(b) Fuente: Cuadro 4.

Metodología: Producto de las columnas (b) y (d) del cuadro 3, como en (a).

(c) Fuente: Cuadro 6.

Metodología: Producto de las columnas (c) y (e) del cuadro 6, como en (a).

(d) Suma de las columnas (a), (b) y (c).

(1) Cálculo realizado con base en la información de los primeros cuatro meses.

Es importante señalar finalmente que el sector cafetero no es el único que recibe subsidio de la forma contemplada en el presente análisis. En el cuadro 9 se presentan las bandas de tasas de interés sobre créditos institucionales destinados a diferentes sectores. Se observa en primer término que el rango de tasas de interés es notoriamente elevado para todos los sectores, con excepción del externo. Además, este último parece percibir un costo elevado **relativamente** al señalado para los otros sectores. El cuadro 9 contempla solamente créditos en pesos; es

(11) El subsidio al crédito puede tener otros efectos indirectos. Por ejemplo, si aquel da lugar a mayor utilización de fertilizantes subsidiados, se presentan beneficios (privados) adicionales. Estos efectos se han ignorado en los cálculos del texto. De otra parte, algunos créditos contemplan tasas de interés de 20%, lo cual contribuye a que la metodología utilizada subestime el subsidio.

importante recordar que el costo de los créditos en dólares fue especialmente reducido durante 1976, como resultado del lento ritmo de devaluación, aspecto que se analiza en la sección V. Sin embargo, no existe información para precisar las actividades más beneficiadas por aquella modalidad de financiación.

CUADRO 9

Tasas de interés por sectores — 1976 (1)

Sector	Banda de tasas de interés anuales
1. Agropecuario .....	12% — 27%
2. Industrial .....	15% — 27%
3. Vivienda y desarrollo urbano..	9% — 26%
4. Comercio y servicios .....	6% — 29%
5. Externo .....	18% — 27%

Fuente: Manual de Créditos 1976. Edición, Asociación Bancaria de Colombia.  
 (1) Se contemplan tasas sobre créditos en pesos.

3. Evaluación del impuesto sobre los activos institucionales

Corresponde ahora examinar el impuesto que paga el sector cafetero al mantener activos con una tasa de interés inferior a la del mercado libre. El conjunto de activos con esta característica ciertamente debe incluir los medios de pago (la suma del circulante y los depósitos en cuenta corriente), pues ellos contemplan una tasa de interés igual a cero. Pero tampoco es el único activo cuyo rendimiento es significativamente inferior a aquel consistente con las condiciones del mercado del crédito. En el cuadro 10 se presentan las diferencias entre los rendimientos de los activos institucionales y aquel de los CAT. Se destaca cómo, además de los medios de pago, los depósitos de ahorro, las cédulas hipotecarias (sólidas) y los bonos de desarrollo (clase B) han registrado un rendimiento notoriamente inferior al de los CAT. Por esta razón, se incluyen estos otros activos en el análisis que sigue sobre el impuesto de la inflación.

El cálculo del impuesto que aparece en última columna del cuadro 12 está subestimado por dos razones principales. En primer término, no contempla el beneficio que el público deja de percibir por mantener un volumen de activos menor que aquel mantenido si el rendimiento correspondiera a las condiciones vi-

gentes en el mercado libre (12). De otra parte no se incluye el impuesto a la renta que se paga sobre ganancias solo nominales, discutido en el aparte 2 de la sección II. La exclusión obedece a dificultades metodológicas originadas en la ausencia de información sobre algunos activos cuyas ganancias nominales son gravadas, sobre las tasas de tributación a la renta y al patrimonio y sobre el alcance de la evasión tributaria aplicable al sector cafetero. Sin embargo, en el aparte 4 se analiza el impacto del impuesto en consideración sobre el rendimiento real de las inversiones en el sector financiero institucional. De todas formas, al subestimar el impuesto que efectivamente paga y exagerar el subsidio que recibe se obtendrá más adelante un valor subestimado del impuesto neto (la diferencia entre el impuesto y el subsidio).

CUADRO 10

Diferencia entre las tasas de interés institucionales y la del CAT

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
1) Medios de pago .....	-14	-15	-17	-20	-23	-23	-25
2) Depósitos de ahorro .....	-10	-11	- 8	-11	-10	- 6	- 6
3) Depósitos de ahorro en UPAC	—	—	3	6	3	1	- 3
4) Depósitos ordinarios en corporaciones de ahorro y vivienda	—	—	—	—	—	—	- 6
5) Depósitos a término							
a. En UPAC .....	—	—	4	7	5	3	- 1
b. En bancos .....	—	- 1	- 3	- 6	3	3	1
c. En corporaciones financieras	—	- 1	- 3	- 6	- 9	4	2
6) Cédulas hipotecarias							
a. Salidas .....	- 2	- 3	- 5	- 5	- 8	- 8	-10
b. Confiables .....	—	—	—	—	—	0	- 2
7) Bonos de Desarrollo							
a. Clase "B" .....	- 2	- 3	- 5	- 3	- 6	- 6	- 9
b. Clase "F" .....	—	—	—	—	—	3	2
8) Pagarés semestrales .....	—	—	—	—	—	1	- 1
9) Títulos de Ahorro Cafetero....	—	—	—	—	—	—	1

Fuente: Los rendimientos sobre CAT vienen del cuadro 1. Los rendimientos de otros activos aparecen en Coyuntura Económica, volumen VI, número 3, octubre 1976, p. 57.

(12) La importancia de este beneficio no percibido depende inversamente de la disponibilidad de activos sustitutos en el mercado financiero libre.

Ahora bien, en el cuadro 11 se presentan las tenencias anuales promedio de los diferentes activos que pagan algún gravamen originado en la inflación junto con la diferencia entre la tasa de interés de los CAT y sus rendimientos nominales respectivos. Esta última diferencia aproxima el impuesto de la inflación sobre aquellos activos. En el cuadro 12 se presenta el impuesto total pagado por el público y se aproxima el correspondiente al sector cafetero multiplicando el total por la participación del sector en el ingreso nacional. Si se comparan los resultados de la última columna del cuadro 12 con aquellos de la última columna del cuadro 8 se deduce que el sector cafetero no resulta beneficiado de la inflación, toda vez que el subsidio que recibe en el costo del crédito es significativamente inferior que el impuesto pagado sobre activos institucionales.

CUADRO 11

Tenencias del público en activos financieros escogidos y diferencia en su rendimiento con respecto al de los CAT

(Millones de pesos y %)

Años	Medios de pago (a)	Diferencia en rendimiento (b)	Depósitos de ahorro (a)	Diferencia en rendimiento (b)	Cédulas hipotecarias (a)	Diferencia en rendimiento (b)	Bonos de desarrollo (a)	Diferencia en rendimiento (b)
1970.....	19.694	-14	2.990	-10	3.089	- 2	—	-2
1971.....	22.324	-15	3.739	-11	3.810	- 3	—	-3
1972.....	26.088	-17	4.855	- 8	4.577	- 5	889	-5
1973.....	32.944	-20	6.824	-11	4.379	- 5	897	-3
1974.....	40.819	-23	8.580	-10	3.792	- 8	1.032	-6
1975.....	53.754	-23	10.863	- 6	n.d.	- 8	n.d.	-6
1976.....	64.770	-25	10.041	- 6	n.d.	-10	n.d.	-9

Fuentes: (a) Estadísticas Financieras y Bancarias, 1963-1975, Asociación Bancaria de Colombia. Banca y Finanzas, número 154, Asociación Bancaria de Colombia. Asociación Bancaria de Colombia directamente.

(b) Cuadro 10.

Las implicaciones de este resultado son interesantes. En primer término, el análisis no apoya la opinión popular que le atribuye al sector cafetero responsabilidad por la inflación. El impuesto neto contribuye a financiar el déficit fiscal y, posiblemente, las utilidades del sector financiero (13). Sin embargo,

(13) El efecto sobre las utilidades del sistema financiero institucional depende de la relación entre la inflación, el diferencial entre las tasas de interés pasivas y activas de los intermediarios, los requisitos de encajes, y la importancia de los intermediarios no controlados.

aún sin beneficiarse de la inflación, el sector cafetero puede presionar por créditos inflacionarios. Ello obedece a una asimetría en la naturaleza de los beneficios que recibe y los costos que paga. En tanto que los beneficios de un subsidio al crédito los percibe el sector a quien se destina el crédito, su costo, representado por la inflación, se reparte en toda la comunidad. En consecuencia, para un sector específico conviene, desde su punto de vista, presionar por emisión de dinero. Naturalmente, si toda la comunidad actúa de la misma forma, las ganancias de la inflación las percibe quien mayor acceso tenga al crédito subsidiado (14).

CUADRO 12

**Evaluación del impuesto de la inflación sobre activos financieros institucionales**

(Millones de pesos)

Años	Impuesto total		Participación del impuesto sobre el sector cafetero		
	Nominal (a)	Real (b)	En el ingreso nacional	Nominal (c)	Real (d)
1970.....	3.118	3.118	0.09	280	280
1971.....	3.874	3.474	0.07	271	243
1972.....	5.097	3.867	0.08	408	309
1973.....	7.584	4.496	0.08	607	360
1974.....	10.612	4.624	0.07	743	324
1975.....	13.206	4.589	0.07	924	321
1976.....	17.034	4.816	0.09	1.533	433

(a): Suma del valor absoluto de los productos de las tenencias en activos y las diferencias en sus rendimientos con respecto a los de los CAT.

(b): (a) deflactado por el índice de precios anual promedio del comercio en general.

(c): (a) multiplicado por la participación del sector cafetero en el ingreso nacional.

(d): (c) deflactado como (b).

La participación del sector cafetero se aproximó dividiendo el valor del consumo y las exportaciones (véase la nota 10) por el ingreso nacional que aparece en las cuentas nacionales. (Para 1976 se supone que el ingreso nominal creció en 32%).

De otra parte, el ejercicio sugiere prestar atención a la política de tasas de interés. Se ha visto cómo el impuesto de la inflación se efectúa restringiendo los rendimientos de los pasivos del sistema financiero. Además, este impuesto contribuye a financiar el subsidio al crédito, el déficit presupuestal del gobierno, y

(14) Ello sugiere formular una hipótesis de crecimiento monetario que contemple entre otras cosas las presiones políticas posibles dentro del proceso de creación de dinero primario y secundario.

probablemente utilidades adicionales en el sector financiero. Sin embargo, la congelación de los tipos de interés tiene otros efectos que, por su importancia, merecen señalarse. En las secciones siguientes se presentan algunas consideraciones sobre la bondad económica del subsidio al crédito y los impuestos (de inflación, renta y patrimonio) sobre el ahorro institucional.

#### 4. El subsidio al crédito y el impuesto al ahorro institucional

En "Para Cerrar la Brecha" la política financiera en materia de tasas de interés contempló el siguiente planteamiento:

"La orientación de la política para el sector (financiero) será la de propender por la organización del mercado financiero para que este constituya un mecanismo eficiente de asignación de recursos y contribuya a elevar el coeficiente de ahorro de la economía. Por lo tanto, los mercados monetario y financiero se considerarán estrechamente relacionados. El ordenamiento de ambos campos, al eliminar el divorcio entre los aspectos puramente monetarios de la política y aquellos propios del mercado de capitales, traerá con seguridad resultados muy favorables para la economía.

En cuanto a las tasas de interés se piensa que el costo del crédito, al estar determinado con mayor libertad por el mercado, permite un mejor ajuste entre la demanda y la oferta. Además, se consigue mayor homogeneidad dentro de las distintas tasas de interés. La disminución de los diferenciales entre diversas tasas de interés llegará a eliminar las dispersiones que fomentan la concentración del crédito y la mala asignación de este. En efecto, son los prestatarios con mayor patrimonio los que debido a sus mejores garantías obtienen el crédito barato, y es la pequeña industria con su gran potencial de creación de empleo la que tiene que acudir al crédito caro o al mercado extrabancario.

El aumento en las tasas de interés al ahorro institucional también tiene efecto redistributivo al darle acceso a las familias de pocos recursos a documentos de ahorro con tasas de interés positivas en términos reales. Aunque existan diferentes tasas de interés al ahorro, estas deben reflejar simplemente diferencias en liquidez y riesgo, y no mecanismos escondidos de subsidios innecesarios a ciertos sectores de la sociedad (15).

Esta presentación de principios de política financiera está respaldada por un acervo de argumentos teóricos y evidencia

---

(15) Departamento Nacional de Planeación, 1975, pp. 7-8.

empírica. Con excepción de los créditos supervisados del INCORA, la asignación del crédito subsidiado en Colombia no es defendible como mecanismo redistributivo directo (16), como tampoco lo es la política de tasas de interés bajas sobre el ahorro institucional (17). La distribución del crédito se concentra en las escalas elevadas de renta, en tanto que el ahorro institucional es la inversión principal del pequeño ahorrador.

De otra parte, las usuales consideraciones teóricas hacen suponer que las tasas de interés congeladas desestimulan la asignación eficiente de recursos, al producir discrepancias entre los costos sociales del crédito y de la producción subsidiada y los respectivos costos privados. El café, por ejemplo, es un cultivo de tardío rendimiento. FEDESARROLLO estima que en el primer año de cultivo (instalación y crecimiento) de un cafetal moderno, la participación del crédito en los costos es 26%, en el segundo es de 22%, y en el tercero de 10%. Estos números parecen lo suficientemente elevados para presumir algún efecto del crédito subsidiado sobre la intensidad de capital en los cultivos y sobre el nivel de producción. Incluso si se aceptara la eficiencia de estimular la producción de café, corresponde examinar si el crédito barato es el mejor instrumento para implementar una política de subsidio. La desventaja más destacada es su efecto discriminatorio sobre la utilización de procesos de producción, favoreciendo aquellos intensivos en la utilización de capital. Ella difícilmente se justifica en una economía que no puede permitir laxitud en el uso de sus recursos de financiación del crecimiento económico. Mas razonable parecería utilizar el precio interno como instrumento para el estímulo de la producción, toda vez que no distorsiona los precios de los diferentes factores.

Una política de tasas de interés acorde con el costo real del capital puede contribuir eficazmente a una mejor asignación de los escasos recursos de ahorro de que dispone la economía. Hay quienes sostienen, sin embargo, que la tasa de interés de mercado no representa, por decirlo así, el "costo social" del capital. Aún de suponer que existan argumentos válidos para subsidiar la tasa de interés, no parece justificado hacer el subsidio real sensible

---

(16) Véase Thirsk, 1975, p. 23; Tinmermeir, 1972, cuadro 5, p. 17, cuadro 12, p. 29 y cuadro 15, p. 34; Dalrymple, 1972, cuadros 1, 2 y 3, pp. 3-5; Urrutia y Berry, 1975, pp. 250-253.

(17) Urrutia y Berry, 1975, p. 254.

a los cambios en las condiciones inflacionarias en la economía. Por ejemplo, si con una tasa de interés de mercado de 20% se justifica una tasa de interés subsidiada de 15%, con una tasa de mercado de cinco puntos más elevada como resultado de una inflación más acentuada, parecería acertado elevar la tasa subsidiada en cinco puntos. Como se observa en la última columna de los cuadros 4 y 6, esta no parece ser la política que se ha seguido. De hecho, en 1974 y 1975 el subsidio al crédito parece más elevado que en años anteriores.

Es importante destacar que la política de tasas de interés sobre los créditos al sector cafetero debe diseñarse dentro de una visión de conjunto sobre la política general de crédito. No se dan bases para afirmar que tasas de interés de equilibrio para el crédito al sector cafetero sean más o menos eficientes, sin antes consultar otras distorsiones existentes en otros sectores. La propuesta sobre una política de tasas de interés más acorde a las condiciones monetarias se refiere al mercado de fondos prestables en general, del cual la financiación cafetera constituye un ejemplo importante.

Además de la eficiente utilización de los recursos de crédito, el estímulo al ahorro por parte del sector cafetero y del resto de la economía es una de las más urgentes tareas que debe atacar la política de crédito. El instrumento más obvio para inducir a los individuos a que se abstengan de consumir es el rendimiento sobre los títulos valores del sector financiero. Sin embargo, los rendimientos existentes sobre el ahorro institucional no son favorables. De hecho, en términos reales, resultan ser negativos. En la columna (a) del cuadro 13 se presenta el rendimiento nominal efectivo antes de impuestos para los principales activos financieros en 1976. Aplicando tasas de tributación de 30% (renta) y 1% (patrimonio), y una inflación de 25.9%, se obtuvieron las cifras de las columnas (b) y (c). Se destaca cómo ninguno de los activos ofrece un rendimiento real positivo después de impuestos. Por cada peso invertido en el sector financiero, una persona pierde alrededor de diez centavos en términos reales (18). Con las tasas de tributación supuestas sería necesario un rendimiento nominal efectivo de 37.5%, para aquellos activos no exentos, si se quiere obtener un rendimiento real igual a cero. Una

---

(18) Se ignoraron efectos de segundo orden, correspondientes a la pérdida en el poder adquisitivo de los intereses.

implicación importante del resultado anterior, adicional a los contemplados en la cita textual presentada al comienzo de la presente sección, es la menor participación del sector institucional en las operaciones financieras globales de la economía. Ello resulta de la natural canalización de fondos hacia intermediarios que de una forma u otra, pueden ofrecer un mayor rendimiento real sobre activos financieros. Esta implicación es importante a la luz de la prioridad que frecuentemente se le asigna a la institucionalización de la economía.

En resumen, a pesar de los argumentos que apoyan y del consenso que respalda una política de tasas de interés positivas en términos reales, la evidencia reciente sobre el mercado financiero institucional indica que las reformas adecuadas están todavía por realizarse. Las propuestas que se discuten en la sección siguiente se orientan a insensibilizar las tasas reales de interés manejadas por la política económica a fluctuaciones en la tasa de crecimiento de los precios. Con ellas se espera mejorar el aporte económico del sector financiero institucional no solo por su mejor asignación del crédito, sino también por el mayor volumen de fondos canalizados.

#### IV — TRES PROPUESTAS PARA LA INDIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO INSTITUCIONAL

##### 1. Costo del crédito institucional

Se ha visto cómo las tasas de interés institucionales registran niveles significativamente inferiores al costo del crédito en el mercado libre. Además, el ajuste durante los últimos cinco años ha sido lento frente a la creciente tendencia de los precios. De otra parte se argumenta que el subsidio al crédito no parece ser la forma más adecuada de estimular renglones específicos de producción. Aún si se admite la necesidad de un subsidio, este debe especificarse en términos reales, o sea, contemplando los efectos de la inflación sobre la rentabilidad nominal de la actividad económica. De los considerandos anteriores se sugiere que la política financiera fije las tasas de interés que considere pertinentes consultando más sistemáticamente la situación en los mercados financieros libres. Ello puede implementarse examinando la evolución de las cotizaciones anuales promedio de títulos como el CAT o el TAC. Este procedimiento eliminaría el

subsidio al crédito o, lo fijaría en términos reales. Si se elimina, se disminuyen las presiones sobre la autoridad monetaria para incrementar la cantidad de dinero, o para castigar los rendimientos de los activos financieros. De mantenerse el subsidio, las posibilidades de estimular el ahorro institucional o de disminuir los créditos directos del emisor al público serían menores. De todas formas, parece más acertado que congelar tasas de interés nominales frente a las fluctuantes condiciones monetarias.

## 2. Tasas de interés reales positivas sobre el ahorro institucional

La propuesta de definir las tasas impositivas en términos reales ciertamente no es nueva en la economía colombiana. Ella inspiró el sistema UPAC en su primera fase y la Ley de Alivio Tributario de 1975. Posteriormente, el tope a la corrección monetaria y el límite de la exención tributaria a solo ocho puntos le restó dinámica al sistema UPAC, además de no ser obvio el por qué restringirlo tan solo al sector construcción. De otra parte la Ley de Alivio Tributario representó tan solo un paso moderado hacia una estructura tributaria expresada en términos reales.

Una alternativa a la corrección monetaria exenta consistiría en fijar algún nivel aproximado de la tasa de interés (neta del margen normal de utilidades del sector financiero), por ejemplo 7%, sobre la cual se aplique el impuesto sobre la renta y hacer exento el resto del interés nominal, en la medida que se puedan implementar mecanismos para evitar la evasión a través de la parte exenta.

La insistencia en mayores tasas de interés reales que las registradas en la última columna del cuadro 13 se inspira en su utilidad como instrumento para ampliar la tasa de ahorro de las personas. Mucho se ha dicho que la "bonanza cafetera" no se puede desperdiciar en bienes de consumo; sin embargo, no se ha utilizado el método más obvio para inducir a la gente a que se abstenga de consumir. Si se tiene en cuenta que los elevados precios del café no son permanentes, corresponde aprovechar el período de altos ingresos para elevar el nivel de riqueza de los individuos. Con la caída futura del precio internacional del grano será más difícil llevar a cabo este programa, toda vez que el menor ingreso de las personas deberá cubrir los gastos normales de consumo. Es bien probable que una modificación en la política tributaria orientada a definir las tasas impositivas en términos

reales representaría un estímulo importante al ahorro institucional de las personas. En la medida que ello conduzca a un aumento en el ahorro global, y no a una mera transferencia del sector financiero no institucional, la modificación sugerida contribuiría al crecimiento del ingreso nacional. Teniendo en cuenta el acentuado desestímulo representado por las cifras de la columna (c) del cuadro 13, es bien posible que una política de tasas reales positivas efectivamente incremente el ahorro global (19).

### 3. Política cambiaria y financiación externa

Se contempla ahora otra de las fuentes de crédito importante al sector cafetero. Se trata del endeudamiento con el exterior.

CUADRO 13

#### Rendimiento sobre diversos activos financieros — 1976

Titulo	Rendimiento nominal antes de impuestos (a)	Rendimiento nominal después de impuestos (b)	Rendimiento real después de impuestos (c)
1. Depósitos de ahorro.....	19.3	12.5	—13.4
2. Depósitos de ahorro en UPAC.....	22.3	17.0	— 8.9
3. Depósitos ordinarios en corporaciones de ahorro y vivienda.....	19.0	12.3	—13.6
4. Depósitos a término			
a. En UPAC .....	23.5	17.9	— 8.0
b. En bancos .....	25.6		
c. En corporaciones financieras....	26.8	17.8	— 8.1
5. Cédulas hipotecarias			
a. Sólidas .....	14.9	14.9	—11.0
b. Confiables .....	23.2	15.2	—10.7
6. Bonos de desarrollo económico			
a. Clase "B" .....	16.1	16.1	— 9.8
b. Clase "F" .....	26.2	17.3	— 8.6
7. Pagarés semestrales de emergencia económica .....	24.2	15.9	—10.0
8. Títulos de ahorro cafetero .....	32.0	21.4	— 4.5
9. Bonos cafeteros .....	22.0	14.4	—11.5

Fuente: Coyuntura Económica, Vol. VI, número 8, p. 57.

(19) Véase U Tun Wai, 1972.

CUADRO 14

## Reintegros anticipados y costo de crédito en el exterior

Años	Reintegros anticipados (miles de US\$)		Tasas de interés		Dife- rencial (e)	Deva- luación promedio (f)	Diferencial (g)
	Corrientes (a)	Reales (b)	Externa (c)	Interna (d)			
1970.....	160.345	145.240	8.5	13.8	5.3	6.9	-1.6
1971.....	173.303	152.154	6.5	15.2	8.7	9.5	-0.8
1972.....	252.488	211.992	5.5	17.3	11.8	9.0	2.8
1973.....	250.600	186.043	9.2	19.5	10.3	8.7	1.6
1974.....	307.405	190.009	11.0	23.1	12.1	15.3	-3.2
1975.....	402.130	229.920	7.0	22.9	15.9	15.3	0.6
1976.....			9.5	24.6	15.1	10.0	5.1

Fuentes: (a): Banco de la República; (b): (a) deflactado por el índice de precios al por mayor, del comercio en Estados Unidos.

(c): Eurodólar, Londres, International Financial Statistics.

(d): Tasa de interés implícita en descuento de CAT a seis meses.

(e): (d) — (c).

(f): Variación porcentual en tasa de cambio. Banco de la República.

(g): (e) — (f).

En el cuadro 14 se registra una de sus modalidades importantes, representada por los reintegros anticipados, y se observa que en 1975 cobró especial importancia como otra de las múltiples manifestaciones de las favorables condiciones en el mercado internacional del grano. A continuación se analiza el manejo del endeudamiento externo en el marco de la política cambiaria adoptada durante el período de "bonanza cafetera".

Se destacan tres elementos de política económica que se han conjugado para crear una singular situación en el mercado de crédito: acumulación de reservas en el emisor, creación de dinero primario y abundancia de divisas. La acumulación de reservas ha conducido a un elevado **precio de la divisa**, necesario para evitar que toda la moneda extranjera se destine a importaciones de bienes, adquisición de títulos financieros y atesoramiento en el sector privado. La abundancia de divisas hubiera conducido, de no ser por la acumulación de reservas, a un precio relativamente más bajo del dólar y a un ritmo de devaluación aproximadamente igual a la diferencia entre las tasas de interés interna y externa. Sin embargo, la (más alta) tasa de cambio condujo a un menor **ritmo** de devaluación y la creación de dinero primario, a una mayor tendencia del nivel general de precios.

En el cuadro 14 se presentan las tasas de interés externa e interna. En la última columna se registra la diferencia entre el

exceso de la interna sobre la externa y la tasa de devaluación. En 1976, como resultado de la elevada tasa de cambio, el lento ritmo de devaluación y el acentuado ritmo de inflación, la diferencia indicada fue especialmente alta. Ella es una medida del incentivo a contratar préstamos en el exterior, fenómeno cambiario-monetario que no refleja las diferencias en el costo real social del crédito interno relativo al externo. La distorsión es de carácter temporal y cuando las importaciones reaccionen la tasa de devaluación corresponderá mejor a las condiciones monetarias de la economía. Entre tanto, se ha detenido el endeudamiento externo explícito mediante normas de Junta Monetaria inspiradas en la necesidad de detener la emisión primaria.

En la medida que el endeudamiento externo complementa los recursos de crédito interno parecería importante restituir el equilibrio cambiario monetario necesario para estimular el volumen adecuado de préstamos al exterior. Se puede actuar sobre dos frentes principales: ubicar la tasa de cambio real a un nivel que equilibre la balanza comercial, elevar el ritmo de devaluación y disminuir la tasa de inflación. La política actual está aproximando la tasa de cambio real al nivel adecuado devaluando a un ritmo inferior al de la tendencia en el nivel general de precios. De otra parte, los instrumentos de política monetaria adoptados han sido insuficientes para atacar el problema inflacionario.

De no ser posible un aumento en el ritmo de devaluación, o una reducción en la tendencia de los precios, una posible vía de solución consistiría en combinar un impuesto sobre el endeudamiento registrado en el emisor, calculado de tal forma que se elimine el diferencial en el costo del crédito en pesos, con una mayor tasa de interés sobre operaciones de mercado en moneda extranjera (títulos canjeables por certificados de cambio). Actualmente, los títulos canjeables pagan 7%, lo cual con una devaluación del 10% difícilmente representa un rendimiento atractivo. El fundamento de la propuesta reside en la idea de compensar distorsiones. Como la situación cambiaria monetaria hace el crédito externo indebidamente barato, corresponde elevarlo con un impuesto aplicable durante el período de tiempo que el acreedor mantenga el préstamo. De otra parte, como los títulos canjeables, por la misma razón, no pagan un rendimiento atractivo, corresponde elevarlo para agilizar su utilidad como instrumento de control monetario. Ello puede complementarse con

aumentos en el rendimiento de otros títulos emitidos por el Banco de la República y el gobierno nacional.

## V — RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este trabajo se ha examinado la situación del sector cafetero en sus operaciones de ahorro y crédito, y se han planteado conclusiones de carácter sectorial y general que se resumen a continuación.

Un resultado interesante, es que el sector cafetero no se beneficia directamente de la política inflacionaria. El sector cafetero, como otros sectores, paga el impuesto de la inflación que contribuye a financiar el déficit fiscal. La pregunta más interesante, desde el punto de vista del análisis de la inflación, se orienta a establecer los beneficios directos del gasto público, y a evaluar los méritos del impuesto de la inflación como instrumento para financiarlo.

En general, no parece justificada la política de controlar las tasas de interés pasivas y activas del mercado financiero institucional. Ella no es favorable a la utilización eficiente de los escasos recursos de crédito y desestimula el ahorro interno. Por lo menos, si se contempla un subsidio en el interés nominal sobre las operaciones de crédito este debe consultar las condiciones vigentes en el mercado libre de fondos prestables. Además, parece urgente revisar la ley tributaria en materia de tasas de interés, toda vez que en razón de ella, el mercado financiero institucional registra rendimientos francamente absurdos sobre los diferentes activos financieros.

Finalmente, la situación cambiaria-monetaria es fuente de una significativa distorsión en la tasa de devaluación que ha impedido un curso adecuado a las operaciones de endeudamiento externo y a las operaciones de mercado abierto en moneda extranjera. Se sugiere, como instrumento complementario a la tasa de devaluación, instituir una sobretasa al endeudamiento externo que compense la distorsión originada en tasas de devaluación indebidamente diferentes al ritmo interno de inflación.

## BIBLIOGRAFIA

1. Carrizosa, Mauricio, 1976, "Dinero e Inflación en Colombia". *Coyuntura Económica*. Vol. IV, N° 1, pp. 147-174.

2. Christ, Carl, 1968, "A Simple Macroeconomic Model with a Government Budget Restraint" *Journal of Political Economy*, Vol. 76 N° 1, pp. 53-67.
3. Dalrymple, Dana G., 1972, "The Use of Incore Supervised Credit in Colombia in 1969" en *AID Spring Review of Small Farmer Credit*, Vol. V, febrero 1973.
4. Departamento Nacional de Planeación, 1975, *Para Cerrar la Brecha. Plan de Desarrollo Social, Económico y Regional, 1975-1978*; República de Colombia, Departamento Nacional de Planeación.
5. Friedman, Milton, 1968, "Factors Affecting the Level of Interest Rates" en *Proceedings of the 1968 Conference on Savings and Presidential Financing* y reproducido en Boorman J. T. y Havrilesky T. M. (eds.) *Money Supply, Money Demand, and Macroeconomic Models*. Boston: Allyn and Bacon, 1972.
6. Friedman, Milton, 1971, "Government Revenue from Inflation". *Journal of Political Economy*, Vol. 79, N° 4, pp. 846-56.
7. Hernández, Antonio, 1974, "Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución de Crédito" en *El Mercado de Capitales en Colombia*, editado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia.
8. Keynes, John Maynard, 1923, *A Tract on Monetary Reform* The Royal Economic Society (ed.) London: The MacMillan. Press Ltda., 1971.
9. Lardler, D. E. W. y Parkin J. M., 1975, "Inflation: A Survey". *Economic Journal*, Vol. 85, diciembre, pp. 741-809.
10. Sjaastad, Larry, 1975, "Why Stable Inflation Fail", en Parkin, J. M. y Zis, (eds.), *Inflation in the World Economy*.
11. Tun Wai, U., 1972, *Financial Intermediaries and National Savings in Developing Countries*. New York, Praeger Publishers, Inc.
12. Urrutia M., Berry A., 1975, *La Distribución de Ingresos en Colombia*. (Bogotá, Editorial La Carreta).

## COMENTARIOS

ALBERTO HERNANDEZ

### I — INTRODUCCION

#### 1. Resumen de objetivos

La lectura del artículo de Carrizosa fue un placer intelectual por la buena economía que él contiene y por los planteamientos interesantes que allí se desarrollan.

En general es un buen intento en demostrar cómo el análisis de un caso particular —el del sector cafetero—, nos puede servir para inferir recomendaciones de política económica para toda la economía.

Recordemos sus objetivos. Su trabajo trata de los problemas planteados por la financiación de la actividad económica del sector cafetero. El análisis lo conduce a planteamientos en materia de la incidencia del sector sobre: política monetaria inflacionaria, la contribución de los mecanismos de financiación a la eficiencia económica, y al impacto redistributivo de la actividad cafetera. El análisis se hace con el objeto de formular propuestas sobre el programa de política financiera para los próximos años en lo referente a las interacciones de los aspectos fiscales, cambiarios y monetarios de la política económica.

#### 2. Resumen de conclusiones

Por medio de un análisis que identifica a los causantes de la inflación como aquellos grupos que se benefician de ella, y no encontrando a los cafeteros como sus beneficiarios y por lo tanto no interesados en causarla, no se indaga más sobre otras posi-

bles conexiones causales entre inflación y el sector cafetero, pasándose al análisis de la eficiencia económica de la política crediticia.

Encuentra tasas de interés negativas reales para el crédito a la producción para los últimos seis años. También encuentra que el rendimiento real sobre los ahorros es negativo. En otras palabras, a quien va a pedir prestado para producir, se le regala el dinero y se les penaliza a quienes ahorran, es decir, a quienes sacrifican consumo presente. Con buen sentido común Carrizosa concluye que se deben subir ambas tasas nominales para evitar esta situación irracional.

Finalmente, respecto a la financiación externa y política cambiaria se identifican nítidamente las variables que motivan el endeudarse en dólares, y al poco deseo de comprar títulos extranjeros en dólares, estas variables son: el nivel del precio de la divisa, la tasa de devaluación del peso respecto al dólar, la tasa de inflación interna, el marco institucional, y la tasa de interés externa e interna, sobre préstamos y títulos. Concluye que como es más rentable (menos costoso) contraer préstamos en dólares ese incentivo debe ser anulado cargándole un impuesto a la consecución de préstamos, y otorgándole un premio (abono) a las personas que compran títulos con rendimiento en dólares para motivar su compra.

## II — CRITICAS A LA METODOLOGIA, AL ANALISIS Y A LAS CONCLUSIONES A LAS QUE SE LLEGO

### 1. El sector cafetero (exportador) no es beneficiario de la inflación

Encuentro que el análisis se desarrolló dentro de un marco conceptual muy parcial. Por dejar fuera de la discusión conceptos como las externalidades que causa el sector cafetero por su actividad productora, y el ingreso total que ellos reciben por la venta de su producto, concluyó que el sector cafetero no es causante de la inflación ni es beneficiario de ella. Pienso que es un causante indirecto y que se **perjudica menos** que otros sectores de la economía.

Los ahorros del sector cafetero y la demanda por dinero son apenas parte de sus ingresos (utilidades) totales. El análisis debió hacerse tomando en cuenta los ingresos totales y los gastos totales (incluidos los gastos financieros), y sobre este saldo (lo

supongo positivo) deducirle la pérdida de poder adquisitivo que se sufre por mantener ahorros y demanda por dinero representada en saldos ociosos.

La hipótesis a probar es que la actividad productora le produce a los cafeteros un saldo positivo (ingresos netos) aún descontados la pérdida del poder adquisitivo que sufren estas utilidades por efecto de la inflación. Es cierto que de no haber inflación esas utilidades tendrían un poder adquisitivo más alto. Por lo tanto, su actividad productora se debe considerar como una externalidad negativa que se le causa a los otros sectores de la economía y a su mismo sector.

La no inclusión de estas dos variables (ingresos totales y externalidades negativas) hace que en esta parte del análisis no se toquen temas como la revaluación del peso, la tasa de devaluación, y que se diga que "las medidas adoptadas sobre estímulos a los egresos en moneda extranjera tardaron tiempo para surtir el efecto necesario para compensar el efecto monetario de los ingresos por exportaciones".

Para llegar a esta conclusión era necesario que se presentase una tabla en donde se hiciera una discriminación de cómo y por qué conceptos se han ido acumulando las reservas. No está claro, primero que el valor de las importaciones sea igual al valor de las exportaciones; segundo es posible que muchas de las importaciones se hubiesen hecho sobre préstamos contraídos en dólares, de tal manera, la igualdad entre importaciones y exportaciones no está necesariamente implicando que el Banco de la República no compra dólares por concepto de las exportaciones.

## 2. La demanda por medios de pago del sector cafetero

Cuando determina la demanda por dinero que puede tener el sector cafetero, el doctor Carrizosa nos da una buena muestra del arte de investigar haciendo buen uso de la inferencia con datos insuficientes.

Un análisis de sensibilidad sería pertinente en este punto, ya que la determinación de los medios de pago es esencial para su análisis de costo-beneficio. Además, el análisis de diferentes niveles de demanda por dinero le traería más información para verificar qué tan buena es la conclusión a la cual el llega en relación con la estimación a la cual llegó.

### 3. El impacto redistributivo

El doctor Carrizosa no aprovechó esa capacidad que demostró para hacer inferencias con datos insuficientes cuando fue necesario ubicar al sector cafetero en la distribución de los ingresos en Colombia. El hecho de tener acceso al crédito es en Colombia un privilegio que presupone un respaldo en garantías de mucha mayor cuantía que la cantidad de dinero que se pide prestado. Esas garantías son medios de producción físicos y propiedades. Ambas están concentradas en los grupos de altos ingresos, permitiendo suponer que si los cafeteros tienen acceso al crédito deben estar ubicados en los grupos de altos ingresos.

Podemos también decir que estas personas por tener capacidad de reinversión en propiedades o en bienes de producción, cuyos precios en general van **pari-passu** con la inflación, aún en el corto plazo, están menos expuestas a la pérdida general de poder adquisitivo en sus activos que aquellos sectores económicos que no tienen esta capacidad.

### 4. Tasas más altas de interés sobre el crédito y el ahorro

En esta parte comparto su propuesta; sin embargo, considero de gran utilidad investigar cuál sería el nivel necesario de rendimiento sobre los ahorros para que estos tengan un efecto significativo en disminuir el gasto inflacionario.

Tampoco analizó los efectos negativos que sobre la inversión productiva podría tener un alza en las tasas de interés. Pienso que un alza de uno a dos puntos no obtenga respuesta alguna, pero para niveles más altos se podría esperar alguna respuesta negativa.

### 5. El impuesto a los préstamos en moneda extranjera

Esta medida tendría la ventaja de ser fácilmente implementable. Para tener una cuantificación de su efectividad para controlar la inflación se debe tener información de cuánto, del total de ingresos por moneda extranjera que recibe el Banco de la República, se debe a este concepto. Este tipo de información no se encuentra en este trabajo.

Del otro lado, cerrar la entrada de esta fuente de financiación impone una nueva presión sobre el mercado de fondos prestables con que cuenta el país, fondos que en este mismo trabajo se suponen precarios.

### III — ANALISIS DEL PROBLEMA DENTRO DE UN MARCO CONCEPTUAL MAS GENERAL

#### 1. División de la sociedad en cuatro sectores

Supongamos una sociedad compuesta de cuatro sectores: gobierno, comerciantes (propietarios, actividad dirigida al mercado nacional y/o internacional), productores (propietarios, actividad dirigida al mercado nacional y/o internacional), y consumidores.

Los señores que componen cada grupo pueden pertenecer o han pertenecido a uno o todos los otros grupos en algún momento. La característica de los tres primeros grupos es que además de su actividad también son consumidores. En el grupo de consumidores hay unidades que son únicamente consumidoras y no son propietarias ni forman parte del sector gobierno.

#### A. *Identificación de algunos problemas económicos relevantes en años recientes*

Ubiquémonos en un período reciente de nuestra historia, principio de los años 60. La situación la caracterizo con base en cuatro grandes problemas: 1) Problema de empleo. Una alta tasa de crecimiento de población relativa a la capacidad de absorción de mano de obra de la economía. 2) Problemas de dependencia económica. Al aceptar una estructura de demanda de tipo internacional y no producir internamente bienes de capital, ni materias primas industriales, era necesario recurrir a otros países para su adquisición. 3) Problemas de balanza de pagos. Los ingresos en moneda extranjera son insuficientes para atender el crecimiento económico necesario para satisfacer la solución a los problemas 1) y 2) arriba mencionados. 4) Problemas de distribución de ingresos antes y después de impuestos.

Se toman medidas para aliviar la situación. Se crea el decreto de los cuatro y se promueven las exportaciones diferentes a las tradicionales para no seguir dependiendo de un solo producto y un solo comprador. Otras medidas complementarias se hacen necesarias. En algunos aspectos la situación mejora (1).

---

(1) En este simposio se ha dado una excelente y extensa información y análisis a los problemas que aquí describo, de tal manera que esta ultra síntesis me parece apenas apropiada para mis propósitos.

## *B. El cambio del mercado exterior*

Las condiciones se habían ajustado a un estado de cosas en el cual se había logrado un equilibrio del valor de los dólares que entraban y del valor de los dólares que salían, de tal manera que la acumulación de las reservas internacionales no era la causante de la inflación. Era la financiación del gasto deficitario, la causante de los aumentos en los medios de pago, motor principal de la inflación.

### **2. Ejemplo de una fábrica productora de un bien X que causa externalidades negativas a sus pobladores**

#### *A. Situación inicial*

Suponga que el gobierno promueve una fábrica en una región Z con el crédito subsidiado del tipo que analiza Carrizosa en su trabajo. Se produce un bien X. Esa fábrica produce un desperdicio y lo arroja al mar, pero las condiciones de corrientes marítimas son tales que no afectan la ecología marina.

#### *B. Cambios en el medio ambiente*

Si por razones inesperadas e incontroladas las corrientes marinas cambian de intensidad haciendo que la misma cantidad de desperdicios afecte la ecología marina matando peces, camarones, etc., disminuyéndose la oferta de esos productos y encareciéndose sus precios. Aunque el dueño de la fábrica no tuvo la culpa del cambio de las corrientes, y mucho menos estuvo interesado en causarlas, porque para él tampoco representaba un beneficio los más altos precios, el cambio de las reglas del juego de la naturaleza hace que su actividad afecte ahora negativamente a aquellas personas que demandan este producto, incluyéndose él mismo.

#### *C. Quiénes se perjudican menos*

Los costos (externalidad negativa) causados por la actividad productora de esta fábrica afectan a los grupos de esa región en diversos grados. Hay un grupo de personas que no recibe ningún beneficio de esa fábrica (directo ni indirecto) y para quienes solo hay costos, es decir, unos precios más altos por la compra del artículo ahora en oferta escasa. Ellos serían el equivalente a solamente consumidores. Existe otro grupo de

personas que reciben los mismos costos pero también reciben beneficios indirectos, representados por los efectos multiplicador y acelerador que el gasto de esa fábrica produce en esa región. El grupo de trabajadores de la fábrica, como el anterior tiene costos y beneficios, pero en este caso los beneficios son directos representados por los sueldos y salarios que allí se devengan. Finalmente, el propietario de la fábrica, quien también tiene costos pero cuyos beneficios son mayores que los beneficios que recibe cualquiera de los grupos que anteriormente relacionamos. Veamos más a fondo este problema.

El productor se beneficia con un crédito subsidiado. El saldo de sus ingresos por la venta de su producto menos los costos y gastos de producir esos ingresos arroja una utilidad. La utilidad resultante ya incluye el beneficio del crédito subsidiado. A estos beneficios habría que restarle el **incremento** en precios que tiene que pagar ahora por unos precios más altos resultantes de la nueva situación ecológica. Recordemos que estos más altos precios son el resultado de tres elementos: una actividad productora, unos desperdicios arrojados al mar y un cambio ecológico. Si alguna de las tres cosas no está presente, no se presentarían problemas.

Traslademos este ejemplo en términos de los planteamientos del doctor Carrizosa. Por un lado, él considera el crédito subsidiado como un beneficio (así también lo consideré en un ejemplo arriba). Del otro lado, lo que aquí llamo **costo por incremento** en los precios, equivale en su ejemplo a la pérdida de poder adquisitivo tanto de los ahorros del sector como de los saldos por demanda de dinero. En su ejemplo, este término (costo por pérdida del poder adquisitivo) es mayor que el beneficio que se obtiene al recibir un crédito subsidiado. Debe estar claro en este momento que él (doctor Carrizosa) dejó por fuera unos beneficios que son mayores que el costo neto por él computado, estos beneficios son las utilidades de la actividad productora de café.

Para todos aquellos que derivan un costo neto en lugar de un beneficio por las externalidades que causa la producción de esta fábrica su deseo es que se le compense por esos costos en que están incurriendo.

### 3. Aplicación del ejemplo de la fábrica a la situación actual del país

#### A. *Los consumidores como grupo social más afectado por la inflación*

La población de Colombia se estima hoy en 24 millones de habitantes. Hay un promedio de seis personas por familia, esto haría cuatro millones de familias aproximadamente. Por el tiempo tan corto de que dispuse para el desarrollo de comentarios a este trabajo, no pude elaborar una medida aproximada de cuántas de estas familias son consumidoras que no pertenecen a ninguno de los tres grupos: productores, comerciantes o gobierno. Sin embargo, hagamos algunas inferencias.

Sabiendo que los medios de producción y la propiedad en todas sus manifestaciones está concentrada en Colombia en no muchas familias, y que el gobierno (incluido aquí como beneficiario, ya que en principio estoy de acuerdo con la hipótesis del doctor Carrizosa de que el gobierno se beneficia de la inflación de la manera sugerida por él), aunque es un alto empleador de la sociedad, su participación en la generación de empleos está por debajo del porcentaje de empleo generado por el sector privado, me atrevo a sugerir la hipótesis de que no menos de dos millones de familias (como límite inferior) se afectan solamente con costos por medio de la inflación que como externalidad negativa genera el sector exportador por su actividad productora. Otro millón de familias reducen estos costos por medio de los beneficios directos e indirectos antes mencionados, beneficios que en su gran mayoría no llegan a ser mayores que los costos, ni en el corto ni en el largo plazo, y que ese corto y mediano plazo se extenderá en la medida que la inflación continúe de la manera aquí explicada.

Viendo el crecimiento de las reservas internacionales como un fondo para financiar y garantizar crecimiento económico futuro, se puede entonces deducir que el tipo de inflación que actualmente padecemos es necesario para lograr ese crecimiento futuro, y que el costo que hay que pagar por ese crecimiento futuro recae principalmente sobre el 50% de la población menos favorecida económicamente, es decir, los consumidores netos. Valdría la pena hacerse aquí la pregunta: ¿crecimiento económico para quién?

*B. La revaluación del peso como solución complementaria  
al alza en las tasas de interés*

Una solución no abordada por Carrizosa fue la revaluación del peso. Ella traería como consecuencia una disminución de las exportaciones (entrada de dólares) y un estímulo a las importaciones (salida de dólares). Aquellas exportaciones que no se desean desestimular se les incentiva con un CAT. Este estímulo a importar complementaría el estímulo inicial dado por la reciente baja que de los aranceles hizo el gobierno nacional.

Una objeción común en contra de la revaluación es la de que la actual situación de los precios del café es de tipo coyuntural. Estoy parcialmente de acuerdo en ello, los más altos precios del café harán que otros países incrementen la oferta total en los próximos años, ya que los más altos precios implican, en esta situación, más altos rendimientos y por consiguiente un incentivo a atraer nuevos productores. Sin embargo, no queda claro cuál va a ser el nivel "normal" al cual bajarán los precios del café en el futuro.

También, y en apoyo del punto anterior, el mundo vive una presión de demanda especialmente en productos agrícolas debido principalmente a las altas tasas de crecimiento de población (2,5% promedio para todo el mundo, sobre un nivel de 4.000 millones de habitantes), y al crecimiento del producto interno bruto de los diferentes países en vías de desarrollo. Esta situación no es de tipo coyuntural y bien podría esperarse que persista por los próximos veinticinco o más años. Colombia, un país con una excelente infraestructura agrícola tanto en la parte organizacional como en lo referente a tierras, puede aprovechar esta situación emprendiendo una basta campaña de promoción de exportaciones de productos agrícolas. Mirando así hacia el futuro, nuestra situación de balanza de pagos no parece tan grave ni tan coyuntural, apareciendo más razonable la idea de una revaluación presente.

Una más baja tasa de cambio permite devaluar a tasas más altas que las del año último, permitiendo que se igualen las tasas internas y externas de crédito consiguiéndose de esta manera lo que el doctor Carrizosa propone con el impuesto a los préstamos en moneda extranjera.

La baja en el costo de las importaciones tendría un efecto favorable sobre los costos de producción, aliviando la presión por

la inflación de costos que sigue la continuación de la inflación iniciada por aumentos en los medios de pago. Todavía aquí tendríamos algo que comprobar y es el comportamiento de los costos de producción respecto a la **tasa** de devaluación, dado que habría ahora un **nivel** más bajo de costos.

#### IV — CONCLUSIONES

Viendo la inflación como una externalidad causada por el sector exportador y que le está causando muy altos costos a la sociedad como un todo, se hace necesario tomar medidas más a fondo que las hasta ahora tomadas. Se propone el estudio de una revaluación del peso, complementada con tasas de devaluación que permitan igualar las tasas externas e internas de interés y con incentivos tributarios para estimular aquellas exportaciones que se consideren deseables.

El efecto de esta medida sería sobre el crecimiento de los medios de pago en circulación, y el efecto indirecto podría ser sobre la inflación de costos aliviando su presión. Adicionalmente esto le daría a las empresas una mayor liquidez por aumento de fondos financieros internos.

El alza en las tasas de interés activa y pasiva le daría una mejor asignación a los escasos recursos de fondos prestables con que se cuenta.

El alza en las tasas de interés podría tener efectos desfavorables sobre la producción aunque conjeturo que la inversión en nuestro medio no responde ni favorable ni desfavorablemente a cambios en las tasas de uno o dos puntos. Se esperaría una respuesta a cambios mayores.

Una política de democratización del crédito por el lado de las garantías requeridas, dándoles acceso a más gentes que deseen producir, subiendo las tasas a las cuales se valorizan los activos que se dan en garantía prendaria y/o hipotecaria, estimularía la inversión posiblemente con mayores creces que la disminución causada por el alza en las tasas de interés.

Todas las anteriores medidas ayudarían a obtener una mejor distribución de los ingresos.

## COMENTARIOS

ROBERTO JUNGUITO BONNET\*

El instrumento por medio del cual el gobierno nacional ha canalizado, tradicionalmente, su política de financiamiento externo para el sector cafetero ha sido el régimen de reintegro de divisas. Los exportadores privados del grano, por ejemplo, han hecho uso del financiamiento externo para la adquisición de la cosecha cafetera en la medida que el gobierno les ha autorizado efectuar reintegros anticipados sobre sus futuras exportaciones. De otro lado, la Federación Nacional de Cafeteros ha estado en capacidad de seguir estrategias especiales de financiamiento y comercialización externa, en períodos que así lo requerían, al lograr modificaciones en el régimen ordinario de reintegro de divisas.

En tales circunstancias, el presente ensayo se centra en el análisis y desarrollo histórico del régimen de reintegros. En primer término, se describe el origen legal del instrumento y el grado de intervención que han tenido los cafeteros en su fijación. Además, se pregunta en qué medida las autoridades han fijado el nivel de los reintegros mínimos a niveles correspondientes a la cotización externa, con lo cual, al menos potencialmente, se asegure su principal objetivo: lograr que las divisas obtenidas por las exportaciones ingresen al país.

La segunda sección compara, a su vez, el comportamiento de los ingresos por concepto de café en la balanza cambiaria,

---

\* El presente ensayo está basado en un trabajo más amplio que, sobre el tema de *La Economía Cafetera en Colombia*, viene adelantando FEDESARROLLO con el apoyo de la Federación Nacional de Cafeteros.

frente a los niveles fijados para los reintegros mínimos. Las diferencias identificadas se explican, precisamente, por las operaciones en divisas de FEDERACAFE y el régimen de reintegros anticipados; es decir, como resultado de la financiación externa utilizada por el sector cafetero. Por último, se discuten algunos de los efectos indirectos que puede originar el manejo de los reintegros cafeteros y se hacen algunos comentarios finales.

## 1. Reintegros mínimos

Desde la década de los años treinta y como resultado no solo del sistema de control de cambios adoptado por el gobierno de Olaya Herrera, sino también, en razón de estar en funcionamiento la Federación Nacional de Cafeteros, se optó por recurrir a medidas que aseguraron que los ingresos de divisas por exportaciones de café ingresaran al país. Desde un principio, el instrumento utilizado ha sido el de otorgar los permisos o licencias de exportación, únicamente si se venden al Banco de la República las divisas correspondientes. Para tal efecto, inicialmente, se estipulaban y publicaban precios mínimos de exportación que se modificaban de acuerdo al mercado internacional. En 1940, se estableció que los precios mínimos de la lista oficial serían señalados por un comité integrado por el jefe de la Oficina de Control de Cambios, el gerente de la Federación y un miembro del comité nacional (1). Esta disposición se vio de nuevo modificada en 1958 en cuanto a la constitución del comité encargado de establecer la lista de precios oficiales, la cual incluyó al ministro de Hacienda, al gerente del Banco de la República y al gerente de la Federación Nacional de Cafeteros (2). Más tarde, en 1967 se facultó a la Junta Monetaria para fijar el valor mínimo de reintegro (equivalente al precio mínimo de exportación de la legislación anterior), aunque se supeditó esa facultad al concepto previo del gerente de la Federación Nacional de Cafeteros (3).

El cuadro 1 presenta tres columnas. En las dos primeras se transcriben estimativos alternativos de los valores promedios de los precios mínimos de exportación (reintegro mínimo a partir de 1967). Por su parte, la tercera columna corresponde al

---

(1) Decreto-Ley 2078 de 1940, artículo 4.

(2) Decreto 80 de 1958, artículo 2.

(3) Decreto 444 de 1967, artículo 56.

precio por saco de 70 kilos del café colombiano de exportación, valorado de acuerdo a la cotización anual promedio del precio del café colombiano físico en el mercado de Nueva York, sin haberse deducido los costos internacionales de transporte, ítem supuestamente pagaderos en divisas.

CUADRO 1  
Reintegros mínimos para exportación de café

(US\$ por saco de 70 kilos)

Años	Reintegros mínimos		Reintegro esperado
	Junta Monetaria	Manifiestos de Aduana	
1952.....	88	88	88
1953.....	88	87	92
1954.....	119	112	123
1955.....	96	97	100
1956.....	95	95	114
1957.....	102	102	99
1958.....	85	84	80
1959.....	83	72	69
1960.....	70	65	69
1961.....	68	64	68
1962.....	64	59	63
1963.....	59	58	62
1964.....	73	72	75
1965.....	70	71	75
1966.....	71	71	72
1967.....	63	62	65
1968.....	62	62	66
1969.....	65	62	69
1970.....	84	84	86
1971.....	72	71	75
1972.....	82	77	88
1973.....	105	103	112
1974.....	108	106	120
1975.....	107	96	126
1976*.....	175	154**	202
1976.....	226	—	246

\*Enero - junio.

\*\* Basado en información del INCOMEX.

Fuente: Reintegro mínimo, Junta Monetaria, Banco de la República, Reintegro mínimo, manifiestos de Aduana, Ministerio de Hacienda. Reintegro esperado, basado en precio spot del café MAMS en la Bolsa de Nueva York.

Las primeras dos columnas, o sea las relativas a los reintegros mínimos, representan la misma variable: el precio mínimo de exportación exigido por el gobierno nacional para autorizar exportaciones de café. La diferencia entre las series representa, principalmente, la forma como se efectuaron las exportaciones a través del año, pues la columna relativa a reintegros míni-

mos, Junta Monetaria, corresponde al valor de los precios mínimos, ponderado de acuerdo a los meses en que rigieron esos precios, mientras que la de manifiestos de aduana, implícitamente, pondera los volúmenes de exportación que se efectuaron a los diversos precios mínimos. Al comparar las dos columnas se observa que los valores son bastante similares, especialmente durante los períodos de vigencia de los convenios internacionales del café de 1962 y 1968. Este resultado refleja no solo la relativa estabilidad de los precios observados en ese período, sino además, la incidencia de los sistemas de cuotas que distribuían las exportaciones trimestralmente. En el período de baja de precios entre 1958-1962 aparecen inferiores los reintegros, según manifiestos, lo que indica que las autoridades correspondientes efectuaron un esfuerzo por demorar las exportaciones, tal vez con la intención de lograr una reacción del mercado. En los dos últimos años las cifras de manifiestos han sido inferiores, situación explicable en razón de que el café con cargo a saldar bonificaciones o descuentos se registró a un precio cero.

Corresponde ahora comparar los precios mínimos de reintegro fijados por el gobierno, con los de la columna (3), o sea, los reintegros esperados según la evolución externa de precios. Así, al comparar las columnas (1) y (2) con la (3) se pueden distinguir varias épocas y situaciones interesantes. En primer lugar, durante la década de los cincuenta se destacan dos tratamientos diferentes. Entre 1952 y 1956, el reintegro mínimo cafetero se fijó a un nivel inferior a la cotización externa en aproximadamente US\$ 4 por saco, lo cual correspondería a los costos internacionales de transporte. Sin embargo, en años individuales de acelerado aumento de precios internacionales (1954 y 1956) el ajuste de reintegro no fue suficientemente rápido, permitiendo así que los exportadores se quedaran con divisas y registraran beneficios especiales, ya que los impuestos de exportación han tenido como base el precio de reintegro. A su vez, entre 1957 y 1960, se dio la situación opuesta; esto es, se fijaron los reintegros a un nivel superior a la cotización externa correspondiente, exigiendo así a los exportadores adquirir divisas en el mercado libre para transferirlas al Banco de la República. Estas situaciones demuestran cómo el instrumento del reintegro cafetero se utilizó no solo para cumplir su objetivo básico de asegurar que las divisas cafeteras ingresaran al Emisor, sino más aún se dirigió su manejo más allá de esta meta permitiendo que en épocas

de exceso de reservas internacionales (1954-1956) se quedara el sector privado con dólares, mientras que en épocas de escasez (1957-1962) se buscara transferir al gobierno los dólares disponibles en el mercado libre.

Por otro lado, el período comprendido entre 1962 y 1971 que se caracteriza por un exceso de oferta de café y cotizaciones internacionales a la baja, presenta una situación diferente. A lo largo de esos años el precio del reintegro se mantuvo alrededor de US\$ 3 y US\$ 4 por debajo del de exportación, lo que aproximadamente correspondía a los costos del transporte internacional. Puede afirmarse entonces, que en este lapso se efectuó un manejo ortodoxo del instrumento y este cumplió su misión fundamental.

A partir de 1971 y hasta 1975, época de precios externos crecientes, se denota una nueva fase en el manejo del reintegro; este se mantuvo sustancialmente inferior a lo esperado, permitiendo, al igual que en 1954 y 1956, que los exportadores privados tuvieran un exceso de dólares que bien podían mantener en el exterior o bien destinar al mercado negro de divisas evitándose, al mismo tiempo, aumentos no deseados en las reservas internacionales. Además, por depender el impuesto **ad-valorem** sobre las exportaciones del precio de reintegro, este se redujo efectivamente con respecto a lo que se debía sufragar. La situación anterior permitió, de hecho, que la redistribución del ingreso cafetero favoreciera más al productor y al exportador privado que al gobierno.

Buscando evitar lo sucedido en años anteriores, a partir de 1976 se optó por reajustar más frecuentemente el precio del reintegro mínimo, hasta el punto donde este se modificó nueve veces en el período enero-junio (4). Este cambio de estrategia fue particularmente notorio a partir de abril, cuando el acuerdo sostenido entre el gobierno y el gremio convino, entre otras disposiciones, ajustar el precio tan rápido y frecuentemente, como fuese necesario. Desafortunadamente, como puede apreciarse al comparar las columnas (1) y (3) del cuadro en referencia, los ajustes no fueron suficientemente rápidos, especialmente entre

---

(4) Véase, *Coyuntura Económica*, julio de 1976, p. 11, cuadro II-2. También se efectuaron ajustes a US\$ 284.65 en noviembre 27, a US\$ 307.60 en diciembre 27 y a US\$ 331 en febrero 10.

junio y noviembre, y oportunos pues el precio del reintegro mínimo continuó situándose por debajo del reintegro esperado.

## 2. Reintegros efectivos

De la sección anterior se deduce que los precios mínimos de exportación (o reintegros mínimos de exportación) se han venido ajustando en función de la cotización externa para así asegurar que los ingresos de divisas, en realidad, ingresen al país. Falta por explorar, sin embargo, si dichas disposiciones han cumplido su cometido. Es decir, si los reintegros efectivos de divisas han correspondido a los niveles determinados por los reintegros mínimos fijados oficialmente. El cuadro 2, compara los reintegros mínimos, según manifiestos de aduana (columna 2 del cuadro anterior) con un estimativo de los reintegros efectivos (según la balanza cambiaria del Banco de la República), expresados también por saco exportado.

CUADRO 2

### Reintegros efectivos, mínimos y diferencias — 1955 - 1976

(US\$ por saco de 70 kilos exportado)

Años	Reintegro efectivo. Promedio	Reintegro mínimo. Manifiestos de Aduana	Diferencia
1955.....	92	97	— 5
1956.....	89	95	— 6
1957.....	103	102	1
1958.....	75	84	— 9
1959.....	67	72	— 5
1960.....	64	65	— 1
1961.....	68	64	4
1962.....	53	59	— 6
1963.....	59	58	1
1964.....	74	72	2
1965.....	72	71	1
1966.....	63	71	— 8
1967.....	61	62	— 1
1968.....	56	62	— 6
1969.....	60	62	— 2
1970.....	73	84	— 9
1971.....	64	71	— 7
1972.....	78	77	1
1973.....	92	103	—11
1974.....	92	106	—14
1975.....	91	96	— 5
1976.....	170	226*	—56

\* Reintegro mínimo. Junta Monetaria.

Fuente: Reintegros efectivos, Banco de la República y FEDERACAFE. Reintegro mínimo, cuadro 1.

El análisis del cuadro indica que normalmente los reintegros efectivos han sido inferiores a los reintegros mínimos, aunque en cinco de los veintidós años observados se registra el resultado opuesto. Este comportamiento, aparentemente inesperado, obedece a dos motivos principales: por un lado, a la vigencia del régimen denominado reintegros anticipados de exportación, y por el otro, a las operaciones en divisas de la Federación Nacional de Cafeteros.

En cuanto al primer factor, o sea el de los reintegros anticipados de exportación, cabe destacar que este mecanismo es una fórmula por medio de la cual se autoriza a los exportadores a entregar al Banco en forma preliminar y anterior a la exportación física, las divisas correspondientes a una proporción de las ventas futuras. Su objetivo es obtener los pesos necesarios para comprar el café pergamino (al productor o a intermediarios), trillarlo y exportarlo. En tal sentido, el reintegro anticipado es un mecanismo financiero de crédito externo de corto plazo por cuanto se autoriza el adelanto en el ingreso de divisas. Así, al analizar las cifras correspondientes a los reintegros mínimos esperados y a los reintegros efectivos se pueden detectar diferencias de año a año que dependen fundamentalmente del cambio en el balance de reintegros anticipados vigente al fin de cada período.

A su vez, el segundo motivo para esperar diferencias entre los reintegros mínimos y los recaudados lo constituyen las operaciones en divisas que efectúa la Federación Nacional de Cafeteros. Estas operaciones corresponden a gastos de funcionamiento de sus oficinas en el exterior; al financiamiento externo para gastos internacionales de comercialización y almacenamiento, y algunas veces al manejo de créditos externos contratados en períodos críticos de reservas internacionales.

#### *a. Régimen de reintegros anticipados*

Mediante disposiciones de 1967, se autorizó a la Junta Monetaria para establecer y reglamentar los reintegros anticipados sobre futuras exportaciones (5). Usualmente la mecánica de funcionamiento ha consistido en liquidarlo en pesos, en forma provisional, a una tasa de cambio fijada para tal propósito, delimitando el plazo para efectuar la liquidación definitiva, la cual

---

(5) Decreto-Ley 444 de 1967, artículo 55.

ocurre normalmente, en el caso del café, una vez este salga de puerto colombiano. Dicha liquidación se efectúa a la tasa de cambio del mercado y se ajusta entonces, entre el exportador y el Banco, la diferencia surgida entre la liquidación definitiva y la provisional. Para las exportaciones cafeteras, se ha previsto que el impuesto *ad-valorem* a las exportaciones se deduzca automáticamente del monto reintegrado.

A través de los años, se ha venido modificando tanto la tasa de liquidación provisional, como los plazos y la tasa definitiva de liquidación. Puede afirmarse que, en general, la tasa provisional de liquidación ha sido inferior a la vigente en ese momento en el mercado, lo cual implica un encarecimiento del crédito externo vía reintegros anticipados (6). A su vez, los plazos han fluctuado típicamente entre sesenta y ciento veinte días (7), reduciéndose el plazo en épocas en que se desea desestimular el uso de este mecanismo, tal como el año anterior cuando en julio de 1976 se redujo a veinte días únicamente y en agosto del mismo año se eliminó temporalmente el sistema (8). En cuanto a la tasa de cambio para la liquidación definitiva, esta ha correspondido ordinariamente a la vigente el día de solicitud del reintegro y no la de la fecha de la liquidación definitiva. Cabe destacar, además, que hasta 1972 el impuesto sobre los reintegros se cobraba en el momento de la liquidación definitiva (9), o se otorgaba un plazo para su liquidación. Durante el primer semestre de 1976, el impuesto se cobró en el momento de efectuarse el reintegro anticipado.

Debe anotarse, finalmente, que el régimen de reintegros anticipados está principalmente dirigido a la exportación privada, aunque la ley no distingue entre exportadores privados y FEDERACAFE (10). La única disposición particular a la Federación

---

(6) Por ejemplo, esta fue de \$ 15.50 entre 1966 y 1971 y de \$ 19.00 hasta 1974. Véanse Resoluciones 22 de 1968 y 1 de 1971 de la Junta Monetaria.

(7) Resoluciones 22 de 1968, 25 de 1968, 10 de 1971, 79 de 1972 de la Junta Monetaria.

(8) Resolución 74 de 1976 de la Junta Monetaria.

(9) Resolución 79 de 1972 de la Junta Monetaria.

(10) El reintegro anticipado es un mecanismo dirigido a facilitar las compras de los exportadores privados, por cuanto la Federación Nacional de Cafeteros ha tenido como fuente de recursos para tal efecto los préstamos otorgados por el Banco de la República.

ocurrió en 1970, cuando se estableció que “los reintegros anticipados especiales efectuados por la Federación Nacional de Cafeteros entre septiembre 28 de 1964 y noviembre de 1967 y que estén pendientes de liquidación definitiva se convertirán en definitivas a la tasa de la Resolución 22 de 1968”. Además, se especificó que la liquidación definitiva implicaba la obligación de pagar el impuesto *ad-valorem* por la exportación de café (11). Esta disposición es interesante puesto que ilustra no solo que el régimen de reintegros anticipados se aplicaba ocasionalmente con anterioridad a 1967, sino también que FEDERACAFE hizo uso de ellos en períodos de escasez de divisas posiblemente, con el objeto de asegurarle al país un ingreso rápido de divisas en una época crítica de balanza de pagos.

El cuadro 3 presenta el monto de los reintegros anticipados al final de cada trimestre del año y su importancia relativa respecto al total, en el período 1966-1976. Su evolución a través de la década muestra dos características sobresalientes: por un lado, los reintegros anticipados han sido especialmente altos en el segundo y cuarto trimestres del año; es decir, en las épocas de recolección de las cosechas. Por otro, se destaca una tendencia creciente e ininterrumpida a utilizar este sistema de financiación, como resultado no tanto del aumento en la participación de los exportadores privados dentro del total de las exportaciones (véase cuadro 4); sino más bien de los aumentos de los precios internos del grano y especialmente de la necesidad de recursos a que se han visto abocados los exportadores privados para satisfacer la siempre creciente cuota de retención cafetera (12).

b. *Reintegros efectivos de la  
Federación Nacional de Cafeteros*

Aunque no se dispone de información directa sobre los reintegros efectivos de la Federación Nacional de Cafeteros por exportaciones de café, se procedió a calcularlos en el cuadro 4, mediante un método indirecto, al conocerse tanto los reintegros totales como los volúmenes de exportación de FEDERACAFE y de los

---

(11) Resolución 54 de 1970 de la Junta Monetaria.

(12) Entre 1967 y 1976 la cuota de retención cafetera pasó del 19% al 85%. Dichos porcentajes corresponden a la proporción del café exportado que debe ser entregado, sin compensación, por parte del exportador al Fondo Nacional del Café.

CUADRO 3

Reintegros de café anticipados y definitivos — 1966 - 1976

(Miles de US\$)

Períodos	Anticipados	Definitivos	Totales	% Anticipado sobre el total
<b>1966</b>				
1º Trimestre .....	15.946	43.155	59.101	27.0
2º Trimestre .....	42.632	67.137	109.769	38.8
3º Trimestre .....	6.451	60.491	66.942	9.6
4º Trimestre .....	14.590	51.900	66.490	21.9
Total .....	79.619	222.683	302.302	26.3
<b>1967</b>				
1º Trimestre .....	16.575	46.136	62.711	26.4
2º Trimestre .....	36.746	51.768	88.514	41.5
3º Trimestre .....	23.005	47.025	70.030	32.9
4º Trimestre .....	41.845	55.713	97.558	42.9
Total .....	118.171	200.642	318.813	37.1
<b>1968</b>				
1º Trimestre .....	31.808	36.529	68.337	46.5
2º Trimestre .....	45.208	48.453	93.661	48.3
3º Trimestre .....	24.730	47.269	71.999	34.3
4º Trimestre .....	34.000	46.147	80.147	42.4
Total .....	135.746	178.398	314.144	43.2
<b>1969</b>				
1º Trimestre .....	21.972	45.866	67.838	32.3
2º Trimestre .....	33.796	37.383	71.179	47.5
3º Trimestre .....	43.651	46.759	90.410	48.3
4º Trimestre .....	67.764	41.662	103.426	59.7
Total .....	161.183	171.670	332.853	48.4
<b>1970</b>				
1º Trimestre .....	55.095	54.137	109.232	50.4
2º Trimestre .....	41.624	63.865	105.489	39.5
3º Trimestre .....	22.410	59.981	82.391	27.2
4º Trimestre .....	41.216	67.215	108.431	38.0
Total .....	160.345	245.198	405.543	39.5
<b>1971</b>				
1º Trimestre .....	28.297	49.063	77.360	36.6
2º Trimestre .....	48.816	41.807	90.623	53.9
3º Trimestre .....	48.623	46.681	95.304	51.0
4º Trimestre .....	45.567	47.756	95.323	49.9
Total .....	173.303	185.307	358.610	48.3
<b>1972</b>				
1º Trimestre .....	49.952	47.354	97.306	51.3
2º Trimestre .....	68.990	41.373	110.363	62.5
3º Trimestre .....	49.926	40.454	90.380	55.2
4º Trimestre .....	83.620	51.967	135.587	61.4
Total .....	252.488	181.148	433.636	58.2

CUADRO 3

Reintegros de café anticipados y definitivos — 1966-1976 (Continuación)

(Miles de US\$)

Periodos	Anticipados	Definitivos	Totales	% Anticipado sobre el total
<b>1973</b>				
1º Trimestre .....	79.393	64.064	143.457	55.3
2º Trimestre .....	58.940	85.186	144.126	40.9
3º Trimestre .....	30.870	51.500	82.370	37.4
4º Trimestre .....	82.397	84.060	165.457	49.2
Total .....	250.600	284.810	535.410	46.8
<b>1974</b>				
1º Trimestre .....	116.450	54.545	170.995	68.1
2º Trimestre .....	83.687	25.645	109.332	76.5
3º Trimestre .....	14.711	82.071	96.782	15.2
4º Trimestre .....	92.558	73.706	166.264	55.7
Total .....	307.406	235.967	543.373	56.6
<b>1975</b>				
1º Trimestre .....	66.173	55.892	122.065	54.2
2º Trimestre .....	83.159	50.421	133.570	62.2
3º Trimestre .....	79.036	65.210	144.246	54.8
4º Trimestre .....	173.762	60.899	234.661	74.0
Total .....	402.130	232.412	634.542	63.4
<b>1976</b>				
1º Trimestre .....	55.109	162.031	218.240	25.3
2º Trimestre .....	23.891	206.869	230.760	10.4
3º y 4º Trimestres* .....	282.531	187.247	468.678	60.0
Total .....	361.531	556.147	917.678	39.3

Fuente: Banco de la República.

\* Datos provisionales.

exportadores privados, así como el precio mínimo de reintegros al cual tienen que acogerse estos últimos (13).

(13) Para tal efecto se utilizó la siguiente formulación.

$$R_f = \frac{R_{bc} - \frac{(X_p)}{(X_t)} R_m}{\frac{X_f}{X_t}}, \text{ donde,}$$

$R_f$  = Reintegros de FEDERACAFE por saco de 70 kilogramos en el año.

$R_{bc}$  = Reintegros totales de balanza cambiaria por saco de 70 kilogramos en el año.

$R_m$  = Reintegro mínimo promedio (ver cuadro 1, columna 2).

$X_p, X_f, X_t$  = Volumen anual de exportaciones privadas ( $X_p$ ), Federación ( $X_f$ ), y totales ( $X_t$ ), respectivamente.

CUADRO 4

Reintegro promedio de la Federación Nacional de Cafeteros

(US\$ por saco de 70 kilogramos)

Año	Reintegros totales balanza cambiaria. (Millones US\$)	Participación % de FEDERACAFE en exporta- ciones totales	Porcentaje del reintegro FEDERACAFE en reintegro mínimo
1955.....	463.3	13.8	96.7
1956.....	386.4	9.5	83.1
1957.....	425.4	3.5	113.6
1958.....	350.6	18.6	101.3
1959.....	370.7	23.5	73.8
1960.....	325.6	31.8	93.7
1961.....	326.9	33.5	118.4
1962.....	300.1	25.6	62.5
1963.....	312.5	25.0	112.4
1964.....	439.8	25.0	112.6
1965.....	346.7	31.6	102.5
1966.....	302.3	35.5	69.3
1967.....	318.8	33.5	96.7
1968.....	314.1	36.3	70.7
1969.....	332.9	41.0	92.1
1970.....	405.5	43.9	70.0
1971.....	358.6	39.0	73.6
1972.....	433.6	35.9	102.1
1973.....	535.4	41.7	75.0
1974.....	543.2	41.5	68.5
1975.....	634.5	35.9	127.9
1976*.....	917.7	21.2	—

Fuente: Reintegros balanza cambiaria, Banco de la República; reintegro mínimo, cuadro 1; porcentaje de exportaciones de FEDERACAFE, Federación Nacional de Cafeteros y cálculos de FEDESARROLLO.

\* Datos provisionales.

Los resultados globales del cuadro confirman que, en efecto, rara vez los reintegros aparentes promedio por saco exportado de la Federación Nacional de Cafeteros, han coincidido con

los reintegros mínimos estipulados por la Junta Monetaria para los exportadores privados. En la mayoría de los años, los reintegros de la Federación han sido inferiores, explicable en razón de los gastos externos mencionados anteriormente. Sin embargo, a comienzos de la década de los sesenta (1960-1964) se observa una situación opuesta; esto es, reintegros de FEDERACAFE significativamente superiores al mínimo requerido, situación esta que contrasta abiertamente con lo observado en los últimos años de esa década y los primeros de los setenta, período en el cual, en promedio, han alcanzado apenas el 75% de los reintegros mínimos.

Para explicar el peculiar comportamiento de FEDERACAFE se justifica analizar, en primer lugar, por qué la Federación reintegró divisas en mayor cuantía a las esperadas en esos años. En efecto, entre 1962 y 1964 dicha entidad contrató créditos externos en bancos de Nueva York y efectuó operaciones "swap" para convertirlos en pesos (14) por cuanto era necesario fortalecer y capitalizar el Fondo Nacional del Café y obtener divisas para atender las importaciones de bienes y servicios. Es por esto, entonces, que se registraron reintegros superiores a los esperados.

En cuanto a la situación de fines de los sesenta y durante el primer quinquenio de los años setenta, por el contrario, cabe destacar que la Federación exportó cerca de una tercera parte del volumen total nacional, mientras que sus reintegros apenas alcanzaron, en promedio, algo más del setenta por ciento del precio del reintegro mínimo. Además, fue durante este período en el cual se adoptó y ejecutó la política de "descuentos especiales"; es decir, el mecanismo de vender a precios inferiores a la cotización nominal del café colombiano, cuya diferencia la cubría al tostador la Federación, lo que explica la disminución relativa de los reintegros de dicha entidad.

Las cifras del cuadro 4 permiten además inferir el monto aproximado "promedio" del descuento otorgado en los últimos años. Dado que la Federación debe cancelar el descuento de dos terceras partes de las exportaciones (las del sector privado), el hecho de haber reintegrado apenas el 70% del reintegro mínimo

---

(14) Colombia: *Background to Marketing, Prices and Finance in the Coffee Sector*, IMF, 1964.

fijado indica que el monto promedio de los descuentos debió ser algo inferior al 10% de la cotización aparente del café colombiano (15).

### 3. Los reintegros cafeteros y la financiación externa.

#### Comentarios finales

La forma de resumen y conclusiones respecto del manejo dado históricamente por las autoridades oficiales al régimen de reintegros cafeteros y, por lo tanto, a la financiación externa a ese sector se puede afirmar lo siguiente:

Primero, desde el punto de vista institucional el cambio más sustancial en el régimen de reintegros de exportación de café ha sido el de disminuir progresivamente la participación del gremio en las decisiones correspondientes, pues en realidad, de constituir en 1940 el grupo decisorio pasó solo a ser "consultado previamente" por parte de la Junta Monetaria a partir de 1967.

En segundo término, y en relación con el manejo del precio de reintegro mínimo, cabe destacar que este, históricamente, ha sido ajustado en función de los precios internacionales. Sin embargo, se ha observado que en períodos de alzas súbitas de los mismos, como fueron los años 1954, 1956 y 1971-1976, su ajuste ascendente ha sido retrasado, permitiendo que una proporción

---

(15) La aseveración anterior se puede comprobar analíticamente, si se define:

Xt = Volumen total de exportaciones.

Rm = Reintegro mínimo por saco exportado.

D = Valor del descuento por saco exportado.

L<sup>f</sup> = Valor total de los reintegros de FEDERACAFE.

Así entonces, el valor neto total de los reintegros de FEDERACAFE (L<sup>f</sup>) según los resultados del cuadro, correspondiente a la tercera parte de las exportaciones (1/3 Xt) multiplicado por el reintegro de esa institución (Rf), que alcanza al 70% del reintegro (7/10 Rm).

$$(1) \quad L^f = 1/3 \text{ Xt } 7/10 \text{ Rm}$$

Tales reintegros de FEDERACAFE deben equivaler al valor de sus exportaciones directas 1/3 Xt (Rm-D) menos el costo del descuento de las exportaciones del sector privado (2/3 Xt D), o sea

$$(2) \quad L^f = 1/3 \text{ Xt } (\text{Rm}-\text{D}) - 2/3 \text{ Xt D}$$

Si se igualan las ecuaciones (1) y (2) y se deduce el monto del descuento (D), se encuentra que este alcanza el 10% del precio del reintegro mínimo:

$$(3) \quad \text{D} = 1/10 \text{ Rm.}$$

de las divisas quede por fuera del Banco de la República y, además, tácitamente transfiriendo ingresos adicionales a los exportadores al eximirlos del pago de una porción del impuesto **ad-valorem** y, posiblemente, a los productores en la medida en que esas disposiciones hayan conducido a mayores precios internos. Este manejo puede haber sido deliberado, ya que en estos períodos se temía que la acumulación de reservas internacionales presionara el nivel de precios; sin embargo, pudo deberse a la inflexibilidad de las autoridades oficiales para efectuar los ajustes con la prontitud requerida. También se destaca que hacia finales de la década de los cincuenta y comienzos de los sesenta se siguió el comportamiento opuesto, exigiéndose reintegros superiores a los esperados y buscando evitar la acumulación de reservas internacionales en manos privadas. De todas formas, debe considerarse que además de asegurar el ingreso de divisas por exportaciones de café al Banco de la República, el reintegro cafetero puede tener efectos indirectos, principalmente en la distribución del ingreso cafetero y en las presiones inflacionarias.

En cuanto al régimen de reintegros anticipados de exportación, se identificó que tal sistema fue adquiriendo mayor y mayor importancia como método de financiar los recursos, en pesos, necesarios para la compra de la cosecha cafetera. Tal evolución no solo refleja la mayor importancia que en los últimos años fueron adquiriendo los agentes privados en el mercado de exportación, sino también los mayores precios del grano y, sobre todo, los incrementos establecidos en la carga de retención cafetera. Cabe sí destacar que el sistema se hizo especialmente atractivo para los exportadores desde 1975, dada la evolución del costo del crédito externo frente al interno, razón que motivó su eliminación temporal.

Finalmente, se encontró que el patrón implícito en los reintegros aparentes de la Federación Nacional de Cafeteros no corresponde a los reintegros mínimos fijados por la Junta Monetaria. Por lo general, los reintegros de FEDERACAFE han sido inferiores a los mínimos establecidos, excepto cuando ha suscrito créditos externos, dados los gastos de funcionamiento y de comercialización de esa entidad en el exterior. Esa situación de menores reintegros se hizo especialmente notoria en el primer quinquenio de esta década durante la cual la Federación tuvo que hacerse cargo de los gastos correspondientes a los “descuentos especiales” en ventas, hoy en día prácticamente eliminados.

EDICIONES DEL  
BANCO DE LA REPUBLICA  
Talleres Gráficos  
1977