

politica monetaria y cambiaria en Colombia

EDUARDO WIESNER

Al Cucarrón, Gloria, Eduardo Alberto y Mauricio.

ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA
Primera Edición Agosto 1978

Dirección Técnica
Departamento Económico de la Asociación Bancaria

Dirección Editorial
Poligrupo Comunicación

Impresión
Editorial Presencia

Indice

Introducción	9
Prólogo	11

Capítulo Primero

¿Qué tantas reservas?

I. ¿EXISTE UN EXCESO DE RESERVAS?	18
II. LA COYUNTURA MUNDIAL: INFLACION Y LIQUIDEZ	19
III. UNA POLITICA DE ACUMULACION	22

Capítulo Segundo

Solvencia y liquidez en los bancos colombianos

INTRODUCCION	29
I. SITUACION ACTUAL	31
II. ORIGEN DEL PROBLEMA	34
III. LIQUIDEZ Y SOLVENCIA	37
IV. SOLVENCIA Y ENCAJE MONETARIO	41
V. ¿QUE TANTO CAPITAL?	43
VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES	46

Capítulo Tercero

¿Qué tanta devaluación?

I. ALTERNATIVAS CAMBIARIAS	51
II. TASA DE EQUILIBRIO	52
III. EVOLUCION CAMBIARIA RECIENTE	53
IV. LA ENCRUCIJADA CAMBIARIA Y MONETARIA	54
V. EQUILIBRIO A MEDIANO PLAZO	56
VI. RIESGOS DE LA ACTUAL POLITICA	58
VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES	61

Capítulo Cuarto

Reservas internacionales y política cambiaria

INTRODUCCION	65
I. MARCO TEORICO Y CONSIDERACIONES GENERALES	66
A. La demanda de reservas	66
B. El nivel adecuado de reservas	69
C. Origen y efecto de las reservas	71
D. Reservas y política cambiaria	74
E. Resumen y conclusiones	79
II. EL CASO COLOMBIANO	82
A. Alternativas cambiarias	82
B. Evolución cambiaria reciente	83
C. Encrucijada cambiaria y monetaria	85
D. Política de transición	88
E. Convergencia hacia el equilibrio	94
III. RESUMEN Y CONCLUSIONES	94

Capítulo Quinto

Monetarismo y política cambiaria en Colombia

INTRODUCCION	99
I. MONETARISMO Y TASA DE CAMBIO	100
II. MONETARISMO Y TASA DE INTERES	103
III. MONETARISMO, TASA DE INTERES Y TASA DE CAMBIO	105
IV. EL CASO COLOMBIANO	107
A. Alternativa monetarista	107
B. Política monetaria y cambiaria	109
C. La coyuntura actual	111
D. Perspectiva cambiaria y monetaria	113
V. RESUMEN Y CONCLUSIONES	114

Capítulo Sexto

Crédito industrial e inflación

I. EVOLUCION HISTORICA RECIENTE	120
II. SITUACION ACTUAL	121
III. PERSPECTIVA DE MEDIANO PLAZO	123
IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES	124

Capítulo Séptimo

Coyuntura financiera y transición cambiaria

INTRODUCCION	129
------------------------	-----

I. LA COYUNTURA FINANCIERA	130
A. La inflación	130
B. Medios de pago	130
C. Cuasidineros	131
D. Situación crediticia	131
E. Situación fiscal	132
F. Situación cambiaria	132
G. Reservas internacionales y situación externa	133
II. EVOLUCION FINANCIERA RECIENTE	134
III. PERSPECTIVA FINANCIERA CAMBIARIA	137

Capítulo Octavo

Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia

INTRODUCCION	141
I. MARCO TEORICO	142
A. ¿Por qué un proceso de ajuste?	142
B. Automaticidad y velocidad del ajuste	144
C. La teoría del mecanismo de ajuste	147
D. Proceso de ajuste	148
E. Devaluación y ajuste cambiario	151
1. Enfoque de las elasticidades	152
2. Enfoque de la absorción	153
3. Enfoque monetario	154
F. Conciliación del ajuste interno y externo	155
G. Resumen y conclusiones	159
II. TRES DECADAS DE EVOLUCION CAMBIARIA	161
Introducción	161
A. Ajuste bajo paridad fija: 1948-1967	162
1. Diciembre 10. de 1948 — Devaluación de \$1.75 a \$1.95	163
2. Marzo 20 de 1951 — Devaluación de \$1.95 a \$2.50	167
3. Junio 17 de 1957 — Devaluación de \$2.50 a \$4.80	175
4. Marzo 26 de 1958 — Devaluación de \$4.80 a \$6.10	178
5. Noviembre 20 de 1962 — Devaluación de \$6.70 a \$9.00	183
6. Marzo 22 de 1967 — Devaluación de \$9.00 a \$13.50	190
7. Resumen y conclusiones	192
B. Ajuste bajo cambio flexible: 1967-1975	200
C. Ajuste bajo superávit cambiario: 1975-1978	207
D. Ajuste hacia el equilibrio: 1978-1980	212
1. Control de cambio	213
2. Certificados de cambio	214
3. Inventarios de café	216
4. Reservas internacionales y tasa de cambio	217
5. Inflación y oferta monetaria	219
6. Resumen y conclusiones	220

Capítulo Noveno

Inflación y tasas de interés

.	239
-----------	-----

Introducción

Esta obra recoge escritos, conferencias y artículos desarrollados entre 1976 y 1978 y relacionados, todos ellos, con el tema común de la política monetaria y cambiaria en Colombia. Casi la totalidad de los documentos aparecieron publicados en distintas entregas de la revista **Banca y Finanzas** cuando, en su momento, los temas analizados constituían el punto focal de la política económica. Son ellos un testimonio de como se vió, analizó y juzgó esa política.

Si algún logro especial merece destacarse en estos escritos es su propósito central de aplicar la teoría y el análisis económico al examen tanto de los problemas de coyuntura como de los de largo plazo. La idea era intentar un ejercicio en el que se combinaran el rigor académico con el sentido práctico y con el problema específico. Se quería ver hasta que punto la teoría aportaba soluciones a los desafíos que enfrentaba el país y hasta donde ella tenía que ser modificada por no ajustarse a las peculiaridades o realidades de nuestro caso. Como era de esperarse, en tan difícil cometido no siempre se tuvo éxito. El autor, sin embargo, continua convencido de que este es el mejor enfoque para abordar y avanzar en el estudio de la problemática económica del país.

La publicación conjunta de estos ensayos, por parte de la Asociación Bancaria de Colombia, compromete el agradecimiento del autor de los mismos y constituye un ejemplo de generosidad institucional en aras de la divulgación y del apoyo a la investigación sobre temas financieros y monetarios de interés nacional.

Prólogo

Para los estudiosos de la historia económica, la Gran Depresión que se inició en 1929 es un tema de investigación atractivo. Con casi medio siglo de perspectiva resulta fascinante comparar las reacciones de diferentes países ante la crisis e indagar las razones por las cuales resultaron experiencias tan disímiles de ese período. A una perturbación de origen externo respondieron unos países con represión y autoritarismo, otros — Colombia entre ellos — con reformas económicas y sociales. Albert Hirschman ha postulado la hipótesis de que son precisamente las épocas de adversidad las que se prestan para introducir cambios estructurales en la sociedad y para movilizar la voluntad nacional alrededor de objetivos ambiciosos. La prosperidad tiende a ser conformista y a adormecer el espíritu de sacrificio.

Desde la Gran Depresión, la economía mundial no había sufrido una crisis comparable a la que se inició en 1974 y aún está lejos de haber terminado. El dramático aumento en los precios del petróleo al finalizar 1973 fue apenas el detonador de un proceso que ha detenido el crecimiento económico en los países industrializados, estimulado la inflación y el desempleo y perturbado seriamente el comercio internacional. El manejo de esta crisis en América Latina ha puesto a prueba la capacidad innovadora de la política económica. No todos los países han logrado sortearla con igual suerte. Para algunos, la crisis económica externa se ha traducido en inestabilidad política y traumatismos sociales. El análisis de estas experiencias a nivel latinoamericano, y su comparación con lo ocurrido en los años treinta sería un valioso aporte a la economía política de la región.

En Colombia se ha sub-estimado la magnitud de la crisis económica mundial de los últimos cinco años. El debate económico se ha centrado alrededor de factores domésticos y no siempre ha estado des-

provisto de enfoques particulares o de partido. Tal vez cuando se disponga de un poco más de perspectiva se podrán extraer todas las enseñanzas que puede ofrecer la experiencia económica reciente. Podría concebirse un ejercicio académico de simulación que permitiera utilizar con distinta intensidad los instrumentos de política económica disponibles en la época, observar los resultados y compararlos con lo que efectivamente ocurrió. Los estudiantes de economía tendrían de esa manera la posibilidad de familiarizarse con el uso del instrumental de la profesión en circunstancias de inusitada complejidad.

La política económica colombiana de tipo coyuntural o anticíclica tuvo dos etapas bien definidas: una que incluye el año de 1974 y el primer semestre de 1975; otra a partir del segundo semestre de 1975. La política fiscal y la cambiaria desempeñaron un papel preponderante durante la primera etapa. En la segunda, la política monetaria, la financiera y la de comercio exterior llevaron parte considerable del peso del manejo coyuntural. Durante las dos etapas hubo dificultades originadas en el sector cafetero y en el energético. Así mismo, las presiones inflacionarias tanto de orden interno como externo han estado presentes en ambas etapas.

En un plazo relativamente breve la economía colombiana tuvo que ajustarse a una recesión fuerte en los países de la OECD (con los cuales se realiza cerca de las dos terceras partes de nuestro comercio exterior) acompañada de un incremento de precios en productos de importación tales como bienes de capital, fertilizantes, trigo y derivados del petróleo, al haberse convertido el país en importador de petróleo crudo cuando el control del cartel pasó a manos de la OPEP, y —a partir del segundo semestre de 1975— al crecimiento desmesurado en las reservas internacionales originado en los precios del café. A pesar de que las condiciones de la economía mundial siguen siendo desfavorables, ya en 1978 Colombia podrá mostrar un ritmo de crecimiento satisfactorio, una reducción en la tendencia inflacionaria, un aumento en el nivel de empleo y un sector externo equilibrado. El nivel de las reservas internacionales equivale a ocho meses de importaciones. El ahorro financiero doméstico alcanza la cifra sin precedentes de 120 mil millones de pesos (lo que equivale a más de US\$3 mil millones). La relación de endeudamiento externo se encuentra entre las más favorables de América Latina.

Entre las necesidades de acción coyuntural que se vislumbran en el futuro próximo están la adecuación de las variables cafeteras internas a un precio externo en baja, la elevación de los precios de los combustibles y la aceleración del proceso de reajuste cambiario. En el sector externo, falta bastante camino por recorrer hasta lograr el objetivo señalado en el Plan de Desarrollo de restringir las importaciones en forma racional por medio del arancel y la tasa de cambio,

prescindiendo de mecanismos administrativos como la licencia previa. Pero estos son ajustes para los cuales se dispone de instrumentos adecuados y ya experimentados con éxito. La nueva situación externa dará mayor margen de maniobra a la política monetaria y permitirá imprimirle un mayor dinamismo al ajuste de la tasa de cambio dentro del criterio gradualista que ha producido tan favorables resultados desde 1967. Sin necesidad de sobresaltos ni cambios bruscos las condiciones están dadas para que Colombia llegue a la década de los ochenta con una economía sólida, diversificada y en plena expansión.

Los estudiosos de la economía que analicen en el futuro la forma como Colombia hizo su ajuste a la reciente crisis internacional, seguramente encontrarán imperfecciones y alternativas de acción que hubieran sido preferibles. Pero no es improbable que comprueben que Colombia logró atravesar la crisis con menos traumatismos y una mayor afirmación de su autonomía nacional que la mayor parte de los países en vía de desarrollo.

Quienes deseen familiarizarse con el debate intelectual que se llevaba a cabo en el país durante la crisis, encontrarán un valioso testimonio en los trabajos de Eduardo Wiesner que se recogen en este libro. Ellos han contribuido a elevar el nivel técnico de la discusión de temas de primordial importancia, a la vez que divulgan entre la opinión pública nacional cual es la verdadera dimensión de los problemas que enfrentan los responsables de la política económica. En estos documentos se consigna el criterio profesional de un observador informado, el trabajo cuidadoso y documentado del investigador y la opinión responsable y experimentada del dirigente de un importante sector financiero.

Este libro de Eduardo Wiesner servirá por igual a los estudiantes de macro-economía y a los aficionados a la política económica. Su publicación es un indicio más de la creciente aceptación de la economía como una disciplina intelectual. Refleja también un notable avance en la calidad técnica del dialogo nacional sobre temas que no se prestan a la improvisación periodística. Es finalmente, una garantía de la seriedad y eficacia con la cual el autor continuará prestando su aporte intelectual a la tarea colectiva de modernización económica y social.

RODRIGO BOTERO MONTOYA
Bogotá, agosto de 1978.

Capítulo I

Qué tantas reservas?

La actual preocupación por los efectos inflacionarios de la imprevisible expansión de los medios de pago, como resultado de los altos niveles de precios del café, ha dado origen a diversas e interdependientes fórmulas de solución. Por una parte se dice que hace falta un ágil sistema de operaciones de mercado abierto para absorber el exceso de expansión en la base monetaria. Por otra parte se dice que haría falta un superávit fiscal para contrarrestar tal expansión, sustrayendo, del aumento en los medios de pago, una determinada cantidad de poder adquisitivo. Se dice, también, que una aceleración en el ritmo de importaciones y de pagos al exterior haría 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. Otra alternativa que se sugiere es la de devaluar más lentamente el certificado de cambio con el doble propósito de, primero, no estimular tanto las exportaciones y, segundo, de reducir el efecto inflacionario proveniente de mayores precios de los insumos importados. Finalmente, y en lo que específicamente concierne a los exportadores de café, el enfoque ha sido el de captar parte del mayor ingreso que les corresponde creando un fondo para futura utilización de los recursos adicionales, postergando, de esta manera, el efecto expansionista.

Ahora bien, como casi ningún sistema de operaciones de mercado abierto podría absorber sumas tan grandes en tan breve término y como también resultaría muy difícil — como la reciente experiencia lo demuestra — lograr un superávit fiscal, es fácil entender el por qué la atención recae en la tasa de cambio y en las reservas internacionales del país que de ellas resultan. Surge así la pregunta sobre el

volumen aconsejable de reservas internacionales y sobre la política de importaciones y exportaciones. De allí la sencilla conclusión de "para que tantas reservas, si es tan alto el precio que por ellas se paga en términos de inflación?". No sería mejor abrir las importaciones y por esta vía reducir el aumento en la base monetaria y en los niveles de precios?

I. ¿EXISTE UN EXCESO DE RESERVAS?

Aún suponiendo que existiera 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*, independientemente 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 nuestra posición de 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 las tasas de inversión y la generación de empleo.

Por las razones que a continuación se presentan, lo aconsejable parece no ser el reducir el volumen actual de reservas sino, por el contrario, irlo elevando, gradualmente, dentro de una política coordinada que armonice objetivos de mayor capacidad de producción, de exportación y de generación de empleo con metas permisibles de expansión monetaria, de estabilidad de precios y de recaudo y gasto fiscal; todo ello dentro de la perspectiva internacional.

¿Por qué elevar el actual nivel de reservas? En síntesis por dos razones básicas. Primero, porque un nivel aproximado de \$660 millones¹ difícilmente puede considerarse alto. Segundo, porque es necesario disponer de un amplio margen de seguridad mientras se estabiliza la situación internacional después de los profundos cambios ocurridos a partir de 1971. Además, porque es importante asegurar para el gobierno un ágil instrumento de política económica suficientemente confiable por su disponibilidad y volumen. Veamos en detalle el desarrollo de estos dos planteamientos.

Si de las actuales reservas aproximadamente US\$660 millones se descuentan aquellas que no son de liquidez inmediata como las cuotas o compromisos con el Fondo Monetario Internacional, como lo correspondiente a Derechos Especiales de Giro, DEG, a las existencias de oro y otros renglones, se tendrá un saldo de fácil utilización de alrededor de solo 500 millones de dólares lo cual, frente a un ritmo de importaciones de 1.502 millones en 1975 no parece excesivamente

¹ A fines de abril de 1976.

elevado. Sobre todo, si se tiene en cuenta el carácter aleatorio de la causa que originó gran parte del incremento en las reservas². Una cosa muy distinta sería si el mayor valor de las exportaciones se debiera a un substancial y permanente aumento de producción o de productividad que indujera a pensar en esa mayor capacidad de importación como algo estable y confiable. Además, debe recordarse que si estas reservas se calcularan no en dólares corrientes, sino en DEG, su valor real, en términos de poder adquisitivo en 1971 tendría que reducirse en un 15%.

Por otra parte, el nivel de importaciones en 1975 fue inferior en 280 millones de dólares a lo correspondiente en 1974 cuando una tasa de cambio sobrevaluada y unas expectativas en favor de acumulación de inventarios llevaron a un alto nivel de importaciones. Sería preferible, entonces, un nivel de reservas que se acercara a los mil millones de dólares, lo que significaría para el país un alto poder de negociación en los mercados de capitales internacionales, ofreciendo una garantía o colateral que le permitiría no solo obtener mejores tasas de interés y mayor crédito de proveedores, sino la capacidad real de ignorar condiciones o ataduras en el financiamiento que se le ofreciera. Además, le permitiría enfrentar una fuerte demanda por importaciones en 1976 y 1977 cuando los efectos que actuaron en 1975 para disminuirlas habrán desaparecido y, por el contrario la liquidez existente presionará por mayores ritmos de importación.

Si en condiciones normales un nivel de US\$660 millones en reservas difícilmente podría ser considerado como suficiente margen de seguridad³, mucho menos lo sería si se tienen en cuenta los recientes trastornos en la organización financiera internacional. Estas dislocaciones arrojan un grado adicional de incertidumbre sobre el futuro inmediato y aconsejan una política de prudencia y de seguridad cambiaria para el país.

II. LA COYUNTURA MUNDIAL: INFLACION Y LIQUIDEZ

¿Y cuáles han sido esos trastornos? Veamos, en síntesis, que ha pasado, recordando que lo que sigue ocurrió todo en el brevísimo término de cinco años. En primer lugar, la crisis del dólar. Esta moneda, que para todos los efectos prácticos se había convertido en la reserva internacional aceptada, suspendió su convertibilidad en agosto de 1971 y a fines de ese mismo año fue devaluada en un doce por ciento con respecto al oro. Tan solo quince meses después, una segunda devaluación, esta vez de un once por ciento, elevó el precio

² Glanders M. June, en su "The demand for international Reserve", *Princeton Studies in International Finance*, No. 27, 1971 p. 23, destaca la importancia de determinar el carácter fortuito o permanente de un aumento de reservas.

³ Debe reconocerse que la determinación de las reservas adecuadas es un problema particularmente complejo. Para un análisis de los problemas y dificultades existentes, véase: Grubel Herbert "The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature", *Journal of Economic Literature*, Dic. 71.

oficial del oro a \$42.22 dólares la onza troy. Mientras tanto, el precio no oficial del oro se triplicó en los mercados internacionales. Simultáneamente la demora en adoptar un nuevo régimen de tasas fluctuantes significó una inundación de dólares en los mercados internacionales. Como los bancos centrales querían evitar la revaluación que significaba tal exceso de oferta de divisas sobre sus monedas, absorbieron esos dólares con lo cual, entre 1968 y 1974, elevaron las reservas internacionales de US\$77 a \$226 mil millones⁴. Nunca antes se había presentado un cambio tan grande en tan breve término en las bases monetarias de los países industrializados. La inflación mundial resultó inevitable⁵. Finalmente, en 1973, los nuevos precios del petróleo, actuando como un gigantesco impuesto deflacionario⁶ aplicaron un abrupto freno a la economía mundial precipitándola, en 1974, no solo a una aguda depresión sino a una nueva versión de ella ya que, esta vez, el desempleo vino acompañado, por algún tiempo, por precios aún en ascenso.

La importancia y celeridad de estos cambios nadie la discute. Lo que no es tan claro es cuales han sido y cuales van a ser sus efectos. Por ello conviene, al pensar en una política de reservas internacionales, partir de un esquema o pronóstico sobre el futuro de las variables y factores que determinaron esos cambios, a saber, la liquidez internacional, la inflación mundial y la organización institucional que se adopte en el financiamiento internacional. Además de lo anterior y como consecuencia adicional de los cambios señalados, conviene también tener en cuenta el nuevo significado que ahora adquieren los conceptos de reservas internacionales y de tasas de cambio.

Esto con el fin, como ya se dijo, de contar con una adecuada comprensión de la perspectiva internacional que a mediano plazo enfrenta el país y para colocar, dentro de ella, la racionalidad de una política sobre reservas.

En cuanto al dólar todo parece indicar que su proceso de recuperación en los mercados internacionales muy probablemente continuará durante 1976 y 1977, reflejando no solo el bajo nivel del cual partió, después de las devaluaciones de 1971 y de 1973, sino la importante mejoría del conjunto de la economía norteamericana. En 1975 y por primera vez desde 1960, la balanza de pagos básica de este país tuvo un superávit de 1.400 millones de dólares. En ese mismo año su índice de inflación fue de los más moderados entre sus competidores industriales con la excepción de la República Federal

⁴ Véase Fand I. David, 'World Reserves and World Inflation', *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, diciembre 1975, p. 349.

⁵ Véase Heller H. Robert, 'International Reserves and World-Wide Inflation', *Staff Papers*, I.M.F., marzo 1976, p. 63.

⁶ Véase Galbraith John Kenneth, *Money*, Houghton Mifflin Co., Boston 1975, p. 300.

Alemana. Su tasa de desempleo continua bajando a pesar de mayores tasas de participación en la fuerza laboral y, durante la segunda mitad de 1975 la producción total creció a un ritmo del 9%⁷. Todo esto quiere decir que el dólar saldrá fortalecido de la reciente depresión y que, una vez más, muy probablemente será aceptado como la reserva internacional substitutiva del patrón oro. La recuperación del comercio internacional, que vendrá casi paralela con las mayores tasas de crecimiento de la economía estadounidense, requerirá un adecuado grado de liquidez que seguramente será dado, de nuevo, principalmente por el dólar. Si tal liquidez resulta restrictiva o excesivamente amplia dependerá, en última instancia, de la política monetaria que adopte el sistema de la Reserva Federal y del grado de intervención que cumplan los bancos centrales bajo el nuevo régimen de tasas "administradas" de cambio. Si las revaluaciones son eludidas y diferidas será difícil evitar aumentos en la base monetaria mundial y se presentarán de nuevo presiones inflacionarias.

Otra posible fuente de presión inflacionaria podría provenir del mecanismo que finalmente se adopte para crear nuevas reservas internacionales distintas al oro y a monedas de reserva. Si se opta por un sistema "inorgánico", en el cual tales nuevas unidades de reserva —DEG— no tiene vinculación con la transferencia de recursos a los países en desarrollo, el resultado más probable será uno de neutralidad desde el punto de vista de excesiva liquidez. Si, por el contrario, se prefiere la tesis de los países de menor desarrollo relativo, en el sentido de que tal creación de nuevas reservas debe ir acompañada por un "link" orgánico que las vincule a la transferencia de recursos, entonces no será fácil evitar riesgos de mayor presión inflacionaria. Dentro de esta última alternativa existen, claro está, fórmulas para controlar la liquidez adicional que se origine, como la de establecer un "vínculo" indirecto⁸ a través de las instituciones de ayuda financiera internacional fortaleciéndose así su carácter multilateral.

Un intento de prever el posible estado de liquidez internacional durante los próximos años no podría excluir consideraciones sobre el papel monetario que tendrá, o dejará de tener, el oro. Desde principios de la presente década el precio no oficial del oro aumentó vertiginosamente llegando a \$194 dólares la onza a fines de 1974. Esta acelerada apreciación del oro ocurrió en respuesta a la rápida inflación que se estaba presentando y como resultado de la incertidumbre existente sobre los mercados de capital y sobre la principal moneda de reserva, el dólar. Con las devaluaciones de esta moneda y

⁷ Véase Burns Arthur, *Federal Reserve Bulletin*, Marzo 1976, p. 231.

⁸ Véase Park Y.S. "The Link Between Special Drawing Rights and Development Finance", *Essays in International Finance*, Princeton University Press, septiembre 1973, p. 11.

la gradual adopción de un sistema de tasas fluctuantes el alza en el precio del oro se contuvo e inclusive disminuyó en 1975 hasta alrededor de \$160 dólares la onza. En la actualidad⁹ el precio oscila alrededor de \$125 dólares la onza.

Ahora bien, ¿cuál es la tendencia de las distintas tesis sobre el oro? ¿Se le quiere mantener su papel tradicional de reserva y de regulador internacional de flujos monetarios? O, por el contrario, ¿se le quiere convertir en un bien como cualquier otro cuyo precio, en función de su uso, lo determinan las fuerzas de oferta y demanda? Aunque no existe una fácil respuesta a estos interrogantes la tendencia parece orientarse a reducir el papel monetario del oro. Los Estados Unidos, en particular, han sostenido la tesis de que el sistema monetario internacional debe ser independiente del oro. Pero esta actitud o postura no es suficiente para eliminar la capacidad potencial del oro para ampliar las reservas internacionales, si fuera vendido por los bancos centrales o utilizado como colateral con base en los precios altos del mercado. Y esto ya está pasando. Durante los próximos cuatro años el Fondo Monetario Internacional venderá 25 millones de onzas y algunos países, como Italia, ya han utilizado sus reservas en oro para garantizar a los precios de mercado de éste, préstamos obtenidos en Alemania. En enero de 1975 el Tesoro de los Estados Unidos vendió 754.000 onzas a un precio promedio de \$105 dólares. Es decir, aún si a la larga el papel del oro llega a reducirse substancialmente, no es improbable que, a mediano plazo, la revaluación de su precio oficial a precios comerciales y su venta por parte de los bancos centrales, de como resultado una mayor base monetaria, mayor liquidez y, eventualmente, mayor presión inflacionaria. Si el oro fuera desmonetizado del todo y los bancos centrales lo vendieran a su precio comercial el acervo de reservas del mundo podría aumentar en un cincuenta por ciento¹⁰.

III. UNA POLITICA DE ACUMULACION

Lo anterior constituye, en realidad, tan solo una primera aproximación al interrogante sobre si se repetirá una ola de la inflación mundial en el mediano plazo y sobre cuales serían sus causas. El conjunto de factores en juego lleva a pensar que la inflación, como fenómeno relativamente general en el mundo, no está aún bajo control. Lo más probable es que durante 1977 y 1978 se vean, de nuevo, ritmos rápidos de inflación aunque no tan acelerados como los de los primeros años de la presente década. Si lo más probable es que de nuevo se presente una situación inflacionaria, el determinar cual debería ser la política económica colombiana frente a tal eventualidad no es algo fácil o que se pretenda resolver en este breve ensayo. Pero sí parece razonable pensar que es mejor enfrentar tal perspectiva con

⁹ Abril de 1976.

¹⁰ Véase Fand, *Loc Cit*, p. 357.

reservas altas que con bajas y con reservas más en dólares que en otras divisas. Entre otras cosas, porque mayores niveles de reservas dan un más amplio margen de tiempo a las autoridades monetarias para adoptar y poner en marcha ajustes en el frente de las variables domésticas. Se logra así evitar trastornos súbitos y tener tiempo para discernir el verdadero carácter —permanente o transitorio— de un determinado factor de cambio.

El acumular reservas no sería, desde luego, un proceso permanente sin límites. El ritmo de acumulación se reduciría cuando se pudiera precisar que la utilidad marginal líquida de las reservas, más la tasa de interés, se acercare a la productividad marginal de los recursos reales que con ellas se podría obtener. La utilidad marginal líquida de las reservas está representada por la ventaja que significa contar con una unidad adicional de ellas para efectos de absorber, a través del tiempo, ajustes en las tasas de cambio o en otras variables internas¹¹.

Ahora bien, debe tenerse presente que bajo un sistema de tasas de cambio fluctuantes las reservas internacionales son menos necesarias que bajo un sistema de paridades básicas o fijas. En efecto, bajo el nuevo sistema, las reservas resultan —sobre todo en el caso de los países con monedas de reserva— más una medida o expresión del grado de intervención de los bancos centrales para vigilar y administrar una determinada tasa de cambio dentro de parámetros preestablecidos, que un acervo de disponibilidades para transacciones.

Dentro de este enfoque la demanda de reservas disminuye frente a la oferta existente creando, lo que se podría llamar, una situación de exceso de reservas. Reservas cuya existencia podría contribuir, al menos inicialmente, a la inflación mundial, sobre todo si los países siguen políticas expansionistas al verse con abundantes reservas y sin la imperiosa necesidad de mantener una paridad cambiaria. Pero, por otro lado, es también cierto que una vez utilizadas las reservas en exceso, las tasas de cambio fluctuantes, como sistema ya establecido y en operación, debería facilitar a las autoridades monetarias el control de las presiones inflacionarias¹².

Pero lo anterior es más el caso de los países con monedas de reserva que el caso colombiano. Nuestra situación es diferente. Nosotros no podríamos sostener que, como hacemos parte de un sistema de tasas fluctuantes, entonces nos son prescindibles las reservas. Esto podría ser catastrófico. En cualquier situación difícil nuestra moneda no podría resistir un libre juego de oferta y demanda en el

¹¹ Herbert G. Grubel, "Basic Methods for Distributing Special Drawing Rights and the Problem of International Aid", *The Journal of Finance*, Dec. 1972, p. 1010.

¹² Para discusión del efecto expansionista o contraccionista de las tasas de cambio fluctuantes, véase Fand David, *Loc Cit.* p. 355.

mercado internacional o, para ello, serían necesarias muy severas medidas internas para contrarrestar una expectativa negativa sobre el peso. No podría sostenerse, igualmente, que el solo manejo de las tasas de cambio protegería suficientemente al país contra esa eventualidad y que la política cambiaria sería suficiente instrumento de control. Es decir, aunque la actual situación es indudablemente mejor que muchas de las conocidas por el país, como cuando en 1966 se llegaron a tener reservas internacionales negativas, conviene tener presente que nuestra economía es aún bastante vulnerable a cambios internacionales por fuera de nuestro control. Por ello, la tesis de este escrito es que reservas internacionales por \$660 millones no son excesivamente altas. En consecuencia no sería aconsejable presionar importaciones no planeadas dentro de programas de inversión o de expansión del empleo solo o primordialmente con propósitos de control monetario. La situación requiere una política coordinada en diferentes frentes estrechamente interdependientes. En esencia, la idea sería restringir la expansión pero en forma gradual, permitiendo una selectiva y programada ampliación de las importaciones de bienes de capital e intermedios, en especial para industrias de exportaciones. Simultáneamente se elevarían las reservas y se contrarrestaría su impacto monetario mediante una acción concertada de limitación en el gasto público deficitario, de operaciones de mercado abierto y de dosificada ampliación de los medios de pago. Una exitosa aplicación de este esquema moderaría la tasa de inflación, aceleraría el crecimiento y el empleo y, dentro de una razonable expansión, facilitaría al país seguir su actual creciente participación en el comercio internacional.

Indudablemente no será algo fácil ni se tendrá éxito en todo. Pero no hay razón para desesperarse frente a la actual situación. Por el contrario, ella debe mirarse como una oportunidad que tiene el país para responder a este nuevo desafío con nuevos instrumentos de política, con nuevas políticas económicas y con nuevas instituciones, si ello fuera necesario. El país no enfrenta tanto un problema de reservas internacionales como uno de opciones o alternativas. Enfrenta por ello un problema no tanto económico como político. Enfrenta así, un más elevado nivel de desafío para su política económica. No se trata solo de controlar la inflación, o de solo eliminar el déficit fiscal, o de solo exportar más, o de solo importar menos. No, ahora —y esto es muy positivo— se trata de escoger entre opciones y combinaciones de ellas. Y un país es más desarrollado entre más opciones tenga.

Ahora será necesario, en primer lugar, reexaminar el proceso de recaudo y gasto público con el propósito de crear el instrumento del superávit presupuestal como mecanismo de balance a situaciones críticas en otras áreas de la política económica como la cambiaria y la

monetaria. Esto no será fácil ni rápido pero tampoco será imposible. Simplemente será parte del nuevo problema que tendrá que resolver el país. ¿Tener un superávit fiscal un país pobre como Colombia? No es esto un absurdo en un país con tantas necesidades? La respuesta a esto se encuentra en la interdependencia de la política económica. Una forma de ver tal interdependencia es preguntar si no es mejor moderar la inflación, para propósitos de distribución de ingresos, que tener un déficit fiscal con gastos que presumiblemente favorecen a los grupos de menor ingreso?

Una política presupuestal a base de equilibrio de Tesorería que de por sí ya sería un apreciable avance puede resultar insuficiente como elemento de moderación de la expansión cuando los medios de pago están creciendo tan rápidamente. Es esta una situación en que la política monetaria, que presumiblemente está más interesada en controlar el volumen de gasto que la cantidad de dinero, requiere particular coordinación con la fiscal para alcanzar el objetivo general buscado.

Por último, se debe recalcar lo apremiante de una decidida acción para fortalecer los pasos que ya se han dado para disponer de mecanismos de operaciones de mercado abierto. Es así mismo importante fortalecer los mecanismos de coordinación entre las políticas cambiaria, fiscal y monetaria. Nunca antes, como ahora, será necesario contar con una política integrada y flexible que, sin perder de vista objetivos básicos de crecimiento, estabilidad y empleo, pueda absorber imprevistas situaciones en áreas específicas del organismo económico como un todo. Tal como ahora nos ocurre con las reservas.

Capítulo II

Solvencia y liquidez en los bancos colombianos

INTRODUCCION

En Colombia, al igual que en muchos otros países del mundo, existe en la actualidad especial preocupación por los efectos que sobre la solvencia y liquidez de sus bancos comerciales pueda tener —o haber tenido— la rápida expansión monetaria y el acelerado ritmo de inflación observados desde comienzos de la presente década. En menos de un lustro han ocurrido transformaciones fundamentales en la forma como se financian los bancos y en el destino que dan a sus recursos. La característica más sobresaliente del cambio ocurrido lo constituye el fortalecimiento de una política expansionista en la que los bancos toman la iniciativa de salir a captar y colocar recursos en los mercados del dinero y del capital, ampliando así, rápidamente, sus activos y sus pasivos, y modificando, por lo general, las tradicionales relaciones financieras entre estas variables. En los Estados Unidos, por ejemplo, la proporción que representa el capital de los bancos dentro del total de sus activos ha bajado de 7.8 a 6.3 entre 1969 y 1973, habiendo sido de 9.1 en 1941. Tal reducción en las relaciones de capital también se observa si se toma el capital frente a activos de riesgo o frente a pasivos¹. Por esta razón no sorprende el que en ese país se debata ahora con gran intensidad, tanto a nivel gubernamental como académico, sobre el margen adecuado de capitalización de sus bancos y sobre la eficiencia de los esquemas tradicionales de supervisión a las instituciones financieras. La controversia tiene profundas implicaciones y hace parte del mercado dentro del cual se debate la reforma integral del sistema financiero de los Estados Unidos².

Publicado en la Revista Banca y Finanzas No. 152.

¹ Véase Henry C. Wallich, "Some Thoughts on Capital Adequacy" Board of Governors of the Federal Reserve System, Management Seminar, Washington D. C., Febrero 28, 1975, p. 4.

² Véase William Proxmire, *Compendium of Major issues in Bank Regulation*, Committee on Banking, United States Senate, Agosto 1975. p. VII

También en Colombia la relación entre capital más reservas frente a activos totales, y entre capital más reservas frente a activos de riesgo, así como frente a pasivos para con el público, ha venido decreciendo durante los últimos años pasando, entre 1971 y 1975, de 9.7 a 6.9, en el primer caso, de 11.7 a 8.8 en el segundo caso y de 13.9 a 9.7 en el último. Tan importantes cambios no han pasado desapercibidos para la banca del país ni para las autoridades monetarias y es así como desde hace ya más de un año este tema constituye punto importante de la agenda de trabajo de la Superintendencia Bancaria, de la Junta Monetaria y de la Asociación Bancaria de Colombia.

Respondiendo a la prioridad que exigían tan importantes cambios en la estructura financiera de los bancos, la Junta Monetaria expidió en marzo de 1975 la Resolución 10 ratificando la obligación de la banca de mantener una relación de uno a diez entre su capital pagado y reserva legal y los pasivos para con el público. Esta relación, que según la Ley 45 de 1923 debía ser de uno a quince, había sido fijada por el Decreto Extraordinario 3416 de 1950. Teniendo en cuenta que a principios de 1975 la "relación capital pasivos" que registraban los bancos se encontraba por debajo de la requerida, la Resolución 10 otorgó un plazo de un año para su cumplimiento. Un año después, y a pesar del esfuerzo de capitalización de los bancos durante 1975, aún subsistía para el conjunto de los bancos una relación inferior a la requerida.

Frente a esta situación el presente escrito busca contribuir al estudio del problema y a la búsqueda de su solución. Para tal propósito se considera oportuno no sólo presentar la situación actual de la relación capital pasivos y su más reciente evolución sino aclarar la inter-

Cuadro No. 1

COMPONENTES DE LA RELACION CAPITAL PASIVOS
DEL SISTEMA BANCARIO COLOMBIANO A MARZO 5 DE 1975

(millones de pesos corrientes)

Grupo de Bancos	Capital pagado más reserva legal	Pasivos para con el público	Superávit o exceso de pasivos	Relación Capital Pasivos
Bancos privados en desarrollo*	335.1	3.903.1	(874.8)	8.6
Otros bancos	3.056.9	41.221.0	(12.387.4)	7.4
Sub-total bancos privados	3.392.0	45.124.1	(13.262.2)	7.5
Bancos extranjeros	508.3	5.616.7	(850.4)	9.1
Bancos oficiales	2.101.4	18.763.5	(1.869.6)	11.2
Total bancos	6.001.7	69.504.3	(15.982.2)	8.6

* Los bancos privados en desarrollo son aquellos cuyo capital pagado más reserva legal son inferiores a \$100 millones de pesos; a saber: América Latina, Caldas, Colpatría y Costa, Crédito y Desarrollo, Estado, Nacional, Panamericano, Trabajadores.

dependencia entre los conceptos de liquidez y solvencia. Se presentan consideraciones sobre la relación entre solvencia y encaje monetario así como sobre los requerimientos de capital por parte de los bancos. Finalmente se reafirma la importancia de no restringir la vigilancia monetaria al cumplimiento de un determinado índice sino ampliar tal actividad al examen detenido de las situaciones económicas que inducen desequilibrios financieros. Con este enfoque se busca que la solución finalmente adoptada sea estable y pueda operar eficientemente dentro de la dinámica del desarrollo de la banca y de la moneda en el país. Es decir, se quiere contribuir al hallazgo no sólo de medidas correctivas sino, también, al establecimiento de las condiciones propicias para que las soluciones resulten viables y estables. Este último propósito no es fácilmente alcanzable. La dificultad para lograrlo se deriva de la complejidad del tema de fondo que no es otro que todo lo relacionado con los requerimientos de capital de la banca dentro de una perspectiva financiera e institucional que evoluciona muy rápidamente³.

I. SITUACION ACTUAL

A principios de marzo de 1975 el déficit de capital y reservas del sistema bancario colombiano era de \$1.598 millones de pesos (Cuadro No. 1) frente a unos pasivos para con el público de \$69.504 millones⁴. Un año después, en marzo 31 de 1976, el déficit se mantenía estable en \$1.583 millones aunque los pasivos para con el público habían

³ La literatura inglesa denomina este tema "Bank Capital Adequacy". Este tópico ha dado origen a gran controversia a nivel académico y gubernamental en muchos países, particularmente en los Estados Unidos donde la inflación y la reciente internacionalización de sus operaciones bancarias y financieras han modificado los esquemas tradicionales de control y supervisión

⁴ Un exceso de pasivos de \$ 15.982.2 millones equivale a un déficit de capital del 10% de esta suma es decir, \$1.598 millones para una relación de capital pasivos de 1 a 10.

Cuadro No. 2

COMPONENTES DE LA RELACION CAPITAL PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO COLOMBIANO A MARZO 31 DE 1976

(millones de pesos corrientes)

Grupo de Bancos	Capital pagado más reserva legal	Pasivos para con el público	Superávit o exceso de pasivos	Relación Capital Pasivos
Bancos privados en desarrollo*	456.0	5.684.3	(1.342.8)	8.0
Otros bancos	4.259.7	51.468.6	(10.257.9)	8.3
Sub-total bancos privados	4.715.7	57.152.9	(11.600.7)	8.3
Bancos extranjeros	649.7	6.541.8	(567.7)	9.9
Bancos oficiales	2.615.9	25.616.7	(3.667.4)	10.2
Total bancos	7.981.3	89.311.4	(15.835.8)	8.9

Cuadro No. 3

**DISTRIBUCION PORCENTUAL Y ABSOLUTA DEL EXCESO DE PASIVOS
DEL SISTEMA BANCARIO, SEGUN TIPO DE BANCOS
MARZO DE 1975 Y 1976**

(millones de pesos corrientes)

Grupo de bancos	Pasivos en exceso		Pasivos en exceso	
	Marzo 5, 1975		Marzo 31, 1976	
	\$	%	\$	%
Bancos privados en desarrollo	874.8	5.5	1.342.8	8.5
Otros bancos privados	12.387.4	77.5	10.257.9	64.8
Sub-total bancos privados	13.262.2	83.0	11.600.7	73.3
Bancos extranjeros	850.4	5.3	567.7	3.6
Bancos oficiales	1.869.6	11.7	3.667.4	23.1
Todos los bancos	15.982.2	100.0	15.835.8	100.0

crecido en un 28%, llegando a \$89.311 millones, (Cuadro No. 2). En consecuencia, el déficit se redujo como proporción del total de pasivos, pasando de representar un 2.3% en marzo de 1975 a un 1.8% un año más tarde. El exceso de pasivos es un problema que, para el conjunto de los bancos, no se ha deteriorado en términos relativos y, en términos absolutos, se ha mantenido prácticamente constante.

Aunque el total del déficit no ha variado significativamente a partir de la expedición de la Resolución 10, su distribución dentro del conjunto de los bancos ha cambiado en forma apreciable. El Cuadro No. 3 muestra cómo el déficit sí ha aumentado en términos absolutos y relativos en el caso de los bancos en desarrollo y de los bancos oficiales. En el primer caso su exceso de pasivos aumenta de \$874.8 millones a \$1.342.8 millones y en el segundo de \$1.869.8 millones a \$3.667.4 millones. Como las cantidades absolutas de exceso de pasivos disminuyen para los "otros bancos" y para los bancos extranjeros su proporción dentro del total del déficit se redujo de 77.5% a 64.8% para los primeros y de 5.3% a 3.6% para los segundos. En consecuencia, parecería que la corrección del desequilibrio sería más difícil en el caso de la banca en desarrollo donde el exceso de pasivos sigue creciendo mientras que en los otros bancos privados se ha reducido. Si se tiene en cuenta la previsible rápida capitalización del Banco Cafetero el déficit para el grupo de bancos oficiales prácticamente quedará eliminado en breve término.

Ahora bien, ¿qué tan grande o pequeño es un déficit de \$1.583 millones? ¿Se trata de algo imposible de corregir? ¿En cuánto tiempo se puede lograr? Una respuesta a estos interrogantes sólo podría ofrecerse luego de estudiar la etiología del problema pero, **prima facie**, se puede señalar que un déficit de \$1.583 millones no es algo

Cuadro No. 4

TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS COMPONENTES DE LA RELACION CAPITAL PASIVOS
DEL SISTEMA BANCARIO
1967 a 1975

(en millones de pesos corrientes)

Año	Capital pagado \$	Reserva legal \$	Total capital más reserva legal \$	Pasivos M/L \$	Pasivos M/E \$	Total pasivos \$	Relación de solvencia
1967	1.232.7	575.9	1.808.6	10.434.5	1.212.1	11.646.5	15.0
1968	1.437.7	746.3	2.184.0	12.139.6	2.149.3	14.288.9	15.3
1969	1.602.8	896.4	2.499.2	14.386.8	2.992.3	17.379.1	14.4
1970	1.928.5	1.095.5	3.024.0	16.721.0	4.272.8	20.993.8	14.4
1971	2.198.9	1.360.3	3.559.2	18.898.8	6.762.6	25.661.4	13.9
1972	2.373.1	1.687.3	4.060.4	24.027.3	8.111.2	32.138.5	12.6
1973	2.582.3	2.193.0	4.775.3	31.905.8	8.615.8	40.521.6	11.8
1974	3.107.0	2.778.4	5.885.4	40.929.4	19.891.3	60.820.7	9.7
1975	3.626.8	3.623.8	7.250.6	53.436.6	21.400.9	74.837.5	9.7
1976*	3.961.0	4.020.3	7.981.3	65.446.1	23.865.3	89.311.4	8.9
Tasas de creci- miento prome- dio (1967-75)	14.5	25.8	18.9	22.7	43.2	26.2	

* Datos a marzo 31, 1976.

Nota: Las cifras incluyen los pasivos de las sucursales en el extranjero.

que se pueda corregir en breve término. Esta cantidad equivale a un 22% del total de las reservas y del capital acumulado de todos los bancos a diciembre 31 de 1975 (Cuadro No. 4). Será necesario, entonces, replantear el problema dentro de un esquema que contemple no sólo un plazo para su solución sino una combinación de medidas correctivas, todo ello dentro de una perspectiva dinámica.

II. ORIGEN DEL PROBLEMA

Resulta evidente que si la "relación uno a diez" se ha deteriorado durante los últimos años, ello refleja un crecimiento más rápido en los pasivos para con el público que en el capital y la reserva legal. El Cuadro No. 4 muestra como, para el conjunto de los bancos, la relación de solvencia ha pasado de 15.0 en diciembre de 1967 a 9.7 en diciembre de 1975. La más rápida reducción ocurre durante 1974. Se aprecia, en el mismo cuadro, que los pasivos crecieron a una tasa del 26.2% entre 1967 y 1975 mientras que el capital y las reservas lo hicieron a un ritmo del 18.9%. Desagregando el crecimiento de los pasivos, se observa que los correspondientes a moneda extranjera crecieron en forma muy acelerada, a una velocidad de 43.2% en promedio, y que durante 1974 más que se duplicaron. Esta reciente aceleración guarda consistencia con el mayor ritmo de devaluación establecido a partir de ese año y con el nivel récord que, también en ese año registraron, las importaciones. Aunque la reserva legal ha venido creciendo también al rápido ritmo del 25.8% en promedio, no alcanza a compensar la expansión de los pasivos. Resulta evidente, a primera vista, que el endeudamiento externo es una de las variables de creciente importancia dentro de la relación de solvencia. Sin embargo, durante el primer trimestre de 1976 los pasivos totales crecieron en \$14.474 millones y un 86% de este incremento (Cuadro No. 4) se registró en los pasivos en moneda legal. Es decir, aunque los pasivos en moneda extranjera crecen más rápidamente que los de moneda legal el peso relativo, por mayor base, de estos últimos continúa siendo el factor preponderante en el deterioro de la relación de solvencia.

Lo anterior no resulta sorprendente si se tiene en cuenta la monetización del substancial aumento de las reservas internacionales que pasaron de US\$400 millones de dólares a fines de septiembre de 1975 a US\$766 millones a junio 22 de 1976. El impacto de expansión primaria de un incremento de reservas de esta magnitud se refleja en los pasivos para con el público aunque la política de restricción monetaria y de altos encajes haya reducido la expansión secundaria y limitado el crecimiento de los medios de pago a tan sólo un 3.6% en los primeros cinco meses y medio del presente año.

En cuanto a las tasas de crecimiento de los componentes de la relación de capital pasivo por grupos de bancos, en el Cuadro No. 5 se

SOLVENCIA Y LIQUIDEZ EN LOS BANCOS COLOMBIANOS

Cuadro No. 5

TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS COMPONENTES
DE LA RELACION CAPITAL PASIVOS, SEGUN TIPO DE BANCOS
1967-1975

Tipo de bancos	Capital y reserva legal	Pasivos M/L	Pasivos M/E	Total Pasivos
En desarrollo	9.2	10.7	39.0	14.6
Otros bancos privados	20.4	24.2	44.8	28.3
Sub-total bancos privados	18.9	22.3	44.3	26.4
Bancos oficiales	18.7	23.6	40.7	26.2
Bancos extranjeros	20.0	21.7	41.8	35.4
Total bancos	18.9	22.7	43.2	26.2

puede apreciar que existen diferencias apreciables según se trate de bancos en desarrollo⁵ o de bancos de mayor tamaño. Para los primeros, por ejemplo la tasa de aumento del capital y reservas es la más baja, 9.2%, mientras que para los segundos tal ritmo de crecimiento es el más alto 20.4%. Esto guarda consistencia con lo señalado anteriormente, en el sentido de que la participación, absoluta y relativa, de la banca en desarrollo en el total del exceso de pasivos ha venido creciendo. En relación con este mismo componente, capital y reserva legal, no existen diferencias significativas entre el ritmo de aumento en los bancos oficiales, en los extranjeros y en los privados grandes. Los pasivos en moneda extranjera crecen, como ya se dijo, a un ritmo muy superior, casi el doble, de los pasivos en moneda legal y el diferencial de velocidades entre las tasas es más grande en el caso de la banca en desarrollo que para el resto de los bancos. Los bancos extranjeros registran el más rápido crecimiento, 35.4%, en el total de los pasivos.

Otro factor que, dentro de los pasivos en moneda legal, explica parte apreciable del desequilibrio en la relación de solvencia, lo constituye el muy rápido crecimiento de una modalidad relativamente nueva de exigibilidad para con el público: los certificados de depósito a término. Estos certificados, que hace apenas dos años, en junio de 1974, tenían valor de \$622 millones de pesos y representaban un 1.7% del total de los pasivos en moneda legal, han llegado en marzo de 1976, a un nivel de \$6.576 millones y a representar un 10.0% del total de esos pasivos. Tan rápido crecimiento de la importancia relativa de los CDT dentro de los pasivos en moneda legal es bastante homogéneo para los diferentes grupos de bancos (Cuadro No. 6) aunque algo más acelerado en el caso de los bancos extranjeros y de los

⁵ Se definen los bancos en desarrollo como aquellos con capital y reservas inferiores a 100 millones de pesos.

Cuadro No. 6

RELACION PORCENTUAL Y ABSOLUTA ENTRE LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TERMINO
Y LOS PASIVOS EN MONEDA LEGAL SEGUN GRUPOS DE BANCOS

Junio 1974 a Marzo de 1976

Grupo de bancos	Junio 1974			Diciembre 1974			Junio 1975			Diciembre 1975			Marzo 1976		
	Total CDT	Pasivos moneda legal	%	CDT	Pasivos moneda legal	%	CDT	Pasivos moneda lega	%	CDT	Pasivos moneda legal	%	CDT	Pasivos Moneda legal	%
Bancos privados en desarrollo	84.0	3.268.4	2.6	181.5	2.526.4	7.2	243.1	2.896.0	8.4	389.3	3.400.3	11.5	454.0	4.270.6	10.6
Otros bancos privados	427.5	19.265.4	2.2	1.846.8	23.177.2	8.0	3.141.0	27.585.3	11.4	3.188.2	29.278.1	10.9	4.124.0	36.416.6	11.3
Sub-total bancos privados	511.5	22.533.8	2.3	2.028.3	25.703.6	7.9	3.384.0	30.481.3	11.1	3.577.5	32.678.4	11.0	4.578.0	40.687.2	11.3
Bancos extranjeros	0.4	3.320.0	—	201.0	3.623.8	5.6	281.0	4.044.0	7.0	367.1	4.443.5	8.3	501.0	5.539.9	9.1
Bancos oficiales	110.6	11.491.2	1.0	419.8	11.602.0	3.6	983.4	15.053.1	6.5	1.295.5	16.314.7	7.9	1.497.0	19.219.0	7.8
Total bancos	622.5	37.345.0	1.7	2.649.1	40.929.4	6.5	4.648.5	49.578.4	9.4	5.240.1	53.436.6	9.8	6.576.0	65.446.1	10.0

bancos oficiales. Por otra parte, y como lo muestra el Cuadro No. 7, la distribución relativa de la participación de los grupos de bancos dentro del total de los CDT ha variado a partir de diciembre de 1974, siendo notoria la reducción de los bancos privados que pasan de tener un 76.6% del total a un 69.6% en marzo de 1976. La participación de la banca oficial aumenta de 15.8% a 22.8% en el mismo período.

El rápido crecimiento de los pasivos por crédito externo así como la acelerada expansión de los certificados de depósito a término expresan una nueva situación financiera que se aparta del esquema imperante hasta hace algunos años, cuando el financiamiento del comercio exterior no tenía mayor importancia y cuando los depósitos a la vista del público constituían casi la totalidad de las fuentes de recursos de los bancos. Ahora los bancos salen al mercado del dinero y del capital a captar y colocar recursos ampliando la capacidad de crédito que les dan los depósitos a la vista del público y afectando así tanto su situación de solvencia como la de liquidez. Este fenómeno, que en los Estados Unidos ha significado que los CDT hayan duplicado entre 1965 y 1973 su participación porcentual dentro del total de recursos de los bancos⁶, refleja una cambiante estructura financiera no sólo en Colombia sino en el exterior, cuyo análisis requiere un enfoque más orientado al conjunto de variables en juego que a una relación específica exclusivamente.

III. LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

Detrás de las cifras sobre la "relación uno a diez" se encuentran consideraciones tanto de liquidez como de solvencia. Aunque estos conceptos son diferentes existen entre ellos una estrecha interdependencia⁷. En cuanto a solvencia, la idea de mantener una determinada relación busca fijar un límite por debajo del cual se considera excesivamente arriesgado para un banco el continuar expandiendo sus pasivos sin un correspondiente incremento en su base de capital de reservas. En cuanto a liquidez, lo que se busca es mantener un prudente equilibrio entre la naturaleza y origen de los recursos de un banco (sus pasivos) y la destinación que a ellos da y que constituyen sus activos. Una cosa es, por ejemplo, el contar con recursos obtenidos de depósitos a la vista e invertidos en préstamos a largo plazo y otra el disponer de recursos obtenidos por venta de documentos sobre depósitos a término e invertidos en bonos de gobierno. En la

⁶ Véase John E. Sheehan, "Bank Capital Adequacy, Time to Pause and Reflect" AVA Correspondent Bank Conference, San Francisco, California, Noviembre 1973, p. 9.

⁷ Para la discusión sobre la interdependencia entre los conceptos de liquidez y solvencia véase Paul M. Homan, "Changes in the Composition of Bank Assets and Liabilities", *Compendium of Major Issues in Banking Regulation*, United States Senate, Committee Print No. 2, Agosto 1975, p. 246.

Cuadro No. 7

DISTRIBUCION ABSOLUTA Y RELATIVA DE LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TERMINO
SEGUN GRUPO DE BANCOS

Junio 1974 — Marzo 1976

(millones de pesos corrientes)

Grupo de bancos	Junio 1974		Diciembre 1974		Junio 1975		Diciembre 1975		Marzo 1976	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Bancos en desarrollo	84.0	13.5	181.5	6.9	243.1	5.2	389.3	7.4	454.0	6.9
Otros bancos privados	427.5	68.7	1.846.8	69.7	3.141.0	67.1	3.188.2	60.8	4.124.0	62.7
Bancos extranjeros	0.4	0.1	201.0	7.6	281.0	6.0	367.1	7.0	501.0	7.6
Bancos oficiales	110.6	17.7	419.8	15.8	983.4	21.7	1.295.5	24.8	1.497.0	22.8
Total bancos	622.5	100.0	2.649.1	100.0	4.684.5	100.0	5.240.1	100.0	6.576.0	100.0

primera situación se toman grandes riesgos de liquidez mientras que en la segunda tales riesgos son mínimos. **Un banco puede ser solvente o estar dentro de los límites legales pero tener una precaria situación de liquidez y puede, por otra parte, estar fuera de los límites establecidos sobre solvencia y tener una sólida base de liquidez.**

La interdependencia entre liquidez y solvencia ha sido reconocida por la legislación colombiana. En efecto, la Resolución 654 de 1944 de la Superintendencia Bancaria, expedida con base en el Artículo 1o. del Decreto 2992 de 1944, estatuyó que aquellos bancos cuyos pasivos para con el público excedieran del límite fijado por el artículo 78 de la Ley 45 de 1923 deberían mantener en depósito sin intereses del Banco de la República, una cantidad igual al monto del exceso del pasivo⁸. Posteriormente, el Artículo 8 del Decreto 1249 de 1950 estableció que la "Superintendencia Bancaria podrá autorizar a los bancos comerciales cuyo pasivo para con el público exceda del límite fijado por el Artículo 78 de la Ley 45 de 1923 para mantener dicho exceso, en todo o en parte, representado en los préstamos de que trata el Artículo 4 del Decreto 384 de 1950, con las limitaciones que considere necesarias". Lo anterior significa que la legislación colombiana ha hecho énfasis no sólo en la dimensión de solvencia sino que la relaciona con la de liquidez para efectos de la seguridad y viabilidad de los bancos.

Ahora bien, tradicionalmente los riesgos de liquidez son cubiertos en dos formas. Por una parte, evitando los bancos "prácticas inseguras"⁹ y, segundo, mediante el encaje legal. Los riesgos de capital son cubiertos mediante el mantenimiento de una determinada relación entre capital y pasivos y entre capital y activos. En cuanto a estos últimos parece razonable tomar los activos de riesgos y no el total de activos. Como el encaje legal constituye un activo prácticamente exento de riesgo éste se debería excluir al tomar la relación de solvencia capital activos y capital pasivos para con el público. Se observa así la interdependencia entre liquidez y solvencia, particularmente cuando el encaje monetario es llevado a límites que exceden márgenes razonables de seguridad en cuanto a liquidez.

El Cuadro No. 8 muestra que aunque la proporción que representan el capital pagado y la reserva legal dentro del total de activos de los bancos ha decrecido entre 1971 y 1975, tal disminución es menos acentuada cuando sólo se toman los activos de riesgo. Similar situación se presenta con las inversiones forzosas que aunque son finan-

⁸ Artículo 1.: 'Mientras subsistan las actuales circunstancias económicas, la Superintendencia Bancaria, con aprobación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, podrá señalar las normas según las cuales pueden los bancos mantener el total de sus obligaciones para con el público por encima del límite fijado en el Artículo 78 de la Ley 45 de 1923'.

⁹ Véase Artículo 47, Ley 45 de 1923 y Decreto 680 de 1950.

Cuadro No. 8

RELACION ENTRE CAPITAL Y RESERVAS FRENTE A ACTIVOS TOTALES
Y FRENTE A ACTIVOS DE RIESGO* SEGUN TIPO DE BANCOS

	Capital y reservas 1971		Capital y reservas 1972		Capital y reservas 1973		Capital y reservas 1974		Capital y reservas 1975	
	Activos totales	Activos de riesgo	Activos totales	Activos de riesgo	Activos totales	Activos de riesgo	Activos totales	Activos de riesgo	Activos totales	Activos de riesgo
Bancos privados	9.2	11.2	8.1	9.9	7.2	9.1	5.9	6.9	6.4	8.2
Bancos extranjeros	7.3	8.9	7.5	9.1	7.1	9.0	6.3	7.6	6.8	8.8
Bancos oficiales	11.3	13.4	11.7	14.0	10.5	13.1	9.2	11.0	8.0	10.0
Total bancos	9.7	11.7	9.1	11.1	8.2	10.3	6.8	8.1	6.9	8.8

* Se entiende por activos de riesgo el total de activos menos: Monto del encaje legal e inversiones forzosas, a saber: Títulos del FFAP, Bonos Nacionales de Deuda Interna Ley 21/y3, Bonos Agrarios Ley 90/48.
Datos a diciembre 31 de cada año.

ciadas por pasivos para con el público y podrían, por lo tanto, afectar la relación de solvencia entre capital y pasivos, en realidad no constituyen necesariamente un riesgo adicional sobre el capital (solvencia) ya que no son un activo de riesgo.

Lo anterior no quiere decir que se pretenda restarle importancia al capital de un banco. Se desea subrayar simplemente que no siempre resulta fácil separar la noción de solvencia de la liquidez ya que ambos conceptos hacen referencia a la viabilidad de la institución bancaria que es lo que, en última instancia, tiene prioridad. Tal viabilidad muy pocas veces resulta garantizada por el cumplimiento de una exclusiva relación financiera y no existe evidencia estadística en el sentido de que bancos con una baja relación de solvencia sean menos vulnerables o sean más estables que bancos con una alta relación de solvencia¹⁰. Es decir, no se puede pronosticar el futuro fracaso o especial éxito de un banco exclusivamente con base en un determinado índice de solvencia. Lo que ha ocurrido es que los cocientes de capital de casi todas las instituciones financieras han venido reduciéndose paralelamente con los cambios en la estructura financiera global y con el desarrollo y fortalecimiento de los mecanismos de supervisión y control de las autoridades monetarias. La viabilidad de un banco resulta entonces del efecto combinado de su situación de solvencia y de liquidez, de la prudencia y responsabilidad de la gestión gerencial con que se le dirija y de la eficacia —sobre todo preventiva— de la labor de supervisión y control que ejerzan sobre él las autoridades monetarias¹¹. Claro está, que el factor determinante, o el de más amplio efecto lo constituyen las condiciones generales de la economía en que se desenvuelva la actividad bancaria como en todo. Las acentuadas recesiones y los abruptos cambios de nivel y dirección de la actividad económica son los factores de mayor riesgo para la estabilidad de los bancos.

IV. SOLVENCIA Y ENCAJE MONETARIO

En el caso particular de Colombia, la interdependencia entre solvencia y liquidez es fácilmente apreciable al tener en cuenta los elevados encajes monetarios tradicionales que a algún nivel dejan de ser sólo un margen de seguridad en cuanto a liquidez de los bancos y, en su búsqueda por lograr un mayor control sobre la expansión de los medios de pago, llegan a ser también un factor de seguridad en cuanto a supuestas deficiencias del capital. Es decir, existe un nivel de encaje después del cual un deterioro en la relación de solvencia

¹⁰ Véase George J. Vojta, *Bank Capital Adequacy*, Citi Corp. Febrero 1923, p. 8.

¹¹ El Federal Depositary Insurance Corporation, FDIC., de los Estados Unidos evalúa la estructura de capital de los bancos que supervisa con base en seis factores, a saber: Gestión gerencial, activos, ganancias tendencias de los depósitos, negocios fiduciarios y características locales. Véase Paul M. Homan *Loc Cit.*, p. 259.

resulta neutralizado por el margen de seguridad que ofrece el mínimo de riesgo de fondos líquidos en poder del banco central.

¿Cuál es ese nivel? ¿Es ese un nivel estático o depende de otras condiciones de la economía? No resulta fácil dar respuesta a estos interrogantes. Una alternativa de aproximación a estas preguntas podría ser el comparar los niveles de encaje en Colombia con los de otros países similares; también podría intentarse cuantificar el encaje promedio histórico para nuestro país y suponer que lo que exceda tal nivel podría llamarse encaje substitutivo de capital o correctivo de solvencia; quizás lo más aconsejable, sin embargo, sea tener muy presente la coyuntura y perspectiva económica para ubicar un determinado grado de desequilibrio dentro de un contexto global y poder apreciar la influencia de distintas e interdependientes variables sobre tal desequilibrio.

Si se siguiera el enfoque de comparar los niveles y estabilidad de los encajes en Colombia con los de otros países, para ver qué tan típica o atípica es nuestra situación, se encontraría, en una visión preliminar del panorama, que niveles recientes superiores al 35% —acompañados además de inversiones forzosas— no son, por lo general, la norma. En países industrializados como Inglaterra, Francia, Estados Unidos, Alemania, Canadá y Japón, los encajes son, claro está, mucho más bajos y casi nunca exceden niveles del 25%. Sin embargo, es interesante señalar que aún en estos países, en determinadas circunstancias¹² tales encajes alcanzan niveles muy altos como cuando, por ejemplo, la afluencia de divisas a Alemania y a Suiza, durante las crisis del dólar en 1972 y 1975, obligó a las autoridades monetarias a establecer controles atípicos a ciertos depósitos para evitar así perder el control del manejo monetario interno. Pero la mayor limitación a este enfoque comparativo radica en que los encajes difícilmente pueden ser considerados en forma aislada del resto de instrumentos de control monetario o de la infraestructura institucional dentro de la cual ellos funcionan. Por otra parte, el grado de estabilidad de los encajes es otro importante factor que debería ser tenido en cuenta. Tal grado de estabilidad, que determina en parte el monto del encaje efectivo y que dificulta el cálculo de un encaje promedio, limita la efectividad de hacer comparaciones entre países con diferentes estructuras de producción y que enfrentan variadas coyunturas y perspectivas económicas. A este respecto, resulta interesante señalar que Nueva Zelanda y Colombia se presentan como

¹² En Alemania, el Banco Central estableció en 1973 un encaje marginal del 100% para depósitos de ahorro para no residentes. Véase George Garvy, "Reserve Requirements Abroad", *Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York*, Octubre 1973, p. 259. Una traducción de este artículo aparece en la sección de "Documentos del Mes" del número 152 de la Revista *Banca y Finanzas*, con un apéndice sobre la aplicación del encaje en Colombia, durante los últimos años.

ejemplos de países con gran inestabilidad en sus encajes monetarios¹³.

Por lo anterior, parecería que el enfoque más aconsejable a seguir es el de ampliar el contexto dentro del cual se juzga una determinada situación, bien sea ella una de desequilibrio en la dimensión de solvencia o de liquidez, reconociendo que el cumplimiento riguroso de una única y específica relación no es suficiente garantía de estabilidad ni constituye un adecuado instrumento para substituir la indispensable tarea de supervisión y vigilancia preventiva con base en un análisis de la situación económica general por parte de las autoridades monetarias correspondientes. En otras palabras, aunque uno o más índices son valiosas guías para advertir situaciones que requieran especial atención, no son suficientes para corregir ciertos desequilibrios originados en fenómenos más globales —como una acelerada expansión de reservas— que exigen un examen y análisis específico por parte de las autoridades correspondientes.

En el caso particular de Colombia, lo anterior constituye un reconocimiento a la importante tarea de vigilancia que le corresponde a la Superintendencia Bancaria. Es precisamente frente a situaciones como la actual en que convendría extender tal vigilancia —particularmente en su dimensión preventiva— más allá de la observancia de un índice específico, para llegar al estudio de los orígenes del problema y al diseño de una terapéutica correctiva que, dentro de la perspectiva existente, atienda las causas estructurales o de coyuntura del desequilibrio bajo consideración. La creciente complejidad de la organización financiera del país y la más estrecha interdependencia con el comercio y el financiamiento internacional, hacen necesario el complementar la guía que ofrecen unos índices parciales con una evaluación de los desequilibrios que se presenten y con un examen de las condiciones bajo las cuales ellos se originan.

V. ¿QUE TANTO CAPITAL?

Parecería axiomático que un banco, al igual que cualquiera otra empresa, requiere de un mínimo legal de capital para iniciar operaciones y de un volumen adecuado de recursos permanentes para funcionar y para absorber pérdidas¹⁴ derivadas de riesgos imprevisibles en sus actividades. Tales son las dos funciones básicas del capital pero, ¿cuál es su nivel adecuado? ¿Cuánto capital es prudente e indispensable tener? Frente a este interrogante, una de las respuestas más generalmente aceptadas ha sido la de relacionar el volumen de

¹³ *Ibid.*, p. 261.

¹⁴ Para una explicación sobre la forma como el capital absorbe pérdidas véase Ronald D. Watson "Insuring some Progress in the Bank Capital Hassle", *Business Review*, Federal Reserve, Bank of Philadelphia, Julio-Agosto 1974, p. 15.

depósitos con el del capital, estableciendo un límite máximo de dispersión entre estas dos variables.

La popularidad inicial de la relación capital pasivos, como índice del nivel adecuado de capital, no resistió la crítica básica de que las pérdidas en que pueden incurrir los bancos se originan no en los pasivos que ellos captan sino en los activos que ellos adquieran. Si todos los pasivos se mantuvieran en efectivo, obviamente no habría riesgo sobre el capital derivados de la magnitud de esos depósitos. Lo que cuenta entonces es la calidad y naturaleza de los activos. Lo que cuenta, así mismo, es la estabilidad de los depósitos pues muy distinto es el riesgo en que se incurre con inversiones financiadas con depósitos a la vista que con depósitos a término.

Por estas razones se ha pensado en utilizar un índice que relacione el capital no con los pasivos sino con los activos. Pero como no todos los activos son iguales o presentan el mismo riesgo resulta aconsejable excluir las inversiones de gran liquidez y seguridad. A partir de 1946 el Federal Reserve System de los Estados Unidos comenzó a utilizar la relación capital a activos de riesgo. Este nuevo enfoque constituye un importante avance, particularmente cuando no existe duda sobre el grado de riesgo de los activos, cuando se trata, por ejemplo, de inversiones en bonos de gobierno o de depósitos en efectivo y bajo reserva monetaria. Como no todos los activos tienen estas garantías, la búsqueda por mejores índices continúa y llega al análisis del portafolio y de las distintas categorías de activos ¹⁵.

En el caso colombiano el enfoque de "capital activos de riesgo" tendría gran validez sobre todo en vista de los altos encajes monetarios que generalmente prevalecen. Como se señaló anteriormente, existe en nuestro país un nivel de encaje monetario más allá del cual los recursos así reservados neutralizan una aparente deficiencia de capital, derivada no siempre de mayores riesgos sino de las condiciones globales de la economía. En este punto de discusión sobre "cuánto capital" se hace mucho más compleja —y más relevante— que cuando se discutían solamente índices. Pero es aquí a donde se debe llegar. En este punto es donde comienza la función más importante — y desde luego la más difícil— de la vigilancia y supervisión bancaria por parte de las autoridades monetarias. El determinar cuál es la situación real de riesgo y qué proporción del total del encaje monetario sería razonable y prudente descontar del exceso de pasivo, para precisar el verdadero faltante de capital, no es ciertamente tarea fácil. Pero esa es la nueva tarea que exigen las nuevas condiciones y perspectivas de nuestra economía.

¹⁵ Para un completo y cuidadoso análisis de las distintas alternativas de medición de requerimiento de capital véase Sandra L. Ryon, "History of Bank of Capital Adequacy, Federal Depository Insurance Corporation, FDIC.", Working paper No. 69-4.

SOLVENCIA Y LIQUIDEZ EN LOS BANCOS COLOMBIANOS

Cuadro No. 9

EXCESO O SUPERAVIT DE PASIVOS POR GRUPO DE BANCOS
DESCONTANDO 15.5 PUNTOS¹ DE ENCAJE MONETARIO
Y LAS INVERSIONES FORZOSAS

	A Exceso de Pasivos ²	B 15.5 puntos encaje	C A-B	D Inversiones forzosas	E C-D
Bancos en desarrollo	1.124.6	442.8	681.8	424.2	257.6
Otros bancos privados	10.257.9	3.038.0	7.219.9	4.123.7	3.096.2
Total bancos privados	11.382.5	3.480.8	7.901.7	4.547.9	3.353.8
Bancos extranjeros	567.7	407.7	610.0	451.8	291.8 ³
Bancos oficiales	3.885.6	1.156.2	2.729.4	621.9	2.107.5
Total bancos	15.835.8	5.044.7	10.791.1	5.621.6	5.195.5 5.461.3⁴

¹ Incluye el encaje deferencial del 18 por ciento.

² Déficit bancos excedidos.

³ Superávit.

⁴ Suma de exceso de pasivos de los bancos excedidos.

Cifras a marzo 31, 1976.

Desde el punto de vista de los bancos del país, el esfuerzo de capitalización, que de todas maneras tendrán que hacer, no constituirá tarea inferior. Aún descontando de su exceso de pasivo 15.5 puntos de encaje, por ejemplo, todavía les harán falta sumas muy considerables para regresar a la relación de uno a diez. La inclusión de las inversiones forzosas —como título de Fondo Financiero Agropecuario, de los bonos de la Ley 21 de 1963 y Bonos de la Ley 90 de 1948— dentro de lo deducible del déficit de pasivos, tampoco completaría a los bancos su faltante de capital. El Cuadro No. 9 muestra como tal faltante, a marzo 31 de 1976, todavía llegaría a \$5.461 millones. Solamente los bancos extranjeros quedarían con un superávit de \$291 millones. Hace falta, pues, más capital, menos que lo indicado por la relación capital pasivo en su versión restringida, pero son sumas considerables aún si se excluyen del exceso de pasivos parte del encaje monetario y las inversiones forzosas.

El esfuerzo de mayor capitalización de los bancos, puede lograrse mediante una acción combinada de nuevas emisiones de acciones acompañadas por mayores traslados de utilidades a reserva legal. En ocasiones puede parecer que sólo mediante el sacrificio de ofrecer grandes dividendos es posible atraer a nuevos accionistas. Sin embargo, es razonable pensar que accionistas ya poseedores de inversiones de un banco están dispuestos hacer nuevos aportes de capital sin que para ello exijan mayores dividendos, si ven que su empresa fortalece su base económica neta con crecientes destinaciones de utilidades a reserva legal. En general, parecería que los dividendos constituyeran la más importante y más rápida fuente de capitalización para los bancos. Mediante este enfoque se evitan algunas de las limitaciones que en un momento dado puedan existir en el mercado

de capitales. La actual legislación colombiana exige que al menos un 10% de las utilidades de los bancos sean llevadas a reserva legal¹⁶. Para efectos de acelerar la necesaria capitalización adicional de la banca del país, podría pensarse en que este porcentaje fuera elevado a 25 puntos e inclusive a mayores niveles.

VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Durante los últimos años en Colombia, al igual que en muchos otros países del mundo, ha tenido lugar una reducción en la relación de solvencia de su sistema bancario. Tal deterioro de los índices de capital ha sido causado principalmente por la expansión del comercio y de las reservas internacionales del país y por el auge de los depósitos a término como nueva fuente de recursos financieros para los bancos. Aunque el capital y las reservas de estas instituciones han crecido rápidamente, su ritmo de aumento no ha sido suficiente para mantener la relación de solvencia requerida por la legislación del país. Por otra parte, sin embargo, el exceso de pasivos para el conjunto de los bancos no ha crecido durante el último año —marzo de 1975 a marzo de 1976— aunque en el caso de la banca en desarrollo sí ha tenido lugar un incremento.

La situación de exceso de pasivos resulta exagerada si ella se toma sin referencia a la interdependencia entre los conceptos de solvencia y liquidez y si no se tiene en cuenta los altos encajes monetarios que tradicionalmente rigen en Colombia. Es decir, existe un nivel de encaje monetario después del cual un deterioro en la relación de solvencia resulta neutralizado por el margen de seguridad que ofrecen los fondos líquidos en poder del banco central. La determinación de tal nivel no es fácil pero debe intentarse como un complemento indispensable al uso de índices específicos y restringidos de evaluación de la situación de solvencia de los bancos. La utilidad de tales índices no es suficiente para evaluar nuevas y cambiantes circunstancias y perspectivas financieras de la banca. Los indicativos tradicionales adolecen de serias limitaciones y, por lo general, no pueden substituir el examen técnico y objetivo de cada situación desde el más alto nivel de supervisión y vigilancia bancaria. Por ello, tal responsabilidad adquiere una crucial importancia para el sano y vigoroso crecimiento del sistema financiero como un todo. Resulta indispensable, entonces, fortalecer al máximo la institución encargada de tal función, pues la perspectiva es una de creciente complejidad y expansión del sistema bancario y financiero, frente a la cual los índices tradicionales necesitaran ser complementados con estudios económicos del más alto nivel técnico tanto a nivel agregado como institucional.

¹⁶ En caso de que los establecimientos bancarios no alcancen a tener, cuando menos, un fondo de reserva equivalente al 20% del capital autorizado del respectivo banco.

Lo anterior no quiere decir que se pretenda restarle importancia al capital de un banco o que la relación de solvencia deba ser abandonada. Sin embargo, un banco puede ser solvente o estar dentro de los límites legales pero tener una precaria situación de liquidez y puede, por otra parte, estar por fuera de los límites establecidos sobre solvencia y tener una sólida base de liquidez. No siempre resulta fácil, entonces, separar la noción de solvencia de la liquidez ya que ambos conceptos hacen referencia a la visibilidad de la institución bancaria que es lo que, en última instancia, tiene prioridad. Tal viabilidad muy pocas veces resulta garantizada por el cumplimiento de una exclusiva relación financiera y no existe evidencia estadística en el sentido de que los bancos con una baja relación de solvencia sean menos vulnerables o sean más estables que aquellos con una alta relación de solvencia. Lo que ha ocurrido es que los cocientes de capital de casi todas las instituciones financieras han venido reduciéndose paralelamente con los cambios en la estructura financiera global y con el desarrollo y fortalecimiento de los mecanismos de supervisión y control de las autoridades monetarias. La viabilidad de un banco resulta entonces del efecto combinado de su situación de solvencia y de liquidez, de la prudencia y responsabilidad de la gestión gerencial con que se le dirija y de la eficacia —sobre todo preventiva— de la labor de supervisión y control que se ejerza sobre él por parte de las autoridades monetarias. Claro está, que el factor determinante o el de más amplio efecto lo constituyen las condiciones generales de la economía en que se desenvuelva la actividad bancaria como un todo. Las acentuadas recesiones y los abruptos cambios de nivel y de dirección de la actividad económica son los factores de mayor riesgo para la estabilidad de los bancos.

De todo lo expuesto, se derivan tres conclusiones básicas: La primera, los bancos deben fortalecer aún más el esfuerzo de capitalización que han venido cumpliendo durante los últimos años. La perspectiva económica, de rápida recuperación y de auge del comercio internacional, subraya la conveniencia de que la base de capital de los bancos sea ampliada y se evite así un adicional deterioro en las relaciones de solvencia. Pero se puede conluir, en segundo lugar, que el exceso de pasivos actual, sin dejar de ser importante y preocupante, exagera el faltante de capital si no se tiene en cuenta la interdependencia entre solvencia y liquidez y si se olvida que existe un nivel de encaje después del cual un deterioro en la relación de solvencia queda neutralizado por el margen de seguridad que ofrecen los fondos líquidos en poder del banco central. Una estrategia que combine la mayor capitalización de los bancos con un cálculo realista del verdadero exceso de pasivos colocará el problema de solvencia en su justa dimensión y perspectiva y facilitará la adopción de medidas para su corrección.

La tercera y última conclusión hace referencia a la importancia fundamental que en este tipo de situaciones y perspectivas tiene la entidad encargada de la vigilancia bancaria. Frente a una creciente complejidad y expansión de la dimensión financiera en el desarrollo del país, su tarea tendrá que ir más allá de su supervisión de unos índices financieros para llegar al estudio permanente de la coyuntura y de la perspectiva económica. Para responder a este nuevo desafío su fortalecimiento técnico surge como recomendación principal.

Capítulo III

Qué tanta devaluación?

En el discurso inaugural de la XIV Convención Bancaria y de Instituciones Financieras, el Presidente de la Asociación Bancaria doctor Eduardo Arias Robledo, señaló la conveniencia de no aumentar el actual ritmo de devaluación como un medio para moderar la presión inflacionaria y reducir las expectativas de aumentos en los precios. El presente artículo desarrolla esa tesis tanto dentro de la coyuntura de corto plazo como de la perspectiva del mediano y largo plazo, subrayando la difícil encrucijada a que llega la política económica al enfocar la actual situación dentro de distintos horizontes de tiempo.

I. ALTERNATIVAS CAMBIARIAS

Al superar las reservas internacionales del país el nivel de los mil 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 nominal 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 un importante contribución a los esfuerzos de estabilización si se frenase la devaluación y desapareciera, por el lado de los costos, ese factor 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 hiciera obligatorio el reintegro de las exportaciones al Banco de la República. También se podría ofrecer, como defensa del cambio libre, las ventajas que significaría un flujo 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 primeras tres 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.

Detrás de cada uno de los anteriores planteamientos existen diagnósticos implícitos tanto sobre la actual coyuntura y perspectiva económica del país como sobre los efectos que tiene la tasa de cambio sobre los niveles internos de precios. Para efectos de facilitar la discusión del tema el presente escrito no analizará individualmente cada una de las cuatro alternativas enunciadas sino se concentrará en el tema de la interrelación entre la tasa de cambio, los precios y el nivel general de la actividad económica. Se parte del supuesto de que un enfoque global es el más adecuado para estudiar las alternativas indicadas y para apreciar sus ventajas y limitaciones relativas. Para ello, el presente escrito se basa en dos aspectos que juegan un papel decisivo dentro de la controversia que suscita la política monetaria y cambiaria. Ellos son, primero, el plazo u horizonte de tiempo que se tome como marco de referencia y, segundo, la distinción indispensable que debe hacerse entre la tasa de cambio nominal o corriente y la 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 hable del corto plazo o del largo plazo y según se midan los cambios en términos nominales o términos reales.

II. TASAS DE EQUILIBRIO

En cuanto al horizonte de tiempo la primera consideración que debe hacerse tiene que ver con la relación entre la tasa de cambio de equilibrio, a corto plazo, y la tasa de equilibrio a largo plazo. A corto plazo la tasa de equilibrio es aquella que en un momento dado resulta del libre juego del mercado. En nuestro caso sería aquella determinada por la oferta y demanda de divisas sin la participación del Banco de la República como comprador o vendedor. La tasa de equilibrio de largo plazo sería aquella que tendería a producir, a través del tiempo, un equilibrio estable en la balanza de pagos del país. Sería aquella que reflejaría las capacidades reales de poder de compra

de una moneda en términos de la otra¹. Normalmente la tasa de corto plazo es función de la de largo plazo o tiende hacia ella.

Ahora bien, cual es la tasa de equilibrio de corto plazo en Colombia y cual sería aquella de largo plazo? La actual tasa, intervenida por un control de cambios, ¿es la de equilibrio de corto plazo? ¿Se acerca o se aleja ella de la de largo plazo? Una tasa de equilibrio de corto plazo, determinada por el mercado de fines de 1976, qué tan conducente sería a la tasa de equilibrio de largo plazo? Estos son, en esencia, los interrogantes básicos que habría que responder para abordar el análisis de la actual política cambiaria.

Por las razones que a continuación se presentan se puede concluir que la actual tasa de cambio²; de corto plazo, no es la de equilibrio —por ser intervenida— y aunque resultara de un cambio libre también se apartaría de la tasa de equilibrio de largo plazo, razón por la cual solo puede considerarse como conveniente para el país si ella se ve como una solución transitoria impuesta por las circunstancias. A esta conclusión se llega luego del siguiente análisis sobre lo ocurrido en el país durante los últimos dos años.

III. EVOLUCION CAMBIARIA RECIENTE

Desde 1967, cuando entró en vigencia el Decreto 444, la política cambiaria colombiana ha tenido como epicentro un proceso de devaluación gradual. Este sistema ha funcionado en forma muy satisfactoria, evitando desde entonces, las agudas crisis de reservas y de confianza registradas a partir de la postguerra. La velocidad de tal devaluación gradual no ha sido constante. Durante los últimos cuatro años, por ejemplo, el ritmo anual de devaluación nominal ha pasado de 8.7% en 1973, a 15.2 y 15.3% en 1974 y 1975, respectivamente, para decrecer de nuevo durante los primeros 10 meses de 1976 a 8.3%. Si el lento ritmo de cambio de la tasa durante 1976 es comparado con la rapidez de los aumentos en los niveles internos de precios se verá que el precio del dólar no se ha incrementado a la misma velocidad que el de otros bienes y servicios. En términos nominales el dólar se ha hecho menos caro que otros bienes y servicios y el peso, por consiguiente, resulta aparentemente fortalecido ya que ahora, y en comparación con hace un año, se requiere menor cantidad de poder adquisitivo en pesos, o menor cantidad equivalente de bienes internos,

¹ 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.

² De aquí en adelante se debe entender que al hablar de tasa de cambio se hace referencia, en realidad, al ritmo o velocidad del cambio marginal de esa tasa en el corto plazo.

para comprar un dólar. Pero aunque en términos nominales el peso se haya devaluado tan solo en un 8.3% durante los primeros 10 meses de 1976, en términos reales su desvalorización ha sido mayor. Así, a la actual cotización o tasa de cambio, el peso resulta sobrevaluado en términos reales. ¿Cómo explicar que esto haya ocurrido si ella implica un cambio en una política cambiaria que desde 1967 buscaba una valoración realista del peso? ¿Cómo explicar que si el peso está sobrevaluado, o el dólar subvaluado, las reservas internacionales estén en aumento y la demanda por importaciones no crezca aceleradamente para aprovechar tan baja cotización real del dólar? Para entender tan contradictoria situación, en la que normalmente la demanda por importaciones habría absorbido el exceso de liquidez generado por el superávit cambiario, es necesario analizar los acontecimientos recientes en el frente cambiario y en particular en el monetario y fiscal.

El exámen de esos acontecimientos lleva a pensar que el rápido ritmo de devaluación adoptado a mediados de 1974 habría sido sostenido, y aún acelerado frente a los más rápidos aumentos en los niveles internos de precios, si no hubiera ocurrido, a mediados de 1975, un hecho que invirtió los parámetros sobre los cuales, implícita o explícitamente, se había estructurado no solo una política económica sino una estrategia para desarrollarla. Tal acontecimiento es bien conocido: la helada en el Brasil y los problemas políticos en otros países productores en el Africa, todo lo cual elevó los precios del café a niveles jamás contemplados. Tan inesperado cambio ocurrió cuando las reservas internacionales habían descendido de \$569 millones de dólares en marzo 31 de 1974 a \$345 millones a fines de marzo de 1975. Esta reducción en las reservas, de más de \$200 millones, venía actuando como un factor restaurador de equilibrio en el frente monetario, absorbiendo el exceso de liquidez originado por el crédito que el Banco de la República había otorgado al gobierno nacional para financiar el déficit de tesorería de fines de 1974. Este esquema era el único posible para mantener un mínimo de equilibrio entre el comportamiento interno de nuestra economía, que venía mostrando los efectos de la reforma tributaria, y el sector externo, que venía reflejando los efectos de la recesión mundial a través del estancamiento de la demanda por nuestras exportaciones.

IV. LA ENCRUCIJADA CAMBIARIA Y MONETARIA

La súbita aceleración de los precios del café a partir de julio de 1975 y la consiguiente rápida elevación en las reservas internacionales vino a dar, en forma inesperada, un vuelco total a esas condiciones básicas en que se desenvolvía la economía. De una situación de déficit cambiario se pasó a una de superávit cambiario; de una situa-

ción de reservas en descenso se pasó a una de reservas en ascenso y, lo que fue más importante, 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 el déficit fiscal y de tesorería de fines de 1975. Déficit que desde luego también resultó inesperado pues se confiaba en que la reforma tributaria de 1974 habría neutralizado al frente fiscal como causa de expansión. La velocidad y profundidad de tan crítico vuelco en las condiciones bajo las cuales se actuaba explican ampliamente las dificultades de reajuste tanto de los parámetros de la política económica como de sus sectores económicos reales.

Dentro de este orden de ideas es indispensable destacar el verdadero sentido de la actual acumulación de reservas internacionales, en particular de su origen. Solo recordando que ellas 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— es como se entiende que, con un dólar subvaluado en términos reales, las importaciones no crezcan rápidamente para absorber la liquidez derivada de esas reservas y es como, entonces, no convendría dejar en libertad al mercado para que fijase la tasa de cambio de equilibrio del corto plazo. Tal tasa, si se dejara que fuera fijada sin control de cambios, probablemente resultaría inferior a la actual del mercado intervenido. Es decir, se presentaría una revaluación nominal del peso. Tal insólita situación tendría como dividiendo, de muy corto plazo, el que se reduciría apreciablemente la expansión monetaria originada por la compra de divisas por el Banco de la República y presumiblemente³ se aliviaría la presión inflacionaria. Pero, y a largo plazo, ¿qué pasaría? ¿Qué ocurriría cuando los precios del café regresaren a sus 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 económico real, derivado de mayor eficiencia económica interna. Es más, aún si este último fuera el caso, tampoco habría que reevaluar o suspender la devaluación para fines monetarios ya que el volumen y ritmo de crecimiento de las importaciones requeridas para lograr tal superávit cambiario real, absorbería casi que cualquier exceso de liquidez cambiaria.

³ 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 éstos. Sobre el tema y para el caso colombiano, véase Francisco Ortega "Política Monetaria y Precios", *Lecturas sobre Monedas y Banca*, editada en Colombia por Hernando Gómez O., F. Ortega, P. Sanclemente, Fondo Cultural Cafetero 1976, p. 191.

La actual política cambiaria, al no revaluar del todo ni al abandonar el control de cambios es la más saludable a largo plazo para el país. Pero es también la más difícil de ejecutar, en particular por su alto costo en términos de estabilidad monetaria. Tan difícil dilema parece estar siendo resuelto a través de una transacción entre una política de estabilización que, aunque no sacrifica objetivos de largo plazo, tiene que hacer importantes concesiones al corto plazo y a la coyuntura, tales como reducir el ritmo de la devaluación y dejar que, frente a un aumento en los niveles internos de precios superior a un 24%, durante 1976, resulte sobrevaluado el peso. De esta forma la actual política monetaria y cambiaria puede ser entendida como una solución transitoria, mientras actúan y se fortalecen factores mitigantes de expansión monetaria y mientras, por el lado de la producción, el país se organiza para planear a largo plazo para invertir y para crecer bajo condiciones de estabilidad, respaldado por una sólida posición de reservas internacionales.

V. EQUILIBRIO A MEDIANO PLAZO

Lo anterior en cuanto al corto plazo y a la coyuntura actual. Veamos ahora qué tan factible es una transición, sin traumatismos y desajustes, a una política de mediano y largo plazo. Conviene examinar qué problemas y riesgos enfrenta esa transición y con qué instrumentos cuenta la política económica para llegar a una valoración real del peso, a una estabilidad monetaria y a un más rápido crecimiento del sector real, de la producción y del empleo. Como se verá más adelante, todo parece indicar que el riesgo más grave se corre por el lado del sector fiscal ya que la expansión monetaria originada en el sector cambiario cuenta con instrumentos de control bastante eficientes y que han venido actuando desde hace varios meses⁴.

En esencia, la política seguida para hacer la transición del corto al mediano plazo parece tener como fundamento, dos interdependientes líneas de acción; por una parte, un gran esfuerzo de contracción monetaria y, por otra, una reorientación del endeudamiento interno y externo. En cuanto a lo primero, abundan los ejemplos: la eliminación de las prefinanciaciones —en particular las del café— la elevación de la retención cafetera, la creación de títulos y bonos, la aceleración de pagos al exterior, la elevación de los encajes bancarios sobre depósitos en moneda legal, y finalmente, el establecimiento de encajes sobre exigibilidades en moneda extranjera; todo lo cual ha

⁴ Existe, desde luego, una estrecha interdependencia entre la contracción —o expansión— monetaria originada en el frente cambiario o por causa fiscal. Un buen ejemplo de tal interdependencia se encuentra en la Cuenta Especial de Cambios. Sobre este punto véase el excelente y pionero trabajo de Fernando Montes y Rafael Prieto, "La cuenta Especial de Cambios y la Base Monetaria", *Revista del Banco de la República*, Agosto de 1976.

llevado a que, a pesar de la muy grande ampliación de la base monetaria la expansión secundaria haya sido inferior a aquella. En efecto, durante los primeros 10 meses de 1976 (hasta nov. 6) la base monetaria (reservas y efectivo de los bancos más circulante en poder del público) creció en un 20% mientras que los medios de pago tan solo lo hicieron en un 16.2%. Este fenómeno, que implica un multiplicador monetario en descenso, destaca la severidad de la política contraccionista seguida por las autoridades monetarias y los muy altos niveles a que han llegado las reservas bancarias como porcentaje de los depósitos⁵. La reciente historia monetaria del país muestra como, en general, la política monetaria se ha visto forzada a concentrar sus esfuerzos en el control de los aumentos en la base monetaria⁶, lo que ha significado un multiplicador casi siempre en descenso, 2.5 en 1964 y 1.6 en 1976, y una relación reservas a depósitos casi siempre en ascenso, 18% en 1964 y 48% en 1976.

En cuanto a la reorientación del financiamiento, la política del gobierno ha estado "encaminada a sustituir endeudamiento externo por ahorro interno⁷". Esta política no solo se ha traducido en una reducción en el ritmo de crecimiento de la deuda externa a 8% y 10% en 1974 y 1975 —en comparación con un aumento promedio del 15% anual entre 1967 y 1973⁸ sino que ha buscado hacer más atractivo a la banca comercial el endeudamiento en divisas con el Banco de la República que la adquisición de préstamos en moneda extranjera con sus corresponsales. Esto último se ha buscado hacer a través de una ampliación de la llamada posición propia de los bancos⁹. A este respecto el enfoque parece ser el de que, bajo condiciones de reservas en aumento, no conviene dejar crecer el endeudamiento comercial externo¹⁰, particularmente si tal incremento en las reservas no es estable y podría cambiar de dirección, precipitando, cuando ellas estén endescenso, un rápido afán por cancelar deuda comercial

⁵ Antonio Hernández en su "Determinantes de la tasa de cambio de la cantidad de Dinero", *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia*, concluye que "la influencia que la base ejerce en el multiplicador se da como consecuencia del influjo que ella ejerce sobre las reservas del sistema bancario".

⁶ Francisco Ortega, "*Moneda y Crédito*", *Op. Cit.*, p. 265.

⁷ Véase discurso del Ministro de Hacienda, Dr. Rodrigo Botero, *Cifras Económicas*, Ministerio de Hacienda, sept. 1976, p. 70.

⁸ *Ibid.*, p. 70.

⁹ La resolución 54 de 1976 amplió, de un 1% a un 4% la cuantía máxima de la posición propia en moneda extranjera que pueden poseer los establecimientos de crédito. Por otra parte, redujo de \$15 a \$5 el encaje requerido sobre los depósitos en dólares del Banco de la República. Todo esto con el ánimo de, primero, hacer más rentable el endeudamiento en dólares con el Banco de la República y, segundo, evitar expansión monetaria.

¹⁰ Rafael Prieto "La Deuda Comercial Externa" revista *Banco de la República*, Oct. 1974, sostiene que la deuda externa sobreestima el nivel de reservas internacionales del país y por ello ésta debe ser restringida.

privada y agravando, por consiguiente, la especulación que pueda desatarse contra el peso. La defensa de este enfoque solo parece fuerte cuando no hay alternativas adicionales de contracción monetaria. de otra manera podría argumentarse que teniendo el país una sólida posición de reservas no se ve tan claro porqué no aprovechar el crédito comercial externo para apoyar un programa de importaciones de bienes de capital e intermedios que acelere la tasa de crecimiento del país. Además, este financiamiento tiende a rebajar los costos de interés ya que, mientras se mantenga la actual moderación del ritmo de devaluación, las tasas de interés internas resultan muy altas en comparación con las externas. 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 extranjera¹¹, 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.

En resumen, la aplicación de los anteriores instrumentos de contracción y de reorientación del endeudamiento ha tenido, como ya se dijo, una gran efectividad, hasta el punto de que el multiplicador bancario continúa en descenso y las colocaciones bancarias, en lo que va corrido del año, hasta nov. 6, tan solo han aumentado en un 20.7%, incremento que es inferior al 24.9% correspondiente al mismo período en 1975.

VI. RIESGOS DE LA ACTUAL POLITICA

La preocupación central surge entonces sobre los próximos desarrollos por el lado de las finanzas públicas y del incremento en la base monetaria por aumento en las reservas. Durante el presente año la política fiscal seguida ha sido una de moderación en el gasto público, limitándolo a lo estrictamente necesario y postergando más de la mitad de los programas de inversión¹². Durante los primeros seis meses del año los pagos efectivos superaron las exigibilidades en 113 millones de pesos, "diferencia que constituye una disminución del déficit de tesorería vigente en diciembre 31 de 1972"¹³. Si al finalizar

¹¹ El encaje marginal del 100% sobre exigibilidades en moneda extranjera establecido por la resolución 66 de 1976 tiene como propósito no tanto contraer expansión monetaria como reorientar el endeudamiento interno, en divisas, con el Banco de la República. En este sentido esta resolución complementa la 54 sobre posición propia.

¹² *Coyuntura Económica*, octubre 1976, p. 67.

¹³ *Ibid*, p. 66.

el año este sector no da origen a una expansión primaria la política de transición del corto al mediano plazo tiene viabilidad y podría confiarse en que, durante 1977, la prioridad dejara de ser el control a la expansión monetaria y pasara a ser el estímulo a la inversión, a la producción y a la generación de mayor empleo. Pero si por el contrario, y al igual que a fines de 1974 y de 1975, cuando más del 50% del incremento en los medios de pago ocurrió durante los meses de noviembre y diciembre¹⁴, la expansión primaria "estalla", sorpresivamente, entonces la situación de desbordamiento monetario, si llegare a ocurrir, constituiría una seria amenaza a las posibilidades del país de crecer con estabilidad y vendría a fortalecer, en forma casi irreversible, una tendencia expansionista de la oferta monetaria que ha crecido año por año desde 1971 exceptuándose el año de 1974, año de la recesión mundial y de la aplicación de la reforma tributaria¹⁵.

Lo anterior, probablemente llevaría a que, de nuevo, se postergara la adopción de una política cambiaria más realista, más de largo plazo y en la que no se sobrevalore el peso. Debe recordarse que si se ajusta la tasa nominal de cambio por los aumentos en los niveles internos¹⁶, la tasa de cambio real solo ha aumentado en un 2.7% entre 1967 y 1975¹⁷. Como durante 1976 el aumento interno de los precios excederá el 24% y la devaluación será inferior al 10% y la inflación en los Estados Unidos¹⁸ será inferior a la de 1975¹⁹, es bien probable que al comenzar el año de 1977 tengamos una tasa de cambio real, igual o inferior a la vigente en 1967 y un peso en proceso de sobrevaluación. Podría argumentarse claro esta 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

¹⁴ Este gran aumento durante noviembre y diciembre en cada uno de esos dos años generado principalmente por crédito al sector público y por incremento de reservas, constituyó un exceso de liquidez acumulada al comienzo de cada uno de los años siguientes, 1975 y 1976, que explica porqué en cada uno de los subsiguientes períodos los aumentos de medios de pago durante los primeros tres trimestres parecían muy moderados.

¹⁵ La oferta monetaria ha venido creciendo así: 11% en 1971, 24.4% en 1971, 24.4% en 1972, 29.3% en 1973, 19.9% en 1974, 27.8% en 1975, y 16.2% durante los primeros 10 meses de 1976. Véase *Coyuntura Económica*, oct. 1976, p. 49.

¹⁶ El ajuste también debe hacerse en razón de los aumentos de precios en los países con los cuales se tiene comercio. Para llegar a la llamada tasa de cambio efectiva se deben hacer ajustes adicionales por concepto, por ejemplo, de subsidios y facilidades de crédito. Para un análisis técnico de las dificultades encontradas al calcular tasas de cambio efectivas, véase Belanger, Gerard, "An Indicator of Effective Exchange Rates for Primary Producing Countries", Staff Papers, I.M.F., marzo de 1976, p. 113.

¹⁷ Véase *Coyuntura Económica*, octubre 1976, p. 70.

¹⁸ El Federal Reserve Bank de Chicago en su *Business Conditions*, agosto 1976, p. 3, estima que durante 1976 la inflación en los Estados Unidos no excederá del 6%.

¹⁹ *Op Cit.*, p. 20.

ya que, como dice Officer¹⁹, 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 y restricciones cambiarias 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 cambiario²⁰.

Tenemos, pues, un peso que en términos reales y dentro de la actual coyuntura está sobrevaluado. A mediano y largo plazo esta situación tendrá que ser corregida. La política de transición y de prioridad al control monetario no puede fijarse a las exportaciones distintas al café una tasa de cambio que reduzca su capacidad de competir en el exterior. Si la presión inflacionaria no llegare a quedar bajo control a comienzos de 1977, más fuertes serían los argumentos en favor de una más acelerada devaluación en ese año y en 1978 para evitar más amplios márgenes de sobrevaluación del peso, y porque para entonces las importaciones no requerirán estímulo cambiario mientras que las exportaciones no cafeteras sí lo necesitarán. Además, es generalmente aceptado que resulta más fácil cumplir unas metas de política monetaria con cambio fluctuante y controlado que con paridades fijas.

A mediano plazo, durante 1977 y 1978, las dos principales tareas que enfrentará el país, suponiendo que se tiene un éxito razonable en la política de estabilización, serán la valoración real del peso y la aceleración de los programas de inversión pública. Sobre la tasa de cambio lo básico es mantener un estímulo a las exportaciones para que el país mantenga y amplíe los mercados internacionales ganados. En cuanto a los programas de inversiones públicas lo fundamental es que no haya adicionales postergaciones pues ellas no pueden ser iniciadas sin un proceso de gestación y de preparación de proyectos que, ese sí, no puede postergarse como concesión a una transitoria urgencia de estabilidad monetaria. La importancia de la inversión pública como motor de desarrollo interno no requiere ser defendida y, a la larga, ella no puede sacrificarse en favor de ninguna otra prioridad.

¹⁹ *Op. Cit.*, p. 20.

²⁰ A partir de enero de 1963 al Banco de la República intentó mantener una tasa de cambio libre de 9.98 pesos 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 su 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.

La otra variable cuyo comportamiento resultará crítico para la viabilidad de una política de transición serán las importaciones. Hasta ahora ellas no han cumplido toda su función estabilizadora —contraccionista de expansión monetaria— por razones del receso de 1975 y de la acumulación de inventarios que se hizo en 1974. Pero es de esperarse que en este año y el entrante la reactivación actual de la economía actúe como estímulo a las importaciones. Además, es de esperarse que teniendo el país tan amplio y tan favorable margen de reservas internacionales, los programas de inversión —públicos y privados— se amplíen ante la posibilidad de poder planear a largo plazo sin la amenaza de una crisis cambiaria. Nunca antes había tenido el país una oportunidad como la actual de planear y ejecutar sus programas de inversión con una perspectiva de relativa estabilidad cambiaria. Si no resultare que se demanden más importaciones de bienes de capital e intermedios cuando ha desaparecido el tradicional cuello de botella en el sector externo entonces lo que queda en tela de juicio es la capacidad misma de la economía para generar su crecimiento.

VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En conclusión y resumiendo se tiene que la actual política monetaria y cambiaria es entendible y defensible como una política de transición y de transacción. De transición entre, a), una atípica coyuntura en la que no es conveniente dejar en libertad al mercado para que determine la tasa de cambio de equilibrio y, b), un período subsiguiente —el mediano y el largo plazo— durante el cual será necesario acoger las realidades económicas del mercado. Se trata de una política de transacción entre el dilema de escoger el cambio libre y llegar a la insólita situación de una revaluación del peso, o devaluar más rápidamente —para acercar el cambio a la tasa de equilibrio del mediano y largo plazo— pero entonces agravar el problema monetario y de precios. La política económica enfrenta así una difícil situación caracterizada por el conflicto de objetivos encontrados. Es posible que un específico curso de acción, como el no comprar todas las divisas que genera el país, pueda parecer el más obvio para mitigar la expansión monetaria y, sin embargo, la conveniencia de ese objetivo resulta discutible cuando se amplía el horizonte de tiempo y se aprecia que, durante 1978 y en adelante, no será fácil para el país el obtener las divisas que requerirá su desarrollo en general y el crecimiento de su sector energético en particular. Mirada la situación en su conjunto no es tan fácil precisar que política global alternativa debería ser seguida.

Aunque es evidente que a mediano plazo lo básico es crecer y aumentar el empleo, a corto plazo lo urgente es sofocar la presión in-

flacionaria y darle tiempo adicional a los sectores reales de la economía —demanda de importaciones, inversión pública y privada— para que reaccionen y sea la mayor producción el mejor aliado en la lucha contra la inflación.

El principal riesgo —inevitable en la política escogida de fortalecer la posición de reservas de largo plazo del país— lo constituye el peligro de la inflación que, si llegare a agravarse por razones fiscales, podría cerrar la extraordinaria oportunidad que ahora tiene el país de programar su crecimiento sin la tradicional amenaza de una crisis cambiaria. Es mucho pues lo que está en juego en materia de estabilidad económica y política durante los próximos meses.

Capítulo IV

**Reservas Internacionales
y Política Cambiaria**

INTRODUCCION

Al finalizar el año de 1976 Colombia contabilizó, por primera vez en su historia, un superávit cambiario de \$603 millones de dólares y, al comenzar el año de 1977, registró, también por primera vez, un nivel de reservas internacionales, de \$1.198 millones de dólares¹. 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 cambiaria y la política monetaria, según se trata del corto o del largo plazo. El presente trabajo 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 de reservas, a su nivel adecuado y a política cambiaria. Por considerarlo de especial interés para Colom-

Publicado en la Revista Banca y Finanzas No. 155.

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

bia 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.

I. MARCO TEORICO Y CONSIDERACIONES GENERALES

A. LA DEMANDA POR RESERVAS

Siguiendo el análisis de J. Flanders y otros², 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 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 son 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 pro-

² Flanders M. June, "The Demand for International Reservas", Princeton Studies in International Finance, No. 27, 1971, p. 3.

Clower y Lipsey, "International Liquidity, the Present State of International Liquidity Theory", *American Economic Review*, mayo 1968, p. 587.

pensión media a importar dada por el tamaño relativo de las importaciones como proporción del Producto Interno Bruto³.

Aunque los anteriores tres determinantes de la función de demandar 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 proceden 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 balanza 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 sección" 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 liquidez⁵ podría servir como criterio para excluir o incluir dentro de ellos 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

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", *Economics and Statistics*, august 1965, p. 242.

⁴ Véase Flanders, Op. Cit., p. 11 y Frenkel, Idem. p. 17.

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.

amplio margen de discusión sobre el concepto de liquidez⁶ entonces "por razones prácticas todos los estudios concentran su análisis con base en reservas brutas"⁷.

Otros difíciles problemas que enfrentan 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 variaciones está sujeta, por consiguiente, a grandes limitaciones⁸, 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 similar⁹ a la de la oferta monetaria interna de un país sobre la cual sólo 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.

⁶ Machlup, F. afirma que "liquidez es mucho más que reservas" en su "The Need for Monetary Reserves", *Banca Nazionale del Lavoro*, sept. 1966, p. 175.

⁷ Herbert G. Grubel "The Demand for International Reserves: A Critical review of the Literature", *Journal of Economy Literature*, dic. 1971, p. 1149.

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 Economic*, august 1967, p. 404.

B. EL NIVEL ADECUADO DE RESERVAS

Los conceptos de demanda por reservas y de nivel adecuado de reservas no son equivalentes¹⁰. 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 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, al 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 simetría¹¹ cambiaria" "—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 cambiaria 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 DEG¹³.

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

¹¹ Kenen y Yudin, *Loc Cit.*, p. 242.

¹² Flanders June, "International Liquidity is Always Inadequate", *Kyklos*, 1969, 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.

A nivel de un país el problema de determinar el nivel adecuado de reservas constituye un ejercicio que hace parte integral de la formación de su política económica general y de sus presupuestos anuales monetarios y cambiarios en particular. Los encargados de tal función determinan objetivos de crecimiento: en la economía, en la oferta monetaria, en los precios, en las importaciones y en 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. Qué 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 bajó¹⁵ a 23% en 1975.

Estas consideraciones sobre la demanda por reservas están basadas en un sistema de paridades fijas, dentro del cual los déficits o superávits 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 recientemente acogido por el Fondo Monetario Internacional¹⁶, el ajuste requerido por variaciones en la

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.

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, véase el exce-

oferta y en la demanda de divisas se producira 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 las cotizaciones 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.

C. 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 déficits (o superávits) en cuenta corriente que acumular reservas. Ahora bien, lo tradicional es considerar los superávits o déficits 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 nuevo¹⁷ enfoque sobre el significado de los superávits o déficits en las balanzas de pagos de los países y sobre el efecto que las variaciones de las reservas tiene en la política monetaria. La llamada visión monetaria de la balanza

lente trabajo de Edward M. Bernstein et al, *Reflections on Jamaica, Essays in International Finance*, No. 115, abril 1976, Princeton University.

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.

de pagos sostiene que los déficits o superávits surgen, en esencia, de desequilibrios entre la oferta y la demanda monetaria¹⁸. Tales déficits 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 superávits 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 superávits y los déficits 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 superávits 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 sólo puede ser manejado por una constante devaluación de la moneda local "pues, a largo plazo, los aumentos 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

¹⁸ Kemp S. Donald, "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.

²¹ Grubel Herbert, *Domestic Origins of the Monetary Approach to the Balance of Payments*, Princeton University, *Essays in International Finance*, No. 117, junio 1976, p. 9.

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 este 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 sólo 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 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 superávits o déficits que se presentan 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 sólo 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 sólo 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 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.

²² Harry G. Johnson, *Op Cit.* "The International Monetary Crisis", 1969, p. 299.

²³ "Deficits and surpluses represent phases of Stock adjustment in the money market and not equilibrium flows" Harry Johnson, *Op Cit.*, p. 235.

D. RESERVAS Y POLITICA 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 —devaluar²⁴ por ejemplo— o bien 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 doce por ciento en agosto de 1971 y luego en un once por ciento, 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 fluctuantes²⁵. Más tarde, y después de intensas negociaciones políticas y técnicas, este sistema entró en proceso de legitimización 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

²⁴ No siempre las devaluaciones incrementan las reservas o generan superávits cambiarios. Para no hacer extenso el presente escrito no se presenta aquí una discusión sobre cuando 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.

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

siendo tramitada a nivel de los países miembros y que contiene, entre otras²⁶, 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 sólo los países de menor desarrollo sino aún los industrializados rehusaron, a partir de 1970, a 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 seguir²⁷. 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 desajustes 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.

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.

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 F.M.I. "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.

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.

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 resultaría 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 Mundell²⁹, que adoptar 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 sólo los déficits 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 década, 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 substitutivo del oro y que dé garantías de convertibilidad, tanto a los países como al sistema en su conjunto, continua 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 reque-

²⁹ Mundell Robert A., *Monetary Theory*, “Devaluation”, Good Year Publishing Co. 1971, p. 93.

rimientos 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 DEGS, por ejemplo, aún sólo representan un cinco por ciento 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 este 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 déficits o superávits 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 estimado³¹ en \$50 billones de dólares 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

³⁰ Polack Jacques J., Consejero Económico del F.M.I. en conferencia del 13 de noviembre de 1976 en la Universidad de Georgetown. Véase, *Boletín, I.M.F.*, diciembre 13, 1976, p. 360.

³¹ Brown Weir M.

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 acusación³² 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 las 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 impredecible 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 monetarias³³. 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 no será intervenido hasta que libremente 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 si se puede destacar es la importancia de tener conciencia de los procesos económicos y monetarios, tanto internos como externos, que determinan —no sólo 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 posterior³⁴ de ajuste interno.

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

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, Nov. 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.

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 substancias 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 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 déficits 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.

E. 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

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

lo sugiere. Al finalizar el año de 1976 el nuevo régimen 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 déficits, 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 superávits 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 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

³⁶ Polack J.C. *Loc. Cit.* p. 361.

³⁷ Fondo Monetario Internacional, Informe Anual, p. 44.

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 déficits de balanza de pagos como resultado de un exceso de oferta monetaria y a los superávits 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 superávits o déficits cambiarios mediante el manejo de otras variables, como el déficit o el superávit fiscal o como el mayor o menor crédito al sistema financiero.

Para la extensión internacional de la escuela monetarista una tasa de cambio es tan estable o inestable como lo sean —o 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 está 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 déficits o superávits cambiarios han tenido un origen determinado, exclusivamente, por las condiciones de los mercados externos sin que corresponda ninguna responsabilidad a los

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

déficits fiscales o a políticas monetarias expansionistas. Tampoco podría decirse que las políticas monetarias que han acompañado devaluaciones han sido siempre las más conducentes para restaurar un equilibrio en el sector externo. Lo que ocurre, y no sólo 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.

II. EL CASO COLOMBIANO

A. ALTERNATIVAS CAMBIARIAS*

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 factor 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 podría ofrecer, como defensa del cambio libre, las ventajas que significaría 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 me-

* Sobre este tema véase, "¿Qué tanta devaluación?" en esta edición, pág. 51.

diano 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 cambiaria y de reservas no es una de equilibrio sino de desequilibrio, atípica, alejada de las condiciones y tendencias reales de la economía. Por ello es 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, ¿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 rápidamente³⁹ 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?

B. EVOLUCION 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 posguerra afec-

³⁹ Durante 1976 los egresos corrientes alcanzaron \$1.872 millones de dólares mientras que en 1975 llegaron a \$1.888 millones de dólares. Los registros de importación sí aumentaron en más de \$ 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 \$300 millones de dólares a las de 1974. Fuente: Banco de la República.

taron 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%. Ahora bien, si esos ritmos de cambios 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 peso⁴⁰. Esto es particularmente cierto para el año de 1976 cuando la inflación interna llegó al 26% y la devaluación 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 aún 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 descenso⁴¹ 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 se-

⁴⁰ La tasa de cambio real solo aumentó en un 2.7% entre 1967 y 1975. Véase, *Coyuntura Económica*, octubre de 1976, p. 70.

⁴¹ Entre marzo de 1974 y marzo de 1975 las reservas pasaron de \$569 millones a \$345 millones de dólares.

ría 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 importados 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 dio 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.

C. ENCRUCIJADA CAMBIARIA Y MONETARIA

Como durante 1976 se acumularon reservas adicionales por \$603 millones de dólares, 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 en los medios de pago muy probablemente⁴² explicará gran parte del futuro incremento en los

⁴² 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

precios ya que, a pesar de tener inflación por costos, tales aumentos no se pueden mantener si no hay una capacidad adquisitiva creciente 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 al 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 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.

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 éstos. Sobre el tema y para el caso colombiano, véase Francisco Ortega "Política Monetaria y Precios", *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia* editado por Hernando Gómez O., F. Sanclemente, Fondo Cultural Cafetero 1976, p. 191.

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 estabilidad cambiaria? O, ¿como se hizo, preferir⁴³ el fortalecimiento cambiario procurando el control monetario o, ¿Qué es lo prefe-

⁴³ 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.

rible 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 cuanto 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 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.

D. POLITICA DE TRANSICION

El establecimiento de una política de transición parte del diagnóstico de que, al acercarse el nivel de reservas del país a los \$1.500 millones de dólares, como ocurrirá en breve —de continuar el ritmo de acumulación⁴⁴ de enero de 1977— la utilidad marginal de las divisas adicionales probablemente empieza a tener un creciente costo de oportunidad en términos de estabilidad monetaria. Es decir, aunque unas reservas de \$1.500 millones, por ejemplo, no parecen excesivas⁴⁵, el seguir las elevando rápidamente puede significar una ex-

⁴⁴ En los primeros 25 días del mes las reservas aumentaron en \$76.4 millones de dólares.

⁴⁵ 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 los proveedores. Sobre este punto véase el excelente análisis hecho por Fernando Montes en su "El Control y la Financiación de las Importaciones". *Documento preparado para el Primer Simposio sobre Financiamiento Externo*, Febrero de 1977, p. 2, Capítulo III.*

pansión 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 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**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 egresos⁴⁶, como ocurrió durante 1976, sino una en que los \$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 \$2.400 millones de dólares. 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 incrementan 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 crecimiento⁴⁷. 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

* En “*Financiamiento Externo 1977*”, editado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia.

** 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.

⁴⁶ En enero de 1976 las reservas valían \$ 597 millones y los egresos ese año fueron de \$1.872.

⁴⁷ Véase, Eduardo Wiesner, *Loc. Cit.*, p. 51.

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 2.300. Pero tal no parece que será el caso. Durante los primeros 11 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 intermedios⁴⁸.

Para reducir el ritmo de acumulación de reservas existen distintas clases y combinaciones de ajustes posibles. Como ya se vió antes, en esta materia todo depende de las correcciones monetarias y cambiarias que se quiera adoptar. 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

⁴⁸ Fuente: Banco de la República.

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 \$603 millones de dólares. 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 sí 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 imposible⁴⁹.

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%.

⁴⁹ Debe recordarse que Colombia con el Decreto 444 de 1967 fue pionera en el desarrollo de tasas de cambio flexibles.

Podrían las exportaciones no cafeteras⁵⁰ 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 300 millones de dólares en 1978? Esta defensa de la valoración real del peso busca el equilibrio cambiario del largo plazo que, como dice Officer⁵¹, 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 y restricciones cambiarias⁵² 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.⁵³

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 compara-

⁵⁰ 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.

⁵¹ 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.

⁵² A partir de enero de 1963 el Banco de la República intentó mantener una tasa de cambio libre de \$ 9.98 pesos pero, en octubre de 1964, se vió 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.

⁵³ Véase "Qué tanta devaluación?", en esta edición, p. (51).

ción, 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 traída irregular de capital del exterior, acentuando así el problema monetario. Sobra 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 al canzar ese alusivo 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.

E. 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, aún 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 ésta 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 la 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.

III. 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 flexibles. 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 co-

responde 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 la 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.

Capítulo V

**Monetarismo y
Política Cambiaria
en Colombia**

INTRODUCCION

Desde hace ya algún tiempo, en particular desde mediados de 1976, cuando se acentuó el proceso inflacionario, se afirma con frecuencia en Colombia que el "monetarismo" no es la correcta política monetaria que requiere el país. Una y otra vez se argumenta que el carácter aparentemente indomable de nuestra inflación demuestra que la terapia "monetarista" ha resultado equivocada y que, por consiguiente, se debe abandonar ese modelo y buscar otros más eficaces. Estos planteamientos, que no dejan de tener substancial influencia en la política económica que finalmente se adopta, merecen esclarecerse y analizarse cuidadosamente con el fin de precisar su contenido y determinar, en verdad, qué tan "monetarista" ha sido nuestra política monetaria. Para lograr este propósito resulta evidente que se tiene que comenzar por dilucidar qué es el monetarismo y por discutir cuáles son sus tesis sobre, *inter alia*, la inflación, las tasas de interés y sobre las tasas de cambio. Hacer tal análisis es el propósito del presente escrito. Se quiere ver hasta dónde, a partir de la elevación de los precios del café en agosto de 1975, ha sido "monetarista" nuestra política monetaria. Se quiere ver, también en qué forma el esquema monetarista podría o no contribuir a esclarecer nuestra situación y a orientar una solución a nuestros problemas monetarios y cambiarios.

Dados los anteriores objetivos, el presente documento se desarrolla en cinco breves capítulos, además de la presente introducción. En el primero se ofrece un resumen del pensamiento monetarista sobre el origen de los desequilibrios cambiarios. Luego se analiza la posición monetarista respecto a tasas de interés. Como tercer tema se cubren, simultáneamente y en forma integrada, el monetarismo, las

tasas de interés y la tasa de cambio. Este enfoque parte de la muy estrecha interdependencia existente entre los aspectos monetarios —inflación— y la tasa de interés, para efectos de la determinación de la tasa de cambio. Especial énfasis se le da en este capítulo al llamado “teorema de la paridad de las tasas de interés”, por considerarse que su análisis puede contribuir al mejor entendimiento de la situación colombiana. Aunque el tratamiento en estas tres primeras partes es esencialmente teórico, no se excluyen observaciones adscribibles al caso colombiano para así evitar la pura especulación abstracta.

El cuarto capítulo, que hace referencia específica al caso colombiano, se divide en cuatro secciones. En la primera se analiza lo que hubiera sido el desarrollo de los hechos y de la política monetaria si, al presentarse el alza en los precios del café, se hubiese seguido una política monetarista. La segunda sección cubre, en forma resumida, el desarrollo de los hechos y de la política efectivamente seguidos por las autoridades monetarias. En la tercera sección se hace un análisis de la coyuntura actual, mientras que en la cuarta se examina su perspectiva de mediano plazo, explorando qué desarrollos son previsibles dentro de una línea de política monetarista y, alternativamente, dentro de una línea de política mixta, que tenga en cuenta las muy especiales y atípicas características de nuestra situación. Finalmente, el quinto resume los planteamientos hechos e intenta derivar condiciones de carácter general.

Un último comentario debe hacerse. Este escrito no es una apología del monetarismo. Dificilmente la necesitaría. Tampoco pretende enjuiciarlo o ser una crítica de sus postulados. Es, ante todo, un intento de precisar, clínicamente, el contenido de algunos de sus planteamientos y de ver su posible vigencia y utilidad para entender y resolver mejor el caso colombiano.

I. MONETARISMO Y TASA DE CAMBIO

Conviene señalar, desde un comienzo, que para el monetarismo no existen problemas cambiarios. No existen, al menos, como causa primaria o determinante de un proceso de devaluación o de inflación acelerada. Cuando existen problemas de tasa de cambio o de rápido aumento de los precios lo que se presenta es una causa monetaria actuando sobre el frente cambiario, y no viceversa. Es por ello que el monetarismo sostiene que la devaluación proviene de la inflación, no ésta de aquella. Johnson afirma que “la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario”¹. Cuando la oferta monetaria

¹ Véase Johnson Harry G., “World Inflation, the Developing Countries and An Integrated Programme of Commodities” en *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro Roma, Diciembre 1976, p. 307.

crece más rápidamente que la demanda por dinero el inevitable resultado de tal exceso de liquidez será una presión sobre la tasa de cambio. Esto en razón de que al aumentar la cantidad nominal del dinero la gente determinará la proporción real de los saldos efectivos que desea mantener, haciendo el ajuste² por medio del índice de precios. Su mayor demanda por bienes nacionales e importados conducirá, junto con la resultante inflación doméstica, a un déficit cambiario. La tasa de cambio será presionada para que se devalúe y así, finalmente, se restaurará el equilibrio entre la oferta y la demanda por dinero.

Si la situación es la contraria, la de un déficit de liquidez —cuando la demanda por dinero excede la oferta del mismo— habrá una presión para revaluar, vía una menor demanda por bienes nacionales e importados, que se traducirá en una menor presión sobre los precios y, eventualmente, en un superávit cambiario. Se tiene entonces que “déficits o superávits persistentes en la balanza comercial, así como constantes devaluaciones o revaluaciones 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”³.

Cuando el régimen cambiario existente es uno de tasas de cambio fijas y se desea mantener una determinada paridad, el manejo de la política monetaria frente a superávits o déficits en la balanza comercial, se vuelve muy difícil sino imposible. Con la limitante de no dejar variar el precio del dinero —mediante devaluación o revaluación— la política monetaria se ve obligada a controlar los excesos o déficits de liquidez con medidas exclusivamente internas sobre cuya efectividad los monetaristas tienen grandes dudas. Ellos, por ejemplo, afirman que es imposible esterilizar excesos de liquidez mediante políticas compensatorias, como sería un superávit fiscal. Así, su posición es la de que el tipo de cambio debe ser perfectamente flexible de tal manera que la política monetaria no sea intervencionista y pueda concentrarse en su tarea principal, cual es procurar crecimiento y empleo, “evitando que la moneda o el dinero se convierta en una fuente de disturbios”⁴. El monetarismo es, entonces, librecambista y, como es obvio, está a favor de las tasas de cambio flexibles.

Esta forma de apreciar la tasa de cambio es lo que se denomina el enfoque monetarista sobre la balanza de pagos⁵. Su importancia

² Véase Johnson Harry G., “Is there an Optimal Supply of Money”: *Further Essays in Monetary Economics*, Cambridge: Harvard University Press, 1973, p. 137.

³ Véase “Reservas Internacionales y Política Cambiaria”, pág. 69.

⁴ Véase Friedman Milton, “The Role of Monetary Policy” en *The Optimum Quantity of Money*. Chicago: Aldine Publishing Company, 1970, p. 106.

⁵ Una excelente síntesis de este enfoque la ofrece Harry G. Johnson en su “The Monetary Approach to Balance of Payments Theory” en *Further Essays in Monetary Economics*, Cambridge, Harvard University Press, 1973, p. 229.

analítica y práctica es muy grande. Basta apreciar cómo bajo esta visión el problema de hallar la “correcta” tasa de cambio o el “adecuado” ritmo de variación se convierte en un problema previo que es el determinar el crecimiento de la oferta monetaria compatible con un crecimiento de la demanda por dinero, que signifique una determinada presión —o falta de presión— sobre la tasa de cambio. Es decir, que si lo que se quiere es controlar la variación en la tasa de cambio la atención debe recaer no tanto en ella misma como en las demás condiciones de la economía, en particular en los aspectos monetarios. Como dice Friedman “la inestabilidad en la tasa de cambio es un síntoma de inestabilidad en la subyacente estructura económica”⁶.

Si, como es el caso colombiano durante 1976 y 1977, se presenta súbitamente un exceso de oferta de divisas —lo que equivale a un exceso de demanda por dinero doméstico, es decir, pesos— lo indicado es dejar que el precio del peso suba en términos del dólar, para así evitar que se rompa el equilibrio —o se agrave el desequilibrio— entre la demanda y la oferta por dinero. El dejar que el precio del peso suba en términos del dólar es lo mismo que revaluar. En síntesis, la recomendación monetarista es la de revaluar cuando se enfrenta una situación de superávit cambiario. En nuestro caso, tal revaluación habría resultado del abandono del control de cambios y, por consiguiente, de la eliminación de la obligación de emitir primariamente para adquirir las reservas y para sostener el precio del peso. Esta habría sido la forma “monetarista” de evitar el surgimiento, o recrudescimiento de un desequilibrio entre la oferta y la demanda monetaria.

El monetarismo recomienda la revaluación pues es la que evita la búsqueda del control del exceso de liquidez a través del manejo de las variables que determinan la oferta monetaria. No creyendo que sea factible tal manejo de flujos compensatorios sin que resulte una inflación, el monetarismo rechaza cualquier solución distinta a dejar que el precio del dinero varíe libremente. Si no se puede controlar la cantidad del dinero, dice R. Mundell⁷, la única alternativa es dejar variar su precio. Como solo hasta la promulgación de la Resolución 25 la política monetaria colombiana de 1975 y de 1976 buscaba más controlar la cantidad del dinero que dejar variar su precio, no se puede concluir, en un sentido estricto, que tal política era monetarista. Los esfuerzos de los dos últimos años por controlar la inflación no corresponden a las recomendaciones que habría hecho el análisis monetarista. Por eso no se puede decir que ha fracasado el monetarismo.

⁶ Véase su *Essays in Positive Economic*, “The Case For Flexible Exchange Rates”, Chicago: The University of Chicago Press, 1953, p. 158.

⁷ Véase su *Monetary Theory*, Pacific Palisades, California, Good Year Publishing Co., 1971, p. 93.

mo. ¿Cómo podría haberlo hecho si, hasta ahora, no se había intentado aplicarlo? Por otra parte, sin embargo, tampoco podría afirmarse que el monetarismo sería, necesariamente, la solución indicada.

II. MONETARISMO Y TASA DE INTERES

Para el monetarismo la tasa de interés no es el precio del dinero, como comúnmente se afirma. Para el monetarismo la tasa de interés es el precio del crédito mientras que el precio del dinero es la inflación. Esta distinción entre precio del dinero y precio del crédito es básica y el no tenerla presente conduce a pensar que, cuando abunda el dinero, se reduce la tasa de interés y que cuando aquel es escaso ésta tiende a aumentar. Lo contrario es lo que es cierto. "Cuando la cantidad del dinero ha venido creciendo rápidamente las tasas de interés tienden a elevarse; cuando la cantidad del dinero decrece, o crece muy lentamente, las tasas de interés tienden a reducirse⁸. Así, bajas tasas de interés son un síntoma de que la política monetaria ha sido restrictiva mientras que altas tasas de interés indican que tal política ha sido expansionista⁹.

La razón por la cual es entendible que se piense que un incremento en el ritmo de aumento de la cantidad de dinero debe producir una reducción en la tasa de interés, es la tradicional forma de ver el efecto que sobre el precio de un bien tiene el que éste sea menos escaso: su precio tiende a bajar. Es posible que esto ocurra, aún en el caso del dinero, pero solo inicialmente. Es factible que, en el muy corto plazo, se logre una reducción en la tasa de interés mediante un incremento en la oferta monetaria, pero éste no será el resultado después de algún tiempo. Una vez que el efecto de mayor liquidez haya inducido a la gente a mantener en efectivo una mayor cantidad de dinero, solo a menores tasas de interés, otros dos efectos, el "ingreso" y el de "anticipaciones", llevara las tasas de interés a mayores niveles que los existentes, antes de que se aumentara la oferta monetaria. El primero de estos dos últimos efectos se traducirá en un aumento del ingreso que elevará la "preferencia por la liquidez" y, por consiguiente, las tasas de interés y también los precios. Si la gente "anticipa" que el alza en los precios continuará, demandará aún mayores préstamos, así sea a mayores tasas de interés y mantendrá un más alto nivel para éstas. El resultado final es que, aunque las tasas nominales de interés aumentan, el ritmo de inflación lo hace más rápidamente, quedando las tasas reales cercanas o por debajo de cero, mientras que las nominales apenas si se acercan a la velocidad de in-

⁸ Friedman Milton, "Factors Affecting the Level of Interest Rates", en *Proceedings of the 1968 Conference on Savings and Residential Financing*, United States Savings and Loan League, p. 65.

⁹ Friedman Milton, *The Optimum Quantity of Money*, Chicago: Aldine Publishing Co., 1970, p. 100.

cremento de la inflación. El monetarismo, frente a esta situación, recomienda¹⁰ reducir, gradualmente, la tasa de expansión de la oferta monetaria y dejar que las tasas de interés las fije libremente el mercado para que sean reales.

En Colombia, la política de altas tasas de interés de 1975 y 1976 así como la idea de reducir la función creadora de créditos de fomento del Banco de la República eran esquemas de carácter monetarista. En nuestro caso, curiosamente, entre más rápida era la inflación y más se elevaban las tasas nominales de interés, mayor preocupación comenzó a surgir por el efecto supuestamente inflacionario de las mismas. Se empezó a pensar que las tasas de interés generaban la inflación y no viceversa. Tan entendible confusión se deriva del hecho de que aparentemente esos costos financieros "tan elevados" inhiben la inversión y descapitalizan a las empresas. Pero se olvida que, en términos reales, tales tasas son casi negativas. La verdad es que la inflación es la que genera las altas tasas de interés. En un mercado libre de capitales, el precio del dinero es la inflación. El tener dinero pierde precio a medida que sube el nivel de precios. Por eso, bajo inflación se acelera la velocidad del dinero y se evita el tener liquidez improductiva y, claro está, tienen éxito los cuasidineros. La tasa de interés se vuelve el precio del crédito; es decir, el precio de los recursos captados y colocados en el mercado del dinero o del capital. La inflación se vuelve el precio del dinero.

La experiencia colombiana es por demás interesnate de analizar en particular cuando se observan los esfuerzos para bajar las tasas de interés con el fin de fomentar la producción y de aliviar la presión inflacionaria. Como una proporción creciente de los recursos del crédito se originan en dineros "comprados"* a través de distintos tipos de certificados o documentos, resulta casi imposible bajar las tasas de colocación sin bajar las de captación. Si se bajan las tasas pasivas se estimula el mercado extrabancario y, aparentemente, se reducen las disponibilidades para inversión. Además, ¿cómo atraer al ahorrador con bajas tasas de captación cuando el rendimiento real, ajustado por inflación, le daría tasas casi negativas?

Esta dependencia entre las tasas activas y pasivas de interés es un avance en el mercado financiero colombiano. Esa dependencia hace difícil volver a sistemas en que el Banco Central era el proveedor de crédito "barato" a tasas reales evidentemente negativas, lo cual tenía un serio efecto sobre la asignación de recursos. El regresar, así sea parcialmente, al crédito "barato", de fomento, para

¹⁰ Véase Mundell Robert A., "The Problem of Stopping Inflation" en *Monetary Theory*. Pacific Palisades, California, Good Year Publishing Co., 1971, p. 71.

* El crecimiento de los certificados de depósito a término ha sido muy rápido en los últimos tres años. De representar un 5.78% del total de los recursos pasivos de los bancos en diciembre de 1974, han llegado a constituir un 10.72% en mayo de 1977.

combatir la inflación con mayor producción, es entendible como una medida de emergencia frente a la lentitud con que reacciona la oferta por el lado productivo, pero, a la larga, poco contribuirá a mitigar la presión inflacionaria.

III. MONETARISMO, TASA DE INTERES Y TASA DE CAMBIO

Junto con la teoría cuantitativa del dinero —en su versión revisada¹¹ y la doctrina de la paridad de las capacidades adquisitivas de las distintas monedas, (Purchasing Power Parity Doctrine), el teorema de la paridad de las tasas de interés y la hipótesis sobre expectativas de inflación constituyen los elementos básicos de lo que se podría llamar la concepción monetarista de la determinación de una tasa de cambio.¹² Por razones de brevedad los párrafos siguientes se concentrarán en los dos últimos componentes de la determinación de la tasa de interés, a saber: el teorema de la paridad de las tasas de interés y la hipótesis sobre expectativa de inflación.

En síntesis, el concepto de la paridad de las tasas de interés dice que el rendimiento real de los activos de capital tiende a ser igual en todo el mundo, independientemente de la moneda en que se denomine ese activo. Esta tendencia —no esta realidad en un momento del tiempo— se expresa a través de los diferenciales entre tasas de interés entre países y la forma como las respectivas tasas de interés “anticipan” futuras tasas de cambio, en función de tasas de inflación presentes y esperadas. De esta forma las diferencias internacionales en tasas de interés nominales reflejan tan solo diferencias nacionales en cuanto a perspectivas de inflación. La tasa de cambio, si está libremente determinada, irá ajustando las tasas de interés para que ellas tiendan a igualarse en cualquier moneda y bajo cualquier ritmo de inflación.

Una forma de ver el teorema de la paridad de las tasas de interés es a través del diferencial entre la tasa de cambio, presente y futura, en comparación con el diferencial entre la tasa interna y externa de interés¹³. Así:

$$\frac{F - S}{S} = RD - RF$$

¹¹ Véase Friedman M., “The Quantity Theory of Money: A Restatement”, en *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, Aldine Publishing Co., 1969, p. 51.

¹² Los otros dos componentes inicialmente considerados son: a) La diferencia entre tasas nominales y tasas reales de interés y b) la supuesta eficiencia de los mercados. Para una excelente discusión sobre el modelo monetarista para determinar tasas de cambio, véase Thomas M. Humphrey, “A Monetarist Model of Exchange Rate Determination” en *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, Vol. 63, No. 1, enero y febrero de 1977, p. 3.

¹³ Véase Aliber Robert Z., “The Interest Rate Parity Theorem, A Reinterpretation”, *Journal of Political Economy*, November, 1973, p. 1451.

Donde F es la tasa de cambio futura; S es la tasa de cambio corriente o del momento, R_d es la tasa doméstica de interés y R_f es la tasa externa de interés. Como es fácilmente apreciable se pueden presentar distintos tipos de situaciones. Si la tasa de cambio está libremente determinada y no existe diferencia alguna entre la tasa presente y la futura, entonces, las tasas de interés, interna y externa, tenderán a igualarse. Los flujos de capital, actuando en un mercado libre, se encargarán de fortalecer esa tendencia. Por otra parte, la existencia y persistencia de diferencias entre las tasas de interés significará que habría presión para devaluar o revaluar. Si la tasa doméstica de interés esperada excede la externa tal situación exigirá que la tasa de cambio futura esperada exceda la presente. Solo el diferencial de tasas de interés mantiene la disparidad entre las tasas de cambio presente y futura.

La pregunta más interesante de explorar tiene que ver con una hipotética relación de causalidad entre los dos lados de la igualdad*. ¿Es el diferencial de las tasas de interés lo que determina el diferencial de las tasas de cambio? O, por el contrario, son los diferenciales en la tasa de cambio los que determinan las disparidades en las tasas de interés? La forma de abordar estas dos preguntas es recordando que muy probablemente la inflación sería la causa primaria de que existiese presión para devaluar; ella sería la causa determinante de que la tasa de cambio futura excediere la presente. Y solo un control de cambios podría, temporalmente, mantener sobrevaluada la tasa de cambio. Como la inflación iría acompañada de altas tasas de interés —recordando que cuando la oferta monetaria crece en exceso las tasas de interés no bajan sino que suben— se tendría, entonces, que el margen en que la tasa interna de interés excede la externa es la expresión de la inflación aún no corregida por devaluación. Ese es el margen, también, en que la tasa de cambio futura excede la tasa de cambio presente.

Si la inflación llega a ser controlada y cede su ritmo como consecuencia de la restauración del equilibrio monetario, la tasa interna de interés nominal tenderá a bajar —recordando que bajas tasas de interés son el síntoma de que la política monetaria ha sido restrictiva— y, así, gradualmente, también se irá reduciendo el diferencial en las tasas de cambio, pues cada vez sería menor aquella parte de la inflación que está implícita en una tasa de cambio sobrevaluada. La clave del proceso, como se ve, radica en el control de la inflación o, lo que es lo mismo, en el control del equilibrio monetario. Al ceder la inflación cederán las tasas de interés. Esta es la secuencia del proceso.

El significado de este planteamiento es muy grande para el caso colombiano, donde se tiene una tasa de interés interna que excede la externa y donde la inflación de los últimos 16 meses —desde enero

* Esta es, en realidad, una identidad *ex post* o, una condición de equilibrio.

de 1976 a abril de 1977 — habiendo sido del 50%, no ha sido incorporada a la tasa de cambio sino en mínima parte. La pregunta que surge es por demás intrigante. ¿Ese diferencial de tasas de interés es mantenido por una tasa de cambio sobrevaluada? Y si esto es así, por qué el capital, siguiendo los postulados monetaristas, no abandona el peso y presiona una devaluación? Por qué no se cumple, aparentemente, el teorema de la paridad de las tasas de interés? Lo lógico sería que, no habiéndose devaluado sino en un 13% en los últimos 16 meses, cuando la inflación en ese mismo período ha sido del 50%, la demanda por divisas fuera tal que forzara la devaluación o que la tasa de cambio futura excediera en mucho la presente. Pero esto no es lo que parece estar ocurriendo. Al menos en el corto plazo. Por ahora, se puede mantener la tasa de cambio a un nivel en el que no tiene corrección por inflación. Por ahora se puede mantener una tasa de interés interna que excede la externa, sin que haya especulación contra el peso. Todo ello, en función del creciente superávit cambiario que parece dar margen, en el corto plazo, para absorber estas anomalías cambiarias y de tasas de interés. Pero, ¿hasta cuando durará esta situación? No hay duda que llegará el momento en que la tasa de cambio tendrá que absorber la inflación ya ocurrida. ¿Ocurrirá esto cuando comiencen a ceder los precios del café en la segunda mitad de 1978, agravando entonces la situación cambiaria que se presentará?

IV EL CASO COLOMBIANO

A. ALTERNATIVA MONETARISTA

El haber seguido una política monetarista frente al alza en los precios del café en la segunda mitad de 1975 habría significado, para comenzar y como punto básico, el abandono del control de cambios y una resultante revaluación del peso. Los desarrollos posteriores habrían sido muy similares a los siguientes. A medida que se generaba el superávit cambiario el sector privado habría ido acumulando dólares y el precio de la divisa, libremente determinada por el mercado, habría comenzado a descender. El Banco de la República no habría comprado reservas evitándose así el problema de emitir para pagarlas y solo si se hubiese querido ponerle un piso mínimo a la revaluación esta entidad no habría intervenido el mercado de divisas. El sector cafetero, por su parte, habría recibido un cuantioso ingreso adicional, a pesar de la revaluación. Las importaciones habrían aumentado como respuesta al menor precio del dólar. Las exportaciones distintas al café habrían visto reducidas sus posibilidades de competir en el exterior. En general, la política monetaria, suponiendo un razonable manejo de la política fiscal, habría tenido un mejor control de la base monetaria y de los medios de pago. En síntesis, se habría alcanzado una mayor estabilidad de precios.

En cuanto a tasas de interés, estas habrían mantenido una estrecha relación con las del exterior. El exceso de oferta de dólares se habría repartido entre las posibilidades de inversión en pesos, con una determinada tasa de interés, y las posibilidades de inversión en el exterior, con su correspondiente tasa de interés. El precio libre del dólar, en proceso de descuento, habría actuado como otro regulador de las diferencias entre las tasas internas y externas de interés. El nivel máximo de descenso del precio del dólar lo habrían determinado tanto las oportunidades de inversión dentro y fuera del país, como las respectivas expectativas de inflación para Colombia y el exterior. Si las tasas de interés en el exterior hubieran resultado más altas que las internas, la demanda por divisas mitigaría y hasta detendría el ritmo de revaluación. Si las tasas internas de interés resultaren más altas que las externas, se aceleraría el ritmo de revaluación. Si la expectativa de inflación interna fuera mínima, es decir, si el inversionista no temiera una eventual devaluación, se acentuaría la oferta de divisas y se afirmaría la tendencia revaluacionista, hasta el punto en que las diferencias en las tasas de interés fueran mínimas y la tasa de cambio hubiera encontrado su equilibrio en el mercado de la oferta y la demanda por el dólar. Este mercado, a su vez, habría estado determinado, básicamente, por el manejo que se le hubiese dado a la oferta monetaria interna.

Mirada así, esta alternativa monetaria resulta muy atractiva y solamente cuando se examinan los siguientes dos factores, entre otros, es que se entiende por qué ella no fue, en su momento, la política adoptada. En primer lugar, no se sabía, ni era fácil predecirlo, cuánto tiempo duraría el alza de los precios del café y a qué niveles ellos llegarían. Por ello se pensó que era factible el ir controlando la expansión de la oferta monetaria. En segundo lugar, sí se sabía que el alza de los precios del café no había producido ninguna nueva y permanente ventaja en la capacidad del país de competir en el exterior. Por ello revaluar no podía parecer lo indicado. Se intentó, entonces, por una parte, no revaluar para ganar las reservas y, por otra, controlar la oferta monetaria para evitar la inflación. Se ganó lo primero y se perdió lo segundo. Tenemos reservas pero también tenemos inflación.

Antes de pasar a examinar la política económica y cambiaria efectivamente seguida debe anotarse como la ruta "monetarista" no habría estado exenta de un alto costo, representado por la vulnerabilidad del país frente a su sector externo, pues en todo momento habría dejado expuesta su tasa de cambio a la predicción del mercado privado sobre los precios del café. Apenas se hubiera anticipado que estos fueran a empezar a descender los tenedores de dólares habrían visto mejoradas sus expectativas de inversión en el exterior y habrían precipitado una rápida devaluación del peso que, sin reservas ni tiempo para otros ajustes, tendría que llegar hasta donde el mercado

libremente lo determinase. La tasa de interés en el exterior aparecería aún más atractiva como resultado tanto de la expectativa de la inflación interna —si no se devaluaba— como de la expectativa de la devaluación misma. Bajo cualquiera de las dos alternativas se presentaría una fuga de divisas y una crisis del peso. El riesgo de esta posibilidad está implícito como un costo, quizás el más fundamental, de la alternativa monetarista.

B. POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Habiendo las autoridades monetarias del país decidido no revaluar en agosto de 1975 ni durante 1976, se estableció una política de control a la expansión de la oferta monetaria con base en los siguientes elementos: a) altos encajes bancarios, b) operaciones de mercado abierto, c) equilibrio fiscal, d) incentivos a las importaciones, e) incentivos al endeudamiento interno. Todo buscaba restarle liquidez excesiva a la economía. Dada la relativa incertidumbre sobre la durabilidad del alza en los precios del café y con el fin de no desestimar las exportaciones menores y confiando en el éxito del esfuerzo de las medidas contraccionistas, se llevó a cabo durante 1976 una devaluación moderada del 10%.

Como se había adoptado desde 1975 una política de altas tasas de interés y el ritmo de devaluación se redujo en 1976, el atractivo de aprovechar el crédito externo con bajas tasas de interés fue muy grande. Como consecuencia, el endeudamiento comercial externo de corto plazo creció rápidamente haciendo aún más difícil el manejo de la oferta monetaria. Frente a este problema la autoridad monetaria decidió, en octubre de 1976, mediante la Resolución 67, fijar un tope al endeudamiento privado comercial externo así como encajes sobre las exigibilidades en moneda extranjera. Este encaje, así como el tope de endeudamiento, actuaron como un sustituto parcial a la alternativa de devaluar más rápidamente para reducir el diferencial de tasas de interés.

La expansión de los medios de pago durante 1976 fue lenta, en un comienzo —como resultado del exceso de liquidez acumulando en el último trimestre de 1975— pero en la segunda mitad de 1976 y, en particular, en los últimos tres meses del año los medios de pago se desbordaron. El 69% del aumento del 35.2% de los medios de pago del año pasado ocurrió en el último trimestre. Por otra parte, el incremento de las reservas internacionales representó un 75% del incremento en el dinero base, configurándose así una expansión monetaria determinada primordialmente por el frente cambiario. El intento de controlar la expansión fue formidable. Basta señalar que la base monetaria creció más (41.5%) que los medios de pago (35.2%) dando origen a un multiplicador en descenso.

El año de 1977 se inició con una aceleración de la acumulación de reservas. En enero de 1977 el país acumuló \$80.1 millones de dólares en reservas mientras que en ese mismo mes, en 1976, lo había hecho en \$62.0 millones de dólares. Y para el primer trimestre de 1977, las reservas habían crecido en \$275 millones de dólares frente a \$63.7 millones en el mismo período del año pasado. Frente a esta situación el gobierno estableció, primero, en encaje marginal del 100% a las exigibilidades en moneda legal (Resolución 2) y, luego, en abril 22, mediante la Resolución 25, introdujo la primera modificación substancial al régimen de cambios que venía vigente desde 1967, cuando fue promulgado el Decreto 444. La inminencia de este tipo de medida era previsible y había sido anticipada¹⁴. Más adelante y solo un mes después, el 25 de mayo, la autoridad monetaria expidió la Resolución 32 dándole una vigorosa utilización a los instrumentos creados en la Resolución 25.

Con la Resolución 25 se dijeron muchas cosas. Primero, el que la predicción monetarista de que una presión para revaluar no puede ser resistida con éxito con medidas compensatorias, se cumplió. En verdad no se pudo evitar la excesiva expansión monetaria. Tal como se vió en el modelo teórico expuesto, cuando un país enfrenta un exceso de divisas, bien por tasas de interés más atractivas que las del resto del mundo o bien por mejoría en sus términos de intercambio —como sería el caso colombiano— la alternativa indicada es revaluar. La segunda predicción monetarista también se cumplió: al no revaluar surgió la inflación. Efectivamente, tanto la inflación de 1976 como la del primer trimestre de 1977 confirmaron la certeza de tal predicción.

Como las tasas internas de interés del país siguen siendo muy altas y aún se mantiene un control de cambios y además se ha frenado el ritmo de devaluación no le es fácil al mercado actuar en contra de nuestra moneda colombiana. Aunque el capital advirtiera que ha habido una aguda inflación del 50% entre enero 1o. de 1976 y abril 30 de 1977, lo cual, normalmente, y dentro del esquema monetarista¹⁵ significaría una eventual devaluación correctiva, no se presenta aún una presión sobre el peso o, lo que es lo mismo, un exceso

¹⁴ En el Primer Simposio sobre Financiamiento Externo, celebrado en Medellín en febrero de este año, se había anotado que si se aceleraba la acumulación de reservas por encima de los \$1.500 millones de dólares "la utilidad marginal de las divisas adicionales probablemente empezaría a tener un creciente costo de oportunidad en términos de estabilidad monetaria. . . y", por ello, se debería buscar un nuevo esquema cambiario *ad hoc* y transitorio que no significare una automática emisión para la compra de reintegros. Véase "Reservas Internacionales y Política Cambiaria" pág. 65.

¹⁵ Dentro de la "Purchasing Power Parity Doctrine", (PPP), toda inflación interna, sin que haya cambios en los factores reales de la economía, debe eventualmente encontrar su expresión en una devaluación. Esta es la forma de que cada moneda mantenga su verdadero valor con respecto al resto del mundo.

de demanda por divisas. El capital monetarista sabe que la tasa de interés en Colombia, aunque más alta que la del exterior no lo es realmente en la magnitud que su diferencia aritmética indica, pues la corregirá con la inflación realizada y por la devaluación potencial que ella conlleva. Sin embargo, todavía tal fenómeno no se traduce en una variación de la expectativa del inversionista monetarista pues, por ahora, puede correr el riesgo de seguir trayendo capital al país, ya que se le dice oficialmente que no habrá devaluación. Además, es fácil para él ver que las reservas podrían sostener la presión por devaluar durante algún tiempo. Por todo esto, el mecanismo de igualación de las tasas de interés no puede actuar libremente, al menos por ahora. Pero lo importante es analizar cuando sí lo hará, cómo será el proceso inverso, ya no el de revaluación sino el de devaluación.

C. LA COYUNTURA ACTUAL

En esencia, la Resolución 25 creó nuevos e ingeniosos instrumentos de política cambiaria y monetaria orientados a permitir una revaluación sin tener que abandonar el control de cambios. Estos instrumentos fueron: a) el plazo que se fija para convertir a pesos los certificados de cambio, b) el porcentaje de descuento que se establece para la conversión inmediata y c) el precio base del certificado sobre el cual se calcula el descuento. En su primera versión, la utilización de estos mecanismos puede calificarse de tentativa, pero con la Resolución 32 se les dió una vigorosa aplicación y se expresó, inequívocamente, una línea revaloracionista a la futura política cambiaria. La elevación del plazo y del descuento eran previsibles aunque no tan a corto plazo ni en forma combinada. El que se haya tomado la medida conjunta indica la urgencia con que se quiere poner freno a la expansión monetaria y a la inflación. De no tener éxito la Resolución 32 es razonable anticipar que antes de fin de año los plazos de convertibilidad y el descuento serán nuevamente incrementados. Es posible, inclusive, que como último recurso, se piense en prohibir la venta de los certificados a los importadores para que éstos, dentro del plazo del descuento, tengan que ir a comprar reservas al Banco de la República. Con esta restricción a la negociabilidad de los certificados la contracción sería muy severa, pues se postergaría en 90 o más días la emisión por reintegros y, simultáneamente, se reduciría liquidez por la venta de divisas para giros al exterior.

Ahora bien, ¿es esta política "monetarista"? ¿No recomendaría el monetarismo¹⁶ devaluar para "corregir" la sobrevaluación de la tasa de cambio? Pero, y si se devalúa, ¿cómo controlar la expansión

¹⁶ Debe reconocerse que, en un sentido estricto, el monetarismo solo recomienda corregir la inflación con devaluación cuando aquella no ha ido acompañada de una modificación -mejoría- en los sectores reales de la economía. La pregunta aquí es si el alza en los precios del café es o nó, y hasta qué punto una mejoría permanente en el sector real del café.

de los medios de pago cuando ya se ha visto que la contracción secundaria es insuficiente?

En realidad no existe respuesta fácil a los anteriores interrogantes. El monetarismo, frente a un superávit cambiario recomienda revaluar y frente a una inflación también recomienda devaluar. En Colombia se dan las dos circunstancias, superávit cambiario e inflación. ¿Qué hacer?

Si se hubiera revaluado desde un comienzo, el problema actual no sería de inflación sino de reservas¹⁷. Como se optó por acumularlas se tuvo que pagar el precio de la inflación. Como no se ha ajustado la tasa de cambio por esa inflación en verdad se ha revaluado el peso. ¿Es esa revaluación implícita un sustituto de la otra devaluación formal? Desde luego que, aunque son fenómenos similares, no equivalen a lo mismo pues tanto el proceso para llegar a ellos como sus efectos son muy distintos. La respuesta de las exportaciones y de las importaciones, por ejemplo, es diferente si se reduce la tasa nominal de cambio que si se la mantiene fija y se deja que el índice de precios actúe a manera de devaluación. Si se revalúa nominalmente, es decir, si oficialmente se reduce el precio del dólar, el efecto sobre el exportador es inmediato y directo mientras que si tal revaluación ocurre por la vía de los precios internos es posible que sus costos —los propios de sus industria— no suban al mismo ritmo de la inflación y, por lo tanto, le queda algún margen de incentivo para exportar. El efecto sobre las importaciones es similar. Si se baja el precio en pesos del dólar estas se incrementarán más rápidamente que si los precios internos, al subir, hacen más atractivo comprar en el exterior. Además, en un caso se afecta por igual el precio de todos los bienes y servicios mientras que en el otro las variaciones en los precios no necesariamente serán iguales.

La revaluación que desde un principio habría recomendado el monetarismo, no se hizo. Es oportuno hacerla ahora —y en caso afirmativo hasta qué punto— cuando también ha tenido lugar una inflación del 50% entre enero de 1976 y abril de 1977? Este es el interrogante básico que preocupa ahora y que hasta fines de 1978 exigirá la atención de la política cambiaria y monetaria del país.

Es concebible que el monetarismo recomendaría devaluar ahora siempre y cuando la perspectiva de un superávit cambiario hubiese desaparecido del panorama. Esto, pues su argumentación podría ser la de que la inflación derivada de no revaluar habría llevado al país a una sobrestimación de su tasa de cambio y, paralelamente, a una mayor demanda por importaciones, todo lo cual, finalmente, resul-

¹⁷ Se parte del supuesto de que si las reservas no las adquiere el Banco de la República sino los particulares, el peso resulta más vulnerable a la inestabilidad de los mercados externos.

taría en la eliminación del superávit cambiario y en el surgimiento de un eventual déficit cambiario. El devaluar, en ese momento, sería la forma de alcanzar un equilibrio en el precio del dinero. Pero tal no es nuestro caso, donde, a pesar de la inflación interna, la perspectiva que se tiene es de aún mayor superávit cambiario. Por ello resulta atractiva la alternativa de revaluar. Hacerlo para conjurar la inflación en su origen más evidente.

En resumen, tanto la Resolución 25 como la 32 son "monetaristas". Hasta su expedición, la política monetaria no había sido "monetarista" pues era una política que buscaba evitar la inflación sin tener que dejar variar el precio del dinero. En ese esfuerzo no se tuvo éxito, pero no se debe olvidar que, como dividendo, se acumularon reservas por más de \$1.600 millones de dólares. El "monetarismo" más ortodoxo diría, sin embargo, que la inflación no era necesaria para acumular las reservas; que si ella se produjo fue por la decisión de que quien adquiriera las reservas fuera del Banco de la República y no los particulares. Si hubiesen sido estos últimos los compradores —tenedores— de las reservas no habría sido necesario la emisión para financiar tal acumulación de reservas. Por esto, dentro de este orden de ideas, se puede pensar que la Resolución 32 implica una aceptación de que, en adelante, el sector privado comience a ser tenedor, de parte al menos y por un período de tiempo prefijado, de las futuras reservas que se acumularán.

D. PERSPECTIVA CAMBIARIA Y MONETARIA

Las perspectivas cambiaria de los próximos seis meses, hasta fines de 1977, estará caracterizada por una tendencia revaluacionista. La Resolución 32 induce a pensar que el gobierno llevará la revaluación hasta donde sea necesario para controlar el crecimiento de los medios de pago y la inflación. ¿Pero cuál sería ese nivel? ¿hasta qué nivel se revaloraría el peso si se dejare el proceso en manos del cambio libre? Con seguridad ya no se llegaría al nivel que habría alcanzado hace dos años pues la inflación, desde entonces, elevó el piso al cual podía descender el peso del dólar. En todo caso, el ritmo de la revaluación estará determinado, inicialmente, por la Resolución 32 y, posteriormente, por las medidas complementarias que se dicten sobre plazo, descuento y negociabilidad de los certificados. La velocidad con que se tomen nuevas medidas y su severidad restrictiva van a depender, por una parte, de cómo se comporten los medios de pago y los precios en el tercer trimestre del año, y por otra, de cómo se presente la perspectiva de precios internacionales del café, una vez haya pasado el período de heladas en el Brasil. La observación y evaluación de estos desarrollos llevará al país a fines de 1977. A partir de entonces y suponiendo que no ocurra una nueva helada a mediados del presente año, la perspectiva cambiaria de 1978 no se vislumbra como una de revaluación.

Al iniciarse el año de 1978 la tendencia alcista de los precios del café comenzará a moderarse y es bien probable que la inminencia de su descenso desplace la atención de la política económica, concentrándola ya no en la revaluación del peso sino en la protección del superávit cambiario. Es decir, la tendencia revaluacionista tendrá una vigencia tan larga como estable sea el actual nivel de precios del café. Al observarse que éstos comienzan a declinar, la prioridad de revaluar sería substituida por la de proteger el peso contra la especulación y por el interés de fortalecer las exportaciones menores. No es anticipable, entonces, que el país vaya a estar revaluando su peso por mucho tiempo.

En cuanto a la perspectiva inflacionaria de corto plazo se puede anticipar que la presión alcista de los precios durante los próximos seis meses se reducirá más allá de la estacionalidad establecida para los segundos semestres de cada año. A pesar de tal moderación la inflación para 1977 no será inferior al 36%.

Y ¿cuál es la perspectiva inflacionaria para 1978? Por el lado de la demanda la tasa de inflación de 1978 estará determinada por la efectividad del alcance contraccionista de las medidas revaluacionistas de 1977 y por una variable que tendrá gran importancia a fines del presente año, el crédito del banco central al gobierno. Hasta ahora no ha habido mayor expansión monetaria por tal origen pero, si se llegare a presentar, amenazaría a cualquier proceso de estabilización. Por el lado de la oferta, la inflación de 1978 dependerá, básicamente, de las importaciones de alimentos y de la capacidad del sector agrícola para reaccionar frente a la creciente demanda por sus productos.

V. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La política monetaria que siguió el país desde la subida de los precios del café, a mediados de 1975, hasta el primer trimestre de 1977, no fue "monetarista" en el sentido riguroso de los postulados de esa escuela de pensamiento. El "monetarismo" no habría recomendado la compra del superávit cambiario por parte del Banco de la República. El "monetarismo" habría aconsejado que tal superávit fuera adquirido por los particulares sin que fuera financiado por la emisión del banco central. Tal diferencia en los compradores de las reservas habría significado, dentro del monetarismo, la revaluación del peso y la desaparición de la inflación originada en el frente cambiario. Habiéndose seguido una política no monetarista se obtuvo una acumulación pública —no privada— de reservas y se tuvo que parar el precio de una inflación sin antecedentes. Esta alternativa, fácilmente criticable *ex post*, se adoptó con el razonable propósito de proteger el peso de su tradicional vulnerabilidad cambiaria. No era,

ex ante, la meta de la política adoptada el “pagar” el precio de la inflación por las reservas. Pero así resultó el balance. Analizada hoy, con el beneficio de la retrospectiva, la política seguida puede parecer criticable. Sin embargo, su defensa sigue siendo inexpugnable en el argumento de que el país no pueda dejar pasar la oportunidad de fortalecer su moneda con reservas internacionales, cuando el alza en los precios no estaba garantizando una permanente mejoría en los términos de intercambio de la economía del país.

La experiencia de los dos últimos años confirma la posición “monetarista” respecto a los límites de la política monetaria convencional para esterilizar incrementos masivos de la oferta monetaria. Las medidas más recientes, que significan una revaluación adicional del peso, reconocen esa dificultad para lograr acumular reservas y, simultáneamente, evitar la inflación. Si tales medidas siguen su desarrollo normal, tal proceso de revaluación, que sí es “monetarista”, probablemente llevará a que los particulares, en una forma u otra, se conviertan en tenedores de parte apreciable del superávit cambiario de 1977. Así, al iniciarse el año de 1978 la presión inflacionaria originada en el frente cambiario debería reducirse apreciablemente.

Descontando la repetición de una helada en el Brasil a mediados de 1977 y de 1978 el escenario cambiario y monetario más probable para dentro de 12 ó 15 meses será uno en que el país enfrenta una caída en los precios del café con reservas internacionales superiores a los US\$2.500 millones y con un peso en la muy peculiar situación de haber sido oficialmente revaluado y de, además, tener implícito en su precio una inflación superior al 100% durante los tres años, 1976, 1977, 1978 del auge cafetero.

La apreciación de conjunto para el manejo y desempeño de la economía en esos tres años —suponiendo que la revaluación de 1977 evita la espiral inflacionaria— será, probablemente, favorable y defendible en el sentido de que la inexperiencia del país en el manejo de bonanzas con las características de la vivida le llevó a acumular reservas y a tener inflación. En todo caso solo hasta fines de 1978 se podrá intentar una evaluación a fondo de los costos y beneficios comprobados de tales resultados. ¿Habría sido mejor no tener reservas en poder del Banco de la República para evitar la inflación? ¿Qué tan caras salieron las reservas? Y las alternativas, ¿no eran también, caras? ¿Cuál era su precio? Estos interrogantes seguramente constituirán importantes temas de estudio que solo podrán hacerse en forma completa a fines de 1978.

Finalmente, la definición de si la política monetaria ha sido “monetarista” o no, queda algo inconclusa. Aunque tal política, inicialmente, no fue monetarista, ahora, con las medidas revaluacionistas,

sí lo es. Además, como dice F. Modigliani¹⁸, "ahora todos somos monetaristas". Su afirmación tiene especial sentido pues cuando los medios de pago empiezan a crecer, año por año, en más del 25%, la prioridad de la política monetaria —de casi cualquier política monetaria— se concentra en recuperar condiciones para que la moneda, como observaría Friedman, no sea un factor perturbador. Cuando se llega a ese punto todo el mundo es monetarista.

¹⁸ Véase su "The Monetarist Controversy or, Should We Forsake Stabilization Policies?" *The American Economic Review*, marzo 1977, p. 1.

Capítulo VI

**Crédito industrial
e inflación**

El tema del crédito industrial, dentro de condiciones de inflación, puede ser abordado desde dos ángulos o puntos de vista. Uno, el del destinatario del crédito, del industrial como tal, que con el alza generalizada de los precios ve crecer sus requerimientos de capital y reducirse su liquidez. El otro, el del inversionista en el mercado de capitales que busca, frente a la inflación, proteger el poder adquisitivo de sus ahorros y por ello procura el más alto rendimiento real para su inversión. Asimilable a este último enfoque está también el de la política monetaria que tiene como propósito la estabilidad en los precios y el control de la inflación. Dentro de sus objetivos tal política monetaria se puede encontrar más inclinada o menos dispuesta a preferir una u otra forma de financiación para el sector industrial, según una parezca más inflacionaria o estabilizadora que la otra.

Se presenta así una especie de encuentro de aspiraciones entre el ahorrador, el inversionista y la autoridad monetaria que finalmente termina siendo resuelto, preferencialmente, en favor de uno u otro interés, según se opte por el mecanismo de mercado como asignador de recursos, o por la vía del crédito de fomento como fuente de financiaciones. ¿Cuál de estas dos rutas es preferible? ¿Con qué criterio escoger entre la una y la otra? El presente documento no tiene la pretensión de dirimir en forma definitiva la controversia que suscita los anteriores interrogantes. Pero sí busca analizar las distintas argumentaciones en pro y en contra de una y otra alternativa con el fin de facilitar el entendimiento de los problemas envueltos y, dentro de la experiencia colombiana, ofrecer algunas sugerencias sobre el manejo de la política de crédito industrial.

* Conferencia presentada ante la XXII Asamblea General de Fedemetal.

El presente escrito comprende cuatro partes además de la presente introducción. En la primera se reseña en forma muy sucinta el desarrollo del crédito al sector industrial según su fuente de financiamiento. En la segunda se analiza la situación actual. La perspectiva de mediano plazo y sus principales problemas son estudiados en el tercer capítulo. Finalmente, en el cuarto capítulo se hace un resumen de los planteamientos hechos y se intentan unas conclusiones de carácter general.

I. EVOLUCION HISTORICA RECIENTE

Desde sus comienzos el crédito industrial tuvo como principal fuente de financiación el crédito de fomento¹. En 1937 el Banco Central Hipotecario recibió autorización para emitir bonos de crédito industrial con cinco años de plazo, lo cual constituyó un gran avance frente al entonces prevaeciente crédito comercial de corto plazo. Más tarde, y con el objetivo de acelerar las colocaciones de los bonos de crédito industrial, se recurrió al mecanismo de las inversiones forzosas, estipulándose que el 10% de las reservas de las compañías de seguros debería ser mantenido en tales bonos. Este recurso financiero de las inversiones forzosas se complementó, posteriormente en 1950, por medio del Decreto 384, con el crédito redescontable en el Banco de la República y la participación de la banca comercial como intermediario financiero. Se llega así al crédito de emisión como fuente de financiación.

“A partir de 1951 ya no se discute la conveniencia de reemplazar un mercado de capitales inoperante por créditos a mediano y largo plazo a través de la banca comercial, con base en recursos de emisión. El debate de allí en adelante, hasta la fecha, ha consistido más bien en como forzar a la banca a conceder esos créditos y en cuáles deben ser las condiciones de vigilancia y supervisión que tienen que añadirse para garantizar el uso adecuado de esos créditos de fomento, cuyas tasas siempre subsidiadas, hacen atractiva la desviación de fondos a otras actividades más especulativas”².

Como a través de la banca comercial el sector industrial no logra la cantidad de crédito que demandaba y en las condiciones en que lo requería, en 1957 se autorizó el establecimiento de las Corporaciones Financieras para que suministraran crédito de mediano y largo plazo y para fomentar las exportaciones. El Decreto 2369 de 1960 otorgó a las Corporaciones una línea de crédito con el Banco de la

¹ Siguiendo a A. Urdinola, se entiende por crédito de fomento aquel diferente del ordinario de la banca comercial. Véase su “El Crédito de Fomento y la Banca Comercial”, *El Sistema Financiero ante la Inflación y la Emergencia Económica*, XII Convención Bancaria, 1974, p. 81.

² Urdinola, *Ibid*, p. 89.

República. De esta manera se reafirmó la tendencia a que el crédito al sector industrial tenga un carácter de fomento.

Las Resoluciones 4 de 1958, 35 de 1962 y 18 de 1963 consolidan el sistema de crédito de fomento al sector industrial a través de la banca comercial. En esencia el mecanismo consistía en aprovechar parte del encaje monetario para forzar o inducir suscripciones de cartera de fomento. Resulta interesante observar aquí como este sistema en verdad expresa un compromiso entre el propósito de controlar una presión inflacionaria por una parte, y el objetivo de financiar un sector productivo, por otra.

Para aprovechar los recursos de contrapartida de créditos externos se crea, en 1953, el Fondo de Inversiones Privadas. Más tarde, en 1967 y mediante el Decreto 444, se organiza el Fondo de Promoción de Exportaciones, adscrito al Banco de la República. En ese mismo año se crea el Fondo Financiero Industrial financiado a través del Banco de la República. Por esos años, en síntesis, se crean varias instituciones, corporaciones y fondos todos ellos contando con el Banco de la República como fuente principal de crédito. Resulta evidente, entonces, que lo usual en Colombia es que se piense en el crédito de fomento como la principal fuente de financiamiento tanto para el sector industrial como para otras áreas de la actividad económica.

Solo a partir de 1974 y a través de distintas disposiciones se ha hecho un alto en esa tendencia buscándose, más bien, fomentar el desarrollo de un mercado de capitales que substituya al Banco Emisor como la principal fuente de financiamiento de fomento. La preocupación con el fenómeno inflacionario así como la falta de estímulos al ahorro, constituyen sólidos argumentos en favor de este enfoque que, además, contribuye a una mejor asignación de recursos.

Resumiendo, la evolución del crédito al sector industrial ha estado íntimamente vinculada al desarrollo del mercado de capitales del país. En la medida que este último se ha fortalecido ha sido factible una reducción de la dependencia del crédito de fomento originado en el Banco Emisor.

II. SITUACION ACTUAL

Como resultado de la denominada política de altas tasas de interés, mecanismo indispensable para fortalecer el mercado de capitales, las fuentes de crédito al sector industrial se han encarecido, haciendo atractivo, una vez más, el llamado crédito de fomento. Además, la reciente aceleración de la inflación y la parcial responsabilidad que en tal fenómeno le corresponde a la oferta de bienes y servicios, da base para que se argumente que solo el crédito de fomento estimula-

rá adecuadamente al sector productivo. Así, es entendible que el sector industrial, entre otros, apoye la ampliación de las líneas de crédito con el Banco de la República, como solución frente a la aguda escasez de capital que le afecta. Por otra parte, sin embargo, no es menos razonable el argumento de que recursos captados por debajo de su costo real en el mercado de capitales, son a la larga, inevitablemente inflacionarios. Al acelerarse la inflación, menores serán las posibilidades de cualquier sector productivo de aliviar su estrechez crediticia. La tesis, desde este punto de vista, es que la inflación no resultará mitigada sino se controla, *inter alia*, al crédito de emisión. Pero se aduce, por otra parte, cómo fomentar la producción sin crédito? ¿Cómo salir de este dilema?

Una de las distinciones básicas que deben tenerse presente al analizar el dilema señalado hace referencia a los requerimientos de recursos según se trate del corto o del largo plazo. Dentro del horizonte de tiempo del corto plazo las medidas de los últimos dos o tres años —que indudablemente han contribuido al fortalecimiento de un incipiente mercado de capitales— han producido una relativa, aunque costosa³, fuente de recursos para el sector industrial. Pero las exigencias del crédito para el largo plazo, continúan sin poder atenderse adecuadamente en el mercado de capitales y por ello se ha tenido que recurrir al crédito externo y a las líneas con entidades internacionales.

Hasta mediados de 1976 y según estimativos del doctor Ignacio Copete⁴ tan solo el 13% del total de los recursos captados por el sistema financiero del país correspondía a instrumentos de mediano y largo plazo. Es decir, mientras no se amplíe y consolide el mercado de capitales, será difícil para el sector industrial acudir a fuentes distintas al Banco de la República y al crédito externo para atender sus necesidades de financiamiento de larzo plazo.

De acuerdo con el estudio del Banco Mundial sobre las Corporaciones Financieras la proporción del financiamiento distinto al originado en esa entidad ha venido decreciendo. En conjunto, la parte del total de los activos de las Corporaciones que se financia con recursos propios y domésticos se ha reducido de un 36% a un 31% entre 1971 y 1974⁵.

Lo anterior expresa una situación en la que primordialmente con crédito externo —por ejemplo, Banco Mundial, proveedores, FIP—

³ Véase H. Gómez Otálora, *Plataforma de Desarrollo del Sector Metalmecánico*, Junio de 1975, p. 35.

⁴ Véase su "Las Corporaciones Financieras y la Captación de Recursos", *Banca* 76, XIV Convención Bancaria, Cartagena, Octubre de 1976, p. 40.

⁵ Banco Mundial, *Appraisal of the Six Development Finance Companies Project*, Report No. 901 Ca-CO, enero 1976, p. 19.

el sector industrial ha logrado financiamiento adecuado para sus requerimientos de bienes y servicios importados.

En cuanto al crédito para capital de trabajo la situación actual parece ser una en la que, dadas las condiciones de inflación y la mayor dependencia del sistema financiero de recursos "comprados", el sector industrial encuentra una oferta de dinero pero a altas tasas de interés nominal.

III. PERSPECTIVA DE MEDIANO PLAZO

El marco de análisis de la perspectiva de mediano plazo está determinado por la proyección que se haga de las futuras tasas de inflación y por la política monetaria y crediticia que acompañe tal inflación. La forma como se comporten estos dos elementos fijará las posibilidades y alcances del mercado de capitales y, por consiguiente, delineará los mecanismos que tenga que utilizar el sector industrial para financiarse. Si la inflación continúa y la política sobre tasas de interés es la de mantenerlas a un nivel real, entonces el mercado de capitales desarrollará una mayor capacidad de atender requerimientos de financiación del sector industrial. Si, por el contrario, la inflación continúa, pero las tasas de interés real se reducen, entonces, el crédito de fomento resultará siendo la fuente predominante de financiamiento. Si la inflación logra ser controlada, habrá que ver entonces que política sobre mercado de capitales se adopta, si una de gran libertad al mercado o si otra de gran dirección del crédito. Por lo pronto lo que se ve es una prioridad al control de la inflación y algunas concesiones a las demandas de crédito de fomento, en la medida en que se juzga que tales excepciones contribuyen a reducir la presión alcista de los precios, financiando mayor producción. Muy probablemente tal esfuerzo por sofocar la inflación mantendrá altas las tasas de interés nominal y muy bajas tasas de interés real y, por ello, no reducirá la dependencia del crédito del banco emisor. Es decir, el mercado de capitales difícilmente resultará financiando una creciente proporción de los requerimientos de mediano plazo.

Dada la anterior perspectiva la pregunta que surge es ¿cómo va a hacer entonces el sector industrial para financiar los grandes proyectos que, como en el caso de Paz de Río, requerirán de sumas cuantiosas para gastos locales que el crédito externo no cubrirá?

Este es el interrogante básico que hay que hacer sobre el crédito al sector industrial. Las necesidades de capital de trabajo son, indudablemente, muy grandes y crecen con la inflación, pero, así sea a mayores costos —en altas tasas de interés nominal— los recursos son obtenibles. Basta ver el éxito que han tenido los depósitos a término en los bancos y en las corporaciones financieras. En 1976 su colocación aumentó en un 118% y actualmente ocupan el tercer lugar

dentro de los papeles de renta fija⁶. Por su parte, las necesidades de crédito para financiar importaciones de bienes de capital están, también, razonablemente atendidas con las líneas externas y los fondos financieros; pero los recursos de largo plazo en pesos, de dónde vendrán? Si los precios del café, como es lo más probable, empiezan a descender en 1978, qué nuevas fuentes de recursos existirán si no logran capitalizarse los fondos que, con tales recursos, están actualmente en proceso de organización?

Una alternativa que merece especial estudio es la de aplicar parte del "desmonte" del actual encaje monetario al redescuento de bonos o títulos que financien esos grandes proyectos industriales que el país tendrá que abocar. Suponiendo que la actual inflación no continuará indefinidamente se llegará el momento en que, parte al menos, de las sumas congeladas en el Banco de la República tendrán que revertir el flujo monetario. Dentro del mecanismo que para tal efecto se utilice se podría contemplar un aprovechamiento productivo del encaje. Este esquema que no es nuevo en el país y que ya se ha aplicado antes, como se indicó en las páginas anteriores, merece consideración. Aceptando que esta fórmula no está exenta de riesgos y que, como norma general, sería preferible estimular el mercado de capitales, las circunstancias actuales y la perspectiva llevan a un planteamiento de este tipo. ¿Cómo no hacerlo cuando, a pesar de la creciente intermediación, el país aún no cuenta con crédito suficiente en pesos para grandes proyectos industriales de largo plazo?

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Los requerimientos de crédito del sector industrial se pueden clasificar en cuanto a su horizonte de tiempo en los de corto y de largo plazo y en cuanto al tipo de gasto que se financia bien sean bienes y servicios domésticos o importados. Existe, claro está, una estrecha interdependencia entre estos requerimientos que no son mutuamente excluyentes y si, en parte, sustituibles entre sí. La forma como tales necesidades financieras se han venido atendiendo ha variado durante las últimas décadas, observándose una evolución en la cual se comienza por el crédito comercial de corto plazo, se pasa al crédito de fomento en sus distintas modalidades y, finalmente, se llega a los recursos del mercado del dinero y del capital, en forma combinada con líneas de crédito domésticas y externas a través del banco emisor.

La evolución de este proceso va influyendo en el desarrollo del mercado de capitales y éste, a su vez, va afectando la modalidad del

⁶ Véase, *Coyuntura Económica*, "Ahorro y Mercado de Capitales", mayo de 1977, p. 61.

crédito que llega al sector financiero. El punto básico dentro de esta relación dinámica es ver cual alternativa atrasa o desarrolla el mercado de capitales, por una parte, o el crecimiento del sector industrial, por otra. La dificultad de fondo se deriva del hecho de que, normalmente, lo que se quiere es desarrollar simultáneamente, el sector industrial y el mercado de capitales y, en ocasiones, parece que estas metas son incompatibles en el corto plazo. El crédito del banco emisor parece la panacea para el sector pero inhibe el desarrollo del mercado de capitales y este puede ser, a la larga, la más estable y económica fuente de financiamiento para el sector. Por otra parte, si el sector no “despega” con crédito subsidiado tampoco estará en capacidad de apoyar con su demanda de crédito a un mercado de capitales en formación.

La solución de compromiso que tradicionalmente se ha adoptado es la de combinar el establecimiento de controles a la expansión monetaria —encajes, por ejemplo— con vías de acceso a crédito del Banco de la República, proveniente de esos mismos recursos monetarios que han sido congelados. De esta manera se busca controlar la inflación y fomentar la producción. La aplicación exagerada de esta fórmula de compromiso llevaría a que los encajes no se elevasen para controlar la inflación sino para, posteriormente, dirigir crédito de fomento a sectores escogidos por vía distinta del mercado. La ruta autónoma del mercado para asignar recursos del crédito mantendría un encaje bajo, solo para fines de liquidez, y dejaría que a través de las tasas de interés se distribuyeran los recursos.

En la actualidad y en términos relativos la escasez más grande de recursos de crédito parece encontrarse en el financiamiento de largo plazo para necesidades en pesos. Es aquí donde los grandes proyectos industriales tendrán que encontrar mecanismos en el crédito de fomento ya que el mercado de capitales, por ahora, no está en capacidad de atender tal demanda. Si se tiene éxito en la política de combatir la inflación y si se llegare a juzgar que el actual encaje puede ser reducido a niveles próximos a los requeridos por razones de estricta liquidez, entonces la alternativa de utilizar parte de los recursos de ese encaje para redescontar bonos de largo plazo, parece atractiva y merece estudiarse.

Como política general, sin embargo, la meta debe ser el fortalecimiento del mercado de capitales dejando solo como excepción y para casos muy específicos y justificados el financiamiento de fomento a través del banco emisor.

Capítulo VII

**Coyuntura Financiera
y Transición Cambiaria**

INTRODUCCION

Al finalizar el año de 1977 la situación financiera y económica del país muestra importantes y positivos signos tanto sobre su coyuntura como sobre su perspectiva a mediano plazo. A pesar de continuar vigentes muchas de las restricciones de la política económica sobre el manejo monetario y cambiario, el examen del actual comportamiento de las variables económicas así como de la utilización de los instrumentos de política económica, permite prever que se está terminando una fase de la llamada bonanza cafetera y de que se está iniciando un período de ajuste, más acorde con la realidad y con la conveniencia de largo plazo del país. En efecto, la política de transición y de transacción cambiaria que fue aconsejable e inevitable establecer durante 1976 y 1977, ya comienza a ceder terreno a la necesidad de dirigir el país hacia líneas de política más neutrales y estables. Ese proceso de pasar de una política de transición, e interina, a una más permanente y más ajustada a las condiciones normales de nuestra economía, constituye el tema central del presente escrito.

Para desarrollar el contenido de las tesis expuestas el documento se ha dividido en tres partes. En la primera se examina la actual coyuntura financiera y monetaria. En ella se describe el estado actual de los principales componentes del sector financiero como son los medios de pago, los cuasidineros, y la situación fiscal y cambiaria, entre otros. En la segunda parte se estudian, en forma muy resumida, las causas y los procesos que han llevado a la actual coyuntura. En ella se presenta la argumentación sobre lo que se ha llamado la transición cambiaria. Por último, la tercera parte ofrece un breve análisis de la perspectiva de corto plazo y de los principales problemas que para 1978 enfrentará el país.

I. LA COYUNTURA FINANCIERA

A. INFLACION

La característica más destacable de la actual coyuntura financiera la constituye la desaceleración de la inflación. Lo que durante el primer semestre parecía que acabaría siendo un gravísimo e incontrolado proceso de aceleración de la inflación, ha logrado ser suspendido durante los últimos cinco meses del año. Las más conservadoras proyecciones sobre el comportamiento de los precios resultaron, casi todas, por encima de lo que terminará siendo una inflación para 1977 de cerca del 30%. A pesar de la notable reducción en la tasa de crecimiento de la inflación no debe perderse de vista de que, de todas maneras un 30% de aumento para el año calendario de 1977 será el más alto registrado en varias décadas. Por otra parte, debe tenerse presente que una desaceleración de la inflación tan drástica que se tradujo en crecimientos negativos de los índices de los precios no podía ser primordialmente el resultado de un efecto monetario —que actúa en forma más gradual— sino el producto de un aumento de la oferta de alimentos, como en efecto ocurrió.

B. MEDIOS DE PAGO

Hasta noviembre 19 del presente año de 1977 los medios de pago totalizaban \$93.682 millones, con un aumento de 17.8% en lo corrido del año y 35.1% en año completo. Este ritmo de aumento es muy similar al correspondiente para el mismo período del año pasado, que fue de 17.7%. Sin embargo, si se toman los dos últimos años completos de noviembre a noviembre¹, el segundo supera ampliamente (35.1%) el ritmo del anterior que fue de 25.8%. Como durante el año calendario de 1976 los medios de pago aumentaron en un 35.2% podría pensarse que durante 1977, y faltando aún el mes de diciembre², el aumento del M1 será igual o superior al del año pasado. Esto no significaría, sin embargo, que el esfuerzo de contracción del presente año haya sido menor. Por el contrario, medido en términos de la expansión primaria que era necesario esterilizar, la política de reducción de los excesos de oferta monetaria durante 1977 se pueden calificar de muy intensa y sin antecedentes en la historia financiera del país.

En cuanto al origen de los medios de pago, merece destacarse que durante 1976, el 75.8% del incremento de la base monetaria se originó en la compra de las reservas internacionales. Hasta junio de

¹ Datos de la Asociación Bancaria de Colombia y del Banco de la República.

² No es extraño que más del 50 por ciento del incremento de los medios de pago de un año calendario ocurra en el último trimestre. Así, fue en 1976, cuando el 69% del aumento se presentó entre octubre y diciembre. Véase "Monetarismo y Política Cambiaria en Colombia", en esta edición, p. 99.

1977 esta proporción no había registrado disminución. Es decir, se trata de una expansión de origen eminentemente externo.

C. CUASIDINEROS

La llamada oferta monetaria ampliada* (M2) ha venido creciendo a ritmos aún más rápidos que los medios de pago (M1), fenómeno que no resulta sorprendente dentro de las condiciones de rápida inflación que vive el país, y cuando la misma política monetaria estimula el crecimiento de los cuasidineros con el fin de desarrollar el mercado de capitales. El más rápido crecimiento de los cuasidineros que de los medios de pago, ha significado una reducción en la importancia relativa de estos últimos que a septiembre de 1977, representaban un 58% del total de la oferta monetaria ampliada cuando constituían un 70% a comienzos de 1974. Desde el punto de vista del manejo de la oferta monetaria el aspecto que más interesa del incremento de los cuasidineros es su posible efecto sobre la capacidad de las medidas contraccionistas —encajes, por ejemplo— para efectivamente restringir la expansión de los medios de pago. El interrogante que surge es sobre el grado de sustituibilidad entre M1 y los cuasidineros cuando sus respectivos encajes técnicamente tienen que ser distintos y, por lo tanto, son afectados en forma diferente por las políticas de contracción monetaria.

D. SITUACION CREDITICIA

Nunca antes en la historia monetaria del país había tenido lugar una política de contracción monetaria como la que se ha vivido durante 1977. Basta señalar que por primera vez se presentó un triple fenómeno, a saber: (a) la vigencia durante once meses de un encaje marginal del 100%, (b) la elevación del encaje ordinario al altísimo nivel del 46.5%, durante la congelación de los incrementos en los depósitos a la vista, y (C) el establecimiento de un encaje marginal del 100% y de uno ordinario del 18% sobre exigibilidad en moneda extranjera. Al igual que en 1976 estas restricciones seguramente significaran que el multiplicador monetario continuara reduciéndose, al crecer más la base monetaria que los medios de pago. Ya entre junio de 1976 y junio de 1977 la base monetaria creció en un 56%, cuando los medios de pago tan solo lo hicieron en un 44.3%.

Así, se puede afirmar que el multiplicador de los medios de pago tan solo llega a 1.253 en el tercer trimestre de 1977 cuando era de 1.641 en septiembre de 1976³.

* Comprende depósitos de ahorro, Certificados de Depósitos y depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

³ Véase *Coyuntura Económica*, Nov. 77, p. 24.

Debe reconocerse por otra parte, que aunque el monto del encaje total requerido era de \$50.519 millones el 19 de noviembre, un total de \$4.499.4 millones correspondían a recursos liberados de encaje efectivo, por hacer parte de los incrementos aportados de recursos propios del sistema financiero a las líneas de crédito de fomento. Es decir, el encaje marginal del 100% no ha afectado negativamente el financiamiento para actividades de fomento.

E. SITUACION FISCAL

Tanto durante 1976 como en 1977 el manejo presupuestal ha estado supeditado a prioridades monetarias y cambiarias, quedando el gasto público y la inversión subordinados a la meta global de controlar la inflación. Por ello el año pasado no hubo déficit fiscal y es probable que tampoco lo haya al terminar el año de 1977. La situación de Tesorería a fines de septiembre de 1977 arrojaba un superávit de \$2.562 millones de pesos. Esta cifra es más el resultado de un bajo ritmo de ejecución del gasto que de un rápido aumento en los ingresos fiscales. Es más, la tasa de incremento del producto del impuesto a la renta y complementarios no ha venido aumentando como era de esperarse y para el año de 1977 tan solo se estima⁴ que crecerá en un 19.1%, cifra ésta que está muy debajo del aumento en los niveles de precios.

F. SITUACION CAMBIARIA

La actual situación cambiaria tiene dos características fundamentales. Por una parte, un sistema de cambios múltiple y, por otra, un peso sobrevaluado. Ambas situaciones son atípicas y, como se indicó al comienzo del presente escrito, se puede prever que en el curso de 1978 y de 1979 tal condición variará apreciablemente. El cambio múltiple comprende una línea revaloracionista y otra devaluacionista. Tan contradictoria situación es explicable, como se verá más adelante.

La base fundamental del actual sistema cambiario lo constituye la especial utilización que a los Certificados de Cambio dio la Resolución 25 del 13 de abril de 1977. A través de este ingenioso y original mecanismo se difiere la expansión primaria por reintegros de exportaciones de café y otros productos y se controla la expansión monetaria derivada de una compra primaria de reservas por parte del Banco de la República. Una de las consecuencias de este mecanismo es el surgimiento de dos tasas de cambio. Hasta hace poco ellas tendían a separarse creando una situación cambiaria y monetaria muy compleja y difícil de manejar. Sin embargo, ahora, con las resoluciones 64 y 66 parecen empezar a moverse en la misma dirección. A pesar de lo

⁴ Véase *Coyuntura Económica*, Nov. 77, p. 40.

sui generis que son los Certificados de Cambio es indudable que han tenido gran éxito en su propósito. Durante los últimos seis meses han logrado congelar más de 9.000 millones de pesos, contribuyendo decididamente a disminuir el ritmo de expansión de los medios de pago que, de no ser por esa original modalidad de una operación de mercado abierto, habrían crecido a ritmos cercanos al 50% para el año calendario. La inflación difícilmente habría podido ser contenida.

En cuanto a la segunda característica de la actual coyuntura cambiaria, debe señalarse que el peso se halla sobrevaluado como resultado de la muy baja devaluación realizada durante los primeros once meses de 1977, 3.2%, y de la rápida inflación interna durante el mismo periodo. Si ya a comienzos de 1977 el dólar estaba subvaluado⁵, mucho más lo estará ahora cuando para 1977 es bien probable que la devaluación no pase del 5% mientras que la inflación interna llegará al 30%. Por otra parte la inflación en el resto del mundo, en particular en los Estados Unidos, nuestro principal comprador y vendedor externo ha sido muy lenta —se calcula en 6% para 1977—, con lo cual tan solo se corrige en mínima parte nuestro bajo ritmo de devaluación. En conclusión se tiene un peso sobrevaluado.

G. RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACION EXTERNA

El monto de las reservas internacionales del país a noviembre 12 era de \$1.769.9 millones de dólares con un incremento en lo corrido del año de \$604 millones de dólares. Este aumento, muy similar al del año pasado que fue de US\$603 millones, podría haber sido mucho mayor de no haber dejado de vender en el exterior, durante el segundo semestre de 1977, aproximadamente 1.9 millones de sacos de café cuyo valor en el mercado podría estimarse en \$400 millones de dólares⁶.

Esta acumulación de inventarios de café que no es, claro está, similar a la de reservas internacionales, impedirá el que en 1978 los ingresos de divisas sufran una drástica reducción, así se presente una reducción en los precios del café. No sobra destacar que esta postergación de ventas de café y de acumulación de reservas internacionales ha contribuido a hacer menos difícil el manejo de la política monetaria, al menos en el corto plazo.

En cuanto a la situación de balanza de pagos debe señalarse que, hasta septiembre de 1977, los ingresos corrientes de la balanza cambiaria habían aumentado en un 32.7% con respecto al mismo periodo

⁵ Véase "Reservas Internacionales y Política Cambiaria", en esta edición p. 65.

⁶ Véase *Coyuntura Económica*, Nov. 77.

de 1976. Los egresos corrientes, por su parte, habían aumentado en un 19.6%, para lograrse, en conjunto, un superávit en cuenta corriente de \$658 millones de dólares. La cuenta de capital arrojó para los primeros nueve meses del año un déficit de \$143 millones de dólares⁷. Por último, debe mencionarse el lento crecimiento de las exportaciones menores, tan solo 8.4%.

Hasta aquí se ha presentado una breve descripción de lo que es la situación en cada uno de los principales componentes de la coyuntura financiera. Veámos ahora cuáles han sido las causas y los desarrollos que explican la situación coyuntural descrita.

II. EVOLUCION FINANCIERA RECIENTE

Ningún otro factor explica más la actual situación financiera que la elevación de los precios externos e internos del café a partir del segundo semestre de 1975. Casi se podría decir que todo lo ocurrido era previsible al tener lugar la helada de cafetos en el Brasil. Lo era, pues la decisión de mantener el control de cambio significa enfrentar el riesgo de la inflación y, por consiguiente, exigía la adopción de una política monetaria restrictiva. La otra alternativa que se tenía a fines de 1975 era la de permitir la revaluación del peso, con lo cual no se habría presentado la necesidad de esterilizar los efectos monetarios de las compras de reservas internacionales, ya que éstas habrían quedado en manos del sector privado. La autoridad monetaria, frente al difícil dilema que se le presentaba, decidió optar por la alternativa de fortalecer la posición cambiaria del país y de mantener el control de cambio. No fue ciertamente ésta una decisión fácil, pero fue la correcta. Lo fue por dos razones básicas. En primer lugar, no se sabía ni era fácil predecirlo, cuánto tiempo duraría el alza de los precios del café ni a qué niveles llegarían. Por ello se pensó que era factible el ir controlando la expansión de la oferta monetaria. En segundo lugar, sí se sabía que el alza de los precios del café no había producido ninguna nueva y permanente ventaja real en la capacidad del país para competir con sus productos en el exterior. Por ello, revaluar no era lo indicado. Se intentó entonces, por una parte, no revaluar para ganar las reservas y por otra, controlar la oferta monetaria para evitar la inflación. “Se ganó lo primero y se perdió lo segundo. Tenemos las reservas pero también tenemos inflación”⁸.

Como resultado de la decisión de no revaluar se siguió durante 1976 una política monetaria restrictiva basada en los siguientes factores:

⁷ Véase *Coyuntura Económica*, Nov. 77 p. 53.

⁸ Véase “Monetarismo y Política Cambiaria en Colombia”, en esta edición p. 99.

- a) Altos encajes bancarios sobre todo tipo de depósitos
- b) Operaciones de mercado abierto.
- c) Equilibrio fiscal y redención de deuda interna.
- d) Incentivos a las importaciones y a los giros al exterior.
- e) Incentivos al endeudamiento interno.
- f) Desincentivos al endeudamiento externo.

Todos estos instrumentos buscaban restarle exceso de liquidez a la economía. Inicialmente pareció que se tendría éxito pero, al fin de 1976 y comienzos de 1977, fue evidente que la situación monetaria no estaba bajo control y que tenía que idearse un mecanismo de contracción a nivel primario y no a nivel secundario como se había venido haciendo. Se adoptó entonces, en abril 13 del presente año, la Resolución 25 de la Junta Monetaria que fue la primera modificación substancial al régimen de cambios que venía vigente desde 1967, cuando se había promulgado el Decreto 444. En esencia, la Resolución 25 creó nuevos e ingeniosos instrumentos de política monetaria y cambiaria orientados a permitir una revaluación sin tener que abandonar el control de cambios. Estos instrumentos fueron: (a) el plazo que fija para convertir a pesos los Certificados de Cambio, (b) el porcentaje de descuento que se establece para la conversión inmediata a pesos y, (c) el precio base del Certificado sobre el cual se calcula el descuento. Es decir, la tasa oficial de devaluación.

A la Resolución 25. siguió la 32 del 25 de mayo, y luego la 46 de julio 13 de 1977, estas dos últimas con el propósito de afianzar el Certificado de Cambio como el instrumento para diferir la expansión primaria. Su éxito ha sido muy grande. Como ya se dijo, más de \$9.000 millones han dejado de entrar a la corriente monetaria como resultado de la utilización del mecanismo de los Certificados de Cambio.

Ahora bien, como fórmula de transacción los Certificados de Cambio no tienen un carácter permanente. Son interinos como es interina la actual política cambiaria. Tiene que serlo cuando, por una parte, se acelera el ritmo de devaluación y, por otra, se hacen toda clase de esfuerzos por controlar el precio del Certificado, dando origen así a la curiosa y paradójica situación de que el país en ocasiones devalúa y, al mismo tiempo, revalúa. Tal caso ocurrió, por ejemplo, cuando con la Resolución 46 de julio 13 de 1977, se quiso fortalecer el efecto contraccionista de los Certificados de Cambio, obligando a los importadores a hacer depósitos previos como condición para la obtención de licencias para giros al exterior. Este propósito se logró, pero significó una reducción en la demanda de Certificados, haciendo bajar su precio y, por consiguiente, elevando su rentabilidad. La

reducción en su precio significó, además, una revaluación. revaluación que, en parte, se originaba en el ritmo positivo de la devaluación oficial que era el otro factor determinante del rendimiento del Certificado. En poco tiempo, sin embargo, tal revaluación produjo el inesperado fenómeno de hacer excesivamente atractiva la inversión en Certificados, distorsionando así el mercado de valores y precipitando retiros de depósitos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Todo esto exigió, pocos meses después, una nueva medida correctiva cual fue la Resolución 64 de noviembre 16 de 1977. Con ella se buscó el efecto precisamente contrario, a saber, elevar el precio mínimo del Certificado, reducir su rentabilidad y evitar que el Banco de la República se viera en la necesidad de, a través del FAVI, devolver dinero a la circulación que era precisamente lo que estaban tratando de impedir los Certificados mismos.

Tan variadas disposiciones en tan corto plazo no son el resultado de la improvisación sino de la gran complejidad de la situación que se intenta controlar y dirigir. Por eso fue también necesaria la Resolución 66 de noviembre 30 de 1977 la que, como la 64, tenía como propósito fundamental afirmar un precio base para el Certificado y, de ser posible, elevarlo. Como el ritmo de devaluación oficial parece haberse reiniciado y, de acelerarse, elevaría de nuevo a niveles no deseados la rentabilidad del Certificado, es de suponerse que el ritmo de devaluación de la tasa oficial determinara la velocidad de ascenso del precio del Certificado en la Bolsa. Es decir, la necesidad de devaluar más rápidamente exigirá el que se eleve el precio mínimo del Certificado para mantener una determinada rentabilidad "razonable". Para simultáneamente lograr el doble propósito de, por una parte, devaluar y, por otra, no distorsionar el mercado de capitales, se tendrán que encontrar más usos al Certificado así como ir, gradualmente, reduciendo o bien su porcentaje de descuento o su término de redención. En todo caso se tendrá que ir elevando su precio para que no aumente el diferencial con respecto a la tasa oficial.

Este delicado manejo de un equilibrio que necesariamente tiene que ser dinámico será el desafío de la política monetaria al comenzar el año de 1978. Su desarrollo significará el paulatino y meticulosamente vigilado proceso de desmontar el Certificado de Cambio. De esta manera se dará comienzo a la transición cambiaria hacia un tipo de cambio unificado. Lo que ahora puede esperarse es que la variación —disminución— en la diferencia entre los ritmos de devaluación y de elevación del precio del Certificado conduzca a un tipo único de cambio. Y la meta de la política cambiaria debe ser precisamente esa, el que las tasas de cambio se unifiquen y que luego, una sola, busque su nivel de equilibrio de largo plazo⁹. Todo esto no ocurrirá

⁹ Se entiende por tasa de equilibrio de largo plazo aquella que tendería a producir, a través del tiempo, un equilibrio estable en la balanza de pagos. Sería aquella que refleje

claro está en forma instantánea. Tomará fácilmente todo el año 1978 y probablemente parte de 1979, pero hacia allá debe ser la tendencia de la política. Cuando este proceso termine los Certificados de Cambio habrán cumplido su importante y oportuna misión. Ya no serán necesarios como fórmula interina de transición y transacción.

Resumiendo puede decirse que al acercarse el fin de 1977 y examinarse lo ocurrido durante el presente año resulta entendible el inmenso esfuerzo del gobierno por controlar la expansión monetaria y por frenar la inflación. En ambos esfuerzos se ha tenido un éxito bastante satisfactorio. Aunque la desaceleración de la inflación se logro más por mejoría en la oferta de alimentos que por causas monetarias y aunque todavía queda la amenaza de una oferta monetaria creciendo a ritmos de alrededor del 35% al año, es indudable que se ha mejorado la perspectiva financiera y que esta pausa, bien aprovechada, puede facilitar la transición hacia unas políticas monetarias y cambiarias menos intervencionistas. Hasta ahora la urgente necesidad de controlar la expansión de la oferta monetaria ha impedido la ejecución de una política monetaria menos correctiva y más neutral frente al comportamiento del sector real de la economía. Y este es el sector que ahora y en el futuro inmediato mayor prioridad requiere.

III. PERSPECTIVA FINANCIERA Y CAMBIARIA

Cualquier análisis de la perspectiva financiera que se haga dependerá, en una u otra forma, de la predicción que se tenga sobre el futuro comportamiento de los precios externos del café. Si éstos se mantienen por encima de dos dólares o si éstos se reducen a niveles inferiores, es el interrogante básico que hay que contestar para dar marco de referencia a una perspectiva financiera. Durante diciembre de 1977 y el primer trimestre de 1978 se puede confiar en que las políticas de altos reintegros seguidas por Colombia y el Brasil tendrán un efecto positivo sobre los precios. Pero ¿y después? ¿Hasta qué punto se podrán mantener esas políticas? Hoy en día Colombia tiene inventarios de café de cerca de cuatro millones de sacos. ¿Hasta cuándo se podrá contener la necesidad de vender?

Estas preguntas no tienen una respuesta absoluta. Todo depende de lo que se suponga sobre el futuro comportamiento del mercado, pero lo que sí parece claro es que tal estado de incertidumbre no se extenderá mucho más allá de agosto de 1978. Si se llega al fin del invierno en el hemisferio sur sin que de nuevo se presente una helada, será inevitable el que entonces los precios externos del café sufran

las capacidades reales del poder de compra de una moneda en términos de su correspondiente divisa. Sobre este tema véase Officer, L. H. "The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates. A Review Article, *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, marzo 1976, p. 3.

una drástica y acelerada reducción. Es decir, bien a tres meses de plazo o en el mejor de los casos, a ocho meses vista, el país debe prepararse para el proceso de regreso de los precios del café a niveles normales. Probablemente éstos tendrán niveles superiores a los de 1973 y 1974 pero, con seguridad, no estarán por encima de dos dólares. Este es el principal problema que en 1978 enfrentará el país. Para resolverlo llega, a fines de 1977, con factores a favor y en contra. Dentro de los primeros se destacan: (a) unas reservas internacionales de cerca de dos mil millones de dólares, (b) el manejo de la tasa de cambio que desde ya podría acelerarse en busca de su nivel de equilibrio y (c) una situación fiscal no deficitaria. Dentro de los factores preocupantes debe prestarse especial atención a los siguientes: (a) el exceso de liquidez que se encuentra acumulado tanto en Certificados de Cambio como en el stock de base monetaria en exceso de la demanda por el mismo, (b) un alto nivel de importaciones al que el país empieza a acostumbrarse, (c) unas exportaciones menores que han sufrido un receso en su auge de la primera mitad de la década, y (d) una inversión pública que no podrá continuar siendo postergada. Por último las presiones sindicales por mejoras salariales en el sector privado y en el público pueden significar, de no financiarse adecuadamente, déficits o créditos inflacionarios.

Tal es el panorama que se ve para 1978 y 1979. Durante esos años el país tendrá que hacer un ajuste de su sector externo con el resto del mundo y, simultáneamente, buscar un ajuste en su sector interno para controlar la inflación y para, bajo condiciones de estabilidad, acelerar su tasa de empleo y crecimiento.

Capítulo VIII

Devaluación y Mecanismo de Ajuste en Colombia

INTRODUCCION

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

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

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

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

I. MARCO TEORICO

A. POR QUE UN PROCESO DE AJUSTE?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

B. AUTOMATICIDAD Y VELOCIDAD DEL AJUSTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ahora bien, en el caso del llamado desequilibrio fundamental ⁸, cómo debería hacerse el proceso de ajuste? Si se estaba operando bajo un régimen de paridad fija parecería inevitable que el ajuste fuera dirigido y que resultara bastante menos que gradual. Si el régimen era uno de cambio libre no es fácil ver cómo el desequilibrio fundamental se habría podido acumular hasta exigir un ajuste masivo. La tasa de cambio habría ido absorbiendo el proceso mismo del desequilibrio "fundamental" y corrigiéndolo. El mercado habría sido el mecanismo de ajuste.

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

Frente a este difícil problema de la velocidad del proceso de ajuste Swoboda sostiene que lo fundamental es tener en cuenta la movilidad internacional del capital así como la proporción entre los bienes intercambiados y los no intercambiados ⁹. En cuanto a la movilidad del capital, definida como su respuesta a las tasas de interés, es claro, por ejemplo, que un superávit de balanza comercial puede ser rápidamente neutralizado si el capital doméstico fluye hacia afuera atraído por más altas tasas de interés ¹⁰. En el caso particular de Colombia, por ejemplo, una rápida movilidad de capital hacia afuera, en respuesta a más atractivas tasas de interés, habría sido en 1976 una alternativa para corregir el superávit existente ¹¹.

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

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

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

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

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

C. LA TEORIA DEL MECANISMO DE AJUSTE

Como ya se indicó al comienzo, la teoría del mecanismo de ajuste se remonta a David Hume.¹² quien formuló el esquema llamado "Price Specie-Flow Mechanism" para explicar como se ajustaba una economía a superávits o a déficits. Este esquema, dentro de la tradición clásica, suponía: (a) la vigencia del patrón oro, (b) la teoría cuantitativa del dinero y (c) la movilidad, hacia arriba y hacia abajo, de precios y salarios. Al registrarse un déficit se originaba una exportación de oro que, por definición, reducía la cantidad de dinero pues la moneda doméstica estaba atada a las reservas internacionales, lo cual precipitaba una caída en los precios ya que, dentro de la teoría cuantitativa, a menor cantidad de dinero los precios se verían forzados a descender. La reducción en los precios detendría el déficit, haciendo atractivas las exportaciones y llevando la economía a ajustar su posición con el sector externo. Este esquema operaba automáticamente y dentro de paridades fijas, es decir, no hacía falta la intervención de la política económica ni era necesario ajustar la tasa de cambio. Dentro de sus supuestos este mecanismo era impecable y ofrecía una consistente explicación sobre cómo se ajustaba el comercio internacional. En la práctica, sin embargo, el mecanismo tenía serias debilidades. Por una parte, la intervención de los bancos centrales con frecuencia impedía que el ajuste en los precios actuara. Por otra, los flujos y reflujo de oro —capital— no se producían tanto como resultado de las variaciones en los precios sino como consecuencia de diferencias en las tasas de interés. Finalmente, el esquema clásico adolecía de una falla fundamental: no tenía en cuenta los efectos de cambios en el ingreso y en el gasto sobre el proceso de ajuste.

Con las restricciones indicadas la teoría del ajuste monetario fue evolucionando hasta 1930, cuando, según Frenkel y Johnson¹³ la revolución Keynesiana la obligó a un receso que sólo terminó alrededor de 1950. Keynes demostró que el ajuste interno —no el externo— o la tendencia hacia pleno empleo, no se producía automáticamente como sostenían los clásicos, sino que era indispensable la

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

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

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

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

D. LOS PROCESOS DE AJUSTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

E. DEVALUACION Y AJUSTE CAMBIARIO

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

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

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

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

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

1. Enfoque de las elasticidades

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

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

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

Es evidente que este enfoque concentra su atención en los respectivos sectores externos de los países envueltos y en sus precios relativos. Un desequilibrio entre estos sectores debe ser corregido a través de cambios precisamente en esos sectores. Aunque este enfoque no es incorrecto sí es incompleto. La verdad es que los efectos de una devaluación van más allá de lo que ocurra como resultado de la acción de las elasticidades-precio actuando sobre distintos precios relativos. El resultado de la devaluación va a depender no sólo de las elasticidades sino de lo que ocurra con los flujos agregados de gasto e ingreso. Si el gasto y el ingreso total aumentan o si varía su composición entre demanda por bienes importados y demanda por bienes producidos domésticamente, no es claro que el solo juego de las elasticidades puede restaurar el equilibrio en la balanza de pagos²⁵. En respuesta a esta evidente debilidad del enfoque de las elasticidades surgió el llamado “enfoque de la absorción”.

2. Enfoque de la absorción

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

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

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

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

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

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

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

3. Enfoque monetario

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

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

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

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

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

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

F. CONCILIACION DEL AJUSTE INTERNO Y EL EXTERNO

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

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

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

Para precisar el problema de la conciliación de metas y procesos de ajuste veamos cuál sería la situación ideal. Según S. Korkman,³¹ sería aquella en la cual exista en un país balance interno y externo simultáneamente. Qué quiere decir esto? En esencia, que a nivel interno un país se encuentra bajo empleo pleno y con una tasa de inflación igual a cero, y que a nivel externo no tiene déficit ni superávit en su balanza de pagos. Esta óptima e improbable situación puede entrar en desequilibrio por una causa interna o externa, real o monetaria, o, como ocurre con tanta frecuencia, por una combinación de estas cuatro causas. Puede ocurrir, por ejemplo, que por un diferencial de inflación —cero ritmo a nivel doméstico y positivo ritmo a nivel internacional— el país llega a acumular un superávit cambiario. Si su tasa de cambio se utiliza como el mecanismo de ajuste, habría una revaluación, desaparecería el superávit y se restauraría el equilibrio. Si su política financiera de crédito o monetaria se utiliza como mecanismo de ajuste en vez de la tasa de cambio, habrá una presión sobre la balanza de pagos para “absorber” el superávit y restablecer el equilibrio. En ambos casos, los dos instrumentos básicos para el ajuste serían la tasa de cambio y la política financiera, monetaria y fiscal. Hasta aquí se habría corregido el desequilibrio externo, crea-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este difícil problema de conciliar divergentes propósitos y, en ocasiones, antagonicos procesos de ajuste conduce a muy interesantes disyuntivas sobre la utilización de los instrumentos de política económica. Cómo usarlos para un propósito y no para otro? Cómo usar uno en complemento de otro? Cómo usar, por ejemplo, política monetaria y fiscal para asegurar equilibrio interno (como recomendaría Keynes), pero sin que se genere inflación que conduzca a desequilibrios de balanza de pagos? O, cómo dar prioridad a las metas internas dejando a la tasa de cambio³⁴ el equilibrio automático del sector externo? A qué se debe dar prioridad, al equilibrio interno o al externo, y para qué propósito es más eficiente un instrumento que otro? Estos interrogantes permiten afirmar que el problema central de todo proceso de ajuste es, entonces, cómo escoger y utilizar los instrumentos de política más pertinentes, a saber: tasa de cambio, reservas internacionales y una combinación de política monetaria y fiscal, para con ellos alcanzar, simultáneamente, balance interno y externo.

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

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

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

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

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

G. RESUMEN Y CONCLUSIONES

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

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

³⁷ Si es que en su momento fue deseable. Sobre este punto véase "Reservas Internacionales y Política Cambiaria", de esta edición, (p. 65).

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

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

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

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

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

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

II. TRES DECADAS DE EVOLUCION CAMBIARIA*

INTRODUCCION

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

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

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

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

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

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

A. AJUSTE BAJO PARIDAD ‘FIJA’ 1948-1967

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

CUADRO No. 1

COLOMBIA, EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO CON RESPECTO AL DOLAR
1923-1948

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Veamos cuál era la situación previa a la devaluación. En cuanto a reservas internacionales el país venía registrando una acelerada pérdida desde fines de la segunda guerra mundial. Durante 1947 la reducción fue de 24.3 millones de dólares que representaban aproximadamente un 20% del nivel total de reservas de ese año. Entre junio de 1946 y julio de 1947 la pérdida de reservas fue de 40 millones de dólares.⁴⁶ Esta rápida reducción podría ser explicada como la presión por importaciones que era de esperarse luego de las restricciones inevitables durante la guerra. Pero, con mayor razón, también podría ser entendida como el resultado de una tasa de cambio sobrevaluada que solo gracias a las restricciones vigentes durante la guerra había podido ser mantenida⁴⁷. Debe recordarse que la paridad de \$1.75 por dólar venía rigiendo desde 1938 cuando la Ley 167 de ese año oficialmente devaluó el peso modificando la paridad que, con respecto al oro, regía desde 1912⁴⁸.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁵¹ Los cuales se encontraban anteriormente en 4%.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁵⁶ *Ibid.*, p. 21.

⁵⁷ *Ibid.*, p. 24.

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

⁵⁹ *Ibid.*, p. 47.

⁶⁰ *Ibid.*, p. 135.

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

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

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

FUENTE: Revista Banco de la República.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En cuanto a la balanza comercial el segundo semestre de 1951 terminó en equilibrio, pero no así la primera mitad de 1952 que culminó con un déficit de 11.8 millones de dólares⁶⁵. En desarrollo de la obligación de ir unificando un tipo de cambio para las exportaciones cafeteras se expidió el 27 de octubre de 1951 el Decreto 2277 que elevó a un 40% la porción del reintegro de divisas que pagaría a \$2.50 el Banco de la República. Este Decreto ofreció elevar tal porcentaje "a razón de un punto y medio cada mes, es decir/en cuarenta meses a partir del 15 de noviembre de 1951"⁶⁶.

En cuanto al comportamiento monetario, los medios de pago aumentaron⁶⁷ en un 23.8% entre junio de 1951 y junio de 1952 y se consideraba que "para el futuro inmediato los medios de pago presentaban perspectivas más o menos definidas de alza". Es curioso, sin embargo, que durante este período los índices de precios perma-

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

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

⁶⁶ *Ibid.*, p. 49.

⁶⁷ *Ibid.*, p. 55.

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

Gracias al aumento de los precios del café, durante los años de 1953 y 1954 no se presentaron en el país serios problemas cambiarios. El ascenso del precio del café significó que el nivel promedio, que había sido de 57 centavos de dólar entre julio de 1951 y junio de 1952, llegara a un promedio de 74 centavos entre julio de 1953 y junio de 1954, habiéndose registrado un mes, marzo de 1954, cuando la cotización promedio⁶⁹ llegó hasta 92 centavos para el café tipo Armenia. En febrero de 1954, por medio del Decreto 513, se suprimió la lista de artículos de prohibida importación. Según Jorge García García esta medida tenía como propósito no sólo un equilibrio en la balanza de pagos, sino también facilitarle al gobierno el manejo de la oferta monetaria bajo condiciones de rápida acumulación de reservas⁷⁰. Díaz Alejandro⁷¹ sostiene que en este período el peso estaba tan sobrevaluado que su paridad adquisitiva era comparable a la de 1930. Tal política de liberación tuvo entonces por efecto que en 1954 las importaciones llegaron a 672 millones de dólares, nivel que sólo fue alcanzado de nuevo en 1966.

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

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

⁶⁸ *Ibid.*, p. 59.

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

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

⁷¹ Véase su *Op. Cit.* p. 15.

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

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

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

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

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

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

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

La bonanza cafetera de los primeros años de 1950 terminó a fines de 1954. La balanza cambiaria de la segunda mitad de ese año terminó con una pérdida de 60 millones de dólares. El 22 de octubre de ese año, en respuesta a la crisis cambiaria que se avecinaba, el gobierno dictó el Decreto 3077 por medio del cual elevó los impuestos de timbre y aumentó el número de artículos de importación sujetos a tales gravámenes. El reintegro cafetero fue reducido en atención a la baja en los precios externos. Pero estas medidas no fueron suficientes. Las importaciones habían venido creciendo aceleradamente, pasando de un promedio mensual de \$35 millones en 1952, a un promedio de \$41 millones en 1953 y, finalmente, a un promedio⁷⁷ de \$53 millones mensuales en 1954. Los pagos al exterior comenzaron a retrasarse.

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

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

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

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

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

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

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

⁷⁸ *Ibid.*, p. 44.

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

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

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

FUENTE: Revista Banco de la República.

* Excluye Depósitos Oficiales.

CUADRO No. 4
 INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR EMPLEADOS, 1951-1967
 (Variación porcentual diciembre-diciembre)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Por medio del Decreto 107 del 17 de junio de 1957 el gobierno promulgó una reforma cambiaria sobre las siguientes bases: (a) la coexistencia de dos mercados fluctuantes, uno llamado de "Certificados" y otro de "capitales", (b) la creación de un Fondo de Regulación Cambiaria, (c) el establecimiento de una lista de prohibida importación y otra de licencia previa, (d) la cancelación de la deuda comercial pendiente. El sentido de esta reforma quedó admirablemente resumido por el entonces gerente del Banco de la República, doctor Ignacio Copete Lizarralde, cuando al respecto señaló:

"Tiende pues la reforma a obtener una reducción en las importaciones, manteniéndolas al nivel mínimo posible; a adoptar un

⁸¹ Este esquema bien puede ser interpretado como precursor o como antecedente del manejo que se ha venido dando al Certificado de Cambio en 1977 a partir de la Resolución 25 de ese año. Se aprecia así que rara vez hay algo verdaderamente nuevo u original en el manejo cambiario del país.

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

régimen de libre cambio por mucho tiempo desconocido en el país, y a arreglar, en plazo razonable, la cuantiosa deuda acumulada en los años inmediatamente anteriores. Como cuestión de fondo, desde luego, se trata de que el precio del peso se fije en forma real, de suerte que refleje la situación económica verdadera, sin artificios que pueden ocultar transitoriamente la verdad, pero que a la larga impiden que el deterioro de la situación se conozca y corrija en oportunidad.

Naturalmente, esta reforma debe estar necesariamente complementada por la política monetaria y fiscal. El pleno éxito de la misma dependerá esencialmente de una firme acción monetaria que disminuya la liquidez imperante en el momento, y de una severa revisión de los gastos públicos que acomode éstos a la realidad nacional”⁸³.

Los anteriores planteamientos reflejan madurez en el manejo cambiario y un gran avance en el entendimiento de lo que significa un proceso de ajuste. La reacción del mercado a fines de junio de 1957 colocó al precio del Certificado en \$4.85 y en \$5.90 el del “mercado de capitales”. De esta forma la devaluación oficial fue del 94% para el mercado de los Certificados y del 136% para el mercado de capitales.⁸⁴ Este último mercado representaba una proporción menor en el total de las transacciones, correspondiendo su oferta a los nuevos capitales y a renglones tales como turismo y regalías. La demanda por Certificados de este mercado la formaban el servicio de los nuevos capitales y de créditos posteriores al Decreto 109.

Claramente la intención de la separación de los dos mercados era pagar la tasa más alta donde menos impacto tenía sobre el nivel interno de precios y donde mayor fuera su efecto como estímulo a nuevos capitales. El nivel de devaluación nominal del \$4.80 parecía bajo, es decir, que aún sobrestimaba el peso, si se recuerda que como estímulo al pago de deuda externa el Banco de la República había ya ofrecido vender dólares libres a \$4.95.

Ahora bien, qué desarrollos monetarios y cambiarios acompañaron este nuevo intento de ajuste del sector externo? Por el lado de los medios de pago, lo que se presentó fue una aceleración en su ritmo de crecimiento. Entre junio de 1956 e igual mes de 1957 éstos crecieron en 27.5%, cuando su tasa de aumento en el período correspondiente e inmediatamente anterior había sido de 18.1%. Gran parte de este incremento tenía origen en el crédito al gobierno, que du-

⁸³ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1956 a junio de 1957, p. 48.

⁸⁴ Claro está que en este último caso, la devaluación real fue mucho menor pues los Títulos de Divisas ya se venían cotizando a precios superiores al \$2.50. Ahora bien, desde el punto de vista de la cotización libre se podría pensar que hubo una revaluación pues el precio superaba los \$6.

plicó sus préstamos en el primer semestre de 1957⁸⁵. El exceso de liquidez también se originaba en las demoras de los pagos al exterior. Este último fenómeno es de especial interés al mirar la perspectiva cambiaria de todo el período y ver cómo los problemas se repiten con sorprendente inexorabilidad. Cuando en 1976 se vivía también un exceso de liquidez, hubo de nuevo un rápido crecimiento del endeudamiento comercial externo y un retraso en los pagos que agravaban la situación monetaria. En este último caso, el origen del retraso a los pagos lo daba el diferencial entre las tasas internas y externas de interés⁸⁶.

Otro problema que se presentó paralelo a la devaluación de 1957 fue la retención de las ventas al exterior en espera de la elevación del tipo de cambio; entretanto los exportadores obtenían crédito interno para financiar las cosechas. Esta fuente de expansión monetaria es otra de las constantes que se repite periódicamente en la historia cambiaria del país. Como se quiere sostener el precio externo del café con un alto reintegro, entonces se acumulan inventarios que requieren financiación. Como se sabe o anticipa que eventualmente habrá devaluación, hay un incentivo a retener ventas y esperar la mejoría del ingreso interno sin tener que reducir el reintegro o el nivel interno de compra. Este tratamiento es ingenioso y no está exento de razones. Sin embargo, a mediano y largo plazo el financiamiento de los inventarios resulta inflacionario, lo que presiona la balanza de pagos y eventualmente a través de la pérdida de reservas induce a una mayor devaluación. Por lo general, durante este período el crédito del Banco de la República a la Federación de Cafeteros constituía una de las principales fuentes de incremento de la base monetaria y de los medios de pago⁸⁷.

Siguiendo con los desarrollos posteriores a la devaluación se encuentra que los niveles de precios, por su parte, también crecieron más rápidamente que en los períodos anteriores. El “costo de la vida, Clase Obrera, Bogotá” creció en un 13.9% en el primer semestre de 1957. El Índice Nacional de Precios al Consumidor, Empleados, aumentó en un 19.1% para todo el año. Nunca antes desde la postguerra se había presentado tan aguda inflación⁸⁸. Por su parte, el problema de la deuda externa sólo pudo ser resuelto mediante un crédito de US\$60 millones del Export-Import Bank y otro por US\$27 millones otorgado por un grupo de diez bancos estadounidenses.

⁸⁵ *Ibid.*, p. 76.

⁸⁶ Sobre este punto véase Eduardo Wiesner y Fernando Montes, en sus artículos “Reservas Internacionales y Política Cambiaria” y “El Control y la Financiación de las Importaciones”, en *Financiamiento Externo 1977*, Banco de la República y Asociación Bancaria, Bogotá, 1977.

⁸⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio 1957 a junio 30, 1958, p. 82.

⁸⁸ Véase Cuadro No. 4.

Gran parte de la actividad cambiaria del segundo semestre de 1957 tuvo que ser dedicada al arreglo de la deuda externa.

Tan solo pocos meses después de la devaluación, en septiembre, fue necesario por medio de la Resolución 16 del Banco de la República elevar el depósito previo para importaciones al 100%. Esta gran presión por importaciones ya revelaba el margen en que la nueva paridad no había alcanzado a ajustar el sector externo. Revelaba también que el sector interno continuaba aún en desequilibrio. El precio del "Certificado" cerró en diciembre de 1957 a 5.37 pesos⁸⁹.

4. Marzo 26 de 1958. Devaluación de \$4.80 A \$6.10

La devaluación de junio de 1957 al \$4.80 no duró mucho. En marzo de 1958 el Gobierno Nacional adoptó el Decreto Legislativo 80 el cual, en esencia, estableció lo siguiente: (a) la compra de las divisas de exportación a un tipo de cambio fijo, pero ajustable eventualmente, (b) la venta de las divisas a través de remates públicos, (c) el pago de fletes ya no se haría con Certificados como estipulaba el Decreto 107 sino con dólares del mercado de capitales, (d) se crea el impuesto de retención cafetera, (e) se fija el cambio de compra y de venta a \$6.10 a partir del 26 de marzo.

La creación del impuesto de retención cafetera era una forma de neutralizar el aumento del ingreso cafetero resultante de la devaluación. Como se puede apreciar, éste era, y es, uno de los problemas básicos del manejo cambiario. Cómo devaluar para no sobrevalorar el peso y para fomentar otras exportaciones pero sin que simultáneamente se mejorara el ingreso cafetero? La búsqueda de una solución a este aparente conflicto está presente en todo el desarrollo de la política cambiaria del país desde la post-guerra hasta la bonanza cafetera de 1977.

En cierto sentido el Decreto 80 del 26 de marzo de 1958 significó o fue equivalente⁹⁰ a otra devaluación pues el precio de compra del Certificado se fijó en 6.10%, es decir, una elevación del 29%. El precio de venta (para importaciones) del Certificado fue de \$6.73 en abril de ese año. Con base en esta última cotización, la devaluación para esas importaciones fue mayor. Por su parte, el dólar libre fluctuó alrededor de 8 pesos durante el segundo semestre de 1958. Para este mercado libre de capitales la devaluación fue del \$6.10 al \$8, es decir de un 31%.

El año de 1958 se desarrolló, al igual que los anteriores, caracterizado por medidas que buscaban: (a) controlar la expansión de los

⁸⁹ Véase Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1957, junio de 1958, p. 42.

⁹⁰ Podría argumentarse, sin embargo, que para el exportador cafetero tal devaluación no existió en su totalidad pues junto con la elevación del tipo de cambio de compra de sus divisas le fue establecido un impuesto de retención física del 15 por ciento.

medios de pago, (b) reducir el aumento de los precios, (c) aliviar la presión sobre la balanza de pagos, (d) acelerar los giros y pagos al exterior, (e) disminuir el crédito del Banco de la República para financiar inventarios de café, (f) recuperar por parte del Banco de la República el control de la oferta monetaria. Sobre este último punto el gerente del Banco de la República decía:

“La ingente contribución prestada por el Banco, vale decir el país, a la política cafetera en defensa de los precios externos vinculados estrechamente a las compras internas, debe haber llegado cerca de su punto final. Si como se supone, las próximas ventas de café permitirán cancelar una buena parte de la cartera por este concepto, quedará de todas maneras un saldo cuantioso, por lo menos el contraído con anterioridad a la financiación prevista en la reforma cambiaría de marzo, y será por lo tanto prudente concebir fórmulas que en un plazo más o menos corto amorticen este pasivo. No afirmo esto invocando únicamente nociones de liquidez, sino como el correspondiente reflujo a la presión inflacionaria que en el pasado representó este renglón, el cual al succionarse significaría un arma monetaria de indudable necesidad. De otro lado, para cumplir su función directiva, el Banco necesita agilidad en sus operaciones, bien sea en el sentido de irrigar, como en el de contraer, según lo indiquen las circunstancias”⁹¹.

Es decir, había clara conciencia de que el país, como resultado de su intensa monoexportación, no tenía política cambiaria o monetaria independiente. Lo que tenía era política cafetera. Ahora bien, no es fácil apreciar hasta qué punto tal política cambiaria o monetaria con los pocos grados de libertad que tenía tendía a fortalecer o a debilitar tal monoexportación o si tendía a que a largo plazo la política cambiaria y monetaria ganara independencia⁹².

En materia cambiaria el año de 1959 se distingue por la adopción⁹³ de la Ley 1ª del 16 de enero y por el cumplimiento de una política de control a las importaciones sobre la base de cuatro grupos de importaciones con depósitos previos diferenciales. El precio del Certificado mantuvo durante el año un nivel de compra de \$6.10 y uno

⁹¹ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, julio de 1957 a junio 30, 1958, p. 85.

⁹² Sería fundamental para el mejor entendimiento del desarrollo cambiario del país contar con una investigación que, tomando un horizonte de tiempo de 20 ó 25 años, examinara los efectos de las políticas de corto plazo, de crisis, que casi siempre han predominado en el manejo del sector externo. Hay poca duda que el manejo del corto plazo ha sido original, efectivo y, por lo general, defensible; lo que no se sabe es si visto como política de largo plazo haya sido el mejor posible. La síntesis es que el corto plazo no nos ha dejado actuar en el largo plazo. Nuestras políticas de corto plazo, sumadas, son las que han determinado el largo plazo. Cómo cambiar esta secuencia es el problema básico.

⁹³ Gran parte de lo dispuesto por el Decreto Legislativo 080 de 1958 fue incorporado y ampliado en la Ley 1a. de 1959.

de venta de \$6.40⁹⁴. El dólar libre tuvo un precio alrededor de 8 pesos durante la primera mitad del año, pero durante el último trimestre su cotización bajó hasta 7 pesos en diciembre de 1959.

Según Díaz Alejandro la combianción de distintos tipos de cambio y la variación de mercancías de un grupo a otro significó que durante el primer trimestre de 1959 la tasa real de cambio de importaciones se revaluara en cerca de un 8%⁹⁵.

Durante la primera mitad de 1960 y por medio de la Resolución 20 del 13 de mayo del Banco de la República, el precio de compra del Certificado fue elevado hasta \$6.50 y el de venta llegó a \$6.70 en junio de ese año⁹⁶. Como el precio del dólar libre había seguido bajando hasta \$6.80, se puede decir que en junio de 1960 la diferencia entre los dos mercados era mínima. El dólar libre se había revaluado de 8 pesos en el primer semestre de 1959 a \$6.80 un año después. El Certificado, por su parte, se había devaluado, en venta de \$6.10 a \$6.50 y en compra de \$6.40 a \$6.70.

A mediados de 1960 se empezó a experimentar con devaluaciones mínimas del Certificado. Esta acertada política del entonces Ministro de Hacienda Hernando Agudelo Villa lamentablemente no encontró apoyo político y tuvo que ser suspendida⁹⁷. La tasa de cambio de venta del certificado se "congeló" al \$6.70 y así se mantuvo hasta noviembre de 1962 cuando fue elevada a \$9.00.

Sin embargo, esta gran proximidad de las cotizaciones del Certificado de Cambio y del dólar libre no duró mucho. Durante el segundo semestre de ese año la cotización del dólar libre se elevó hasta \$7.23 en noviembre y diciembre.

Los dos años de 1961 y de 1962 revisten especial importancia dentro del esquema del presente escrito. Veamos en primer lugar los desarrollos de 1961. En este año los medios de pago crecieron en un 24.6%, frente a 10.4% en 1960⁹⁸. Las dos principales causas de ese aumento fueron el crédito al gobierno nacional y la financiación a la Federación Nacional de Cafeteros⁹⁹. El aumento en los medios de pago tuvo lugar a pesar de que, por pérdida de reservas internacionales, se registró una reducción de 314 millones de pesos. Este gran aumento de los medios de pago no pasó desapercibido. Al respecto dijo el entonces gerente del Banco de la República, doctor

⁹⁴ La estabilidad de esta cotización se logró mediante la intervención del Fondo de Regulación Cambiaria creado por la Ley 1a. y no fue pues una tasa de mercado.

⁹⁵ Véase su *Op Cit.*, p. 189.

⁹⁶ El cambio en la tasa de compra se debió a que la de venta superó en más de 60 puntos durante cuatro semanas a la primera. (Dec. 80/58).

⁹⁷ Véase Díaz Alejandro, *Op Cit.*, p. 190.

⁹⁸ Véase Cuadro No. 3..

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

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

CUADRO No. 5
COLOMBIA: SITUACION FISCAL Y DE TESORERIA

1948-1967
(\$ millones)

Año	Situación de Caja del Gobierno Nacional ¹	Superávit (+) ó Déficit Fiscal (-) a fin de año	Superávit (+) Déficit (-) Tesorería
1948	—	- 18.7	—
1949	—	- 13.4	—
1950	—	+ 26.9	—
1951	—	+ 60.9	—
1952	—	+ 60.7	—
1953	—	+ 21.1	—
1954	—	+ 224.1	—
1955	—	+ 33.0	—
1956	—	- 43.4	—
1957	—	- 4.9	—
1958	—	+ 18.2	—
1959	—	+ 201.5	—
1960	—	+ 130.5	—
1961	—	- 238.2	- 181.6
1962	—	- 792.4	—
1963	- 735.8	- 210.3	- 482.7
1964	- 594.0	+ 23.5	- 404.0
1965	- 392.0	- 377.9	- 177.3
1966	+ 54.2	+ 153.7	+ 57.2
1967	- 230.6	+ 879.0	+ 157.1

FUENTE: Revista Banco de la República y Contraloría General de la República.

— No existe información.

¹ Superávit o Déficit de operaciones efectivas del gobierno nacional.

Eduardo Arias Robledo, "el análisis de los medios de pago en 1961, enfrentado al de otros factores de la economía hace pensar que su crecimiento no ha sido adecuado"¹⁰⁰. Frente a este rápido aumento de los medios de pago el incremento en los precios fue moderado, tan sólo 6.2% para el año según el "Índice de Precios al Consumidor, Empleados Bogotá"¹⁰¹.

La ejecución fiscal de 1961 arrojó un déficit de 238 millones de pesos, cantidad que fue cubierta por medio del descuento de pagarés del gobierno nacional por parte del Banco de la República¹⁰².

En el sector externo, se presentó durante 1961 una reducción en las exportaciones que sólo llegaron a 435 millones de dólares cuando habían sido¹⁰³ de \$467 millones en 1960 y de \$476 millones en 1959. La diferencia entre compra de divisas y autorizaciones para giros en Certificados de Cambio arrojó un déficit de 29.3 millones de

¹⁰⁰ *Ibid*, p. 94.

¹⁰¹ *Ibid*, p. 203 y Cuadro No. 4.

¹⁰² Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, ene. 1-Dic. 31, 1962, p. 73.

¹⁰³ *Ibid*, p. 161.

dólares ¹⁰⁴. Los registros de importaciones, por su parte, aumentaron con respecto a 1960 y se presentó un déficit en cuenta corriente. Las reservas tuvieron que ser aumentadas con crédito externo.

Veamos ahora el año de 1962. En este año el incremento de los medios de pago se redujo en comparación con 1961 llegando a un ritmo de 20.7%. La principal causa de tal expansión la constituyó el crédito del Banco de la República al gobierno nacional que, además de cancelar el déficit fiscal de 1961 por 238 millones de pesos, cubrió también el déficit de 1962 por 600 millones de pesos. El cuadro No. 5 muestra la situación fiscal del país en el período 1948-1967.

En el sector externo el nivel de autorizaciones para pago de importaciones fue superior al de 1961 y aunque las compras de divisas fueron bastante inferiores a las de 1961 (\$429.8 millones frente a \$480.9 millones), se presentó un déficit de 104.0 millones de dólares en esta cuenta. Ante la obviamente difícil situación, el gobierno adoptó un conjunto de medidas tendientes a reducir la presión sobre la balanza de pagos. Elevó los encajes bancarios, elevó los depósitos de importación, trasladó mercancías de la lista de libre importación a la lista previa y aumentó la lista de prohibida importación. En fin, trató de evitar la devaluación. Pero sin éxito. Su ocurrencia ya había sido determinada previamente, tanto por los resultados de la política cambiaria y monetaria, como por la inexorable reducción en los precios del café que de un promedio de 74 centavos por libra —Manizales en N.Y.— en 1956, se habían reducido ¹⁰⁵ hasta llegar a 40.7 centavos en promedio en 1962. En diciembre de 1962 la Ley 83 modificó el régimen cambiario y oficializó la devaluación.

Antes de entrar a analizar esta muy peculiar ¹⁰⁶ devaluación del período 1948-1967 resulta oportuno destacar cómo ya desde entonces se tenía plena conciencia, a nivel de la autoridad monetaria, de cuál era el sentido de una devaluación, es decir de un ajuste externo, y de qué políticas a nivel de ajuste interno eran indispensables complementos de tal modificación del tipo de cambio.

Al respecto decía el doctor Eduardo Arias Robledo, gerente del Banco de la República:

“Por supuesto la devaluación significa un correctivo monetario formidable, toda vez que encarece el precio de una mercancía subvaluada, y lo coloca a niveles reales. Esto quiere decir que los importadores sufren una restricción en su liquidez, y naturalmente, que los precios que se formen con todo o parte de mercancías extranjeras deberán modificarse en el mismo sentido, con la obvia

¹⁰⁴ *Ibid*, p. 60.

¹⁰⁵ Véase Cuadro No. 2.

¹⁰⁶ Díaz Alejandro, *Op Cit*, p. 188, dedica una sección de su libro a analizar el caso especial de esta devaluación.

consecuencia de pérdida de la capacidad en los sectores compradores, y por tanto, con un menor consumo, a menos que los empresarios resuelvan sacrificar parte de su utilidad. De aquí que el efecto restrictivo que la devaluación trae consigo, debe ser mantenido vigorosamente a fin de que se alcancen los objetivos propuestos. Si el impacto monetario de una devaluación fuera compensado con la elevación proporcional del crédito, con el objeto de que se cubran los nuevos costos implícitos en ella y se mantenga la "demanda total", se caería inmediatamente en el mismo desequilibrio que se quiso corregir y los efectos buscados se harían completamente nugatorios"¹⁰⁷.

A pesar de tan acertadas apreciaciones la devaluación se presentó y, como se verá más adelante, la lección no se aprendió del todo pues los desequilibrios tanto externos como internos continuaron.

5. Noviembre 20 de 1962. Devaluación de \$6.70 a \$9.00*

En realidad la devaluación del \$6.70 a \$9 no la hizo la Ley 83 del 26 de diciembre de 1962 pues ya con anterioridad, desde el 27 de noviembre de ese año, el Banco de la República a través del Fondo de Regulación Cambiaria¹⁰⁸, había elevado la cotización de venta del Certificado de Cambio de \$6.70 a \$9.00. La cotización de compra del Certificado fue elevada de \$6.50 a \$7.10¹⁰⁹. En esencia la Ley 83 de 1962 que sometió el gobierno al Congreso tenía como propósito básico "distribuir el diferencial cambiario que resultaba del margen entre el tipo de compra y el de venta"¹¹⁰. Como en ocasiones anteriores, cada vez que se contemplaba una devaluación la controversia que se suscitaba entre los exportadores de café, que querían un tipo de cambio alto y unificado, y los importadores y deudores de crédito externo, que querían un tipo más bajo que el libre, se resolvía mediante una transacción que se expresaba en un sistema de cambio dual o múltiple. Sobre este punto decía el gerente del Banco de la República:

"En la actual coyuntura se han hecho ostensibles especialmente dos sectores con posiciones adversas a las fórmulas en estudio: el grupo destacado de productores de café, que aspira a un tipo de compra para sus divisas superior a \$7 por dólar, y quienes tienen reembolsos pendientes al exterior por mercancías, que a su vez

* Tasa de Venta del Mercado de Certificados.

¹⁰⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Ene. de 1962 a Dic. 31 de 1962, p. 75.

¹⁰⁸ Según lo dispuesto por el Artículo 42 de la Ley 1 de 1959.

¹⁰⁹ A partir de noviembre de 1962 es cuando más difícil se hace seguir la evolución de la devaluación, pues se intensifica la práctica de pasar mercancías de un mercado a otro y de una tasa de cambio a otra, sin oficialmente variar el tipo de cambio.

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

piden que se les reconozca totalmente la diferencia entre el dólar al \$6.70 y el del nuevo nivel'' ¹¹¹.

El Congreso aprobó ¹¹² el proyecto de ley y asignó 30 centavos del diferencial cambiario al Fondo Nacional del Café y diez centavos a los Comités Departamentales. El remanente se destinó, como recurso presupuestal del gobierno, a ser contrapartida de inversión dentro del plan de desarrollo económico.

Durante 1963 el precio de compra y de venta del Certificado de Cambio se mantuvo en \$7.10 y \$9.00, respectivamente. El precio del dólar libre se redujo hasta \$10 a fines de ese año, con lo cual se buscaba mantener una diferencia mínima entre los dos mercados. Al respecto decía Arias Robledo:

''Ya en muchas ocasiones se ha repetido que nada hay más dañino para el normal desarrollo de la economía que un distanciamiento inadecuado entre el precio de las dos divisas. Su estabilidad es base insustituible de estos objetivos, siendo de resaltar la confianza que ésta acentúa día por día en los hombres de negocios'' ¹¹³.

Esta opinión ya indicaba una posición sobre los cambios múltiples y una preferencia por un tipo de cambio unificado. En cierto sentido, la experiencia enseñaba que la meta de administrar distintas tasas (para los cafeteros, para los importadores, para los exportadores de productos nuevos, para los deudores, para los turistas, etc.) era una tarea casi imposible de cumplir y que, aunque el cambio único no estaba exento de dificultades o de riesgos, era, o comenzaba a ser, ya en 1963 preferible.

Durante el año de 1963 la aceleración de los medios de pago se redujo a un ritmo de 12.2%. En el sector externo se logró un equilibrio entre las compras de divisas (\$446.4 millones) y las autorizaciones para giros en Certificados de Cambio (443.0 millones de dólares). Sin embargo, se presentó un déficit de Balanza Comercial de 59.4 millones de dólares. El Cuadro No. 6 muestra los resultados de la Balanza Comercial de Bienes para el período 1948-1967.

En materia cambiaria y monetaria lo más importante del año de 1963 fue la autorización dada por la Ley 21 de ese año para crear una Junta Monetaria ''encargada de estudiar y adoptar las medidas en

¹¹¹ *Ibid*, p. 277.

¹¹² Quizás convenga agregar aquí que el gobierno nacional, a fines de 1962, había contemplado como alternativa a la reforma cambiaria un impuesto de \$2.30 por cada dólar de registro de importación. Esta idea llegó a expresarse en un proyecto de Ley que fue presentado a la Cámara. El proyecto fue, eventualmente, substituido por lo que se convirtió más tarde, en la Ley 83 del 26 de Dic., 1962.

¹¹³ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Dic. 31 de 1963, p. 54.

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

CUADRO No. 6
 COLOMBIA: BALANZA COMERCIAL DE BIENES
 1948-1967
 (millones de dólares)

Año	Importaciones	Exportaciones	Balanza
1948	323.7	306.6	--17.0
1949	264.6	335.2	70.6
1950	364.7	395.6	30.9
1951	419.0	484.3	65.3
1952	415.4	483.0	67.6
1953	546.7	605.5	58.7
1954	671.8	669.1	--2.7
1955	669.3	596.7	--72.6
1956	657.2	551.6	--105.6
1957	482.6	511.1	28.5
1958	399.9	460.7	60.8
1959	415.6	473.0	57.4
1960	518.6	464.6	--54.0
1961	557.1	434.5	--122.6
1962	540.4	463.4	--76.9
1963	506.0	446.7	--59.4
1964	586.3	548.1	--38.2
1965	453.5	539.1	85.6
1966	674.1	507.6	--166.6
1967	496.9	509.9	13.1

FUENTE. Informe Anual del Gerente, Banco de la República, 1968-1969, p. 188.

materia de moneda, de cambio y de crédito, que conforme a las reglas vigentes han correspondido a la Junta Directiva del Banco de la República"¹¹⁴. Desde el punto de vista de la estructura institucional para el manejo de la política monetaria y cambiaria del país nada es más significativo que la creación de la Junta Monetaria ¹¹⁵.

Nuevas modificaciones al régimen cambiario se adoptaron mediante el Decreto 1734 del 17 de julio de 1964 que estableció que "únicamente subsistirá como exportación mayor el café, en tanto que el valor de todas las demás exportaciones será reintegrado al tipo de cambio libre" ¹¹⁶. Este mismo Decreto señaló que la Junta Monetaria podría variar el sistema de venta de Certificados de Cambio o sustituirlo por otro a un tipo fijo. El apoyo a las exportaciones menores de este Decreto es evidente al otorgarles el más alto tipo de cambio.

¹¹⁴ Revista Banco de la República, "La Situación General", agosto, 1963, p. 184.

¹¹⁵ Sin subestimar la enorme importancia de la creación y entrada en funcionamiento de la Junta Monetaria, no se hará aquí su análisis. Lo básico es subrayar que, sin las facultades que le otorgó la Ley 21, simplemente no se habría podido mejorar el manejo cambiario ni monetario del país. Sobre estos puntos véase Fernando Gaviria, *Op. Cit.* p. 431.

¹¹⁶ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Dic. 31 de 1964, p. 51.

El año de 1964 es de especial interés pues, según el esquema del presente escrito, en ese año y en particular durante su segundo semestre se gestó la última devaluación típica del período 1948-1967. El año comenzó con una elevación del precio de compra del Certificado de Cambio que pasó de \$7.10 a \$7.30 mediante la Resolución No. 1 del 10 de enero de ese año de la Junta Monetaria. Esta medida buscaba, entre otras cosas, dar un primer paso hacia la eliminación del diferencial cambiario, lo cual había sido solicitud permanente del sector cafetero. El año también comenzó con una reacceleración de los medios de pago que a septiembre mostraban ya un incremento del 16.8% ¹¹⁷. Sobre el origen del aumento de los medios de pago decía el gerente del Banco de la República, Arias Robledo:

“Hechas estas observaciones y, analizando el resto de los renglones que conforman las causas de aumento y disminución en el lado del Banco de la República, se llega a la conclusión de que fueron los créditos concedidos al gobierno nacional y a la Federación de Cafeteros los que marcaron la pauta en las emisiones de carácter primario” ¹¹⁸.

Este exceso de liquidez no tardó en mostrar su “efecto monetario”, en términos de la escuela descrita en la parte teórica de este documento. A partir de mediados del año de 1964 la presión sobre la oferta de dólares libres del Banco de la República, vendidos a 10 pesos, se hizo irresistible. Los esfuerzos del Banco Emisor por sofocar esa crisis de confianza en el peso no tuvieron éxito pues ya para esos meses el apoyo de la política monetaria llegó tarde. Luego de “perder” reservas en cuantías que llegaron a más de tres millones de dólares en un día, la Junta Monetaria mediante la Resolución 46 de octubre de 1964 suspendió la venta de dólares libres. El precio en el mercado sin intervención del Banco de la República ascendió vertiginosamente hasta \$14 a fines de diciembre de ese año. Ya en ese momento era previsible que habría una nueva devaluación. O como sustituto, una severa política contraccionista y de reorientación del gasto. Y ya hemos visto que esta segunda alternativa no lograba tener mayor éxito permanente.

Aunque en 1964 se presentó el quinto déficit consecutivo (38.2 millones de dólares) en la balanza comercial, la devaluación “oficial” se postergó. En su lugar se optó por una elevación gradual del precio de compra del Certificado de Cambio que en marzo de 1965 y mediante Resolución 8 de la Junta Monetaria fue elevado de \$7.30 a \$7.67. Más tarde, mediante la Resolución 33 de la Junta Monetaria el precio del Certificado fue elevado a \$8.50. Por su parte, el sistema de pagar las exportaciones menores a una tasa de cambio igual a la

¹¹⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31 de 1964, p. 53.

¹¹⁸ *Ibid.*, p. 66.

promedio de la semana anterior en el mercado libre¹¹⁹ fue eliminado por el Decreto Legislativo 1709 del 29 de junio de 1965. Se estableció que el Banco de la República adquiriría las divisas provenientes de tales exportaciones al tipo de cambio que señalara la Junta Monetaria. Con esta medida se buscaba, aparentemente, evitar que la tasa de cambio del mercado libre halara hacia arriba y más rápidamente la tasa de cambio más baja de las exportaciones menores. Se buscaba también y como siempre en este tipo de situaciones, evitar agravar la presión inflacionaria resultante de una tasa de cambio en ascenso. Díaz Alejandro¹²⁰ observa que esta tasa de \$13.50, que fue fijada por Resolución 20 de 1965 de la Junta Monetaria, podría tener el atractivo de ser intermedia entre la de \$9 del Certificado y la de \$18 del mercado libre, permitiendo argumentar que se trataba de una revaluación para abaratar la tasa libre. Como cosa curiosa, el hecho es que la tasa libre bajó de \$19 a \$17.80 entre agosto y octubre de 1965. El mercado libre continuó por encima de la tasa oficial. Luego, en cierto sentido, las exportaciones menores vieron revaluado su tipo de cambio y reducidos sus estímulos cambiarios.

Pero lo más importante en materia cambiaria durante 1965 fue la expedición del Decreto 2322 del 2 de septiembre de ese año. Esta norma eliminó el sistema de remates de Certificados de Cambio y estableció dos nuevos mercados de divisas, a saber, el preferencial y el intermedio. El primero tenía como oferta las divisas originales en las exportaciones de café y de otras cuyo contenido de materia prima importada fuera superior al 50%¹²¹. La demanda por divisas de este mercado provendría básicamente de las importaciones a las cuales se les autorizara tal tipo preferencial de cambio.

Respecto de la situación cambiaria entonces existente opinaba así Fernando Gaviria:

“La estructura de los tipos de cambio para esa época era claramente indicativa del estado caótico de la situación cambiaria, al igual que lo había sido a fines de 1956 y principios de 1957, cuando se pretendió mantener un tipo de cambio preferencial para importaciones al nivel de \$2.50 por dólar, coexistiendo con otras tasas cuyas cotizaciones eran más de dos veces superiores. Así, en 1965 regía análogamente un tipo de cambio preferencial para importaciones de \$9 por dólar que se comparaba con otro, también para importaciones pero menos esenciales, de \$13.50 por dólar y aún con otro mucho más alto en el mercado libre de capitales que llegó a elevarse hasta los \$20 por dólar. Era evidente que

¹¹⁹ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31, 1965, p. 51.

¹²⁰ Véase su *Op. Cit.*, p. 198.

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

el peso colombiano a la tasa de \$9 por dólar estaba fuertemente sobrevaluado”¹²².

Por su parte, el “mercado intermedio” se abastecía de las divisas provenientes de exportaciones distintas al café y otras. La demanda por estas divisas provendría básicamente de las importaciones a las cuales se les autorizara este tipo “intermedio” de tasa de cambio. Las divisas de este mercado se destinaban también al pago parcial de fletes y otras obligaciones.

Finalmente, siguiendo lo dispuesto por el Decreto 2322 del 2 de septiembre de 1965, la Junta Monetaria mediante la Resolución 32 del 3 de septiembre de 1965 suspendió los remates y fijó en \$9 el precio de venta de la divisa en el mercado preferencial y en \$13.50 el precio de venta de la divisa en el mercado intermedio.

El año de 1965 terminó con una balanza comercial favorable en 85.6 millones de dólares¹²³. Los medios de pago crecieron en un 15.7%¹²⁴, siendo la principal fuente de expansión la banca comercial y el crédito a la Federación Nacional de Cafeteros. Los precios crecieron en un 14.8%¹²⁵. En cuanto a las finanzas públicas el año cerró con déficit fiscal.

El año de 1966 es el penúltimo del período en consideración y denominado “ajuste bajo paridad fija”. Durante ese año fue necesario adoptar la última reforma cambiaria antes del establecimiento del régimen que modificó la esencia del enfoque de ajustes estables, pero que no tenían mayor durabilidad. El Decreto 2867 del 29 de noviembre de 1966 se produjo como consecuencia de: (a) el descenso en los ingresos externos por café, (b) la disminución en el total de reintegros por exportaciones menores (c) un incremento del 34% con respecto a 1965 en los registros de importación, (d) un aumento del 14% en los medios de pago durante el año, y (e) un déficit en la balanza comercial de 166.7 millones de dólares. En opinión de Fernando Gaviria C. “con la expedición de este Decreto se posponía la inminencia de la devaluación al restablecer el control de cambios”¹²⁶.

El nuevo sistema cambiario suspendió el mercado libre de oro y divisas y dispuso que sólo el Banco de la República podía adquirir y vender estos valores. El Decreto 2867 también creó el “mercado de capitales”. Luego, la Junta Monetaria, con base en las facultades que le otorgaba el mencionado Decreto, dictó las Resoluciones 48 y 49 de 1966 por medio de las cuales señaló las pautas generales que

¹²² *Moneda, Banca y Teoría Monetaria*, Bogotá, Banco de la República, 1977, Tercera Edición, p. 434.

¹²³ Véase cuadro No. 6.

¹²⁴ Véase cuadro No. 3.

¹²⁵ Véase cuadro No. 4.

¹²⁶ Fernando Gaviria, *Op. Cit.*, p. 439.

deberían tenerse en cuenta para la elaboración y ejecución de los presupuestos de divisas para pagos con cargo al mercado de Certificados de Cambio y de Capitales.

Así mismo, la Junta Monetaria fijó en \$16.25 para compra y \$16.30 para venta el tipo de cambio del mercado de capitales a partir de diciembre 1° de ese año. Como en agosto de 1965 la divisa había llegado en el mercado libre al nivel de \$19.25, podría aducirse que, en cierta forma, tanto el Decreto 2867 de 1966, como el posterior Decreto 444 de 1967, produjeron en este mercado en particular una revaluación. Por otra parte, sin embargo, se debe recordar que el precio de compra en el mercado "intermedio" había sido fijado en \$13.50 por la Junta Monetaria, tan sólo 14 meses atrás, mediante la Resolución 32 del 2 de septiembre de 1965. Con respecto a esta última base no hay duda que hubo una devaluación.

En este punto del desarrollo del tema es oportuno destacar la gran complejidad para seguir la pista, en detalle, de cada una de las variaciones en el tipo de cambio en cada mercado. Resulta fácil enredar el análisis, más que aclararlo, si la minuciosidad es la perspectiva con que se mira el problema. Tal vez es mejor, y no se pierde nada de lo significativo, apreciar el conjunto del manejo y ver su intrincada complejidad como el resultado de la incapacidad del sistema para enfrentar el desafío de un ajuste estable. El conjunto de medidas es lo relevante. Su naturaleza toda era similar pues se trataba, en esencia, de administrar lo imposible y de atajar lo inevitable. El Decreto 2867 de noviembre de 1966 apenas dió tiempo para la próxima devaluación¹²⁷.

El año de 1966 terminó con una expansión de medios de pago del 14.0%¹²⁸ a pesar de una pérdida de reservas internacionales. La expansión de medios de pago generada en el Banco de la República "tuvo su origen primordialmente en el aumento del Crédito a la Federación Nacional de Cafeteros"¹²⁹, entidad que enfrentaba una difícil situación de liquidez a pesar de que, a fines de 1966, redujo el precio interno para la carga de café de \$762 a \$737. Sobre este punto es pertinente destacar lo dicho por el gerente del Banco de la República:

"Resulta imperioso buscarles soluciones adecuadas a estas elevadas emisiones para compras internas del grano, pues aparte de producir eventuales alteraciones en la economía nacional, dificultan el manejo del control monetario"¹³⁰.

¹²⁷ Su adopción en su momento significó un reto al Fondo Monetario Internacional que había venido recomendando una reforma cambiaria con base en una sustancial devaluación.

¹²⁸ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31, 1966, p. 50.

¹²⁹ *Ibid.*, p. 52.

¹³⁰ *Ibid.*, p. 52.

La balanza comercial de bienes arrojó en el año de 1966 un déficit de 166.6 millones de dólares¹³¹. El precio del café tipo Manizales bajó aún más, llegando en diciembre de ese año a 44 centavos, terminando para el año con un promedio de 47 centavos¹³². El aumento de precios entonces fue del 13.3%¹³³. Al finalizar el año todas las condiciones monetarias y cambiarias señalaban —y exigían— una devaluación. Esta vino junto con la más importante reforma cambiaria de las últimas tres décadas, el Decreto 444 del 22 de marzo de 1967.

El repaso de lo ocurrido en el período 1962-1966 revela un agitado manejo monetario y cambiario. Casi que podría decirse que la poco afortunada devaluación de 1962 hizo muy difícil la adopción de una política estable y viable. Al respecto dice Jorge García García: “en resumen, el período 1962-1966 fue uno de manera errático y contradictorio en todos los frentes de la política económica”¹³⁴.

6. Marzo 22 de 1967. Devaluación de \$9.00 a \$13.50*

El Decreto 444, entre otras muchas cosas, confirmó la existencia de los dos mercados contemplados por el Decreto 2867 de 1966: el de Certificados de Cambio y el de Capitales. En el primero de éstos la cotización la fijaba el mercado, pues los títulos expedidos por el Banco de la República eran de libre negociación. Para el mercado de capitales, por el cual se efectuaban las transacciones que antes se hacían por el llamado mercado libre, la Junta Monetaria fijaría las tasas de compra y venta.

A partir del Decreto 444 el precio de venta del Certificado en el que se denominaba mercado preferencial y que desde diciembre de 1962 tenía un precio de \$9, fue elevado a \$13.50. De esta forma, la última devaluación no gradual fue del 50%, en el caso del precio de venta de divisas por parte del Banco de la República en el que hasta entonces se llamaba mercado preferencial. En el que se denominaba “mercado intermedio” ya la cotización de venta por parte del Banco de la República era de \$13.50, y a este precio¹³⁵ venía desde la vigencia del Decreto Legislativo 2322 de 1965. En este segundo mercado no hubo entonces ninguna devaluación como consecuencia inmediata del Decreto 444 de marzo de 1967. Como ya se

¹³¹ Véase cuadro No. 6.

¹³² Véase cuadro No. 2.

¹³³ Véase cuadro No. 4.

¹³⁴ Véase su *Op. Cit.*, p. 74.

* Se trata del mercado preferencial. En el caso del mercado intermedio ya las tasas de compra y de venta estaban a \$ 13.50 desde septiembre de 1965. La tasa de compra para las divisas cafeteras estaba a \$ 9.94 en mayo de 1967. Esta tasa de compra cafetera ya también había superado el nivel de los \$ 9 en agosto de 1966.

¹³⁵ Véase Anexo No. 3.

indicó, en el caso del “mercado de capitales” el precio de \$16.30 ya había sido fijado por la Junta Monetaria a partir de diciembre de 1966. En este caso tampoco hubo una devaluación como resultado del Decreto 444.

En realidad la devaluación a \$13.50 no fue realizada íntegramente por el Decreto-Ley 444 el que, sencillamente, vino a oficializarla para el conjunto de las operaciones antes comprendidas en los mercados “preferencial” e “intermedio”. El primer tipo de operaciones que se rigió por la tasa de \$13.50 fue la liquidación de divisas provenientes de exportaciones diferentes a café, a partir de junio 23 de 1965. Algunos meses después, también se empezó a pagar a \$13.50 la venta de divisas para el que entonces se llamó mercado “intermedio”. Desde agosto de 1966 las importaciones de mercancías que venían pagándose a la tasa de \$9 en el mercado “preferencial” fueron trasladadas al mercado “intermedio”, cuya tasa de venta era de \$13.50. Así, entonces, la tasa de \$13.50 ya regía en marzo de 1967 para todas las operaciones que utilizaban divisas de mercados oficiales. El Decreto-Ley 444 representó realmente una devaluación de \$9 al \$13.50 solamente para la liquidación del petróleo crudo para refinación interna, para los giros a los estudiantes y para los servicios de la deuda pública externa contraída con anterioridad a septiembre de 1965. Ni siquiera para el café el Decreto 444 significó una devaluación del \$9 al \$13.50 ya que, en marzo de 1967, las divisas originadas en reintegros cafeteros se estaban pagando a \$9.94.

Ahora bien, por muchas razones el Decreto 444 es la pieza central del desarrollo cambiario del país durante los últimos 30 años. En él se capitalizó la experiencia de 20 años, a partir de la post-guerra, y se establecieron las pautas para lo que básicamente ha sido el manejo cambiario desde su adopción en 1967. En esencia el Decreto consagra el control de cambio y un tipo de cambio flexible; busca llegar a un tipo de cambio unificado y aspira a eliminar los distintos mercados hasta entonces existentes. Este último propósito lo logra en junio de 1968 cuando convergen los mercados de capitales y el de Certificados de Cambio en una sola cotización de la divisa a un precio de \$16.30.

No es fácil resumir el Decreto 444 ni es aquí el propósito examinarlo en detalle. Para nuestros objetivos basta señalar las características ya indicadas y subrayar, con la opinión del entonces gerente del Banco de la República, el alcance de este pilar del desarrollo cambiario del país. Decía así Arias Robledo:

“El gobierno tuvo en cuenta que el nuevo estatuto de cambios, fuera de corregir dificultades a corto término, debería tener la suficiente flexibilidad para permitir en el largo plazo un desarrollo económico acelerado a niveles deseables de producción, ingreso y empleo, fácil de adaptarse a futuras situaciones que se le presen-

taran al país en este campo. Esta filosofía quedó plasmada en los Decretos-Leyes 444 y 688 de 1967, expedidos por el gobierno en virtud de las autorizaciones que le concedió el congreso nacional por medio de la Ley 6ª del mismo año.

Las normas mencionadas establecen innovaciones de trascendental importancia, pues de un sistema de relativas libertades se pasó a otro de control total sobre el cambio y se establecieron restricciones al comercio internacional, tendientes a ajustar la demanda de cambio exterior a los recursos disponibles. Con el nuevo estatuto el gobierno se propuso promover el desarrollo económico y social y el equilibrio cambiario por medio del fomento y la diversificación de las exportaciones, el estímulo a la inversión de capitales extranjeros, la repatriación de capitales y el mantenimiento de un nivel adecuado de reservas internacionales. Uno de sus fundamentos básicos es el de la concentración de las reservas internacionales en el Banco de la República''¹³⁶.

Con el Decreto 444 de marzo de 1967 termina una accidentada evolución cambiaria del país, durante la cual en el transcurso de 20 años, entre 1948 y 1967, el peso oficialmente se devalúa seis veces y pasa de \$1.75 por dólar a \$13.50 por dólar para el mercado más bajo y a \$16.50 para el mercado más alto.

Desde el punto de vista del manejo institucional y de formulación y ejecución de política los hechos más importantes de este período fueron la creación de la Junta Monetaria y la expedición del Decreto 444. Se puede afirmar que la acción combinada de estos dos instrumentos legales e institucionales fueron el producto decantado de la experiencia acumulada de tantas crisis desde 1948, y que ellos explican gran parte del progreso que alcanzó el país en estas materias a partir de la segunda mitad de la década de 1960.

7. Resumen y conclusiones

No es fácil, de ninguna manera, hacer un resumen y una síntesis analítica de lo que ha sido la experiencia cambiaria del país durante el período 1948-1967. Aunque a este intervalo de tiempo aquí se le ha denominado "ajuste bajo paridad fija", es evidente que, con muy contadas excepciones, nunca se logró mantener en realidad una paridad fija. Por el contrario, lo que ocurría era que la tasa oficial sí se mantenía por algún tiempo, pero sólo nominalmente pues en términos económicos la cotización real del peso iba perdiendo gradual pero inexorablemente capacidad adquisitiva, así tal proceso de erosión fuera parcial y temporalmente suspendido o diferido por restricciones a las importaciones, por gravámenes, por depósitos previos y por

¹³⁶ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*, Enero 1 a Diciembre 31 de 1967, p. 47.

toda una variada gama de mecanismos que, al final, cedían el paso a la devaluación.

Con todo y lo difícil que es extraer las lecciones centrales del período bajo consideración, es importante y útil para la formulación de futura política intentar precisar los aspectos y procesos de fondo, las características constantes y las similitudes de las distintas experiencias que en materia de devaluación se vivieron en esos años. Es importante, así mismo, tratar de entender el por qué de las políticas que se siguieron y ver qué concepciones o esquemas determinaron una particular línea de estrategia frente a los problemas.

Antes de proceder a este ejercicio es básico advertir que lo que sigue no tiene la pretensión de ser exhaustivo o definitivo. Para los estudiosos del tema serán obvias importantes omisiones como son los aspectos relacionados con la tasa de cambio petrolera, con la explotación y exportación del oro, con el mercado negro de divisas, con las exportaciones menores y otros, que no están casi ni mencionados en este trabajo y que, en un estudio más profundo y pormenorizado, deberían recibir la atención y el tratamiento que merecen. Por otra parte se tiene conciencia de que el tema del ajuste con base en las relaciones entre los siguientes factores: (a) medios de pago y sus distintas fuentes; (b) precios del café, a nivel interno y externo; (c) reintegros; (d) inflación interna y externa; (e) tasas de interés y diferencial entre la interna y la externa; (f) reservas internacionales; (g) cuasidineros; y otras variables, debe ser más rigurosamente estructurado dentro de un modelo con cuantificación y con alguna capacidad de predicción. Ese ejercicio ojalá se realice y ojalá que este trabajo preliminar contribuya a acelerar su iniciación.

La presentación que sigue se ha organizado así: primero, un análisis de las características de las devaluaciones examinadas; luego, un resumen de las condiciones generales de la economía previas y posteriores a las devaluaciones; en tercer lugar se trata de ver el por qué de las estrategias seguidas. El resumen general termina con una apreciación global para el período.

Veamos entonces y en primer lugar las características centrales de las devaluaciones examinadas. En esencia ellas se distinguen por:

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

b) Casi siempre se devaluaba en forma diferencial para los distintos tipos de cambio. Esta práctica se acompañaba también de restricciones diferenciales para ciertas importaciones y para algunas exportaciones. Se trataba así de administrar la oferta y demanda de divisas

para cada mercado cambiario. El traslado de mercancías de un grupo a otro era un mecanismo de devaluación disfrazada.

c) Casi siempre se estipulaba o se pretendía un proceso gradual de convergencia de las distintas tasas de cambio existentes.

d) Los cambios múltiples daban origen a utilidades cambiarias o a los llamados diferenciales cambiarios que, por lo general, iban a financiar el Fondo Nacional del Café, a fortalecer las inversiones de este Fondo, a apoyar el presupuesto nacional y a tratar de compensar al sector cafetero por la pérdida de ingreso representada en un tipo de cambio menor al de otras exportaciones.

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

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

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

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

A. Como resultado de las devaluaciones reales inferiores a las nominales las variaciones en el tipo de cambio no lograban credibilidad permanente. Como, además, ellas iban acompañadas de mayores o menores restricciones a importaciones o a los giros, era mayor la duda que se tenía sobre la capacidad del peso de mantener una determinada paridad. Se originaba así una constante especulación en contra del peso que en ocasiones podía ser moderada, pero que constantemente estaba presente a la espera de substituir activos financieros en moneda local por activos financieros en divisas, o dispuesta a acumular importaciones o exportaciones en el caso del café; siempre, en todo caso, apostándose a favor de la devaluación. Rara vez tales expectativas resultaron frustradas ¹³⁸.

B. La práctica de devaluar por debajo de una paridad del mercado tenía distintas intensidades según se tratase de una tasa de cambio o de otra. Por lo general, la disparidad entre la devaluación real y la nominal era mayor en el caso de los mercados preferenciales o de Certificados de Cambio con poca negociabilidad libre, mientras que la disparidad relativa era menor en el caso de las tasas de cambio más altas o de semilibre compra y venta. Esta política, aparentemente, buscaba reducir al mínimo posible la incidencia de la elevación de los costos de bienes y servicios importados que se consideraban más necesarios o urgentes que la de aquellos que se negociaban a las

¹³⁷ En 1978 será éste de nuevo el caso?

¹³⁸ Se trataba de esas situaciones denominadas "Self Fulfilling Prophecies", es decir, profecías o advertencias que se autodeterminan o cumplen por sí mismas.

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

C. La meta de alcanzar un tipo de cambio unificado aparecía como un propósito que nunca lograba alcanzarse, así se estableciera un proceso gradual de convergencia y así se tuviera algún éxito inicial, como fue el caso del desarrollo del decreto 637 del 20 de marzo de 1951. Como se recordará, este Decreto, entre otras medidas, estipuló que los reintegros del café se pagarían en un 25% no a la tasa más baja de \$1.75 sino a una más alta, presumiblemente del \$2.50. Más tarde, el Decreto 2227 del 27 de octubre de 1951 elevó a un 40% la porción del reintegro que se pagaría al \$2.50 y ofreció que esta proporción llegaría al 100% en un período de 40 meses. En enero de 1954 se fijó esta tasa en \$2.38 sin lograrse por tanto la prometida convergencia con la tasa de \$2.50. Sólo posteriormente se eliminó el diferencial cafetero mediante Decreto 333 de febrero de 1955 reapareciendo al producirse la siguiente devaluación.

D. La existencia de diferenciales cambiarios daba origen a utilidades que, por una parte reclamaban los cafeteros y, por otra, pretendía el gobierno nacional como un recurso fiscal. La distribución de las utilidades constituía una transacción en la cual el Fondo Nacional del Café fortalecía sus inversiones, bien en la Caja Agraria o en el Banco Cafetero, o los Comités Departamentales del Cafetero aumentaban sus presupuestos. Por su parte, el gobierno nacional lograba un importante aporte a sus recursos fiscales. El punto de fondo y el más difícil de determinar sobre esta distribución del “diferencial cambiario” es saber si el resultado neto del sacrificio del sector cafetero al recibir la más baja tasa de cambio en comparación con el financiamiento que recibía la Federación del Banco de la República o del Presupuesto Nacional —cuando ella enfrentaba circunstancias de iliquidez— resultaba más o menos inflacionario que las alternativas disponibles. Es decir, qué era mejor a largo plazo para el conjunto de la economía: pagar una baja tasa al sector cafetero y tener que financiarlo en condiciones de iliquidez de la Federación o pagarle una tasa unificada y más alta sin compromiso de eventual financiamiento?

¹³⁹ Véase su *A History of Economic Policies in Colombia 1953-1970*, Tesis doctoral, Universidad de Chicago, 1976, p. 44.

Cómo repartir los altos precios o los bajos precios del café es el punto fundamental en toda discusión sobre política cambiaria y cafetera. Como se verá más adelante la única solución estable a este difícil problema es reducir la importancia relativa del café en el total de las exportaciones.

E. La existencia de un mercado libre ha sido también una meta de esas que siempre se tenían que diferir o alcanzar sólo parcialmente. El repaso de los planteamientos hechos por los responsables de la política cambiaria muestra que se tenía un gran interés en poder llegar a un sistema de mínimos controles, pero el corto plazo y las constantes emergencias impedían el acercamiento a un esquema cambiario menos restrictivo. En todo caso, una constante de las reformas cambiarias de este período era dejar un mercado semilibre que indicara los niveles de cotización de las fuerzas del mercado. El proceso gradual de erosión del poder adquisitivo del peso llevaba a que esa tasa semilibre fuera el presagio de las futuras cotizaciones de los tipos de cambio más controlados.

F. La inestabilidad de los precios externos del café más que el manejo de la oferta monetaria, de las finanzas públicas o de las políticas de importación, parecía recibir la mayor responsabilidad en el momento de formularse la devaluación, como un ajuste a una crisis de confianza sobre el peso y como una solución a una rápida pérdida de reservas internacionales.

G. El temor de acelerar la inflación¹⁴⁰ mediante la devaluación es una de las constantes que se encuentra al examinar la argumentación y la legislación sobre la materia. En todo momento, una de las preocupaciones centrales era cómo evitar que la devaluación generara más inflación. La idea de que la devaluación era primordialmente el resultado del proceso inflacionario interno sólo era acogida por unos pocos. En la práctica, la disciplina monetaria y fiscal dejaban mucho que desear y la secuencia de inflación, devaluación, inflación, se convirtió en un juicio de tácita aceptación, en el cual la prioridad de la política económica era combatir más la devaluación que la inflación. Claro, el resultado fue el conocido.

H. La necesidad de mantener precios externos altos del café, limitando la oferta de los países productores, llevaba a que Colombia mantuviese altos reintegros. Esta política se traducía en la salida del mercado interno de gran parte de los exportadores privados y en una acumulación de inventarios por parte de la Federación de Cafeteros. Acumulación que exigía un financiamiento del Banco de la República, lo cual agravaba la presión inflacionaria y, a la postre, precipitaba la devaluación. De esta manera la elevación del tipo de cambio resultaba, al final, como un sustituto, parcial al menos, de la reducción del

¹⁴⁰ Sobre este punto véase Jorge García García, *A History of Economic Policies in Colombia*, Tesis doctoral, Universidad de Chicago, 1976, p. 32.

precio interno o de la disminución del reintegro. Este era otro de los ciclos con los que la política económica procuraba defender el peso frente a crisis cambiarias. Sin disponer de un esquema alternativo con el cual se puede hacer un análisis comparativo no es fácil —ni defendible— emitir un juicio sobre la bondad de este esquema. El tema es de gran importancia, como se puede advertir al ver que al comenzar 1978, de nuevo, estamos frente al ciclo bajo referencia. Al finalizar 1977 el reintegro se mantuvo alto para sostener precios externos y la Federación tuvo que acumular más de cuatro millones de sacos de café. En 1978 la pregunta que ahora se hace la política económica es: qué tanto devaluar?

Veamos ahora una breve reseña de las condiciones generales de la economía que rodeaban las devaluaciones. Un rápido examen de los Cuadros 3, 5, 4 y 2, así como de las páginas anteriores permite apreciar claras tendencias así: (a) creciente expansión monetaria, (b) déficits fiscales y créditos del Banco de la República al Gobierno Central, (c) aumento de los niveles internos de precios, (d) caída de los precios del café.

Por lo general no parece existir ninguna regla constante sobre la secuencia de las devaluaciones, como sería, por ejemplo, el que el incremento de los medios de pago se tradujera automáticamente y con un retraso fijo en un aumento de los precios; siendo éste seguido por un déficit de balanza comercial, por pérdida de reservas y, a continuación, por una devaluación. Hay casos de devaluación que responden más a un esquema de este tipo que otros. Sin embargo, lo que es destacable es el comportamiento de conjunto y la tendencia de las variables. Eran tantas y tan variadas las medidas para frenar, para suspender, para diferir y para remediar parcialmente los problemas, que los procesos no muestran, no podrían mostrar en lo agregado una típica relación de causalidad o secuencia de desarrollos. Es el balance lo que cuenta. Veinte años de encomiables e intensos esfuerzos siempre bajo la presión de lo urgente y de la emergencia resultan en al menos seis devaluaciones y en toda una rica gama de experiencias con distintos tipos de esquemas cambiarios, desde el más severo control hasta los intentos de liberalización, desde los cambios fijos hasta los fluctuantes.

Este muy resumido recuento de lo que fue la evolución cambiaria entre 1948 y 1967 muestra un manejo que difícilmente puede ser enmarcado dentro de uno de los enfoques teóricos descritos en la primera parte de este documento. La velocidad de los cambios, la multiplicidad de las restricciones administrativas, la heterogeneidad de las tasas de cambio —unas para importaciones, otras para exportaciones, otras para un mercado de cuenta corriente y otras para un mercado de capitales— simplemente hacen imposible adscribir la experiencia del país a un determinado esquema de ajuste.

En todo caso, no parece que el comportamiento de las variables económicas ni el manejo de los instrumentos de políticas cambiaria y monetaria resultaran coordinados entre sí dentro de un marco de política general. Esto ocurría así no tanto por imprevisión o por falta de control sobre las variables críticas, como por la inmensa dificultad de poner en práctica y de mantener vigente por un mínimo de tiempo un esquema integral de política. Hubo además algunos casos en que la insuficiencia del control monetario significó una gran limitación a los efectos del ajuste que se buscaba con la devaluación. Fueron 20 años en que los esfuerzos de la autoridad monetaria y cambiaria resultaban infructuosos frente a las abruptas variaciones de los precios externos del café y frente a las crisis de confianza que se presentaban sobre el peso. En ningún momento se logró suficiente estabilidad para organizar un esquema global. Dentro de tan rápido proceso de ajuste tras ajuste, y de corrección parcial a corrección demorada, no hubo forma de complementar el manejo de las situaciones con políticas sobre tasas de interés, sobre salarios, sobre precios, sobre resultados fiscales, sobre movilidad internacional de capitales. Se trataba, si se quiere, de una lucha desigual. Cuando se intentaba un ajuste externo se presentaba un desajuste interno —déficit fiscal o rápido incremento de medios de pago— que prácticamente creaba la inmediata necesidad de otro ajuste y éste, a su vez, sin alcanzar a complementar su vigencia, se tornaba en una fuente de disturbio que, a su turno, no alcanzaba a ser corregida a tiempo. Así, la política cambiaria iba no adelante de los acontecimientos sino detrás de ellos, respondiendo a ellos.

Ahora bien, por qué pasaba todo esto?, por qué ninguno de los sistemas cambiarios que se intentaron pudieron tener una mínima estabilidad? hasta qué punto conviene al país adjudicar la responsabilidad exclusivamente a una vulnerabilidad del sector externo del país, en función de la inestabilidad de los precios del café? Quizás la respuesta esté en la observación hecha al comienzo sobre los países con poca disciplina monetaria¹⁴¹ y fiscal. Durante esas dos décadas de 1948 a 1967, resultaría difícil demostrar que se mantuvo una gran vigilancia real sobre la oferta monetaria y sobre el proceso inflacionario. Sería difícil demostrar, también, la bondad de algunas políticas cambiarias. Por último es indudable que no se podrán calificar de impecables algunas devaluaciones¹⁴². Finalmente, sería casi imposible demostrar que el peso no estuvo casi todo el tiempo sobrevaluado. Según Fernando Gaviria Cadavid tal sobrevaluación fue una de las causas más importantes de las crisis cambiarias¹⁴³.

Este período de 1948 a 1967 quizás deba ser considerado como uno de aprendizaje y previo a un manejo con más respaldo político,

¹⁴¹ Véase p. 144.

¹⁴² Véase Díaz Alejandro, Carlos *Op. Cit.*, p. 18.

¹⁴³ Véase su *Op. Cit.*, p. 435.

con más convicción y con más conciencia de los riesgos. Por ello el Decreto 444 ha sobrevivido desde entonces y su desempeño ha sido mucho más afortunado. Pero aquí es importante destacar que el mayor éxito relativo del Decreto 444 coincide en gran parte con el auge de las exportaciones menores, es decir, con el período en que baja la importancia relativa del café en el total de las exportaciones. Este aspecto es fundamental. Mientras el café continúe representando una proporción tan abrumadoramente predominante en el total de exportación, lograr la estabilidad cambiaria para Colombia puede ser una tarea casi imposible. Cómo defender una tasa de equilibrio en un momento dado si, sorpresivamente, pueden "subir o bajar los ingresos de exportación en proporciones masivas"? Según Díaz Alejandro, no es difícil encontrar tal tasa de equilibrio si se mantiene una mínima estabilidad en los ingresos de exportación de café ¹⁴⁴.

Es decir, no se puede dejar que el peso se revalúe al subir los precios del café y que se devalúe cuando ellos bajen. Tal inestabilidad cambiaria traería serios perjuicios a la economía del país. Pero si el café tan solo representa, por ejemplo, un tercio del valor de nuestras exportaciones, entonces, las fluctuaciones que pueda tener su precio en el exterior, por sustanciales e inesperadas que sean, serán mucho más fáciles de manejar y la política monetaria y la cambiaria podrán mantener sus rumbos y objetivos globales sin entrar a los ajustes *ad hoc* y de corto plazo, que, como se ha visto, tantas dificultades traen. Claro está que, si independientemente de las fluctuaciones externas en el precio del café, las políticas monetaria y fiscal internas no guardan una adecuada relación con el crecimiento de la economía y con el comportamiento de la demanda por dinero, ninguna estabilidad de precios del café en Nueva York, así como casi ninguna diversificación de exportaciones, va a producir necesariamente estabilidad cambiaria ¹⁴⁵.

La inevitable conclusión de todo no es entonces novedosa ni dramática, pero sí fundamental e inequívoca: es indispensable reducir la importancia relativa de las exportaciones cafeteras. Obviamente la forma de lograr esto no es dejando de exportar café sino exportando adicionalmente otros productos y servicios. Más que por medio de la sustitución de importaciones o por medio de las restricciones cuantitativas o administrativas, la única manera que tiene el país de resolver su escasez crónica de divisas y la inestabilidad de oferta de éstas es a través de la promoción de nuevas exportaciones. El día en que el país tenga cinco o más productos de exportación, todos con una importancia relativa similar como generadores de divisas, se podrá pretender una política cambiaria distinta a una política exclusiva-

¹⁴⁴ Véase su *Op. Cit.*, p. 15 y 97.

¹⁴⁵ Sobre este punto véase Eduardo Wiesner, "Las Modificaciones del tipo de Cambio y los Niveles Domésticos de Precios", *La Nueva Economía*, Bogotá, mayo 1966, p. 13.

mente cafetera. Entonces se podrá aspirar a una tasa de equilibrio con posibilidades de éxito. El corolario de este planteamiento se traduce en una frase: la política de fondo y de largo plazo tiene que ser el fomento a la diversificación de exportaciones. Ahora en 1978 que el país tiene un volumen muy satisfactorio de reservas, lo que más indicado parece es que haga su ajuste con el sector externo, no tanto reduciendo las exportaciones como manejando su tasa de cambio para fines de largo plazo. Es decir, utilizando el incentivo de la tasa de cambio para alcanzar la diversificación de las exportaciones.

B. AJUSTE BAJO CAMBIO FLEXIBLE, 1967-1975

La experiencia cambiaria del período 1948-1967 llevó a que, a partir del Decreto 444, se desistiera de mantener constante durante prolongados lapsos de tiempo una paridad fija. Condujo también a que se suspendiera la práctica de tener más de un tipo de cambio simultáneamente. Desde 1967 se aplicó un sistema cambiario basado en devaluaciones graduales¹⁴⁶, casi permanentes, por medio de las cuales el Banco de la República ajustaba la tasa de cambio de acuerdo con un presupuesto de devaluación incluido en el marco global de la política monetaria y económica general. Esta nueva política cambiaria constituía una revolución. Se había perdido el miedo a la inflación causada por la devaluación. Se había superado la actitud de que la estabilidad cambiaria, *per se*, era lo correcto. Se había reconocido, implícitamente al menos, que no se tenía la suficiente disciplina monetaria o fiscal para garantizar una paridad estable. Por último, se había admitido que la única forma de manejar la devaluación desde un punto de vista político, tanto a nivel doméstico¹⁴⁷ como externo¹⁴⁸ era haciéndolo constante y gradualmente. De esta manera se lograba: (a) reducir la controversia sobre la oportunidad¹⁴⁹ de la devaluación, (b) aminorar los problemas derivados de retrasos en el pago de deuda externa, (c) evitar los ajustes salariales compensatorios y las contraproducentes emisiones monetarias. Se evitaba, en síntesis, que las devaluaciones fueran abruptas causas de disturbios y de dificultades tanto de orden económico como político. Por todo esto el nuevo régimen cambiario fue un indiscutible avance.

En junio de 1968, la devaluación gradual que desde el nivel de \$13.50 se había venido haciendo sobre el Certificado de Cambio al-

¹⁴⁶ Presumiblemente tales ajustes obedecían al libre juego de la oferta y demanda por divisas, lo que se llama "dirty floating". En la práctica, se trataba de un sistema dirigido por el Banco Central, que correspondía más bien a la noción de "controlled crawling peg".

¹⁴⁷ Díaz-Alejandro opina que los problemas que trajo la devaluación de 1962 influyeron en la concepción de la devaluación de 1967. Véase su *Colombia Foreign Trade Regimes*, Columbia University Press, 1976, p. 204.

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

¹⁴⁹ Tan solo en parte, pues entonces la discusión se refería más al ritmo de cambio en la tasa de cambio y a la oportunidad de acelerarlo o desacelerarlo.

canzó la tasa del mercado de capitales al nivel de \$16.30. De esta forma se unificaron las tasas de los dos mercados y el país comenzó a vivir su primer período, desde la post-guerra, en el cual mantuvo en esencia una sola tasa de cambio oficial.

Los ritmos de devaluación para el Certificado de Cambio durante el período 1967-1977 aparecen en el Cuadro No. 7. Como se puede apreciar, no se mantuvo una tasa constante y tampoco es factible relacionar su velocidad de variación con el comportamiento exclusivo de una específica variable económica. El enfoque era dar una influencia prioritaria al nivel interno de inflación, de las importaciones, de los precios del café en el exterior y de la perspectiva en general. En todo caso, la noción de mantener una paridad adquisitiva efectiva ¹⁵⁰ teniendo en cuenta la inflación interna y la externa, así como subsidios y gravámenes especiales, empezó a hacer parte integral de la configuración de la tasa de cambio del país. Con todo, sin embargo, la devaluación para el período 1967-1975 apenas se tradujo en un incremento real del 2.7% para la tasa de cambio ¹⁵¹. Pero ya se había alcanzado un progreso pues los retardos de ajuste en la tasa de cambio no eran de la magnitud de algunos de los registrados durante 1948-1967.

El análisis del período 1967-1975 muestra resultados muy satisfactorios en comparación con el período anterior, 1948-1967. En general, no se presentó ninguna crisis cambiaria, ni ninguna radical modificación en el régimen legal sobre el manejo del sector externo. Aunque los ritmos de la inflación empezaron a acelerarse a partir de 1970 y los precios del café sólo mejoraron ligeramente ¹⁵², la situa-

¹⁵⁰ Sobre este tema véase, Lawrence H. Officer, "The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates: a Review Article", *Staff Papers*, International Monetary Fund, Marzo 1976, p. 3. Véase también Belanger, Gerard, "An Indicator to Effective Exchange Rates For Primary Producing Countries", *Staff Papers*, International Monetary Fund, marzo de 1976, p. 113.

¹⁵¹ Véase *Coyuntura Económica*, Octubre 1976, p. 70.

¹⁵² Véase Cuadro No. 2.

CUADRO No. 7
RITMO DE DEVALUACION DEL CERTIFICADO DE CAMBIO*
1967-1977

Año	Ritmo %	Año	Ritmo %
1967	16.7	1973	8.8
1968	7.1	1974	15.0
1969	5.7	1975	15.0
1970	7.0	1976	10.0
1971	9.5	1977	4.5
1972	9.0		

FUENTE: Revista Banco de la República.

* Diciembre a Diciembre.

CUADRO No. 8
 REINTEGROS POR EXPORTACIONES DE PRODUCTOS DIFERENTES A CAFE
 1967-1971

Año	Millones US\$	Variación Anual %
1967	117.1	--
1968	178.4	52.3
1969	207.2	16.1
1970	237.0	14.4
1971	297.8	25.7

FUENTE: Revista Banco de la República.

ción externa era estable y sin serios problemas. La causa principal de estos resultados estaba en el rápido auge de las llamadas exportaciones menores que habían recibido gran impulso con el Decreto 444 de 1967. En respuesta a los incentivos legales, el apoyo institucional de Proexpo y, en particular, el estímulo del Certificado de Abono Tributario CAT, y una tasa de cambio en permanente devaluación, las exportaciones menores casi triplicaron su valor de reintegro entre 1967 y 1971, como lo muestra el Cuadro No. 8.

Aunque durante el período 1967-1975 no se presentaron crisis cambiarias, este período se distingue del anterior por la aceleración de la expansión de los medios de pago y de la inflación. Dicho de otra manera, resulta sorprendente que a pesar de la aceleración de la inflación y de la expansión de los medios de pago, el manejo cambiario logró ser estable precisamente cuando, en comparación con el período anterior, más adversas le eran las circunstancias. En efecto, si entre 1951 y 1967 la inflación de dos dígitos tan solo se presentó en cuatro años, a saber ¹⁵³ en 1957 (19.1%), en 1963 (29.9%), en 1965 (14.8%) y 1966 (13.3%), a partir de 1971, y como lo muestra el Cuadro No. 9 ella se mantiene por encima de tal nivel en todos los años. Los medios de pago, por su parte, también muestran una tendencia a acelerarse y, con excepción del año de 1970 cuando sólo llegan a aumentar en un 10.9%, en la mayoría de los años siguientes crecen a más del 20% por año.

Dentro del nuevo esquema cambiario la reactivación de la presión inflacionaria fue acompañada por mayores ritmos de devaluación del Certificado de Cambio. Sin embargo, es perceptible cierto retraso en los años de 1973 y 1974, quizás originado en la mejoría de los precios del café precisamente en esos años. Se aprecia así, que aun dentro del sistema de paridad "estable pero ajustable" ¹⁵⁴, la esencia del

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

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

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

CUADRO No. 9
 MEDIOS DE PAGO E INFLACION
 1967-1977

Año	Medios de Pago*	
	Cambio %	Inflación**
1967	21.9	7.6
1968	14.8	6.7
1969	19.5	8.5
1970	17.2	7.2
1971	10.9	12.6
1972	24.4	14.1
1973	29.3	22.1
1974	19.5	25.2
1975	27.8	17.5
1976	34.7	25.4
1977	30.3	29.3

FUENTE: Revista Banco de la República.

* Excluye Depósitos Oficiales.

** Indice Nacional de Precios al Consumidor, Empleados.

problema cambiario tradicional se mantenía, ya no tanto sobre el interrogante de, a qué nuevo tipo de cambio devaluar, sino, sobre la pregunta: a qué ritmo devaluar cuando suben los precios del café. La persistencia del problema de cómo limitar el ingreso cafetero cuando suben los precios es, como se ha visto, una de las características más intrigrantes del sistema cambiario colombiano. Claro está, su solución, como se dijo, no es factible sin una diversificación de exportaciones¹⁵⁵. En todo caso el hecho de que no se presentara

CUADRO No. 10
 COLOMBIA: BALANZA CAMBIARIA*, 1967-1977

Año	Millones US\$	Año	Millones US\$
1967	-14.5	1973	+69.6
1968	+6.0	1974	-112.1
1969	-19.5	1975	+30.1
1970	-58.7	1976	+681.6
1971	-109.3	1977	+663.6
1972	+3.3		

FUENTE: Banco de la República. Informe Anual del Gerente y Revista Banco de la República.

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

¹⁵⁵ En los próximos capítulos veremos cómo, cuando ocurrió la bonanza cafetera de 1976 y 1977, prácticamente se tuvo que aceptar la vieja fórmula de siempre: suspender la devaluación. Esta política no dejó de tener sus críticos. Véase "Qué tanta devaluación?", (p. 51) de esta edición.

CUADRO No. 11
RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS, 1967-1977

Año	Millones US\$	Año	Millones US\$
1965	145.0	1972	392.8
1966	144.0	1973	524.1
1967	149.4	1974	448.2
1968	217.7	1975	553.4
1969	257.3	1976	1.171.6
1970	257.5	1977	1.829.7
1971	265.3		

FUENTE: Banco de la República, Informe Anual del Gerente, Saldos a final de diciembre de cada año.

ninguna aguda crisis cambiaria entre 1967 y 1975, cuando precisamente en esos años se acelera la inflación y se expanden rápidamente los medios de pago, es un crédito que debe abonársele al nuevo régimen de tasas de cambio flexibles y al mejor manejo cambiario realizado.

Como se puede observar en el Cuadro No. 10, la balanza cambiaria entre 1969 y 1975 estuvo en déficit los primeros tres años. A partir de 1972 se nota una reacción en los precios de café que contribuye a que se equilibre la balanza cambiaria y a que en 1973 se logre un superávit de 69.6 millones de dólares. Durante 1974, año de recesión mundial y de importantes reformas a nivel doméstico como la tributaria y la financiera, se presentó un déficit de balanza comercial de 112.1 millones de dólares y las reservas internacionales brutas¹⁵⁶, que habían venido aumentando año por año desde 1966, descienden en aproximadamente 87 millones de dólares. Esta pérdida de reservas reflejó el menor nivel de endeudamiento en ese año en comparación con el anterior. Sobre este punto decía el Gerente del Banco de la República: "como se menciona antes, el ingreso de capitales fue bastante inferior al de años recientes, producto de actuaciones deliberadas del gobierno y de las autoridades monetarias para evitar endeudamientos innecesarios o gravosos en momentos en que los niveles de reservas no hacían tan apremiante el uso de esta clase de recursos"¹⁵⁷.

El punto más importante de destacar sobre el período de 1967-1975, además de la ausencia de crisis cambiarias, es la reducción del grado de monoexportador del país. El Cuadro No. 12 muestra en forma inequívoca la acelerada pérdida de importancia relativa del café que, de representar un 63% en 1967, desciende a constituir 41.4% en 1974. Las exportaciones de petróleo se reducen también en

¹⁵⁶ Véase Cuadro No. 11.

¹⁵⁷ Banco de la República, *Informe Anual del Gerente*. Enero a Diciembre de 1974, p. 53.

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

CUADRO No. 12
COMPOSICION PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES DE COLOMBIA
1964-1976

(Valores FOB US\$ millones)

Año	Café ¹	Petróleo ²	Otros ³
1964	71.9	13.7	14.4
1965	63.8	16.4	19.8
1966	64.7	14.1	21.2
1967	63.2	12.0	24.8
1968	63.3	6.5	30.2
1969	55.4	9.1	35.5
1970	62.8	7.9	29.3
1971	56.5	7.2	36.3
1972	49.3	3.5	47.2
1973	48.4	2.1	47.5
1974	41.4	0.3	58.3
1975	44.2	—	55.8
1976	52.9	—	47.1

FUENTE: Banco de la República. Informe Anual del Gerente. Enero a Diciembre 1974, p. 75, Enero a Diciembre 1976, pp. 108 y 115.

¹ Fedecafé.

² Ministerio de Minas y Energía.

³ Registros aprobados por Incomex ajustados por modificaciones.

forma acelerada, disminuyendo su peso relativo del 12% en 1967 a 0.3% en 1974. Por su parte, las "otras exportaciones" y las "exportaciones menores", por primera vez en la historia moderna del país, llegan a representar en 1974 más de la mitad del total de las entradas de divisas por concepto de ventas de bienes y servicios. Fueron esos años del período 1967-1977 de gran importancia en la evolución del problema cambiario del país. Por primera vez se estaba logrando una reestructuración de fondo; se estaba logrando, también, la tan buscada diversificación de exportaciones.

El Cuadro No. 12 resume, mejor que cualquier otra explicación, la evolución de la estructura del comercio exterior y el drama cambiario del país. Cuando a fines de 1974 ya se estaba alcanzando la diversificación llegó la más reciente y más intensa bonanza cafetera que el país haya conocido. Como resultado de tener altos precios el café, lo cual ha sido la tradicional aspiración del país, se vió truncado el proceso de diversificación de exportaciones, como fácilmente se aprecia que ocurrió durante los años de 1975 a 1977.

Ahora bien, el examen de las estadísticas indica claramente que esos años son atípicos dentro de la tendencia y deben ser considerados como accidentes transitorios dentro de una perspectiva de más largo plazo del comercio exterior del país. Lo normal, o mejor, lo que dictan las tendencias subyacentes o seculares, es que el café manten-

ga una gran importancia relativa dentro del conjunto de las exportaciones, a menos que se logre, por medio de políticas especialmente diseñadas para ese propósito, reorientar el futuro crecimiento de las ventas externas del país, de tal manera que se acelere la diversificación. Pero como veremos más adelante, lo apremiante de esta necesidad del largo plazo pierde evidencia al subir los precios del café y desaparecen, en el corto plazo, los problemas cambiarios. Por ejemplo, si no hubiera habido bonanza cafetera a fines de 1975, la necesidad de importar petróleo y los crecimientos de la oferta monetaria habrían llevado al país a una inevitable reestructuración de su política cambiaria. No hay duda de que, hoy en día, quizás el aspecto más subestimado en el accidentado proceso cambiario de diversificar las exportaciones es el relacionado con la pérdida de divisas por concepto de compras de petróleo. Pero este hecho ha pasado parcialmente desapercibido en razón de la relativa abundancia de divisas. Parece claro que si esto no fuera así, otra muy distinta sería la actual política sobre precios de la gasolina y de incentivos a la exploración y explotación de petróleo. De nuevo el Cuadro No. 12 destaca esa circunstancia que viene a afirmar, mucho más ahora que en la década de los cincuenta o de los sesenta, la apremiante necesidad de reducir la importación de las exportaciones del café.

Ahora bien, dentro del esquema analítico que aquí se ha querido desarrollar, el examen del período de 1967 a 1975 induce a pensar que para mediados de la década del setenta, el país iba destinado a tener que establecer un ajuste a fondo en su sector externo. No iba acercándose a una crisis cambiaria de tipo tradicional del período 1948-1967, pero sí a la necesidad de adoptar políticas para controlar la creciente inflación y para ajustar la tasa de cambio cuyo nivel de sobrevaluación se había aumentado. Cuando estaba vigente tal perspectiva y cuando ya se habían dado los primeros pasos para reestructurar el frente fiscal y el monetario¹⁵⁸, se presentó la helada de cafetos del Brasil en junio de 1975. Cuando ella llegó ya se había iniciado una más rápida devaluación del Certificado de Cambio y ya se había logrado reducir a niveles inferiores al 20% la inflación interna. En cierto sentido puede decirse que la helada de cafetos en el Brasil hizo dar un vuelco al nuevo manejo cambiario que se estaba dando al país. Toda una gama de políticas e instrumentos que estaban orientados a manejar una escasez de divisas, un déficit cambiario y una pérdida de reservas, tuvieron que ser reorientados para enfrentar una situación totalmente distinta. La importante meta de la diversificación y en la que tantos progresos se había hecho tuvo que entrar en forzado receso.

¹⁵⁸ Con esta sucinta presentación no se quiere subestimar la inmensa importancia de la nueva política económica adoptada antes de que se presentara la bonanza cafetera, que seguramente habría permitido un ajuste sin profundos trastornos en la marcha de la economía. Por razones de brevedad no se pueden tratar aquí asuntos tan destacables como la reforma tributaria de 1974, ni como la nueva política financiera.

C. AJUSTE BAJO SUPERAVIT CAMBIARIO, 1975-1978

Al ocurrir la helada de cafetos en el Brasil, en junio de 1975, y al ser anticipable una elevación de los ingresos externos, se planteó para la política económica de Colombia uno de los más difíciles dilemas imaginables: abandonar el control de cambio y permitir que el futuro superávit cambiario fuera adquirido por el sector privado o, por el contrario, mantener el control oficial sobre las divisas y buscar que fuera el Banco de la República el comprador de los dólares. Ambos cursos de acción ofrecían ventajas y traían riesgos que diferían tanto en el corto como en el largo plazo. La primera alternativa se traduciría en una revaluación, corriéndose el riesgo de valorizar una moneda cuya estructura económica subyacente no había sido mejorada realmente por causa permanente. La segunda alternativa tenía como atractivo la posibilidad de romper el tradicional cuello de botella del sector externo del país. Sin embargo, con ella se corría el riesgo de fuertes presiones inflacionarias al monetizarse el aumento de las reservas internacionales. Como es sabido, Colombia decidió pensando más en el largo plazo que en el corto y asumió así el riesgo de la inflación manteniendo el control de cambios. La solución de corto plazo —permitir la revaluación— habría significado menos problemas monetarios inmediatos pero habría traído serias consecuencias cambiarias futuras.

Dentro de los distintos enfoques de ajuste a que se hizo referencia en la parte teórica de este escrito, la estrategia de ajuste que se siguió no corresponde básicamente a ningún modelo. En primer lugar, y contrariamente a lo que llegó a pensarse, el ajuste que se buscaba no era adscribible al enfoque monetario¹⁵⁹, ya que éste habría recomendado que libremente se dejaran actuar las fuerzas de oferta y demanda de las dos monedas —activos financieros— participantes, el peso y el dólar, así el resultado fuera que el exceso de oferta de divisas se tradujera en una revaluación del peso.

La política seguida tampoco es enmarcable dentro del “modelo de la absorción” pues no se permitió que, del todo, las importaciones aumentaran libremente hasta copar la capacidad de absorción que podría tener reprimida el país a través de un arancel y de listas de prohibida importación. En este punto es interesante destacar la complementariedad entre el enfoque monetario y el de la absorción, en el sentido de que el primero habría argumentado que al no permitirse la revaluación se limitara la capacidad de absorción, impidiendo que el efecto del mayor ingreso de divisas se tradujese en mayores importaciones.

¹⁵⁹ Para una discusión sobre si la política seguida fue monetarista o no, véase “Monetarismo y Política Cambiaria en Colombia”, capítulo V, de esta edición.

En cuanto al enfoque de las elasticidades, la política seguida mostró que a altos niveles de precios del café sí se presentó una reducción en la demanda por ese producto. Se vió, por otra parte, que la respuesta de las importaciones no depende tanto del precio de la divisa como del nivel interno de actividad económica. Por ello no fue posible, en parte, que el superávit fuera absorbido por importaciones de bienes y servicios y fue necesario que una parte sustancial tuviera que ser acumulada en la forma de reservas internacionales.

Ahora bien, que ninguno de los enfoques hubiera orientado rigurosamente la política de ajuste seguida no es del todo sorprendente, pues ellos, en esencia, están diseñados o concebidos para una dinámica de devaluación más que de revaluación. El enfoque monetario es quizás el más fácilmente adscribible como solución a una necesidad de ajuste, tanto de superávit como de déficit cambiario.

Si se tuviera que forzar la ubicación de la política adoptada dentro de algún molde teórico de ajuste, al que más se aproximaría sería al del patrón oro ya que, en la práctica, el aumento de las divisas se convirtió en un incremento casi equivalente en la moneda local y generó una rápida inflación. Si esta forma de mirar el ajuste del superávit estuviera no muy lejos de la realidad, se podría anticipar que durante la otra mitad del proceso de ajuste —la que aún faltaría por completarse dentro del esquema patrón oro—, la inflación interna eventualmente llevaría a que una futura aceleración de las importaciones y un retraso en las exportaciones resultara en la eliminación de gran parte de las reservas internacionales hasta ahora acumuladas. Es decir, si lo que se siguió fue una política patrón oro, aún faltaría por completarse el ciclo clásico, en el cual los más altos precios internos eventualmente conducen a que desaparezca el superávit y se produzca así el ajuste del sector externo. Pero en verdad no era el patrón oro el esquema de ajuste que se buscaba. En esencia lo que se quería era hacer el ajuste vía las reservas internacionales y no vía la tasa de cambio. Se tenía la confianza de que era factible controlar la expansión de la oferta monetaria y, por lo tanto, la inflación. Las cosas, sin embargo, así no resultaron. Veamos qué pasó.

Como era de esperarse, lo primero que ocurrió como resultado de la elevación de los precios del café fue una aceleración de los medios de pago, que de un ritmo de aumento de 19.5% en 1974 pasaron a 27.8, 35.2 y 30.3% en 1975, 1976 y 1977, respectivamente. La respuesta a esta expansión de la liquidez fue la más severa política de contracción monetaria que haya conocido el país. Tan grande fue el esfuerzo que tanto en 1976 como en 1977 la base monetaria creció más que los medios de pago, produciéndose el raro fenómeno de un multiplicador en descenso.

Uno de los factores que contribuyó a hacer más difícil el control de la oferta monetaria fue el diferencial de tasas de interés, entre la in-

terna y la externa que, en lugar de inducir la salida de capital, atraía el endeudamiento externo al ser más alto el rendimiento de capital en pesos. Como tantas veces ocurre en el manejo de la política económica, esta circunstancia resultaba del dilema¹⁶⁰. de tener que escoger entre devaluar para elevar el costo del endeudamiento externo, pero dando origen a un innecesario estímulo a las exportaciones, o no devaluar precisamente para no generar más pesos con la compra de divisas, pero entonces retardando el ajuste de las monedas según su paridad adquisitiva real.

También como era de esperarse, la política seguida dio origen a una acumulación de reservas internacionales sin precedentes. La reducción de 86.4 millones de dólares ocurrida en 1974 se convirtió en un aumento de reservas de 118 millones en 1975, de 618 millones en 1976 y de 663 millones de dólares en 1977. Por otra parte, se contaba a comienzos de 1978 con un inventario de más de cuatro millones de sacos de café cuyo valor, a precios de 1.50 dólares por libra, podría estimarse en aproximadamente 700 millones de dólares.

Al igual que tantas veces en el pasado cuando se mejoraban los precios del café, la devaluación tuvo que ser suspendida o su ritmo reducido, como consecuencia de la necesidad de sacrificar objetivos cambiarios de largo plazo a urgencias monetarias de corto plazo. Así, la devaluación fue tan sólo del 10% en 1976 y del 4.5% en 1977. Estos ritmos de devaluación contrastan con la aceleración de la inflación interna que llegó a 25.7% y a 29.3% en 1976 y 1977, respectivamente. Como consecuencia de ese retraso en ajustar la tasa de cambio, el peso resultó sobrevaluado.

El dilema entre fortalecer la posición de reservas, por una parte, y arriesgar la inflación, por otra, se hizo tan agudo a comienzos de 1977 que la autoridad monetaria recurrió al ingenioso¹⁶¹. mecanismo de conservar el control de cambios pero, para limitar la expansión primaria derivada de la compra de los reintegros, establecer plazos y descuentos que, al diferir la entrega de pesos a cambio de dólares, en la práctica significan una revaluación parcial del peso. El mecanismo ha tenido gran éxito. Hasta fines de 1977, con su uso se había diferido la monetización de más de 14.000 millones de pesos con lo cual se logró evitar que la expansión de los medios de pago hubiera sido superior al 40%.

La utilización del Certificado de Cambio como instrumento de contracción monetaria —o de postergación de expansión moneta-

¹⁶⁰ Sobre esta disyuntiva véase "Qué tanta Devaluación" pág. 51.

¹⁶¹ Este mecanismo no era del todo original ya que tenía un antecedente en el Decreto 1949 del 9 de junio de 1948. Así mismo la Ley 90 del 16 de Diciembre de 1948 dio a los Certificados de Cambio "una validez no mayor de 90 días contados desde la fecha de su expedición. Vencido este plazo, sólo serán convertidos en moneda corriente al tipo oficial fijado por el Banco de la República en el día del vencimiento".

ria — estableció en forma explícita la relación monetaria que siempre ha existido entre la oferta monetaria y la balanza de pagos. Uno de los problemas que ojalá no haya que lamentar en el futuro cuando se elimine la actual utilización del Certificado de Cambio, es que se desdibuje esa relación, olvidándose que el mercado en una forma u otra la mantiene, bien a través de especulación en favor o en contra del peso, o bien a través de expectativas sobre el ritmo de inflación. En todo caso y como era de esperarse, la atención de la política económica durante 1977 se concentró en el manejo del Certificado de Cambio ¹⁶². Todo parece indicar que igual caso ocurrirá en 1978.

Siendo el Certificado de Cambio libremente negociable en la Bolsa de Valores, su descuento y su plazo de redención ante el Banco de la República originaron un rendimiento financiero variable en función del precio de compra en el mercado monetario y del precio de venta a su vencimiento. La administración o la calibración de tal rendimiento, es decir, el manejo de las variables determinantes de la oferta y la demanda del Certificado se convirtió en 1977 en el propósito central de la política monetaria y cambiaria. No fue ciertamente fácil graduar ese rendimiento ya que tal ejercicio significaba graduar simultáneamente los siguientes factores: (a) el precio de redención del Certificado, es decir la tasa oficial de devaluación y (b) el precio de compra en el mercado monetario, lo que exigía el manejo de la oferta y de la demanda por el Certificado. En cuanto al manejo de la demanda se tenía que influir tanto sobre el rendimiento en comparación con otros papeles de inversión, como sobre los usos permitidos para hacer pagos con el Certificado. En cuanto a la oferta, ella dependía de las exportaciones, principalmente de las de café y de otros servicios. Siendo la Federación de Cafeteros la principal exportadora de café — dada la necesidad de proteger el precio externo del grano con un alto reintegro — entonces, el manejo de la oferta dependía de las necesidades de financiamiento de la Federación para hacer compras de café y sostener el precio interno. A su vez, las necesidades de financiamiento de la Federación dependían del crédito que pudiera obtener del Banco de la República sin que con ello se distorsionara el manejo de la oferta monetaria. De esta manera se daba la vuelta al círculo monetario y a sus flujos, dependiendo todo de todo, pero con distintas intensidades y con diferentes retrasos, y transmitiéndose los efectos a través de inesperados mecanismos. Esto último sucedió, por ejemplo, cuando las Corporaciones de Ahorro y Vivienda perdieron recursos que, atraídos por un mayor rendimiento, fueron convertidos en Certificados de Cambio, con lo cual el FAVI tuvo que prestar fondos a las Corporaciones dando origen a un financiamiento indi-

¹⁶² Las Resoluciones de la Junta Monetaria que tienen que ver con el manejo del Certificado de Cambio son la 25 del 13 de abril, la 32 del 25 de Mayo, la 46 del 13 de Julio, la 64 de Noviembre 16, la 66 de Noviembre 30; todas ellas de 1977. La Primera Resolución de 1978 se refirió al descuento del Certificado de Cambio.

recto y a un no buscado crédito del Banco de la República para comprar Certificados.

Siendo tan intrincado este elaborado proceso de calibrar el precio y el rendimiento del Certificado de Cambio no es entonces de extrañar que, en ocasiones, el país revaluaba y devaluaba simultáneamente. Revaluaba cuando bajaba el precio del Certificado de Cambio y devaluaba cuando subía el precio de redención por parte del Banco de la República. Y para cada factor determinante del rendimiento del Certificado existía una necesidad de política económica cuyos objetivos no siempre coincidían. Así, por ejemplo, la necesidad de ajustar la tasa de cambio a una paridad adquisitiva real significaba que la devaluación elevaba el rendimiento del Certificado, lo cual producía trastornos en el mercado monetario. Las necesidades de recursos en pesos de la Federación de Cafeteros presionaban hacia abajo el precio del Certificado con lo cual, de nuevo, se elevaba su rentabilidad creando en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda el fenómeno ya señalado de perder depósitos. Por otra parte, si se permitía una reducción en el precio del Certificado en la Bolsa, se desestimulaba aún más a las "otras exportaciones" que ya estaban afectadas por la revaluación que se había hecho a través del descuento y del plazo del Certificado de Cambio. En fin, cada aspecto del manejo del Certificado de Cambio exigía tanto una atención específica a su comportamiento individual, como una visión general sobre su interdependencia con el resto del aparato económico. En síntesis, el manejo del Certificado de Cambio se convirtió en el instrumento de ajuste del superávit cambiario y de la inflación interna.

Al finalizar el año de 1977 y comenzar 1978 el ritmo de devaluación empezó a acelerarse sugiriendo la búsqueda de una tasa de cambio menos alejada de la de equilibrio. Tan sólo entre enero y febrero la tasa de cambio se devaluó en cerca de uno por ciento cuando toda la devaluación de 1977 había sido del 4.5%. Según lo ya señalado esta aceleración de la devaluación fue acompañada por medidas tendientes a elevar el precio del Certificado de Cambio ¹⁶³.

El examen de la política de ajuste del superávit revela que ella fue, en esencia, una política interina y de transición. Tenía que serlo pues se partía de la base de que la bonanza cafetera era transitoria y de que la estructura y tendencias de fondo de la economía del país no se habían modificado. Esta concepción, que era correcta, determinó la orientación básica que se siguió. Durante el periodo de la acumulación del superávit —que debe distinguirse del periodo de la desacumulación del superávit— fue necesario suspender políticas y objetivos de largo plazo y, hasta cierto punto, fue inevitable dar prioridad a las exigencias del corto plazo. Fue así como por ejemplo se desaceleró la devaluación aún frente a mayores ritmos de inflación.

¹⁶³ Véase la Resolución No. 1 del 18 de Enero de 1978 de la Junta Monetaria.

Fue así, también, como se desestimuló la diversificación de exportaciones y, en parte, se mantuvo un subsidio al precio interno del petróleo. Los programas de inversión pública fueron desarrollados lentamente para que la política fiscal complementara la monetaria y la cambiaria. En el área de tasas de interés y de movilización de capital fue poco lo que se pudo hacer pues la existencia del control de cambios limitaba las posibilidades de ajuste por este medio. En síntesis, el ajuste del superávit se hizo acumulando reservas y no a través de la tasa de cambio. La pregunta que ahora surge es: como hacer el proceso de ajuste al empezar a descender el ritmo de acumulación de reservas?.

D. AJUSTE HACIA EL EQUILIBRIO, 1978-1980

Al comenzar el año de 1978 el país se encuentra en una situación de desequilibrio en su sector externo y en su sector interno. En cuanto al primero, tiene una paradójica situación cambiaria en la cual, junto con un peso sobrevaluado, dispone de reservas internacionales de 1.882 millones de dólares ¹⁶⁴, además de un inventario de existencia de café de más de cinco millones de sacos. En cuanto al desequilibrio interno, el país todavía vive un período inflacionario y su tasa de inversión pública y privada requiere una aceleración. El problema del ajuste es entonces doble. Por una parte debe orientar su tasa de cambio hacia una tendencia de equilibrio de largo plazo y, por otra, debe lograr tal objetivo controlando la inflación interna y simultáneamente acelerando su tasa de crecimiento. Al final del proceso de ajuste externo e interno lo que se quiere lograr es: (a) una situación cambiaria que contribuya al crecimiento interno y que no genere presión inflacionaria doméstica y (b) una situación fiscal y monetaria bajo control que no induzca desequilibrios en la balanza de pagos o abruptas variaciones en la tasa de cambio o en los niveles internos de precios.

El manejo de los instrumentos de política económica para lograr estos interdependientes objetivos exigirá la existencia de un marco global de análisis y control que permita dirigir el proceso de ajuste. El propósito de este capítulo es configurar una primera aproximación a ese marco de política. No sobra destacar que el esquema que aquí se sugiere no pretende infalibilidad. Su aspiración central es suscitar discusión alrededor del tema y contribuir a la formulación del mejor esquema posible.

Como los componentes principales del desajuste existente son: (a) el control de cambio, (b) el Certificado de Cambio, (c) los inventarios de café, (d) las reservas internacionales y la tasa de cambio y, (e) la inflación y la oferta monetaria, resulta entendible que el marco de política económica que oriente el proceso de ajuste hacia el equili-

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

brio esté construido sobre subpolíticas en cada una de estas áreas. Subpolíticas que, claro está, son interdependientes y que su desarrollo tienen que guardar consistencia entre sí. Veamos cuáles serían esas subpolíticas.

1. Control de cambio

Si a mediados de 1975 y durante 1976 y 1977 se decidió matener el control de cambio, con mayor razón se podría argumentar ahora que durante el período de ajuste que actualmente se inicia, tal régimen cambiario debe ser mantenido. Si pudiera ser discutible la conveniencia de un control de cambio bajo condiciones de creciente superávit cambiario, parecería que son pocos los argumentos para desmontar tal régimen precisamente cuando la perspectiva de ingresos externos es la contraria. Sin embargo, no es del todo estéril contemplar que, al menos en teoría, existiría un esquema de ajuste para el actual superávit cambiario que tendría como premisa la eliminación del control de cambio. Tal curso de acción, dentro del enfoque monetario a que se hizo referencia en la parte teórica, llevaría a que se produjese una substitución de activos financieros en pesos y en dólares, al final del cual el exceso de oferta monetaria actualmente acumulada se convertiría en inversiones en divisas, desapareciendo en la transacción gran parte de las reservas internacionales. De esta manera se lograría el ajuste del exceso de liquidez representado por encajes requeridos, que tenían un valor de \$55.885 millones ¹⁶⁵, y se reducirían las reservas internacionales en poder del Banco de la República.

La velocidad de ajuste de este tipo de proceso dependería de si el ajuste es de tipo "stock" o de tipo "flujo" ¹⁶⁶. El ajuste "stock" supone que la respuesta del mercado es instantánea, es decir, que todo el exceso de oferta monetaria que en un momento dado pueda existir se invierte en una sola gran transferencia de capital ¹⁶⁶ en otra moneda —divisas— donde el rendimiento financiero real se supone que será mayor. Si el ajuste que se produce es del tipo "flujo" la transferencia se hará gradualmente, más por la cuenta corriente que por la cuenta de capital de la balanza de pagos. Es decir, a lo largo del tiempo el país irá "absorbiendo" una mayor capacidad de importar —representada por el superávit en reservas internaciona-

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

¹⁶⁶ Sobre la velocidad de respuesta tipo "stock" o tipo "flujo" véase Kouri, Pentti, J.K. "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and the Long Run: A Monetary Approach", *The Scandinavian Journal of Economics*, May 1976, p. 281.

¹⁶⁷ Para una discusión de las posibilidades de ajuste a través de la movilidad internacional del capital, véase el trabajo de Jorge García, "La Política Cambiaria y la Movilidad Internacional de Capitales en Colombia", presentado al II Simposio sobre Financiamiento Externo, Medellín, marzo de 1978.

les — a través de mayores importaciones de bienes, servicios y documentos financieros ¹⁶⁸.

Ahora bien, la anterior sería la respuesta del mercado dentro de una perspectiva de decreciente superávit cambiario. Si la perspectiva fuera otra, de creciente superávit como consecuencia, por ejemplo, de una nueva y devastadora helada en el Brasil en junio o julio de este año, entonces la libertad de cambios se traduciría, muy probablemente, en el proceso inverso; en lugar de un exceso de demanda por divisas habría un exceso de demanda por pesos y se produciría una revaluación de nuestra moneda. Revaluación que, en este caso, y recordando el amplio inventario de café de que se dispone, tendría mucha más probabilidad de justificarse que cuando pareció contemplable a mediados de 1975.

Como no podría edificarse una política de ajuste sobre la base de la probabilidad esperada de una nueva helada en el Brasil, se mantiene, entonces, la alternativa de hacer el ajuste hacia el equilibrio bajo control de cambio. Si llegare a preguntarse: y por qué no eliminar el control de cambios?, la respuesta es muy sencilla: porque el resultado sería que el país se habría quedado con la inflación y sin las reservas internacionales ¹⁶⁹. Para qué se habría hecho el enorme esfuerzo de contracción monetaria de los últimos dos años si, al final, iban a sacrificarse las reservas internacionales? En consecuencia, descontando la improbable ocurrencia de una nueva helada en el Brasil, el marco externo con el que se debe formular una política de ajuste es bajo el mantenimiento del control de cambios y bajo la perspectiva de un superávit cambiario decreciente.

2. Certificados de Cambio

Para entender mejor el papel que juega el Certificado de Cambio en el proceso de ajuste, es conveniente verlo desde dos posibles alternativas extremas. Una, en la cual se elimina su uso contraccionista ¹⁷⁰ y desaparecen los plazos y los descuentos hoy vigentes. Otra, en la cual se aumentan esos plazos y esos descuentos, además de que se restringen más severamente sus usos para el pago de importaciones. La escogencia entre estas dos alternativas estaría determinada primordialmente por la proyección que se haga sobre el futuro comportamiento del sector externo del país. Si se supone que los precios del café se mantendrán por encima de los dos dólares durante el resto de 1978 y hasta 1980, entonces poca sería la duda sobre la conveniencia

¹⁶⁸ Quizás no sobra recordar aquí que las inversiones hechas en el extranjero o en documentos financieros extranjeros constituyen tanto una exportación de capital como una importación de títulos o derechos en otra moneda.

¹⁶⁹ Para una discusión de este punto véase, Mejía Palacio, Jorge, "Una Economía en Interinidad", *Banca 1977*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, 1977, p. 29.

¹⁷⁰ En un sentido estricto el actual manejo del Certificado no es contraccionista sino factor que difiere o neutraliza la expansión monetaria.

de adoptar medidas para fortalecer el Certificado de Cambio como mecanismo de contracción monetaria. Pero, si como es más razonable suponerlo, se proyecta una segunda mitad del año de 1978 y todo 1979 con precio del café en descenso, no sería prudente la adopción de medidas que graven con bajas tasas de cambio a las exportaciones menores que, como ya se vio, son las fundamentales para la diversificación externa del país y para su viabilidad y estabilidad cambiaria de largo plazo.

Como ninguna de las dos alternativas extremas de manejo del Certificado constituye una inequívoca ruta de política cambiaria, las opciones que quedan son intermedias y necesariamente tienen que ser transitorias; tienen simplemente que hacer la transición cambiaria entre el actual atípico período de 1975 a 1978 y el próximo plazo de ajuste hacia una tasa de equilibrio. Como todo parece indicar que la perspectiva actual es de precios del café hacia la baja, la transición cambiaria debería dirigirse a suavizar el acople del actual régimen interino con uno estable a fines de 1978 y comienzos de 1979.

Si el objetivo es, como debe serlo, el logro de una tasa de cambio unificada que tienda hacia el equilibrio ¹⁷¹, tal política de transición enfrenta difíciles conflictos. Ya en la parte teórica se vio cuán difícil es conciliar metas de largo plazo con urgencias del corto plazo, así como hacer compatibles propósitos e instrumentos cuyos efectos son interdependientes y no necesariamente complementarios. Tal es el desafío que enfrenta la política de transición. Por ejemplo, la más rápida devaluación para ajustar la sobrevaloración del peso elevaría el rendimiento del Certificado de Cambio generando distorsiones en el mercado de capitales. Por otra parte, una congelación de la devaluación, al igual que siempre se ha hecho cada vez que suben los precios del café, no tendría mayor justificación cuando es evidente que el mercado externo de grano tiende hacia la baja.

Las propuestas de desmontar el Certificado sin simultáneamente indicar una solución al desbordamiento monetario que ello significaría son incompletas y poco constructivas. El problema debe plantearse dentro del contexto de la política económica y en acuerdo con metas de largo plazo. Por ello la transición cambiaria tendrá que mantener el actual uso contraccionista del Certificado mientras se despeja la incertidumbre sobre los precios del café. Pero, para atender necesidades cambiarías menos inmediatas que las monetarias, la devaluación no debería suspenderse aunque todavía se tenga el miedo de que ello genera inflación. Este manejo del ritmo de devaluación es

¹⁷¹ No es fácil hacer una síntesis de lo que se entiende por tasa de cambio de equilibrio. Dentro del marco teórico ya expuesto, ella podría ser entendida como la igualdad entre las transacciones autónomas de pago y de recibo de divisas, sobre la base de una tendencia a que se mantenga esa condición. La tasa de cambio de equilibrio también puede ser vista como aquella que, a largo plazo, no tiende a generar grandes superávits o déficits cambiarios. Sobre este punto véase pp. 102-103 de esta edición.

aconsejable como anticipo al estímulo que necesitarán las exportaciones menores para sustituir la pérdida de divisas que inevitablemente vendrá en 1979 al normalizarse el mercado internacional del café. Además, es importante ir ajustando, también, el diferencial existente entre el nivel interno y externo de las tasas de interés para así obtener una moderación del problema monetario.

Las preguntas básicas que surgen frente a los anteriores planteamientos son dos. Primero, cómo controlar el rendimiento del Certificado para que no distorsione el mercado de capitales y no amenace a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda? y segundo, cómo desmontar finalmente la función contraccionista del Certificado? Claramente estos dos interrogantes están interrelacionados entre sí y así mismo lo están sus respuestas. En cuanto a la primera pregunta, el enfoque tiene que seguir siendo hallarle más usos y demandas al Certificado, permitiendo, por ejemplo, que sea una inversión sustitutiva de encaje ordinario, con lo cual se lograría la contracción monetaria, mientras ella es necesaria, y se facilitaría mantener un ritmo razonable de ajuste cambiario. En cuanto a la segunda pregunta, es decir, en cuanto al desmonte mismo del Certificado, la respuesta depende más del lado de la oferta de Certificados que del lado de su demanda. En la medida en que el sector externo genere una acumulación de reservas internacionales y la Federación de Cafeteros, como casi exclusivo exportador, tenga que vender Certificados para financiar sus compras internas, es muy difícil eliminar el Certificado y lanzar a la corriente circulatoria una liquidez adicional. Mientras no sea aconsejable variar la política cafetera externa y mientras no se defina la perspectiva de precio en la segunda mitad de 1978, la utilización del Certificado como "instrumento puente" de transición cambiaria tendrá que seguirse utilizando hasta que el desequilibrio interno —la inflación— no esté bajo suficiente control. Cuando ello ocurra, entonces la economía podría absorber y asimilar expansiones primarias en descenso, sin que ello necesariamente se traduzca en presión inflacionaria.

Por otro lado, y ya pensando en el desarrollo futuro de operaciones de mercado abierto, parece aconsejable que se explore la conveniencia de manejar el Certificado de Cambio como una muy útil y novedosa herramienta de control de liquidez.

3. Inventarios de café

La síntesis de la perspectiva cafetera ¹⁷² podría ser la siguiente. Para sostener el precio externo se ha establecido un alto reintegro que ha dejado la mayor parte de la comercialización interna del grano a la

¹⁷² Esta es, como es obvio, una primera aproximación al problema. El tratamiento a fondo de esta perspectiva es tratado por Rudolf Hommes y por Antonio Hernández en su trabajo "Bonanza Cafetera, su Distribución y Manejo", que hace parte de los temas del II Simposio sobre Financiamiento Externo. Medellín, marzo 1978.

Federación de Cafeteros. La poca demanda externa por el producto se ha traducido en una acumulación de café que a fines de febrero de 1978 se acercaba a los seis millones de sacos. Si los precios del café se mantienen altos y si llegase a helar de nuevo en el Brasil a mediados de 1978, tal inventario colocaría al país en una privilegiada posición en el mundo y despejaría para muchos años sus preocupaciones cambiarias. Sería, además, el mejor premio posible al difícil manejo de la política cafetera de los últimos dos años. Pero esto es improbable que ocurra. El problema es entonces cómo dirigir el proceso de ajuste al mismo tiempo que se sostienen los precios externos. De nuevo, este punto está atado a lo que se pueda hacer en materia de diferir expansión monetaria a través del Certificado de Cambio. Y ya se vió, también, que ello depende de qué tanto más terreno se gane en la lucha contra la inflación interna.

El manejo del necesario equilibrio entre las ventas de café y el control de la oferta monetaria no es fácil. Tan simple afirmación no es un truismo. Resulta que en la actual coyuntura, al igual que en el pasado, se sabe en qué dirección orientar la política, pero en el corto plazo las soluciones tienen que ser difíciles compromisos entre lo que es urgente y lo que es importante. Una vez más se ve, en 1978, que los dilemas encontrados en 1966, 1962, en 1957 y antes, aún persisten. Quizás la única conclusión posible en esta coyuntura es que la meta de diversificar exportaciones no debe resultar sacrificada con un manejo del Certificado de Cambio que castigue las exportaciones menores.

4. Reservas internacionales y tasa de cambio

Cuando el país decidió hacer el ajuste del superávit cambiario "vía" las reservas y no "vía" la tasa de cambio, escogió un camino al final del cual tendría que encontrarse con una acumulación de reservas y con una acumulación de oferta monetaria. Y así ha ocurrido. Al iniciarse el año de 1977 las reservas internacionales llegaban a 1.198 millones de dólares. Al comenzar 1978 tales reservas alcanzaban un valor de 1.830 millones de dólares. Si se tiene en cuenta los inventarios de café de más de cinco millones de sacos, se puede estimar que al finalizar el primer trimestre de 1978 las "reservas internacionales" monetarias y reales estarán en el nivel de los 2.500 millones de dólares. Como este superávit ya está parcialmente absorbido a través de la inflación de los últimos años, así como a través del menor ritmo de devaluación, no parecería indicado pensar ahora en un ajuste hacia una tasa de equilibrio con base, de nuevo, en las reservas. Es decir, no sería conveniente desmonetizar las reservas permitiendo que el saldo del exceso de liquidez, aún existente, fuera invertido en las divisas disponibles en el Banco de la República.

Ahora bien, aunque muchos economistas ¹⁷³ como Bernstein ¹⁷⁴ y Machlup ¹⁷⁵, se inclinan por corregir un desequilibrio aplicando las soluciones a las causas mismas de ese desequilibrio, en nuestro caso tal estrategia —si implicara una rápida reducción en las reservas internacionales— sería algo extemporánea y conduciría, como ya se dijo, a que el país se quedara con la inflación y sin las reservas. Por consiguiente, parece que la dirección de nuestro ajuste debe hacerse más bien a través del manejo combinado de las reservas y de la tasa de cambio, partiendo del hecho de que el manejo de estas variables determina en gran parte el comportamiento de la oferta monetaria y de la inflación. Como línea general de política, el proceso de ajuste debe orientarse a mantener despejado de riesgos y problemas el frente cambiario del país. La forma más fundamental en que se debe aprovechar la actual situación de reservas internacionales es para programar el futuro crecimiento del país, sin amenazas sobre su posición cambiaria, sin reservas sobre la estabilidad del peso y con una gran independencia y libertad de acceso al mercado internacional de capitales.

La anterior estrategia es recomendable no tanto porque se crea en lo que Scitovsky ha llamado “la ética protestante del comercio internacional” ¹⁷⁶, en la que siempre los superávits son preferibles a los déficits, sino porque nuestro país aún no ha logrado ese mínimo de independencia del sector externo que es indispensable para el desarrollo de una política económica autónoma. En las actuales circunstancias, cuando se ha perdido terreno en la fundamental diversificación de las exportaciones, lo aconsejable es partir de una situación cambiaria sólida para acelerar la transformación del sector externo del país.

Dentro de los anteriores planteamientos cabe entonces un manejo de las reservas internacionales que no caería en la tentación de utilizarlas como factor neutralizador de dificultades en el control de la oferta monetaria. La dirección de la política debería dar prioridad al control de la presión inflacionaria interna para que la consecuencia sea la estabilidad dinámica del frente cambiario, y para que la tasa de cambio pueda ser administrada sin altibajos y con sentido de dirección.

A medida que la reducción en los precios del café en los mercados internacionales disminuya el ritmo de acumulación de reservas in-

¹⁷³ Sobre este punto véase Cohen B.J. *Balance of Payments Policy*, Penguin Modern Economics, 1970 p. 112.

¹⁷⁴ Bernstein Edward M., “Strategic Factors in Balance of Payments Adjustment” International Fund, *Staff Papers*, 1956, Vol. 5.

¹⁷⁵ Machlup, F., “In Search for Guides for Policy”, W. Fellner, *Main Training and Restoring Balance in International Payments*, Princeton University Press.

¹⁷⁶ Scitovsky Tibor, “A New Approach to International Liquidity”, *American Economic Review*, 1966, Vol. 56.

ternacionales, la presión inflacionaria originada en el sector externo decrecerá y será factible ir graduando el ajuste del ritmo de devaluación con la expansión de la oferta monetaria. De esta manera se irá cumpliendo la transición cambiaria y se irá acercando la tasa de cambio a la de equilibrio y, lo que es no menos importante, se producirá el indispensable estímulo a las exportaciones no tradicionales, para así alcanzar la meta de largo plazo, a saber, diversificar las fuentes de divisas y obtener una mayor independencia en el manejo cambiario.

5. Inflación y oferta monetaria

El acelerado proceso de inflación y de incremento en la oferta monetaria vivido por el país en 1976 y en 1977 tiene un origen eminentemente cambiario y una fuente claramente identificable: la monetización de las reservas internacionales. En efecto, durante 1976, un 75.8% del aumento ¹⁷⁷ en la base monetaria se originó en la compra de reservas internacionales. Este porcentaje fue 59.2% para el año ¹⁷⁸ de 1977. Si no hubiera sido por la acción antiexpansionista del Certificado de Cambio este último porcentaje hubiera sido muy superior. Por su parte, la oferta monetaria creció en un 35.2 en 1976 y en 30.3% en 1977. Los ritmos de inflación fueron de 25.9 en 1976 y de 29.3% en 1977.

Al comenzar el año 1978 la perspectiva en cuanto a comportamiento de la oferta monetaria y de la inflación es menos preocupante de lo que fue al iniciarse 1977, cuando aún no se disponía del uso antiexpansionista del Certificado de Cambio y cuando era evidente que los precios del café tendían al alza. Ahora el problema parece estar más bajo control. Por lo tanto es razonable suponer que durante 1978 se moderará la presión alcista de los precios y la velocidad de expansión de los medios de pago. Esta orientación de la política económica debe mantenerse como condición para el ajuste del desequilibrio interno y como requisito indispensable para la estabilidad del ajuste del sector externo. Si la inflación no logra ser controlada, la gran oportunidad que representa la sólida posición de reservas del país puede ser seriamente debilitada. Así pues, quizás, la máxima prioridad del proceso de ajuste global, es el control de la inflación.

Con una posición inflacionaria interna bajo control no habrá expectativas de crisis de precipitada devaluación, ni bases para una especulación en contra del peso en caso de que los precios del café desciendan vertiginosamente. Si esto último ocurriera bajo condiciones de una oferta monetaria desbordada, se correría el riesgo de facilitar la venta de reservas para absorber excesos de liquidez, perdiéndose

¹⁷⁷ Véase *Banca y Finanzas*, Revista de la Asociación Bancaria de Colombia, marzo 1977, p. 13.

¹⁷⁸ Véase *Banca y Finanzas*, Revista de la Asociación Bancaria de Colombia, marzo 1978.

el propósito básico de ellas, cual es garantizar la estabilidad de un ritmo dirigido de ajuste en la tasa de cambio.

Ahora bien, aunque se han hecho grandes progresos en la lucha contra la inflación, lo cierto es que todavía el país se encuentra bajo condiciones de exceso de oferta monetaria, representada en los encajes congelados en el Banco de la República y en los Certificados de Cambio emitidos y en circulación. Esta presión inflacionaria potencial tendrá que ir siendo absorbida gradualmente durante 1978.

6. Resumen y conclusiones

a) Al colocar el período del superávit cambiario 1975-1978 dentro de un horizonte de tiempo más amplio y al examinar sus características, resulta evidente que se trata de un lapso de tiempo atípico, transitorio y fuera de las tendencias de largo plazo del sector externo del país. Por ello las políticas para el manejo de la coyuntura deben ser gradualmente reemplazadas por políticas con metas de largo plazo. Dentro de estas últimas, la más básica es el establecimiento de un régimen cambiario estable, aunque dinámico, que no genere inflación interna y que contribuya a la diversificación de las exportaciones del país.

b) Descontando la ocurrencia de una nueva helada en el Brasil a mediados de 1978, el país debe programar su proceso de ajuste externo sobre la base del mantenimiento del control de cambios y de una perspectiva de precios del café hacia la baja.

c) Mientras se alcanza un completo control sobre la presión inflacionaria interna y mientras la perspectiva externa sea de creciente superávit cambiario, será indicado mantener la utilización antiexpansionista del Certificado de Cambio.

d) Para evitar distorsiones en el mercado de capitales y serias amenazas sobre las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, el rendimiento del Certificado de Cambio debería ser meticulosamente vigilado para que, al mismo tiempo que se hace un ajuste cambiario hacia el equilibrio del largo plazo, se avance en el proceso de unificar la tasa de cambio.

e) La condición indispensable para lograr un proceso de ajuste estable es controlar y reducir la presión inflacionaria interna. Este propósito debe ser alcanzado sin que se sacrifiquen reservas internacionales, es decir, sin que ellas sean utilizadas como mecanismos de absorción de excesos de liquidez.

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

g) El regreso de los precios del café a niveles normales no debe producir una crisis de confianza en el peso que, aunque actualmente sobrevaluado, está en condiciones de hacer una transición a una tasa cambiaria más realista y más acorde con las necesidades de largo plazo del país. Solamente si se llegase a perder el control de la oferta monetaria y de la inflación, estaría amenazado el peso y estaría bajo peligro la oportunidad de resolver durante los próximos años el problema de monoexportación del país.

ANEXO No. 1
 REGIMEN CAMBIARIO 1941-1957
 MERCADO DE DIVISAS Y TIPOS DE CAMBIO

	Tipo oficial		Cotización Promedia mercado bancario	Cotización Certificados de Cambio en la bolsa
	Compra	Venta		
1941	1.745	1.755		
1942	1.745	1.755	1.7526	
1943	1.745	1.755	1.7449	
1944	1.745	1.755	1.7463	
1945	1.745	1.755	1.7520	
1946	1.745	1.755	1.7513	
1947	1.745	1.755	1.7545	
1948				
Enero	1.745	1.755	1.7548	
Febrero	1.745	1.755	1.7548	
Marzo	1.745	1.755	1.7548	
Abril	1.745	1.755	1.7548	
Mayo	1.745	1.755	1.7548	
Junio ¹	1.745	1.755	1.7548	
Julio	1.745	1.755	1.7548	2.7957
Agosto	1.745	1.755	1.7548	2.9086
Septiembre	1.745	1.755	1.7548	3.0800
Octubre	1.745	1.755	1.7548	2.7760
Noviembre	1.745	1.755	1.7548	2.5891
Diciembre ²	1.95	1.96	1.8233	2.6778
1949				
Enero	1.95	1.96	1.9576	2.6548
Febrero	1.95	1.96	1.9576	2.7675
Marzo	1.95	1.96	1.9590	2.7388
Abril	1.95	1.96	1.9600	3.1164
Mayo	1.95	1.96	1.9600	3.2020
Junio	1.95	1.96	1.9600	3.2672
Julio	1.95	1.96	1.9600	3.2555
Agosto	1.95	1.96	1.9600	3.2047
Septiembre	1.95	1.96	1.3600	3.2115
Octubre	1.95	1.96	1.9600	3.0308

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

(Continuación)

		Tipo oficial		Cotización Promedia mercado bancario	Cotización Certificados de Cambio en la bolsa
		Compra	Venta		
	Noviembre	1.95	1.96	1.9600	2.9298
	Diciembre	1.95	1.96	1.9600	2.8720
1950	Enero	1.95	1.96	1.9600	2.9697
	Febrero	1.95	1.96	1.9600	2.9795
	Marzo	1.95	1.96	1.9600	3.285
	Abril	1.95	1.96	1.9600	3.3518
	Mayo	1.95	1.96	1.9600	3.2156
	Junio	1.95	1.96	1.9600	3.0139
	Julio	1.95	1.96	1.9600	3.0404
	Agosto	1.95	1.96	1.9600	2.8993
	Septiembre	1.95	1.96	1.9600	3.0449
	Octubre	1.95	1.96	1.9600	3.1297
	Noviembre	1.95	1.96	1.9600	3.1480
	Diciembre	1.95	1.96	1.9600	3.1577
1951	Enero	1.95	1.96	1.9600	2.9229
	Febrero	1.95	1.96	1.9600	2.6850
	Marzo ³	1.95	1.96	2.1513	2.5529
	Abril	2.50	2.51	2.5100	
	Mayo	2.50	2.51	2.5100	
	Junio	2.50	2.51	2.5100	
	Julio	2.50	2.51	2.5100	
	Julio	2.50	2.51	2.5100	
	Agosto	2.50	2.51	2.5100	
	Septiembre	2.50	2.51	2.5100	
	Octubre ⁴	2.50	2.51	2.5100	
	Noviembre	2.50	2.51	2.5100	
	Diciembre	2.50	2.51	2.5100	
1952	Enero	2.50	2.51	2.5100	
	Febrero	2.50	2.51	2.5100	
	Marzo	2.50	2.51	2.5100	
	Abril	2.50	2.51	2.5100	
	Mayo	2.50	2.51	2.5100	
	Junio	2.50	2.51	2.5100	
	Julio	2.50	2.51	2.5100	
	Agosto ⁵	2.50	2.51	2.5100	
	Septiembre	2.50	2.51	2.5100	
	Octubre	2.50	2.51	2.5100	
	Noviembre	2.50	2.51	2.5100	
	Diciembre	2.50	2.51	2.5100	
1953	Enero	2.50	2.51	2.5100	
	Febrero	2.50	2.51	2.5100	
	Marzo	2.50	2.51	2.5100	
	Abril	2.50	2.51	2.5100	
	Mayo	2.50	2.51	2.5100	
	Junio	2.50	2.51	2.5100	
	Julio	2.50	2.51	2.5100	
	Agosto	2.50	2.51	2.5100	
	Septiembre	2.50	2.51	2.5100	
	Octubre	2.50	2.51	2.5100	
	Noviembre	2.50	2.51	2.5100	
	Diciembre	2.50	2.51	2.5100	
1954	Enero ⁶	2.50	2.51	2.5100	
	Febrero ⁷	2.50	2.51	2.5100	
	Marzo ⁸	2.50	2.51	2.5100	

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

(Continuación)

	Tipo oficial		Cotización Promedia mercado bancario	Cotización Certificados de Cambio en la bolsa	
	Compra	Venta			
	Abril ⁹	2.50	2.51	2.5100	
	Mayo	2.50	2.51	2.5100	
	Junio	2.50	2.51	2.5100	
	Julio ¹⁰	2.50	2.51	2.5100	
	Agosto	2.50	2.51	2.5100	
	Septiembre	2.50	2.51	2.5100	
	Octubre ¹¹	2.50	2.51	2.5100	
	Noviembre ¹²	2.50	2.51	2.5100	
	Diciembre	2.50	2.51	2.5100	
1955	Enero	2.50	2.51	2.5100	
	Febrero ¹³	2.50	2.51	2.5100	
	Marzo	2.50	2.51	2.5100	3.35
	Abril	2.50	2.51	2.5100	1.91
	Mayo ¹⁴	2.50	2.51	2.5100	1.59
	Junio	2.50	2.51	2.5100	—
	Julio	2.50	2.51	2.5100	M 4.27
	Agosto	2.50	2.51	2.5100	m 3.74
	Septiembre	2.50	2.51	2.5100	F 3.90
	Octubre	2.50	2.51	2.5100	M/m 4.20/3.77
	Noviembre ¹⁵	2.50	2.31	2.5100	—
	Diciembre	2.50	2.51	2.5100	F 4.13
1956	Enero	2.50	2.51	2.5100	4.38
	Febrero	2.50	2.51	2.5100	4.25
	Marzo	2.50	2.51	2.5100	4.29
	Abril ¹⁶	2.50	2.51	2.5100	4.57
	Mayo	2.50	2.51	2.5100	4.76
	Junio	2.50	2.51	2.5100	4.68
	Julio ¹⁷	2.50	2.51	2.5100	4.89
	Agosto	2.50	2.51	2.5100	5.03
	Septiembre	2.50	2.51	2.5100	—
	Octubre	2.50	2.51	2.5100	5.47
	Noviembre ¹⁸	2.50	2.51	2.5100	6.04
	Diciembre ¹⁹	2.50	2.51	2.5100	M/m 7.24/6.60
1957	Enero	2.50	2.51	2.5100	6.67/5.85
	Febrero	2.50	2.51	2.5100	6.18/6.04
	Marzo	2.50	2.51	2.5100	6.75/6.13
	Abril	2.50	2.51	2.5100	7.14/6.72
	Mayo	2.50	2.51	2.5100	7.24/6.55

M Cotización máxima

m Cotización mínima

F Cotización a fin de mes

— No se registraron operaciones

--- No hay información

* Certificados de exportación durante los meses de marzo a mayo de 1955, cuando se negociaron oficialmente en bolsa. Dólares libres los meses siguientes.

¹ Por Decretos 1949 y 1952 de junio se reconoce una prima de 10 puntos sobre las exportaciones de café, banano, cuero, metales y piedras preciosas, ganado, carnes, textiles y manufacturas con contenido importado, y se crea el sistema de "Certificados de Cambio" negociables libremente y originados en divisas diferentes a los generados por las exportaciones anteriores, por importaciones de capital petrolero, Indemnizaciones por seguros, rendimiento de capitales colombianos en el exterior o por inversiones extranje-

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

ras registradas por el mercado oficial. Dichos Certificados se utilizarán de conformidad con los criterios de prioridad que fije la Oficina de Cambios. Se eleva a 14, 20 y 30% según el tipo de mercancías el impuesto sobre giros al exterior que de tiempo atrás se encontraba en 4%.

² La Ley 90 del 16 de diciembre fija el tipo de cambio de paridad intrínseca en 1.95 y elimina la prima de diez puntos que sobre el tipo de cambio oficial se venía reconociendo a los tenedores de títulos representativos de monedas extranjeras provenientes de las principales exportaciones. Se limita además la utilización de Certificados de Cambio.

³ El Decreto 637 del 20 de marzo elimina las restricciones a las exportaciones e importaciones (excepto las incluidas en la lista de prohibidas); elimina el mercado de certificados de cambio y dispone que el total del movimiento de divisas se haga a través del Banco de la República a los tipos fijos de venta y compra de \$ 2.51 y \$ 2.50 respectivamente, excepto para las divisas cafeteras que se liquidarán así: 75% a la tasa de \$ 1.95 y 25% restante a la tasa de \$ 2.50.

⁴ El Decreto 2277 del 27 de octubre establece que el 40% de los giros cafeteros se liquidará a \$ 2.50. El alza del restante 60% se distribuye en 40 meses a razón de punto y medio cada mes.

⁵ Por Decreto 1830 se declaran de libre exportación arroz, maíz, papa, azúcar y otros productos, cuyas divisas originarán comprobantes de exportación negociables que podrán utilizarse para importar automóviles y carnes de determinadas condiciones. El mercado de certificados de exportación sólo operó oficialmente en la bolsa durante los meses de marzo a mayo de 1955, por tanto no se dispone de cotizaciones anteriores.

⁶ El Decreto 52 del 13 de enero suspende transitoriamente el aumento automático de un punto y medio por mes para el tipo de compra de las divisas cafeteras dispuesto por el Decreto 2277 de 1951. El tipo efectivo se estabilizó así en \$ 2.3845 por dólar cafetero.

⁷ El Decreto 513 del 19 de febrero suprime el régimen de prohibida importación establecido por el Decreto 638/51 y crea para estas importaciones un impuesto del 40%, excepto las que se paguen con "Comprobantes de Exportación", según Decreto 1830/52.

⁸ El Decreto 1051 del 31 de marzo establece que el 50% del excedente sobre US\$ 105 y hasta el nivel de US\$ 125 por saco de café exportado sea percibido como impuesto por el fondo nacional del café (el nivel de US\$ 125 por saco equivalía al monto de reintegro).

⁹ El nivel de US\$ 105 como mínimo para aplicar el impuesto anterior se elevó a US\$ 115 en acuerdo suscrito entre el ejecutivo y la conferencia cafetera.

¹⁰ Se eleva a US\$ 128 el monto del reintegro por saco de café de 70 kilos.

¹¹ Se reduce a US\$ 110 el monto de reintegro y desaparece por tanto el gravámen marginal del 50%.

¹² Se eleva a 80% el gravámen sobre importaciones del "segundo grupo" (antes prohibidas).

¹³ Se clasifican las importaciones en 5 grupos con los siguientes gravámenes 3%, 10%, 30%, 80% y 100%, se introducen otras modificaciones al régimen de importaciones; se elimina el diferencial cafetero (Decretos 331 y 333/55).

¹⁴ El Decreto 1259 del 4 de mayo establece el sistema de balanzas comerciales bilaterales no deficitarias, excepto para el pago de importaciones con dólares libres, mercado que legaliza el Decreto 1372 del 13 de mayo. Ingresarán a este mercado los dólares menores (Decreto 1901/53), los comprobantes de exportación sobre arroz, maíz, tabaco, textiles, cueros y otros, que anteriormente se utilizaban para pagar timbres de importación (Decretos: 513/54 y 331/55), y los correspondientes a comisiones, turismo y servicios. Tales divisas se utilizarán para pagar importaciones de los grupos segundo, tercero y cuarto (Decreto 311/55).

¹⁵ Fletes, regalías, comisiones y gastos bancarios se podrán girar al exterior con dólares libres. Se incluyen las divisas por exportación de banano y por indemnizaciones de seguros al mismo mercado.

¹⁶ Se restringe la utilización de dólares oficiales a materias primas y elementos esenciales para la producción interna. Se suspende el sistema de intercambio de trueque (Decreto 1259/55).

¹⁷ Se establece la opción de cancelar hasta el 50% de las solicitudes de cambio pendientes con dólares libres.

¹⁸ El Decreto 2929 del 30 de noviembre establece que las divisas de toda índole que no estén en la obligación de ser vendidas a la tasa oficial, deberán entregarse al Banco de la República a cambio de títulos de divisas.

¹⁹ Se suscribe un acuerdo para la cancelación de la deuda con los establecimientos bancarios norteamericanos.

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

ANEXO No. 2

REGIMEN CAMBIARIO 1957-1965

TASA DE CAMBIO EN LOS MERCADOS DE CERTIFICADO DE CAMBIO
Y DE CAPITALES

		Mercado de Certificado		Mercado de Capitales	
		Compra	Venta	Compra	Venta
1975	Junio ¹	4.85	4.86	5.91	5.92
	Julio	4.80	4.81	5.79	5.80
	Agosto	4.89	4.90	5.88	5.89
	Septiembre	5.12	5.13	5.94	5.95
	Octubre	5.09	5.10	6.22	6.23
	Noviembre	5.21	5.22	6.19	6.20
	Diciembre	5.37	5.38	6.18	6.19
	1958	Enero	5.61	5.62	6.41
Febrero		6.01	6.02	6.85	6.86
Marzo ²		6.10	6.11	6.99	7.00
Abril ³		6.10	6.73	7.65	7.66
Mayo		6.10	6.77	7.66	7.67
Junio		6.10	6.73	8.06	8.07
Julio		6.10	6.73	8.06	8.07
Agosto		6.10	6.51	7.99	8.00
Septiembre		6.10	6.36	7.81	7.82
Octubre		6.10	6.40	7.81	7.82
Noviembre		6.10	6.41	7.94	7.95
Diciembre		6.10	6.57	7.58	7.59
1959	Enero ⁴	6.10	6.40	8.16	8.17
	Febrero	6.10	6.40	8.09	8.10
	Marzo	6.10	6.40	8.04	8.05
	Abril	6.10	6.40	8.01	8.02
	Mayo ⁵	6.10	6.40	7.98	7.99
	Junio	6.10	6.40	7.98	7.99
	Julio	6.10	6.40	7.985	7.99
	Agosto	6.10	6.40	7.89	7.895
	Septiembre	6.10	6.40	7.28	7.29
	Octubre	6.10	6.40	6.78	6.79
	Noviembre	6.10	6.40	6.99	7.00
	Diciembre	6.10	6.40	6.97	6.98
1960	Enero	6.10	6.40	6.85	6.86
	Febrero	6.10	6.40	6.79	6.795
	Marzo	6.10	6.52	6.76	6.765
	Abril	6.10	6.70	6.75	6.76
	Mayo ⁶	6.32	6.70	6.86	6.87
	Junio	6.50	6.70	6.82	6.83
	Julio	6.50	6.70	6.88	6.89
	Agosto	6.50	6.70	6.915	6.92
	Septiembre	6.50	6.70	6.97	6.98
	Octubre	6.50	6.70	7.07	7.08
	Noviembre ⁷	6.50	6.70	7.08	7.07
	Diciembre	6.50	6.70	7.23	7.24
1961	Enero	6.50	6.70	7.26	7.27
	Febrero	6.50	6.70	7.45	7.46
	Marzo	6.50	6.70	7.985	8.00
	Abril	6.50	6.70	8.14	8.15
	Mayo	6.50	6.70	8.305	8.315
	Junio	6.50	6.70	8.35	8.36
	Julio	6.50	6.70	8.53	8.54
	Agosto	6.50	6.70	8.69	8.70

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

(Continuación)

	Mercado de Certificado		Mercado de Capitales	
	Compra	Venta	Compra	Venta
Septiembre	6.50	6.70	8.685	8.69
Octubre ⁸	6.50	6.70	8.703	8.708
Noviembre	6.50	6.70	8.747	8.754
Diciembre	6.40	6.70	8.826	8.835
1962 Enero	6.50	6.70	8.790	8.799
Febrero	6.50	6.70	8.771	8.778
Marzo	6.50	6.70	8.813	8.820
Abril	6.50	6.70	8.966	8.973
Mayo	6.50	6.70	8.923	8.932
Junio	6.50	6.70	8.812	8.821
Julio	6.50	6.70	8.531	8.543
Agosto	6.50	6.70	8.512	8.522
Septiembre	6.50	6.70	8.741	8.750
Octubre	6.50	6.70	9.108	9.120
Noviembre ⁹	6.51	6.81	10.438	10.492
Diciembre	7.10	9.00	11.025	11.055
1963 Enero	7.10	9.00	10.445	10.460
Febrero ¹⁰	7.10	9.00	9.98	9.99
Marzo ¹¹	7.10	9.00	9.98	9.99
Abril	7.10	9.00	9.98	9.99
Mayo	7.10	9.00	9.98	9.99
Junio	7.10	9.00	9.98	9.99
Julio	7.10	9.00	9.98	9.99
Agosto	7.10	9.00	9.98	9.99
Septiembre	7.10	9.00	9.98	9.99
Octubre	7.10	9.00	9.98	9.99
Noviembre	7.10	9.00	9.98	9.99
Diciembre	7.10	9.00	9.98	9.99
1964 Enero ¹²	7.23	9.00	9.98	9.99
Febrero	7.30	9.00	9.979	9.985
Marzo	7.30	9.00	9.979	9.988
Abril	7.30	9.00	9.979	9.984
Mayo	7.30	9.00	9.98	9.985
Junio	7.30	9.00	9.98	9.984
Julio ¹³	7.30	9.00	9.98	9.985
Agosto	7.30	9.00	9.98	9.985
Septiembre	7.30	9.00	9.979	9.985
Octubre ¹⁴	7.30	9.00	10.358	10.361
Noviembre	7.30	9.00	12.268	12.296
Diciembre	7.30	9.00	12.749	12.774
1965 Enero	7.30	9.00	12.939	12.967
Febrero ¹⁵	7.30	9.00	13.894	13.935
Marzo ¹⁶	7.45	9.00	13.928	13.947
Abril	7.67	9.00	14.448	14.470
Mayo	7.67	9.00	16.755	16.762
Junio ¹⁷	7.67	9.00	18.725	18.775
Julio ¹⁸	7.67	9.00	19.053	19.115
Agosto	7.67	9.00	19.162	19.253

¹ El Decreto 107 del 17 de junio establece una lista de bienes de prohibida importación, elimina las restricciones cuantitativas a las demás importaciones; crea un régimen de libre cambio con la coexistencia de dos mercados fluctuantes de certificados de cambio y de capitales, y fija un impuesto del 15% ad-valorem sobre toda exportación y del 10% sobre giros.

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

² La Federación suscribe un acuerdo con los exportadores de café en el cual éstos se comprometen a vender las divisas de la exportación a la tasa que fije el comité creado para el efecto y a mantener precios mínimos de oferta del grano en el exterior.

³ Los Decretos 80 y 102 introducen las siguientes modificaciones al sistema: a) compra de las divisas a un tipo fijo, periódicamente ajustable, b) ventas de las mismas en un mercado fluctuante a través de remates públicos, c) traslado de una parte de la demanda del mercado de certificados al de capitales, d) creación de un gravamen de retención del 15% del café exportado (Comité Nacional de Cafeteros).

⁴ Mediante Ley 1a. de 1959 se aprueba el régimen de cambios que introduce las siguientes modificaciones: a) clasificación de las importaciones en prohibidas, de licencia previa y de libre, b) liquidación de las divisas de exportaciones distintas a café, banano, cueros y metales preciosos a la tasa del mercado libre de divisas, excepto al componente importado de las exportaciones manufactureras, c) creación de un fondo de regulación cambiaria para estabilizar el mercado de certificados de cambio, d) ratificación del porcentaje de retención cafetera, e) impuestos ad-valorem del 15% para toda importación, f) estímulos a las exportaciones menores.

⁵ Por Decreto 1345 se modifica el régimen aduanero vigente desde julio de 1950. Se modifican sustancialmente las tarifas ad-valorem y especifica para incentivar la sustitución de importaciones. Se elimina el Impuesto de giros del 10% (Decreto 107/57).

⁶ Por Resolución 20 del 13 de mayo, la Junta Directiva del Banco de la República eleva el tipo de compra de los certificados de cambio a \$ 6.50 (El Decreto 80/58, que modificó el régimen de los certificados de cambio, había establecido que si en cuatro semanas consecutivas después del 26 de julio de 1958 el precio de venta de dichos documentos superaba en más de 60 puntos el de compra fijado, éste podría ser ajustado por el Banco de la República).

⁷ Por Decreto 2591 de 1961 desde noviembre 9 hasta diciembre 31 del mismo año se fija en 9% la retención cafetera, a partir de entonces será nuevamente del 15%.

Por Decreto 2918/60 se reduce a 9% el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones a partir de 1961.

⁸ Por Decreto 2682 de 1961 desde octubre 27 hasta diciembre 31 del mismo año se fija en 4% la retención cafetera. A partir de enero de 1962 será nuevamente del 15%.

Por Ley 146 y Decreto 3235 de 1961 el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones queda suprimido a partir de 1962.

⁹ El precio de compra para los certificados de cambio fue fijado en 7.10 a partir del 27 de noviembre y el de venta fue conducido a \$ 9.00 desde el día 20 por el fondo de regulación cambiaria. Posteriormente mediante Ley 83 de 1962 fue aprobada por el Congreso la modificación a la Ley 1a. de 1959, según proposición del FMI para efectuar una devaluación directa. Dicha modificación incluyó el traslado al mercado libre las divisas por exportación de banano, platino y cueros, así como la creación de un fondo de divisas para la financiación de importaciones de bienes de capital y la prefinanciación de exportaciones.

¹⁰ El Banco de la República interviene en el mercado de capitales para estabilizar su precio en 9.98 para compra y 9.99 para venta a partir del 17 de enero.

¹¹ Por Decreto 419 reduce a 5% la retención cafetera a partir del 1o. de marzo.

¹² La Junta Monetaria eleva a 7.30 el tipo de compra para el certificado de cambio, mediante resolución 1 de 1964.

¹³ El Decreto 1734 traspasó al mercado de capitales las divisas diferentes a las provenientes por exportaciones de café que se encontraban bajo el régimen de certificados, desvinculando al capital petróleo del tratamiento dado al dólar cafetero, como hasta el momento venía sucediendo. Al respecto se facultó a la Junta Monetaria para fijar el precio de compra de las divisas de capital petróleo, el cual quedó también en \$9.00.

¹⁴ Se suspende la intervención del fondo de regulación cambiaria en el mercado de capitales.

¹⁵ Se autoriza nuevamente la intervención en el mercado de capitales y se aumenta el límite porcentual de divisas que el Banco de la República puede destinar a ese mercado. Se modifica el reintegro cafetero para afectar el mercado de capitales.

¹⁶ Por Resolución 8 de marzo 10 la Junta Monetaria eleva a \$7.67 la tasa de compra para los dólares cafeteros, aplicable también al capital petróleo.

Por Decreto 553 de marzo 11 se fija en 8% la retención cafetera.

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

¹⁷ Según Resolución 20 de la Junta Monetaria a partir de junio 23 las divisas provenientes de las exportaciones diferentes de café deben venderse al Banco de la República a la tasa de \$13,50, excepto la parte correspondiente al componente importado no reembolsable de la exportación.

¹⁸ Por Resolución 23 se establece que si el componente importado de una exportación excede el 50% de su precio FOB, el 90% de las divisas se liquidarán a la tasa de venta del certificado de cambio.

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

ANEXO No. 3

REGIMEN CAMBIARIO 1965-1967

TIPOS OFICIALES DE COMPRA Y VENTA Y MERCADEO DE DOLARES LIBRES

		Compra		Venta		Dólares libres/ Mercado de capitales	
		Café	Demás exportac.	Mercado Prefer.	Mercado Intermedio	Compra	Venta
1965	Septiembre ¹	—	13.50	9.00	13.50	18.725	18.769
	Octubre	8.50	13.50	9.00	13.50	17.736	17.776
	Noviembre	8.50	13.50	9.00	13.50	18.105	18.148
	Diciembre	8.50	13.50	9.00	13.50	18.363	18.394
1966	Enero ²	—	13.50	9.00	13.50	18.135	18.163
	Febrero	8.94	13.50	9.00	13.50	18.129	18.152
	Marzo	8.90	13.50	9.00	13.50	17.859	17.883
	Abril	8.94	13.50	9.00	13.50	17.859	17.882
	Mayo	8.94	13.50	9.00	13.50	17.650	17.679
	Junio	8.94	13.50	9.00	13.50	16.433	16.480
	Julio	8.94	13.50	9.00	13.50	15.977	16.007
	Agosto ³	9.08	13.50	9.00	13.50	16.302	16.342
	Septiembre	9.35	13.50	9.00	13.50	16.336	16.361
	Octubre	9.35	13.50	9.00	13.50	16.248	16.269
	Noviembre ⁴	9.94	13.50	9.00	13.50	16.250	16.267
	Diciembre	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30
1967	Enero	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30
	Febrero	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30
	Marzo	9.94	13.50	9.00	13.50	16.25	16.30

¹ El Decreto 2322 introduce las siguientes reformas al sistema:

- Se elimina el mercado de Certificados de Cambio y se crean dos mercados de venta de divisas por parte del Banco de la República: Preferencial e Intermedio. Al primero ingresarán las divisas cafeteras y las de exportaciones con contenido importado superior al 50%, que se adquirirán a la tasa de \$8.50 y se venderán a la tasa de \$9.00 por dólar para pagos por concepto de mercancías comprendida en la lista preferencial; gastos del gobierno nacional en moneda extranjera; amortización a intereses de deuda externa pública liquidada a la tasa oficial con anterioridad a este Decreto; gastos de estudiantes y pago del petróleo crudo para refinanciación interna. Al segundo ingresarán las divisas por exportaciones distintas de café, compras de oro, inversiones registradas por este mercado y préstamos externos públicos o privados, y se utilizarán para el pago de mercancías no comprendidas en la lista preferencial, fletes, y amortización o intereses de deudas públicas o privadas registradas cuando no tengan acceso al mercado preferencial. El tipo de cambio para el mercado intermedio será de \$13.50 para compra y venta.
- Se establece un sistema de inscripción de inversiones de capital y se dispone que su reembolso y utilidades se girarán con divisas libres, excepto cuando se registren por el mercado intermedio con sujeción a otras condiciones.
- Se establece un régimen de registro de deudas externas.
La tasa de compra para importaciones de capital petróleo continúa en \$7.67.
Por Decreto 2373 de septiembre 6 se aumenta a 16% la retención cafetera.

² La resolución 6 de enero 26 eleva a \$8.94 el tipo de compra para las divisas cafeteras. Por Decreto 155 se fija en 15% la retención cafetera.

³ Mediante resolución 22, la Junta de Comercio Exterior adiciona la lista de libre importación y traslada al mercado intermedio las importaciones de mercancías. Se mantienen en el mercado preferencial los pagos de petróleo crudo, giros a estudiantes y servicios de la deuda externa pública anterior al Decreto 2322.

Por Resolución 34 de la Junta Monetaria se eleva a \$9.35 el tipo de compra para las divisas cafeteras.

⁴ El Decreto 2867 establece que solo el Banco de la República podrá comprar y vender divisas, fijando en \$16.25 y \$16.30 las tasas de compra y venta para las que hasta entonces venían negociándose libremente; suprime la libre importación de mercancías y establece prioridades para efectuar pagos al exterior.

Por Resolución 47 se eleva a \$9.94 el tipo de compra para las divisas cafeteras.

Por Decreto 2897 se fija en 19% la retención cafetera.

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

ANEXO No. 4

REGIMEN CAMBIARIO DESDE 1967¹

TASAS DE CAMBIO DE LOS MERCADOS DE CERTIFICADOS DE CAMBIO Y DE CAPITALES

		Certificado de Cambio		Mercado de capitales		Tasa efectiva dólares cafeteros	
		Compra	Venta	Compra	Venta		
1967	Marzo 29-31 ²	13.513	13.529	16.25	16.30	10.000	
	Abril ³	13.793	13.820	16.25	16.30	10.414	
	Mayo	14.043	14.076	16.25	16.30	10.602	
	Junio	14.377	14.416	16.25	16.30	10.855	
	Julio	14.584	14.627	16.25	16.30	11.047	
	Agosto	14.836	14.877	16.25	16.30	11.275	
	Septiembre	15.134	15.171	16.25	16.30	11.540	
	Octubre	15.402	15.440	16.25	16.30	11.783	
	Noviembre ⁴	15.630	15.667	16.25	16.30	11.996	
	Diciembre	15.743	15.779	16.25	16.30	12.122	
	1968	Enero	15.772	15.805	16.25	16.30	12.184
		Febrero	15.834	15.870	16.25	16.30	12.271
Marzo		15.940	15.982	16.25	16.30	12.393	
Abril		16.014	16.086	16.25	16.30	12.491	
Mayo		16.186	16.219	16.25	16.30	12.666	
Junio ⁵		16.267	16.306			12.770	
Julio		16.308	16.347			12.843	
Agosto		16.388	16.421			12.947	
Septiembre ⁶		16.488	16.523			13.067	
Octubre		16.593	16.655			13.191	
Noviembre		16.758	16.793			13.365	
Diciembre		16.858	16.896			13.486	
1969	Enero	16.882	16.919			13.506	
	Febrero	16.975	16.938			13.580	
	Marzo	17.043	17.082			13.634	
	Abril ⁷	17.127	17.166			13.702	
	Mayo	17.169	17.206			13.735	
	Junio	17.271	17.307			13.817	
	Julio	17.332	17.371			13.866	
	Agosto	17.436	17.475			13.949	
	Septiembre	17.546	17.585			14.037	
	Octubre ⁸	17.614	17.656			14.091	
	Noviembre	17.690	17.726			14.152	
	Diciembre	17.793	17.834			14.234	
1970	Enero	17.899	17.940			14.311	
	Febrero	17.997	18.037			14.398	
	Marzo ⁹	18.089	18.132			14.471	
	Abril	18.197	18.242			14.558	
	Mayo ¹⁰	18.286	18.329			14.629	
	Junio	18.375	18.419			14.700	
	Julio	18.476	18.521			14.781	
	Agosto	18.547	18.591			14.838	
	Septiembre	18.685	18.730			14.948	
	Octubre	18.817	18.863			15.054	
	Noviembre	18.915	18.964			15.132	
	Diciembre	19.020	19.070			15.216	
1971	Enero ¹¹	19.14	19.19			15.31	
	Febrero	19.27	19.32			15.42	
	Marzo ¹²	19.41	19.46			15.53	
	Abril	19.56	19.61			15.65	
	Mayo	19.68	19.73			15.74	

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

(Continuación)

	Certificado de Cambio		Mercado de capitales		Tasa efectiva dólares cafeteros
	Compra	Venta	Compra	Venta	
					15.84
	Junio ¹³	19.80	19.84		15.98
	Julio	19.97	20.02		16.12
	Agosto	20.15	20.20		16.25
	Septiembre	20.31	20.36		16.37
	Octubre	20.46	20.52		16.51
	Noviembre	20.634	20.685		16.65
	Diciembre	20.809	20.864		16.79
1972	Enero	20.99	21.04		16.93
	Febrero	21.16	21.21		17.06
	Marzo	21.33	21.39		17.20
	Abril	21.50	21.55		17.34
	Mayo	21.67	21.72		17.46
	Junio	21.82	21.87		17.57
	Julio ¹⁴	21.96	22.01		17.66
	Agosto	22.08	22.13		17.80
	Septiembre ¹⁵	22.25	22.30		17.92
	Octubre ¹⁶	22.40	22.45		18.02
	Noviembre	22.53	22.58		18.16
	Diciembre	22.70	22.75		18.31
1973	Enero ¹⁷	22.89	22.94		18.42
	Febrero	23.02	23.08		18.51
	Marzo ¹⁸	23.14	23.19		18.60
	Abril	23.25	23.31		18.69
	Mayo	23.36	23.41		18.78
	Junio	23.47	23.52		18.87
	Julio	23.59	23.65		19.00
	Agosto	23.75	23.81		19.18
	Septiembre	23.97	24.03		19.34
	Octubre ¹⁹	24.17	24.23		19.50
	Noviembre	24.37	24.42		19.70
	Diciembre	24.63	24.68		19.96
1974	Enero	24.95	25.00		20.18
	Febrero	25.23	25.27		20.34
	Marzo	25.42	25.47		20.40
	Abril	25.50	25.54		20.43
	Mayo	25.54	25.59		20.46
	Junio	25.57	25.62		20.50
	Julio	25.63	25.68		20.65
	Agosto	25.81	25.87		21.00
	Septiembre	26.25	26.31		21.59
	Octubre ²⁰	26.99	27.05		22.06
	Noviembre ²¹	27.58	27.63		22.57
	Diciembre	28.21	28.30		23.39
1975	Enero	28.88	28.94		23.70
	Febrero	29.26	29.32		23.99
	Marzo	29.62	29.68		24.32
	Abril ²²	30.03	30.09		24.64
	Mayo	30.42	30.48		24.97
	Junio	30.83	30.88		25.26
	Julio	31.18	31.24		25.52
	Agosto	31.51	31.56		25.79
	Septiembre ²³	31.84	31.90		26.06
	Octubre ²⁴	32.17	32.23		26.34
	Noviembre ²⁵	35.52	32.57		26.59
	Diciembre	32.83	32.89		

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

(Continuación)

		Certificado de Cambio		Mercado de capitales		Tasa efectiva dólares cafeteros
		Compra	Venta	Compra	Venta	
1976	Enero	33.11	33.16			27.15
	Febrero	33.49	33.55			27.46
	Marzo	33.76	33.85			27.68
	Abril ²⁶	34.10	34.16			27.96
	Mayo ²⁷	34.45	34.52			28.25
	Junio ²⁸	34.64	34.70			28.40
	Julio	34.88	34.95			28.60
	Agosto	35.19	35.26			28.86
	Septiembre	35.25	35.31			28.91
	Octubre	35.41	35.47			29.04
	Noviembre ²⁹	35.81	35.87			29.36
	Diciembre	36.19	36.23			29.68
1977	Enero ³⁰	36.37	36.42			30.19
	Febrero	36.38	36.44			30.20
	Marzo ³¹	36.59*		36.00		30.26
	Abril	36.50*		36.31		30.14
	Mayo ³²	36.50*		36.34	36.42	30.16
	Junio	36.50*		36.20	36.31	30.05
	Julio	36.54*		35.43	35.55	29.41
	Agosto	36.82*		34.56	34.68	28.68
	Septiembre	37.14*		34.82	34.87	28.92
	Octubre	37.35*		35.38	35.45	29.37
	Noviembre	37.55*				
	Diciembre	37.97*				

* A fin de mes.

¹ El régimen vigente desde 1967 se basa en el decreto-ley 444 que establece un doble mercado de divisas: el de certificados de cambio y el de capitales, cuyas transacciones se efectúan a través del Banco de la República y los establecimientos de crédito autorizados.

² Por decreto-ley 444 se transforma "el impuesto representado por la existencia de un cambio diferencial para la compra de los giros provenientes de las exportaciones de café en un impuesto de 26% ad-valorem", de los cuales 4 puntos se destinan al Fondo Nacional del Café y el resto al Tesoro Nacional a través de la Cuenta Especial de Cambios. A partir de julio de 1967 y hasta el final de 1968 se dispone una reducción de dicho gravamen a razón de un cuarto de punto por mes y en adelante según el nivel del ingreso cafetero y la situación del mercado mundial. Sigue vigente el sistema de retención cafetera, que desde noviembre de 1966 se encontraba en 19%.

El tipo de venta para las divisas petroleras se mantuvo en \$ 9.00, según resolución 13 del 22 de marzo de 1967.

³ Por decreto 2745 se redujo a 24.5% el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones de café, sin perjuicio de la disminución gradual a partir de julio.

⁴ Por resolución 58 se dispone que las divisas destinadas a la industria petrolera estarán sujetas a la tasa del mercado de capitales. El decreto 2008 autorizó el pago en moneda extranjera del petróleo crudo para consumo interno, descontada la producción de Ecopetrol y el 25% de las restantes compañías, que se cubrirá a la tasa de \$9.00 por dólar.

⁵ Mediante resolución 24 de junio 1, la Junta Monetaria dispone unificar los mercados de Certificados de Cambio y de Capitales. A partir de esta fecha la única tasa nominal diferencial que persiste es la correspondiente a la venta de divisas petroleras, de \$9.00 por dólar.

⁶ Por decreto 2392 se eleva del 19 al 20% la retención cafetera.

⁷ Por decreto 544 se eleva a 23% la retención cafetera.

⁸ Por decreto 1746 se eleva a 25% la retención cafetera.

⁹ Por decreto 457 se eleva a 25 y 1/2% la retención cafetera.

¹⁰ Por resolución 33 la Junta Monetaria autoriza al Banco de la República a expedir Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, que podrán utilizarse para realizar giros al exterior no antes de sesenta días ni después de 180.

DEVALUACION Y MECANISMO DE AJUSTE EN COLOMBIA

11 La resolución 2 establece un interés anual del 5% sobre los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.

12 Se establece que los títulos Canjeables serían nominativos y negociables.

13 A partir del 25 de junio por resolución 53, la Junta Monetaria fija en \$ 20 el tipo de venta de divisas para pagar la parte del petróleo crudo que se refine en el país y para la liquidación del petróleo crudo que debe cubrirse en dólares.

14 Por decreto 1322 se fija la retención en el equivalente a 27 kilos de café excelso por cada saco de café exportado, es decir en 3.57%

15 Por decreto 1639 se reduce a 30% el porcentaje de retención.

16 Por decreto 1939 se reduce a 30% el porcentaje de retención.

17 Se eleva a 31.64% el porcentaje de retención, según decreto 152.

18 Por decreto 356 y 498 se fija primero en 37.16% y luego en 35% el porcentaje de retención cafetera.

19 Mediante decreto 2116 se eleva a 39% la retención cafetera.

20 El decreto 2159 reduce a 30% el porcentaje de retención.

21 Por decreto legislativo 2374 se determina reducir en 4 puntos, a razón de un punto anual a partir de 1975, el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones de café, que se encontraba en 20% desde 1969, después de una reducción de 6 puntos a partir de marzo de 1967.

22 El decreto 732 eleva a 35% la retención cafetera.

23 Por resolución 47 se eleva a \$ 22 la tasa de venta del dólar para pago de petróleo crudo con destino a refinación interna y para la liquidación del petróleo crudo que debe cubrirse en dólares. A partir de este mes, por disposiciones sucesivas de la Junta Monetaria, dicha tasa se eleva a razón de \$ 1 por mes hasta llegar a \$ 26 por dólar en abril de 1976, cuando se unifica con la del mercado de Certificados de Cambio.

24 Por decreto 2247 se reduce a 30% la retención cafetera.

25 Por resolución 70 se reglamenta nuevamente el sistema de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.

26 Por decreto 699 se fija en 46.5% la retención cafetera.

Por resolución 23 se dispone utilizar a partir del 1o. de mayo la tasa del mercado de certificados de cambio como tipo de venta aplicable a los dólares para pago del petróleo crudo para refinación interna y para la liquidación del que debe cubrirse en moneda extranjera. Después de sucesivos ajustes a partir de septiembre de 1975 en dicha tasa, se llega finalmente a la unificación total de los tipos de cambio nominales.

27 Por decreto 853 se fija en 57% el nivel de retención cafetera.

28 Por decreto 1168 se eleva a 85% el nivel de retención cafetera. Se crean los Títulos de Ahorro Cafetero TAC.

29 Por decreto 2483 se fija en 80% la retención cafetera. Se firma un acuerdo con la Federación para suscribir US\$ 40 millones adicionales en Títulos Canjeables y para destinar otros recursos a fomento interno.

30 A partir del 1o. de enero, por acuerdo logrado en el Congreso Cafetero, se establece en 80% el nivel de retención cafetera que en adelante se liquida así: 30% en café pergamino equivalente; 10% en TACs al equivalente de café pergamino y 40% en dinero al equivalente de café pergamino. Discrecionalmente se aceptó que la Federación fijara el precio del café pergamino aplicable a la liquidación de este último 40% de tal suerte que en realidad la retención efectiva pudo ser modificada según el nivel del reintegro cafetero así:

Fecha de modificación	Precio de Liquidación (por Kilo)	Retención equivalente (%)
1o. Enero	61.60	84.0
Enero 3	75.00	93.6
Enero 14	87.00	102.1
Feb. 17	100.00	111.4
Feb. 18	108.00	117.1
Feb. 24	123.00	127.9
Feb. 28	163.00	156.4

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA

(Continuación)

Fecha de modificación	Precio de Liquidación (por Kilo)	Retención equivalente %
Mar. 9	182.00	170.0
Mar. 23	280.00	240.0
Abril 14	211.00	190.7
Abril 22	203.00	185.0
Mayo 27	187.45	168.4
Junio 16	140.00	135.9
Julio 12	103.75	111.1
Julio 16	91.20	102.5
Agosto 17	44.00	70.1

³¹ Por resolución 25, se establece para las exportaciones de café y servicios el sistema de certificados de cambio pagaderos con descuento dentro de los 30 días siguientes a su expedición y se autoriza su libre negociación en la bolsa.

³² Por resolución 32 se amplía a 90 días el plazo de liquidación con descuento para los Certificados de Cambio y se incluyen en este mecanismo las exportaciones de algodón, ganado en pie, carne vacuna y metales y piedras preciosas.

Capítulo IX

Inflación y tasas de interés

Con el moderado crecimiento de los precios durante los meses de abril y mayo de 1978 y en particular con el muy bajo aumento registrado durante el tercer trimestre de 1977, el país llegó por primera vez en casi tres años a registrar una tasa de inflación anual inferior al tope de la corrección monetaria fijado para las Unidades de Poder Adquisitivo Constante, UPACs. Tal moderación de la presión inflacionaria originó medidas de política económica sobre las tasas de interés en el mercado monetario y de capital. La importancia de las medidas tomadas es muy grande y ellas merecen un cuidadoso análisis ya que constituyen un excelente ejemplo de las difíciles disyuntivas que enfrenta la política monetaria al tratar de regular el costo del crédito en el muy corto plazo.

Para comenzar, debe recordarse que es la inflación y la expectativa de inflación la que genera altas tasas de interés y no viceversa. Por ello, las tasas de interés —activa y pasivas— sólo pueden ser reducidas acompañando tanto una desaceleración de la inflación como una expectativa de menor inflación. Y es fundamental distinguir entre una coyuntura de precios y una expectativa de inflación. Es más, lo básico al tratar de influir en la dirección en que se muevan las tasas de interés es precisar si ambos, el índice de precios y la expectativa de inflación, se mueven en el mismo sentido. Si estas dos condiciones se dan, el influir con medidas de política económica sobre el comportamiento del mercado es razonable y justificado. Pero, si no llegaren a coincidir la dirección del comportamiento de los precios con la de las expectativas sobre inflación, entonces el efecto de las señales de la autoridad monetaria sobre el mercado será muy limitado y, lo que es peor, muy efímero. Para nuestro caso específico entonces, la pregunta básica que surge es saber hasta qué punto la

menor inflación coincide con una expectativa también de menor inflación. Veamos que es lo que ha ocurrido.

La razón por la cual la corrección monetaria descendió en junio del presente año por debajo del tope del 18% la dió el comportamiento de los precios durante el segundo semestre de 1977 cuando durante tres meses consecutivos se registraron crecimientos negativos. Solo si tan excepcional desaceleración de la inflación se volviera a repetir durante la segunda mitad de 1978, podría esperarse una corrección monetaria en continuo y claro descenso. Tal desarrollo afirmaría una expectativa de menor inflación y las dos condiciones, marchando en la misma dirección, asegurarían el control sobre la presión inflacionaria. Pero, cabe preguntar, si será este el desarrollo de los acontecimientos durante los próximos meses.

Una sencilla y muy prudente proyección de los índices de precios hasta diciembre del presente año indica que para fines de 1978 no es improbable que la corrección monetaria de nuevo llegue al tope del 18%. Desde el punto de vista del esfuerzo por dominar la inflación el lograr que, para el presente año calendario, ella quede en un nivel del 20% constituiría, indudablemente, un gran acierto. Pero este logro sería subestimado al observarse que, una vez más, la corrección monetaria regresa al tope y que las tasas de interés, en lugar de mantener una tendencia descendente, vuelven a niveles superiores a los fijados por las Resoluciones de la Junta Monetaria, dictadas precisamente para afirmar lo que parecía eran las fuerzas del mercado. Así, en conjunto, el episodio de intentar bajar las tasas de interés para luego no tener éxito en ese esfuerzo sería mirado retrospectivamente como un manejo poco afortunado. Pero visto desde el punto de vista de las alternativas *ex ante* las medidas, sin ser las mejores desde el punto de vista teórico, no están exentas de fundamento.

¿Y cuáles eran esas alternativas? Por una parte se habría podido dejar de intervenir el mercado tan rápidamente. Por otra se habría podido hacer lo que se hizo, es decir, intentar forzar las tasas de interés hacia abajo. Ambas alternativas planteaban riesgos y beneficios. En el primer caso el beneficio consistía en que una breve espera habría permitido precisar el verdadero alcance, profundidad y durabilidad del receso en el ritmo de la inflación. Habría permitido, además, conocer la elasticidad de los flujos financieros frente a las tasas de interés. En síntesis, habría permitido al mercado mismo buscar su nivel real. Si las tasas de interés tendían a bajar era porque coincidían el menor ritmo de cambio en los precios con una menor expectativa de inflación. Esta atractiva alternativa tenía, sin embargo, el riesgo de que el sistema UPAC se habría podido ver amenazado por retiros de recursos en busca de mayores rendimientos. No es fácil saber que tan permanentes y cuantiosos habrían sido esos retiros y,

aunque es entendible que en la transición de una corrección mayor a una menor se observe alguna aprehensión y aún algún retiro de recursos, no se ve claro como tal reacción habría podido dejar de ser transitoria. Eventualmente, el mayor influjo de recursos sobre un hipotético instrumento alternativo de captación habría inducido una rebaja tanto en su tasa activa como en su tasa pasiva. La interdependencia de los flujos monetarios indica que, a mediano plazo, se nivelarían o aproximarían las distintas tasas de captación y colocación.

Pero, subsistiendo el muy real interrogante sobre el comportamiento del mercado en el corto plazo —durante la transición— la autoridad monetaria optó por proteger el sistema UPAC y por afirmar la coyuntura del mercado. Ahora bien, qué riesgos corrió la política monetaria siguiendo esta última alternativa? El que, como ya se dijo, estemos tan solo en un receso de la presión inflacionaria y que, dentro de tres o cuatro meses, la corrección llegue de nuevo a su tope y la demanda por crédito, estimulada por una reactivación de la presión inflacionaria, desborde los niveles de tasas de interés de fines de mayo. Si lo ideal hubiera sido lo posible, habría sido mejor esperar para confirmar la fortaleza de la desaceleración de la inflación. El peligro habría sido la ofuscación en el mercado del sistema UPAC y su limitada capacidad para, por sí solo, resistir el regreso de las tasas de interés a un nivel de equilibrio más bajo.

De lo anterior emerge claramente la difícil disyuntiva que enfrentó la política monetaria. En el muy corto plazo tenía que actuar para inducir una nivelación en las tasas de interés pero, si hubiera podido esperar unos meses más para apreciar la verdadera tendencia de los precios y de las expectativas sobre inflación, no hay duda de que habría preferido esta segunda alternativa. Si los índices de precios al consumidor mantienen una tendencia hacia la baja, la bondad de las medidas se confirmará antes de finalizar el año. Pero si por el contrario, la corrección regresa a su nivel máximo, las tasas de interés difícilmente mantendrán su actual nivel pues la expectativa de continua inflación hará atractivo el crédito aún a tasas de interés nominales más altas que las actuales.

Teniendo en cuenta la estrecha relación existente entre las tasas de interés internas y las externas con la política cambiaria, conviene ahora examinar el posible efecto de las medidas adoptadas sobre la tasa de cambio. Lo primero que aquí hay que observar es que una reducción de las tasas internas de interés contrasta con lo que está ocurriendo a nivel externo donde, en Nueva York y Londres, las tasas de interés han subido sustancialmente en los últimos meses. Este contraste, sin embargo, no necesariamente significa una contradicción ya que en los Estados Unidos, por ejemplo, las tasas de interés están subiendo porque así mismo lo está haciendo la inflación, mien-

tras que en nuestro caso, presumiblemente ellas están bajando porque así también lo está haciendo la inflación.

Ahora bien, los diferenciales entre las tasas internas y externas de interés no solo resultan de sus niveles absolutos individuales sino, también, del comportamiento de las respectivas tasas de cambio. Sobre este punto lo básico, en nuestro caso, es precisar si los menores niveles de tasas de interés y la menor inflación inducirán un mayor o menor ritmo de ajuste en la tasa de cambio. La respuesta no es fácil y está condicionada a las prioridades de la política económica. Si la tasa de cambio se fuera a ajustar para corregir su nivel con respecto a una inflación interna, ya no sería tan apremiante un mayor ritmo de devaluación pues las menores tasas de interés y la menor inflación indicarían que se está dejando de elevar el margen de sobrevaluación del peso. Pero, si se contemplara un mayor ritmo de devaluación para reducir el diferencial entre las tasas internas y externas de interés, la mayor devaluación no necesariamente lograría tal propósito en razón de la reducción de las tasas internas de interés, quedando quizás constante el diferencial. Por otra parte, si se quería ajustar la tasa de cambio como un estímulo a las exportaciones no tradicionales, la desaceleración de la inflación aparece como un sustituto indirecto de tal incentivo al significar menores costos domésticos y mayor margen para competir en los mercados internacionales.

En general, el mayor control del proceso inflacionario interno tendría como uno de sus principales efectos el hacer menor apremiante el ajuste de la tasa de cambio y el ofrecer una mayor libertad y discrecionalidad para su manejo. Es decir, el manejo cambiario tendría más opciones como resultado de la menor inflación interna. Y esto es natural que así sea. Después de todo, sin recuperación del equilibrio interno difícilmente podría haber cosa distinta, a nivel del sector externo, que inevitables medidas correctivas y de ajuste. En cambio, si se logra el equilibrio interno y se controla la inflación, se gana autonomía e independencia en el manejo cambiario.

EDITORIAL PRESENCIA
Calle 23 No. 24-50 - Bogotá - Colombia