

28 AÑOS DE FUNCION DE LA JUNTA MONETARIA Y SU INCIDENCIA
EN LA ECONOMIA COLOMBIANA

JUAN CARLOS AGAMEZ PEREZ

RAFAEL LUGO PEREZ

Trabajo de Grado presentado como
requisito para optar al título de
ECONOMISTA.

Asesor. ALBERTO GALEANO.
ECONOMISTA.

Agal
Julio 92

BARRANQUILLA

CORPORACION EDUCATIVA MAYOR DEL DESARROLLO SIMON BOLIVAR
FACULTAD DE ECONOMIA

1992

Nota de Aceptación

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Barranquilla, Julio 4 de 1992.

PERSONAL DIRECTIVO DE LA UNIVERSIDAD

RECTOR : Dr. JOSE CONSUEGRA BOLIVAR
VICE-RECTOR ACADEMICO : Dr. EUGENIO BOLIVAR
VICE-RECTOR ADMINISTRATIVO : Dr. LEONELO MARTHE
DECANO : Dr. EUGENIO BOLIVAR
SECRETARIA ACADEMICA : Dra. MARTHA ARRIETA
PRESIDENTE DE TESIS : Dr. ALBERTO GALEANO
JURADOS : Dr. HUGO ALVAREZ
: Dr. LASTER GUTIERREZ.

BARRANQUILLA, 1992

DEDICATORIA

A DIOS por permitirme llegar a una de las metas trazadas por mí y mis padres.

A mi padre y a mi madre de donde partieron mis primeras enseñanzas, con rectitud, disciplina, libertad y sacrificio como base fundamental para llegar a ser un profesional digno de admirar.

A mis hermanos con quienes he compartido la felicidad y los duros caminos que hemos recorrido junto a mis padres y haber salido adelante.

Juan Carlos.

DEDICATORIA

A mi querido padre por haber puesto su confianza en mí y haberme apoyado en mis propósitos estudiantiles. Igualmente dedico este trabajo a mi madre querida.

A mis hermanas, en especial a Yarledys por el apoyo moral en todo momento y, para que el presente estudio les sirva como base para sus superaciones en el futuro.

Rafael.

AGRADECIMIENTOS

Los autores expresan sus agradecimientos:

Al Doctor ALBERTO GALEANO, por su excelente orientación en el presente trabajo.

A los Doctores LASTER GUTIERREZ y HUGO ALVAREZ, por la colaboración prestada para el perfeccionamiento del presente trabajo.

A funcionarios de entidades como: Banco de la República, Cámara de Comercio de Barranquilla, Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), Fondo de Promoción de Exportaciones PROEXPO, Instituto Colombiano de Comercio Exterior (INCÓMEX) por la colaboración prestada en el facilitamiento de datos e información incluídos en el presente trabajo.

A todas aquellas personas que de una u otra forma colaboraron en la realización del presente trabajo.

TABLA DE CONTENIDO

	pág
0. INTRODUCCION	1
0.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	1
0.2. OBJETIVOS	5
0.2.1. Objetivo general	5
0.2.2. Objetivos específicos	5
0.3. JUSTIFICACION	6
0.3.1. Justificación teórica	6
0.3.2. Justificación práctica	6
0.4. DELIMITACION	7
0.4.1. De tiempo	7
0.4.2. De espacio	8
0.5. MARCOS DE REFERENCIA	8
0.5.1. Marco histórico	8
0.5.2. Marco teórico	9
0.5.3. Marco conceptual	19
0.6. METODOLOGIA	20
0.6.1. Tipo de estudio	20
0.6.2. Método	20
0.6.3. Técnicas de investigación	21

0.6.3.1. Técnica documental	21
0.6.3.2. Técnicas estadísticas y contabilidad	22
0.6.3.3. Justificación de las técnicas	22
0.6.4. Fuentes	22
1. JUNTA MONETARIA	23
1.1. ANTECEDENTES DE LA CREACION DE LA JUNTA MONETARIA	25
1.2. COMPOSICION DE LA JUNTA MONETARIA	27
1.3. ATRIBUCIONES Y FUNCIONES DE LA JUNTA MONETARIA	29
1.3.1. Toma de decisiones	32
1.4. PARTICIPACION DE LA JUNTA MONETARIA EN LA TOMA DE DECISIONES MACRO-ECONOMICAS	32
1.4.1. A nivel financiero	32
1.4.2. A nivel no financiero	32
1.5. LA CONSTITUCION POLITICA DE 1991 Y LA ELIMINACION DE LA JUNTA MONETARIA	33
1.5.1. Antecedentes y alcances de la reforma	33
1.6. LA CREACION DE LA NUEVA " JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPUBLICA	40
2. ANALISIS DE LA PARTICIPACION DE LOS FONDOS Y ESTA- BLECIMIENTOS FINANCIEROS EN LA POLITICA MACRO-ECO- NOMICA DE COLOMBIA,	42
2.1. FONDO FINANCIERO AGROPECUARIO Y EL SECTOR AGRI- COLA	42
2.2. FONDO FINANCIERO INDUSTRIAL Y EL SECTOR DE LA INDUSTRIA	45
2.3. EL CAVI Y EL SECTOR DE LA CONSTRUCCION	46
2.4. OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	47
2.4.1. El leasing y el factoring	48

3. POLITICAS DE COMERCIO EXTERIOR Y CAMBIARIAS	54
3.1. ANTES DEL DECRETO 444 DE 1967	54
3.2. DECRETO 444 DE 1973	63
3.3. ESTRUCTURA CAMBIARIA DEL PAIS	72
3.3.1. Antes del Decreto 444 de 1967	72
3.3.2. Después del Decreto 444 de 1967	75
3.3.3. Resolución 57 de 1991	84
3.4. TASAS DE CAMBIO	87
3.4.1. Tasa de cambio fija	92
3.4.2. Tasa de cambio flexible	95
3.4.3. Tasa de cambio libre	97
3.4.4. Devaluación acelerada	101
3.4.5. Devaluación " gota a gota "	103
4. PRINCIPALES POLITICAS DE CREDITO	107
4.1. CREDITO COMUN U ORDINARIO	107
4.2. CREDITO SUBSIDIADO	119
4.3. CREACION DE LOS FONDOS FINANCIEROS	125
4.4. CREACION DE ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS	129
4.5. EL CREDITO Y EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCION	130
5. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES MONETARIAS (1948-1991)	132
5.1. TASAS DE INTERES	133
5.2. TASAS Y CUPOS DE REDESCUENTOS	164
5.3. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO(OMA)	166
5.4. COMPORTAMIENTO DE LA MASA MONETARIA EN CIRCULACION	184

5.4.1. Masa monetaria M1	186
5.4.2. Masa monetaria ampliada M2	194
5.5. COMPORAMIENTO DE LA BASE MONETARIA	203
5.6. COMPORTAMIENTO DEL MULTIPLICADOR BANCARIO O DE EXPANSION	215
5.7. EL CRECIMIENTO MONETARIO Y LA INFLACION	224
CONCLUSIONES	230
GLOSARIO	238
BIBLIOGRAFIA	239

LISTA DE CUADROS

		pág
CUADRO	1. Tasa anual de inflación (1950-1967)	91
CUADRO	2. Emisiones de bonos por parte de grandes empresas	135
CUADRO	3. Regresión explicativa de una variable proxy de los flujos especulativos de capital	152
CUADRO	4. Evolución del sistema bancario	155
CUADRO	5. Evolución del sistema bancario (millones de pesos constantes de 1978)	156
CUADRO	6. Márgenes de redescuento	162
CUADRO	7. Tasas de redescuentos	163
CUADRO	8. Medios de pago M1 1948-1967 (miles de pesos)	185
CUADRO	9. Medios de pago M1 1967-1972 (miles de pesos)	187
CUADRO	10. Medios de pago M1 1972-1982 (Miles de pesos)	189

CUADRO	11. Medios de pago M1 1982-1991 (miles de pesos)	191
CUADRO	12. Masa monetaria ampliada M2 1970-1991(millones de pesos)	195
CUADRO	13. Base monetaria 1948-1991 (miles de pesos)	204
CUADRO	14. Multiplicador bancario 1948-1991	213
CUADRO	15. Índice anual de inflación	228
CUADRO	16. Índice de precios al consumidor nacional (total ingresos medios y bajos).	229

LISTA DE GRAFICAS

	pág
GRAFICA 1. Tasa nominal de interés e inflación(IPM) (1950-1980).	138
GRAFICA 2. Tasa efectiva de interés nominal (1984- 1989)	141
GRAFICA 3. Tasa de interés real	143
GRAFICA 4. Tasa de interés de paridad y tasa interna de interés	146
GRAFICA 5. Premiun del cambio negro rentabilidad relativa de activos en dólares vs. activos en pesos (1970-1988)	150
GRAFICA 6. Proxy del flujo de capital especulativo y rentabilidad relativa	151

O.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Luego de un arduo proceso político y jurídico en el que se debatió si debería devolverse al Estado (gobierno) la facultad económica de regulación monetaria, cambiaria y crediticia, el Congreso a través de la ley 21 de 1963 creó la Junta Monetaria, dejando de esta manera absuelta la contradicción de las políticas.

El mandato legal estipuló que el nuevo ente estatal se encargaría de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito, que hasta ese momento había desempeñado la Junta Directiva del Banco de la República, adicionadas con las que en un futuro le asignara el gobierno por precepto de la Ley.

Posteriormente, el gobierno en uso de las facultades que le dió la Ley 21 de 1963 expidió el Decreto 2206 de 1963 que constituye el texto legal orgánico de la Junta Monetaria, al que se le introdujeron reformas por la Ley 7ª de 1973, quedando de esta manera consignadas sus atribuciones.

El proyecto de Ley que creó la Junta Monetaria se basó en la tesis del gerente Doctor Luis Angel Arango de que no era posible ni sería aconsejable la delegación permanente de funciones legislativas al Banco de la República. Es conveniente - declaró el Doctor Arango en la Comisión - que el Banco de la República disponga de los instrumentos necesarios para desarrollar una política eficaz de regulación de la moneda y del crédito.

1. " Tradicionalmente, la regulación de la moneda como ejercicio del atributo de soberanía del Estado ha sido competencia directa del legislador, y lo era antes de que el concepto de intervención fuese incluido en la carta.

No obstante, la siempre creciente complejidad de los fenómenos monetarios y financieros y su rápida mutabilidad, han obligado a la ley desprenderse de su poder regulador y a delegarlo en un organismo técnico que prescindiendo de los lentos y engorrosos trámites, pueda llevar a efectos las reglamentaciones oportunas y eficaces en estos campos y a partir de 1951 esta función venía siendo desarrollada por el Banco de la República, pero en 1963 fué traspasada a la Junta Monetaria quien quedó encargada de estudiar y adoptar las medidas monetarias, crediticias y cambiarias dentro del marco señalado por

la Ley. La Junta Monetaria está integrada exclusivamente por los funcionarios de la Administración Nacional, a excepción del gerente del Banco de la República y su función es expedir actos administrativos de carácter general, por lo que es lo mismo, normas regulares para regular las materias que son de su competencia.

De conformidad con su composición, la Junta es una autoridad de orden nacional de carácter administrativo, no permitido por la Constitución. Este acerto se comprueba si se analiza el artículo 57 de la Carta que expresa: " El Presidente de la República y los Ministros del Despacho o los Jefes de Departamentos Administrativos, y en cada negocio particular el Presidente y el Ministro o Jefe del Departamento Administrativo correspondiente, constituyen el gobierno.

Ningún acto del Presidente, excepto el de nombramiento y remoción de Ministros y Jefes de Departamentos Administrativos, tendrá valor ni fuerza alguna mientras no sea refrendado y comunicado por el Ministro del ramo respectivo o por el Jefe del Departamento Administrativo correspondiente, quienes por el mismo hecho, se constituyen responsables (artículo 30 del Acto Legislativo 1 de 1945) y el numeral 9ª del artículo 76 señala que corresponde al Congreso " determinar la estructura de

la Administración Nacional mediante la creación de Ministerios, Departamentos Administrativos y establecimientos públicos". La Constitución, al determinar y definir la estructura de la administración nacional no incluye a la Junta Monetaria.

El Decreto extraordinario 1050 y el 3130 de 1968 que establece los organismos que integran la rama ejecutiva del poder público y el estatuto de las entidades descentralizadas del orden nacional respectivamente; en sus disposiciones tampoco hace alusión a la Junta Monetaria, o a la posible existencia de organismos administrativos con funciones exclusivamente normativas. Un análisis de fondo, conduce a demostrar que no obstante ser la Junta Monetaria en sentido formal un organismo administrativo con funciones exclusivamente normativas, en razón de los miembros que la integran y del carácter que se le atribuya sus actos, en el fondo su función es exclusivamente estudiar y adoptar normas de carácter general y algo más que reglamentarias. Lo esencial de la función desempeñada por la Junta, consiste en la tarea de estudiar y adoptar una serie de medidas de carácter monetario, crediticio y cambiario que constituyen la reglamentación en la materia, dentro de un marco general de atribuciones conferidas por el Congreso.

La Junta Monetaria cumple la función normativa que corresponde al Congreso en el campo del Derecho Monetario, sin embargo, la Constitución no entiende que esta entidad sea parte de la rama ejecutiva del poder público, ni establece como atribución del Congreso crear organismos que desempeñen funciones normativas exclusivamente (art. 55, 56, 76, ordinal 12 de la Constitución Nacional).

0.2. OBJETIVOS

0.2.1. Objetivo general. - Describir y analizar las principales políticas de la Junta Monetaria y su incidencia de la economía del país durante su existencia. (1963-1991).

0.2.2. Objetivos específicos.

0.2.2.1. Describir y analizar las principales medidas de políticas monetarias adoptadas por la Junta Monetaria desde su creación hasta su clausura y su influencia en la economía nacional en el sector de la producción industrial.

0.2.2.2. Describir y analizar como las principales políticas de crédito orientadas por la institución repercutieron en la generación de empleo.

0.2.2.3. Describir y analizar las principales políticas sobre comercio exterior y cambiarias programadas por la Junta Monetaria y su efecto en el crédito externo.

0.2.2.4. Describir y analizar las principales políticas monetarias y su influencia en la lucha contra la inflación.

0.3. JUSTIFICACION

0.3.1. Justificación teórica. El presente trabajo abarcará un período de 28 años (1963-1991) de análisis sobre la Junta Monetaria que es instrumento o herramienta del gobierno para la política monetaria y financiera en general durante los 28 años mencionados. Por lo tanto es necesario hacer un pequeño análisis de su comportamiento y los beneficios y fracasos obtenidos por su participación en la Economía Colombiana.

0.3.2. Justificación práctica. Por otro lado, servirá el presente como base para posteriores estudios sobre la misma u otro tema específico que se relaciones con la Junta Monetaria, porque en tal sentido se han abordado escritos y comentarios de especialistas en la materia que han ayudado a esclarecer y a entender todo lo que tiene que ver con el tema objeto de esta investigación.

0.4. DELIMITACION

0.4.1. De tiempo. El presente estudio abarcará el período comprendido entre 1963-1991, duración de la Junta Monetaria, dividiéndola en las siguientes épocas:

PRIMERA EPOCA: 1948-1967, fecha donde se encuentra creada la Junta Monetaria , hasta la expedición del Decreto 444 del 17 de marzo de 1967, mecanismo que el gobierno del Presidente Lleras Restrepo consideró necesario adaptar para enfrentar el desequilibrio estructural de la balanza de pago que se venía presentando en esos momentos.

SEGUNDA EPOCA: 1967-1972, Consideramos que en esta fecha (1972) se dió un cambio fundamental en la economía del país especialmente en el ahorro, ya que entra a regir el Decreto que crea los UPAC, asignándole al sector privado el ejercicio de la corrección monetaria y financiera.

TERCERA EPOCA: 1972-1982, época en que la economía sufre un colpso en el sector financiero debido a los malos manejos de sus directivos que llevó a la estatización de algunos bancos y cierre de otros y la creación de la bolsa de valores.

CUARTA EPOCA: 1982-1991, en el año de 1991 se da la cesación de las funciones de la Junta Monetaria a consecuencia de la nueva Constitución de 1991 quien transfiere las funciones que venía ejerciendo la Junta Monetaria a la Junta Directiva del Banco de la República.

0.4.2. De espacio. El espacio en que se desarrollará nuestra investigación será la República de Colombia, campo de acción de las políticas de la Junta Monetaria.

0.5. MARCOS DE REFERENCIA

0.5.1. Marco histórico. El Congreso a través del artículo 5º de la Ley 21 de 1963 creó la Junta Monetaria, estará integrada de la siguiente forma:

- El Ministro de Hacienda, quien la presidirá.
- El Ministro de Agricultura.
- El Ministro de Fomento.
- El Gerente General del Banco de la República.
- El Jefe del Departamento Administrativo de Planeación.
- El Jefe del Departamento Administrativo de Planeación y Servicios.

La composición y funciones de la Junta Monetaria continuarán rigiéndose por las disposiciones legales y regla-

mentarias vigentes.

La Junta Monetaria designará dos expertos para que le asesoren en forma permanente en el cumplimiento de sus funciones, los cuales tendrán voz pero no voto en las deliberaciones de la Junta.

Los expertos deberán ser personas de reconocida preparación teórica y de experiencias en materia monetaria y cambiaria el uno y el otro en economía general, producción y comercio exterior.

Los expertos serán de libre nombramiento y remoción de la Junta Monetaria y tendrán las mismas incompatibilidades del Superintendente Bancario.

Además, no podrán estar vinculados por contrato, ni en ninguna forma, con un establecimiento bancario o de crédito como asesores y consejeros durante el tiempo del ejercicio de sus funciones y un año más.

0.5.2. Marco teórico. " Los economistas clásicos fué una denominación inventada por Marx para referirse a Ricardo, James Mill y sus predecesores, es decir para los fundadores de una teoría que culminó con Ricardo. Me he acostumbrado quizás cometiendo un solesísmo, a

incluir en la "escuela clásica" a los fundadores y continuadores de Ricardo, es decir aquellos que adoptaron y perfeccionaron la teoría económica Ricardiana, incluyendo por ejemplo a Js. Mill Marsall Edqueworth y el profesor Pigou"¹.

Respecto a la teoría general queremos decir que estamos de acuerdo con lo escrito por Keynes ya que la mayoría o mejor la totalidad de sus postulados domina el pensamiento económico tanto en la teoría como en la práctica, además sus teorías son demostradas científicamente, teorías que hemos estudiado y analizado para la realización de nuestro trabajo.

Teoría general de la tasa de interés. Aunque existen fuerzas que hacen subir o bajar la tasa de inversión de modo que mantienen la eficiencia general del capital a la tasa de interés; sin embargo, la eficiencia marginal del capital en sí mismo es cosa distinta a la tasa de interés prevaleciente, puede decirse que la curva de la eficiencia marginal del capital rige los términos en que se demanda fondos disponibles para nuevas inversiones, mientras que la tasa de interés rige las condi-

¹ KEYNES, Jhon M. Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. Fondo de la Cultura Económica, 1971. p.15.

ciones, a que se proveen correspondientemente dichos fondos.

Teoría clásica de la tasa de interés². ¿Cuál es la teoría clásica de la tasa de interés?. Es algo que a todos nos han enseñado y que hemos aceptado sin gran reserva hasta hace poco tiempo. Sin embargo, me es difícil expresarla de modo preciso o descubrir una exposición explícita de ella en los principales tratados de escuela clásica moderna.

Está claro, sin embargo, que esta tradición ha considerado la tasa de interés como el factor que equilibra la demanda de inversiones con la inclinación al ahorro, la inversión representa la demanda de recursos invertibles y los ahorros la oferta, en tanto que la tasa de interés es el precio de los recursos invertibles al cual se igualan ambas. Del mismo modo que el precio de una mercancía se fija necesariamente en el nivel en que la demanda es igual a la oferta, así la tasa de interés necesariamente se detiene, bajo el juego de las fuerzas del mercado, en el punto donde el monto de la inversión a esa tasa de interés es igual al de los ahorros, a dicha

²KEYNES. J.M. Op. Cit. p.p. 158-159 y 160.

tasa de interés.

Tasa de interés (Marshall). Siendo el interés el precio pagado por el uso del capital en cualquier mercado, tiende a un nivel de equilibrio en el que la demanda global de capital en dicho mercado, a esa tasa de interés es igual al capital (Stock) total que se proveerá a esa tasa. Si el mercado que suponemos es pequeño - digamos una sola industria en un país progresista -, un aumento de su demanda de capital se cubrirá muy pronto con una oferta procedente de los distintos circundantes u otras industrias.

Pero si consideramos el mundo en su conjunto, o al menos todo un país grande, como si fuera todo un solo mercado de capital, no podemos considerar que la oferta legal del mismo se altere rápidamente y en considerable extensión por un cambio en la tasa de interés; porque el fondo general de capital es producto del trabajo y de la espera extra, para los que en un alza de la tasa de interés, lo que hará que el capital se retire parcialmente de aquellos usos en los que su utilidad marginal sea menor, el alza de interés solo acrecentará lenta y gradualmente la existencia total de capital.

Tasa de interés (Pigou)³. La única mención que hace el profesor Pigou importante a lo que determina la tasa de interés se encuentra en su libro "Industrial Fluctuations", donde ataca la opinión de que la tasa de interés, estando determinada por las condiciones generales de la demanda y la oferta de capital real, está fuera del control del Banco Central o de cualquier otro banco. Contra este razonamiento él arguye que: " Cuando los banqueros crean más créditos para los hombres de negocio, hacen en su propio interés al público objeto de un tributo forzado de cosas reales aumentando así el caudal de capital real de que dispone, y ocasionando una baja en la tasa de interés, lo mismo para los préstamos de largo y corto plazo. En resumen, es cierto que la tasa bancaria del dinero está sujeta por un vínculo mecánico a la tasa real de interés en los préstamos a largo plazo pero no es verdad que ésta última esté determinada por condiciones que se encuentran completamente fuera del control de los baqueros".

Tasa de interés (Ricardo). Esto tiene perfiles tan claros, que proporcionan un punto de partida mejor para un estudio de las frases de escritores posteriores, quienes sin diferir realmente a la esencia de la doctrina Ricar-

³PIGOU, Arthur Cecil. Op. Cit. p. 168-169.

diana, se siente, sin embargo, lo bastante incómodo con ella para buscar refugio en la neblina. Lo anterior por supuesto, como siempre tratándose de Ricardo, ha de interpretarse como una doctrina para períodos largos, con énfasis en la palabra " permanentemente" enclavados en la mitad del pasaje; y es interesante considerar los supuestos necesarios para hacerla válida.

Una vez más, el supuesto requerido es el "clásico" que siempre hay ocupación plena de manera que suponiendo que no ocurran cambios en la curva de trabajo en términos de producción, sólo hay un nivel posible de ocupación en equilibrio a largo plazo. En esta hipótesis, con el acostumbrado *Ceteris Paribus*, es decir, que no haya en las proporciones psicológicas y expectativas más cambios que los derivados de una modificación en la cantidad de dinero, de acuerdo con los supuestos, solo queda una tasa de interés compatible con la ocupación plena en períodos largos. Ricardo y sus sucesores descuidaron el hecho de que, aún a la larga, el volumen de ocupación no es necesariamente total, sino que puede variar, y que a cada política bancaria corresponde un nivel de ocupación diferente a largo plazo; de manera que hay cierto número de posiciones de equilibrio a largo plazo correspondientes a las diversas políticas concebibles que en la materia de interés puede seguir la autoridad

monetaria.

Notas finales sobre la historia social a que podría conducir la teoría general. " Los principales inconvenientes de la sociedad económica en que vivimos son su incapacidad para procurar su aplicación plena y su arbitraria y desigual distribución de la riqueza y los ingresos.

Es evidente el nexo de la teoría anteriormente expuesta con lo primero; pero también es importante para los segundos en dos aspectos"⁴.

Desde fines del siglo XIX se ha logrado considerable progreso en la eliminación de las grandes diferencias de riquezas y de ingresos por medio de la imposición directa de impuestos sobre los ingresos y sobre la herencia, especialmente en la Gran Bretaña. Muchos desearían llevar este proceso mucho más lejos, pero se lo impiden dos reflexiones: El temor de hacer la evasión hábil un negocio demasiado atractivo y también de disminuir indebidamente el incentivo de correr riesgo; pero, principalmente en mi opinión, por la creencia de que el crecimiento del capital depende del vigor de las razones que impulsan al ahorro individual y que una gran produc-

⁴KEYNES, J.N. Op. Cit. p.p. 328-337.

ción de ese crecimiento depende de los ahorros que hagan ricos de lo que le sobra. Nuestro razonamiento no afecta la primera de estas reflexiones.

Pero puede modificar considerablemente la actitud que asumamos hacia la segunda, pero ya hemos visto que, mientras se mantenga la ocupación plena el crecimiento del capital no depende en lo absoluto de la escasa propensión a consumir, sino que, por el contrario ésta lo estorba, y sólo en condiciones de ocupación plena, una pequeña propensión puede llevar el aumento del capital. Además, la experiencia sugiere que, en las condiciones existentes, el ahorro por medio de instituciones y de fondos de reservas es más que adecuado, y las medidas tendientes a redistribuir los ingresos de una forma que tenga probabilidades de elevar la propensión a consumir puede ser positivamente favorables al crecimiento del capital.

La confusión que priva en la mente del público sobre este asunto se pone de relieve por la creencia generalizada de que los impuestos sobre la herencia son los responsables de la reducción de las riquezas de capital de un país. Suponiendo que el Estado aplique los productos de estos impuestos a sus gastos ordinarios, de manera que los impuestos sobre ingreso y el consumo se reduzcan o eviten proporcionalmente, es claro que una política

fiscal de altos impuestos sobre herencia tiene el efecto de aumentar la propensión a consumir de la comunidad. Pero como un crecimiento de la propensión habitual a consumir servirá en términos generales (es decir, excepto en condiciones de ocupación plena) para aumentar al mismo tiempo el aliciente para invertir, la ingerencia que comúnmente se hace es precisamente la opuesta a la verdad.

De este modo nuestro razonamiento llega a la conclusión de que en las condiciones contemporáneas, el crecimiento de la riqueza, deja de depender de la abstinencia de los ricos, como generalmente se supone, tenemos probabilidades en encontrar en ella un impedimento, queda, pues, eliminada una de las principales justificaciones sociales de la gran desigualdad de las riquezas. No decimos que haya otras razones, afectadas por nuestra teoría, que sean capaces de justificar cierta desigualdad en determinadas circunstancias. Pero elimina la razón más importante que hasta ahora nos ha hecho pensar en la prudencia de avanzar con cautela. Esto afecta particularmente nuestra actitud hacia los impuestos sobre herencia; porque existen ciertas justificaciones de que la desigualdad de ingresos no puede aplicarse a la de herencias.

Por nuestra parte creemos que la justificación social

y psicológica de grandes desigualdades en los ingresos y las riquezas, pero para tan grandes disparidades como existen en la actualidad. Hay valiosas actividades humanas cuyo desarrollo exige la existencia del estímulo de hacer dinero y la atmósfera de la actividad privada de riquezas. Además, ciertas inclinaciones humanas pueden orientarse cuidadosamente por causas comparativamente inofensivas con la existencia de oportunidades para hacer dinero y tener riqueza privada, que, de no ser posible satisfacer de este modo, puede encontrar un desahogo en la crueldad, en temeraria ambición de poder y autoridad y otra forma de engrandecimiento personal. Es preferible que un hombre tiranice su sueldo en el banco que a sus conciudadanos; y aunque se dice algunas veces que lo primero conduce a lo segundo en ocasiones por lo menos, es una alternativa. Pero para estimular estas actividades y la satisfacción de estas inclinaciones no es necesario que se practique el juego con apuestas y riesgos tan grande como ahora. Apuestas mucho menores pueden servir para el caso con el mismo resultado, tan pronto como los jugadores se acostumbre a ellos, la tarea de transmutar la naturaleza humana no debe confundirse con la de manejarla; aunque el estado ideal del hombre es haber sido enseñado, inspirado o educado, de una manera que no se interesen en tales apuestas, aunque puede ser sensato para un estadísta permitir que se practique el

juego, bien que sujeto a reglas y limitaciones en tanto que el común de los hombres o por lo menos una parte importante de la comunidad se adhiere de hecho fuertemente a la posición de hacer dinero.

0.5.3. Marco conceptual.

STOCK: Palabra inglesa; cantidad de mercancías disponibles, existencia, provisión. El término indica también en inglés, acción de alguna empresa.

ACERVO: Conjunto de bienes o valores de una pluralidad o colectividad.

CETERIS PARIBUS: Cuando en un modelo, permanecen constantes ciertas variables.

INFLACION: Fenómeno económico y social que se manifiesta a través de la subida de los precios de las mercancías y de los servicios, con resultados distintos entre las clases sociales.

CONCOMITANTE: Que acompaña a otra cosa u obra de ella.

MERCADO: Un lugar donde se reúnen y funcionan vendedores y compradores, se ofrecen en ventas bienes y servicios

y se realizan transferencias de título de propiedad; también puede definirse el mercado como una demanda agregada por los compradores potenciales de un producto o servicio.

DIVISA: Unidad monetaria de un país. Por divisa se entiende el tipo de sistema monetario de un país en dependencia de la base de garantía (oro, plata, papel moneda). El término se emplea para designar la moneda extranjera que participa en el sistema de pagos internacionales.

PLENO EMPLEO: Situación en que la demanda de trabajo es igual a la oferta, a un nivel dado de salarios reales. Esto puede generalizarse para todos los recursos.

0.6. METODOLOGIA

0.6.1. Tipo de estudio. Se utilizará el estudio analítico - descriptivo, porque se busca el conocimiento de las principales características de una situación dada en la cual se examinará el comportamiento que tuvo la Junta Monetaria y la forma en que el gobierno manejó el sistema financiero por medio de ella.

0.6.2. Método. El carácter cambiante, complejo y contradictorio de los procesos económicos exige para su estudio

la utilización de un método que tenga en cuenta estas características.

Por otra parte para obtener un conocimiento científico de un fenómeno es necesario hacerle un seguimiento desde sus orígenes, período cero o período inicial hasta el estadio en que corresponde estudiarlos.

Por las consideraciones anteriores, hemos decidido utilizar el método histórico-analítico en este trabajo, este método incluye los procedimientos necesarios para llevar a cabo nuestro estudio " sin embargo, el análisis es siempre condición necesaria de toda exposición de carácter científico, sin él no es posible comprender el verdadero proceso de formación y desarrollo de sus diversas fases"⁵.

El método anteriormente señalado con los procedimientos respectivos deberá permitirnos el perfil económico del comportamiento de la Junta Monetaria como producto de su evolución desde 1963 hasta 1991.

0.6.3. Técnicas de investigación.

0.6.3.1. Técnica documental. Libros, revistas, informes

⁵ Historia crítica de la plusvalía. Vol. II. La Habana, Ediciones Venceremos. 1975.p.393.

del gerente del Banco de la República y las publicaciones de la Junta Monetaria.

0.6.3.2. Técnica estadística y contabilidad. Los datos obtenidos se presentarán en cuadros de resultados, tablas y gráficas que se analizarán a través de dichos sistemas.

0.6.3.3. Justificación de las técnicas. Los cuadros de resultados y su análisis a través de los sistemas contables y de modelos matemáticos nos permiten conocer la situación de la Junta Monetaria en el período considerado.

0.6.4. Fuentes. Los datos suministrados por el Banco de la República, ICOMEX y demás autoridades que tengan que ver con las políticas del gobierno sobre el sistema financiero, permiten tener una amplia visión sobre la que se estudia.

1. JUNTA MONETARIA

La creación de la Junta Monetaria significó una vida nueva para la Directiva del Banco de la República, donde pasaba de ser rector de las políticas monetarias, crediticias y cambiarias, a ser el ejecutor y el colaborador de éstas.

En agosto de 1963 el Congreso de la República aprobó la Ley 21 que en su artículo 5º dispuso lo siguiente:

" Creáse. una Junta Monetaria encargada de :

1. Estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito que, conforme a las disposiciones vigentes, corresponde a la Junta Directiva del Banco de la República, y

2. Ejercer las demás funciones complementarias que se le adscriban por el Gobierno Nacional y en el futuro por mandato de la Ley.

La creación de la Junta Monetaria tuvo como finalidad principal, la de "independizar del interés privado, las medidas monetarias y de crédito que el país necesite tomar para el desarrollo de su economía", tal como lo expresó al Senado el ponente del respectivo proyecto. La Junta Monetaria asumió el poder de ser el depositario del derecho de emisión y de ser administrador de las reservas internacionales del país.

" La Junta Monetaria es una entidad de creación legal que tiene funciones administrativas relacionadas con la cuestión monetaria y en interés de lograr la mayor normalidad posible en este aspecto de la economía nacional Colombiana, de acuerdo con las leyes 21 de 1963 y 7 de 1973 y los Decretos 2206 de 1963 y 444 de 1967. Sus actos y regulaciones están por tanto sometidos al control jurisdiccional del Consejo de Estado"⁶.

Los actos administrativos de carácter general que expida dicha entidad están sometidos " a la solemnidad de su publicación como lo establece el artículo 43 del Código Contencioso Administrativo (Decreto 01 de 1984) en sus propios términos:

⁶ Régimen Bancario Colombiano. Marzo de 1989. p.p. 15-19.

1.1. ANTECEDENTES DE LA CREACION DE LA JUNTA MONETARIA

Antes de la creación de la Junta Monetaria, quien ejercía las funciones de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito era la Junta Directiva del Banco de la República. Luego el Congreso a través de la Ley 21 de 1963 en su artículo 5º donde hace mención a la creación de la Junta Monetaria, en especial las bases generales del contrato entre el Gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República en relación con la nueva Junta Monetaria, de manera que sus funciones pudieron iniciarse a partir del 1º de noviembre de 1963.

Dicho arreglo modificaba el que se había celebrado entre el Banco y la Nación el día 3 de octubre de 1951; a efecto de determinar las atribuciones y facultades que corresponderían a la Junta Monetaria y las que se mantendrían en la Junta Directiva del Instituto Emisor. Se estipuló, además, que el banco facilitaría los servicios de asistencia técnica, esto es, de los dos asesores y de la secretaria, y que el costo de tales servicios así como los demás gastos que exiga su adecuado funcionamiento correría a cargo del banco con base en presupuestos anuales.

Unos meses antes en abril de 1963, la Junta Directiva

había expedido la Resolución 18 que simplificó en una sola disposición, todas las medidas de carácter monetario tomadas hasta la fecha. Esta Resolución estaba dirigida a facilitar la autonomía en el desarrollo de los bancos comerciales, dentro de cauces de fomento económico de tanta importancia para el país.

" La transferencia de las funciones del Banco de la República de la Junta Monetaria se acogió a la tesis del Doctor Luis Angel Arango de que no era posible ni sería aconsejable la delegación permanente de funciones legislativas al Banco de la República.

Es conveniente declaró el Doctor Arango en la comisión, que el Banco de la República disponga de los instrumentos necesarios para desarrollar una política eficaz de la regulación de la moneda y el crédito. Como las facultades actuales son deficientes, podrían ser ampliadas pero siendo entendido que el Congreso, o el Gobierno en ejercicio de sus facultades legislativas, podría variar los sistemas que ahora se acojerían".

Funcionarios del Gobierno y del Banco del que era gerente general el Doctor Eduardo Arias Robledo, se ocuparon con especial dedicación en redactar el Decreto Ley orgánico de la Junta Monetaria. En primer lugar se inventa-

riaron y recapitularon las facultades económicas, monetarias y de crédito que conforme a las disposiciones entonces vigentes eran de competencia de la Junta Directiva del Banco de la República, y en segundo término se complementaron estas funciones, adscribiendo a la Junta Monetaria nuevas atribuciones para una regulación más técnica, unas para ejercer normas de carácter general y otras destinadas a determinar las relaciones entre el Banco Central Hipotecario y el Banco Emisor. Las atribuciones cambiarias y de comercio exterior que ejercía la Junta Directiva del Banco de la República también quedaron trasladadas a la Junta Monetaria.

1.2. COMPOSICION DE LA JUNTA MONETARIA

"El 20 de septiembre de 1963 mediante el Decreto ley 2206 se integró la Junta Monetaria con los Ministros de Hacienda, de Fomento y de Agricultura, el Jefe del Departamento Administrativo de Planeación y el Gerente General del Banco de la República. Este Decreto recapitula las atribuciones que ejercía la Junta Directiva del Banco de la República, agregando otras funciones complementarias para una regulación económicas más técnica. En materia cambiaria y de comercio exterior, la Junta Monetaria desempeñaría las facultades de carácter general de acuerdo con las 11 de 1959 y 83 de 1962 y disposiciones concor-

dantes, tenía la directiva del Instituto.

La composición y funciones de la Junta Monetaria continuaron rigiéndose por las disposiciones legales y reglamentarias vigentes.

Decreto 2206/63, artículo 2º . La Junta Monetaria designará dos expertos para la asesoren en forma permanente en el cumplimiento de sus funciones, los cuales tendrán voz pero no voto en las deliberaciones de la Junta.

Los expertos deberán ser personas de reconocida preparación teórica y de experiencia en materia monetaria y cambiaria el uno y el otro en economía general, producción y comercio exterior.

Los expertos serán de libre nombramiento y remoción de la Junta Monetaria y tendrán las mismas incompatibilidades del Superintendente Bancario.

Decreto 3292/63. Artículo 2º. Los Ministros de Hacienda, Fomento y Agricultura; el Jefe del Departamento Administrativo de Planeación y el Gerente del Banco de la República, en su condición de miembros de la Junta Monetaria, tendrán las mismas incompatibilidades que la ley señala para ejercer el cargo de Superintendente Bancario. Además, no podrán estar vinculados por contrato, ni en

ninguna forma, con un establecimiento bancario o de crédito como asesores o consejeros durante el tiempo de ejercicio de sus funciones y uno más⁷."

1.3. ATRIBUCIONES Y FUNCIONES DE LA JUNTA MONETARIA

" El Gobierno en uso de las facultades que le dió la ley 21 de 1963 expidió el Decreto 2206 de 1963 que constituye el texto legal orgánico de la Junta Monetaria, al que se le introdujeron reformas por la ley 7 de 1973, quedando de esta manera consignadas sus atribuciones entre las que tenemos:

1. Ordenar las acuñaciones de monedas.
2. Fijar y variar el encaje de los depósitos bancarios.
3. Señalar las inversiones que computarán, parte del encaje.
4. Disponer que los depósitos de establecimientos oficiales se efectúen en el Banco de la República.

⁷Régimen Bancario Colombiano. Marzo de 1989. p.p. 14-15.

5. Autorizar préstamos e inversiones del Banco de la República.
6. Permitir la participación del Banco de la República en el mercado abierto de operaciones.
7. Fijar límites al volumen de los préstamos o inversiones de los establecimientos de crédito.
8. Fijar las condiciones y dar las características para acceder al redescuento.
9. Fijar las tasas de interés, plazo y demás condiciones financieras a que deben sujetarse los establecimientos de crédito en sus operaciones.
10. Fijar los cupos de crédito en el Banco de la República para operaciones de crédito efectuadas por los establecimientos financieros.
11. Limitar el otorgamiento de avales y garantías en moneda legal.
12. Fijar la relación capital-pasivo de los establecimientos de créditos.

13. Elaborar el presupuesto de divisas.

14. Determinar la cuantía de la posición propia de los bancos.

15. Regular la negociación de divisas.

16. Definir las operaciones que se deben considerar de cambio exterior.

17. Señalar los requisitos para obtener licencias de cambio.

A partir de 1963 la Junta Monetaria quedó encargada de estudiar y adoptar las medidas monetarias, crediticias y cambiarias dentro del marco señalado por la Ley.

Esta Junta está integrada exclusivamente por los funcionarios de la Administración Nacional a excepción del Gerente del Banco de la República y su función es expedir actos administrativos de carácter general, o lo que es lo mismo, normas generales para regular las materias que son de su competencia.

Un análisis de fondo, conduce a demostrar que no obstante ser la Junta Monetaria en sentido formal un organismo

administrativo en razón de los miembros que la integran y del carácter que se le atribuye a sus actos, en el fondo su función es exclusivamente estudiar y adoptar normas de carácter general y algo más que reglamentarias".⁸

1.3.1. Toma de decisiones. Después de haber estudiado y analizado las decisiones y medidas tomadas por la Junta Monetaria encontramos que éstas estaban enmarcadas por las atribuciones y funciones que le confiere el Congreso de la República.

1.4. PARTICIPACION DE LA JUNTA MONETARIA EN LA TOMA DE DECISIONES MACROECONOMICAS

1.4.1. A nivel financiero. Las decisiones macroeconómicas a nivel financiero son todas aquellas que estaban regidas por las atribuciones y funciones que el Congreso le otorgó, de los cuales hicimos en el punto 1.3., decisiones que podrían afectar a la producción y a la generación de empleo.

1.4.2. A nivel no financiero. Las decisiones y medidas a nivel no financiero tomadas por la Junta Monetaria

⁸ Ibid., p.p. 23-24.

que podían afectar o no la generación de empleo, caso en el cual nos ocuparemos en el capítulo 2.

1.5. LA CONSTITUCION POLITICA DE 1991 Y LA ELIMINACION DE LA JUNTA MONETARIA

La reforma del sistema monetario era una necesidad básica del país. El Nuevo Régimen responde a la consecuencia histórica de los últimos años y el cambio que introdujo la carta política, vigente a partir del 20 de julio de 1991, concuerda con la rápida evolución institucional que el país ha venido demandando, en particular, respecto de aquellas instituciones responsables de los asuntos económicos.

1.5.1. Antecedentes y alcance de la reforma. Tanto la Constitución de 1886 como sus posteriores reformas, especialmente la contenida en el Acto Legislativo # 1 de 1968, solo previeron la existencia de un banco de emisión, o sea, de una entidad que cumpliera únicamente las funciones de emitir la moneda legal y ejecutar las políticas monetarias, cambiarias y crediticias trazada por la autoridad monetaria. Esta última reforma no le otorgó al Banco de la República, ni la característica de ser un órgano del Estado (en 1968 era todavía un banco privado), ni le atribuyó la competencia para que ejerciera funciones de banca central, por cuanto su voluntad

fué la de no modificar, sino, por el contrario, mantener la Junta Monetaria, órgano de creación legal, rector de la política monetaria y crediticia y principal en la estructura de la banca central. Al mismo tiempo, dicha reforma Constitucional le asignó al Presidente de la República la función de intervenir en el ahorro como atribución propia, y la de regular los cambios internacionales con sujeción a las reglas generales que expide el Congreso; también le asignó al presidente como atribución propia la facultad de intervenir en el banco de emisión, que, como ya mencionamos no era un órgano del Estado.

Luego, en 1973, cuando culminó el proceso de nacionalización del capital del banco y se estatizaron sus funciones, el legislador, por intermedio de la Ley 7 de ese año, calificó al Banco de la República como el Banco Emisor previsto en la Constitución, con la competencia para emitir billetes y para ejecutar las políticas que trazara la Junta Monetaria. Pero siguió privado de la competencia y la responsabilidad de diseñar la política monetaria, cambiaria y crediticia, esto es, de desarrollar en sentido amplio, las funciones de la banca central.

En el ordenamiento pre-existente le correspondía al banco Emisor únicamente ejecutar las políticas adoptadas por

otra autoridad, la Junta Monetaria.

Este sistema operó favorablemente, según se ha reconocido durante los años sesenta y setenta, pero ya en la década pasada empezó a mostrar síntomas claros de agotamiento, por razones varias que comprende su composición, la completa dependencia del gobierno, la multiplicidad y la heterogeneidad de funciones.

Resulta explicable que frente a los cambios ocurridos en el panorama económico los cuales exigían una respuesta más dinámica a los nuevos fenómenos, se hiciera necesaria la revisión del esquema vigente. En las condiciones de operación de la Junta Monetaria, la distinción entre el diseño de las políticas y las estrategias para su ejecución, no era suficientemente clara, lo cual implica el peligro de que las necesarias reacciones a los movimientos de los mercados internos y externos, que no son propias de un organismo simplemente ejecutor, terminen siendo poco ágiles. Era pues necesario dotar al país de un banco central con plena capacidad para aplicar los instrumentos que le corresponde, según lineamientos autónomos, orientados exclusivamente con objetivos de salvaguardia del poder adquisitivo de la moneda nacional.

La Constitución Política promulgada por la Asamblea Na-

cional Constituyen reunida en 1991, introdujo importantes modificaciones al régimen económico y, en particular, al sistema monetario del país. Estas corresponden a la conveniencia para la economía, de un manejo monetario más técnico e independiente, propio de un país en claro proceso de desarrollo.

Una enumeración exhaustiva de todos los puntos específicos de la Nueva Constitución donde se plasman ajustes institucionales, resultaría muy dispendiosa; por lo tanto vamos a mencionar solo algunos. Pero antes debemos destacar el hecho de que hubiera sido consagrado un título especial, el XII, para regular los fundamentos del régimen económico del Estado Colombiano; en él se preveen los principales, las funciones esenciales y los órganos encargados de cumplirlas.

En el capítulo VI del mencionado título se establecieron aquellas normas relacionadas con la soberanía monetaria y se consagró por primera vez la función de banca central, elevando así la categoría de órgano del Estado, de rango Constitucional, al Banco de la República, con el fin de cumplir la mencionada función. El análisis y la discusión sobre la reforma monetaria correspondió primero a la Comisión Quinta de la Asamblea Nacional Constituyente y a la plenaria de esa Corporación, con

base en las ponencias presentadas por los delegatarios Oscar Hoyos Naranjo, Carlos Lemus Simonds, Rodrigo LLoreda Caicedo, Carlos Ossa Escobar y Antonio Yepes Parra.

Teniendo en cuenta las propuestas de enmienda presentada por varios constituyentes, la discusión y votación final, tanto en la primera como en la segunda vuelta de las plenarias de la Asamblea, se basaron en el estudio adelantado por la Comisión Especial integradas por los Doctores Carlos Lleras de la Fuente, Rodrigo LLoreda Caicedo, Iván Marulanda Gómez, Ignacio Molina Giraldo, Carlos Ossa Escobar, Alfonso Palacios Rueda y Augusto Ramírez Ocampo.

Como resultado del texto aprobado, a partir del 7 de julio de 1991, el régimen monetario del país tiene su soporte Constitucional en los artículos que integran el capítulo VI del título XII, (371,372 y 373) y en los numerales 13, 19 y 22 del artículo 150 de la Constitución Política, de cuyo contenido y alcance nos ocuparemos a continuación.

- Conversión del Banco de la República de Banco Emisor a Banco Central.

El artículo 371 de la Nueva Constitución Política dispone

que el Banco de la República ejercerá las funciones de Banca Central con sujeción a la ley y en coordinación con la política económica general. Fué así como se elevó la condición del Banco de la República a la categoría de órgano del Estado, de rango Constitucional. Es ésta la más importante reforma que se introduce a la entidad desde su creación en 1923, pues se modifican su objeto y su finalidad y se cambian su estructura para adecuarlas a las nuevas funciones que debe cumplir.

De esta manera el Banco de la República no será únicamente, en lo sucesivo, el Banco Emisor previsto en la Constitución anterior. Pasa ahora a ser el órgano del Estado que tendrá a su cargo la función Constitucional de Banca Central; esto significa que continuara emitiendo la moneda legal, pero también tendrá a su cargo regular la circulación monetaria, los cambios internacionales y el crédito, con el propósito de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda, al mismo tiempo deberá adelantar las demás funciones propias de la Banca Central: Administrar las reservas internacionales en beneficio de la economía nacional, ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito y servir como agente fiscal del gobierno.

Adquirir la condición de banco central representa una función y no una organización. De esta manera el nombre del Banco de la República no cambiará por el hecho de que la Constitución le atribuya el cumplimiento de esta función.

- Autoridad monetaria cambiaria y crediticia.

De acuerdo con el nuevo régimen monetario , corresponde al Banco de la República, a través de su Junta Directiva, las funciones de diseñar y ejecutar las políticas monetarias, crediticias y cambiarias, con lo cual se le trasladan la competencia y responsabilidad en estas materias. Se recoge entonces la tendencia moderna de unificar en un solo organismo del Estado, de naturaleza única tanto las atribuciones de emitir la moneda legal como las de trazar, dirigir y ejecutar las políticas monetarias, patrimonial y de crédito, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica con sujeción a un régimen legal propio. En otras palabras, el país cuenta ahora con un Banco Central dotado de la independencia y autonomía que demanda un adecuado manejo monetario, crediticio y cambiario lo cual le permitirá cumplir, dentro de las limitaciones propias de las política monetaria, su objetivo fundamental, velar por la estabilidad de la moneda.

Así se pone fin a la dualidad que apareció en 1963, cuando se separaron las funciones de dirección de la política monetaria, cambiaria y crediticia (atribuidas entonces a la Junta Monetaria), de las relacionadas con la ejecución de esas políticas y la Dirección del Banco de la República (asignadas a la Junta Directiva y al Gerente General de la Institución).

1.6. LA CREACION DE LA NUEVA " JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPUBLICA

Según la Constitución de 1991, la Junta Directiva del Banco de la República será la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley. Tendrá a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco y estará conformada por siete miembros, entre ellos el Ministro de Hacienda, quien la presidirá. El Gerente del Banco será elegido por la Junta Directiva y será miembro de ella. Los cinco miembros restantes, de dedicación exclusiva serán nombrados por el Presidente de la República por períodos prorrogables de cuatro (4) años, reemplazados dos (2) de ellos cada cuatro (4) años. Los miembros de la Junta Directiva representarán exclusivamente el interés de la nación.

El Congreso dictará la Ley a la cual deberá ceñirse el

Banco de la República para el ejercicio de sus funciones, y las normas con sujeción a los cuales el gobierno expedirá los estatutos del Banco en los que se determinen, entre otros aspectos la forma de su organización, su régimen legal, el funcionamiento de su Junta Directiva y del Consejo de Administración, el período del Gerente, las reglas para la constitución de sus reservas entre las de estabilización cambiaria y monetaria, y el destino de sus excedentes de sus utilidades.

El Presidente de la República ejercerá la inspección, vigilancia y control del Banco en los términos que señale la Ley.

2. ANALISIS DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS FONDOS Y ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS EN LA POLITICA MACRO-ECONOMICA DE COLOMBIA

En nuestro trabajo preparado para presentar en esta sección , se enfocan los fondos y establecimientos financieros del Banco de la República, con el objeto de analizar y estudiar su papel en la economía a la luz de las experiencias ya registradas desde su creación hasta el año de 1991, y de las soluciones que se presentan respecto a algunos problemas que interfirieron con un desempeño más satisfactorio de sus operaciones.

Los fondos y establecimientos financieros hacen parte, en efecto, de un conjunto de mecanismos diseñados para orientar el crédito de manera diferente , a aquellas que, supuestamente, resultaría de un régimen de libre operación en el mercado financiero.

2.1. FONDO FINANCIERO AGROPECUARIO Y EL SECTOR AGRICOLA

La principal fuente de financiación de F.F.A.P. es la

suscripción de los títulos de fomento agropecuario, asignados por la Ley 5ª de 1973. La fuente principal de F.F.A.P. tiene un costo financiero, con la suerte que los ingresos por concepto de intereses no son susceptibles de acrecentar en su totalidad las disponibilidades del fondo . Se presenta también la relativa dependencia que presenta el F.F.A.P. de los recursos aportados por el Banco de la República.⁹ Conviene señalar como a partir de enero de 1977, con la instauración del encaje marginal del 100% se limitó el crecimiento de la base sobre la cual se computa la inversión forzosa.

De acuerdo a la ley 5ª de 1973, los bancos deben invertir del 15 al 25% de sus colocaciones en los títulos de fomento ya mencionado. Para efectos de la liquidación de dicho porcentaje, las resoluciones 79 de 1976 y 74 de 1977 excluyeron las operaciones de crédito dirigido de la base pertinente. Ante la solidez financiera de PROEXPO el crecimiento del F.F.A.P. no sorprendió el intento de hace algunos años de trasladar parte de los recursos del primero para solucionar el déficit del segundo.

⁹ Conviene destacar como la inclusión dentro del concepto de disponibilidades de los cupos asignados por la Junta Monetaria, oscurece el significado del déficit de disponibilidades frente a utilizaciones, como indicador de la contribución del fondo a la emisión primaria.

La distribución de las utilizaciones, se concentra principalmente en la financiación de cultivos, pero cerca del 25% se haya invertida en proyectos de capitalización y un 35% en actividades pecuarias. El F.F.A.P., en contraste con PROEXPO no efectúa operaciones diferentes a las de crédito subsidiado. Sin embargo, los créditos otorgados están sujetos a la contratación de asistencia técnica y al uso de semillas mejoradas y fertilizantes, con lo cual se busca junto con la financiación de la inversión en la infraestructura agropecuaria, inducir un aumento en la productividad.

Si bien la financiación del F.F.A.P. no se basa, como es el caso de PROEXPO en un impuesto explícito, es claro que la inversión forzosa en títulos de fomento agropecuario clases A y B, constituyen desde el punto de vista económico una forma de tributación. La resolución 53 de 1973, fijó en 8% la tasa de interés sobre los títulos de clase B. Si se comparan estas tasas de interés con el costo de oportunidad registrados en los rendimientos activos de libre cotización, se observa la presencia de un diferencial amplio y variable a través del tiempo, que subsidia el costo de captación del F.F.A.P.

Como el rendimiento de los títulos de fomento agropecuario ha permanecido constante, se ha elevado el diferencial

mencionada a través del tiempo. Recientemente la inflación complementaria con títulos nominativos del Banco de la República, prevista por la resolución 39 de 1978 contempla una tasa de interés más ajustada a las condiciones que prevalen hoy día en el mercado financiero. Ello ilustra como las tasas de interés oficiales se ajustan con el tiempo, si bien con un retardo amplio y variable.

2.2. FONDO FINANCIERO INDUSTRIAL Y EL SECTOR DE LA INDUSTRIA

Los recursos del fondo financiero industrial se asemejan en su naturaleza a los del fondo financiero agropecuario. Como se observa en la relación de fuentes, la mayoría de sus disponibilidades se originan en la suscripciones de títulos nominativos del Banco de la República. La resolución N° 33 de 1974 determinó una inversión forzosa en dichos títulos por parte de las entidades financieras, en un monto igual al 10% de los recursos captados. Posteriormente, en 1976 (Resolución N° 71), se elevó el porcentaje de inversión al 20%. La primera norma señaló una tasa de interés del 18% en tanto que la segunda la elevó al 20%. Los comentarios presentados en relación con la naturaleza económica tributaria de los títulos de fomento agropecuario se aplican también a los títulos nominativos, si bien la diferencia en el

rendimiento de los últimos respecto del costo de captación indicado por el rendimiento de los certificados de abono tributario (CAT) es menor que la observada en los primeros. De acuerdo con la norma orgánica del fondo financiero industrial (Resolución # 68 de 1971), el crédito de la entidad se debe concentrar en la pequeña y mediana industria. Esta destinación es supuestamente el instrumento que aparentemente se utiliza para fomentar el empleo.

De acuerdo con la clasificación disponible, el fondo destina sus recursos a la industria más bien pequeña (81% en empresas con diez millones de pesos en activos).

2.3. EL CAVI Y EL SECTOR DE LA CONSTRUCCION

Según el decreto 677 de 1972, el Fondo de Ahorro y Vivienda sería uno de los instrumentos para canalizar recursos al sector de la construcción y para fomentar el ahorro privado. El artículo 7 señaló las fuentes de recursos, en tanto que el artículo 13 especificó las categorías globales de utilización. En la práctica, el Fondo de Ahorro y Vivienda financia hoy día las necesidades de las corporaciones cuando los depósitos de las últimas disminuyen, y los recursos incluyen el encaje de las corporaciones así como sus inversiones voluntarias en

títulos del fondo, además de los aportados por el Banco de la República. El FAVI se parece bastante al cupo ordinario de los bancos. Las tasas de interés a las cuales coloca sus préstamos se acercan al costo real del crédito, es decir, no contemplan un subsidio. Bajo las anteriores circunstancias, las características del FAVI se apartan de los otros fondos y no se pueden incluir dentro del instrumental del crédito de fomento.

2.4. OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Podemos decir que en Colombia o mejor en cualquier país, los empresarios para atender el ensanchamiento de sus unidades productivas, pueden financiar sus proyectos con recursos propios o recursos ajenos. La utilización de unos y otros dependerá de la situación financiera, de las necesidades de las empresas y del coste de cada opción.

Una política financiera óptima aconseja a los empresarios utilizar conjuntamente, la financiación propia y la financiación ajena, y dentro de ésta última, todos los sistemas existentes en el mercado, en las proporciones que la naturaleza de sus empresas le aconseje o mejor resuelvan sus necesidades.

El crédito a corto plazo tiene un término de vencimiento menor de un año y lo utiliza el industrial para proveerse de capital de trabajo.

La financiación a mediano plazo es un crédito cuyo término de amortización es superior a un año e inferior a cinco años, y satisface las necesidades del sector industrial para proveerse de maquinaria y equipo, cuyo costo no permite su adquisición al contado por comprometer el equilibrio financiero de las empresas.

Para financiar las inversiones en activos fijos los empresarios tienen nuevas alternativas como lo son el leasing y el factoring de los cuales nos encargaremos de analizar en el punto 2.4.1.

2.4.1. El leasing y el factoring. El leasing surge en Colombia como una favorable alternativa para que las empresas puedan disponer de las condiciones indispensables para una reconversión.

Más conocido en nuestro medio como arrendamiento financiero, el leasing muestra en Colombia avances significativos en los últimos años. y lo más importante, está llamado a jugar un papel decisivo en el futuro desarrollo nacional.

Las reformas financieras y tributaria ofrecen mecanismos que ayudarán a que las compañías de leasing en Colombia respondan a los compromisos que tienen en el marco del proceso de apertura económica.

La mayoría de los sectores productivos están en mora de modernizar su infraestructura, maquinarias y equipos, unos fabricados en el país, otros en el exterior y como no es fácil disponer de los recursos monetarios suficientes para adquirirlos, ni tampoco conviene elevar los actuales niveles de endeudamiento, entonces la opción de arrendarlos con la posibilidad de compra, es viable y favorable, y en este proceso el sistema leasing está llamado a jugar un papel protagónico.

Comenta el exparlamentario Daniel Mazuera Gómez, presidente de FEDELEASING : " de darse las condiciones a partir de las últimas reformas y con medidas complementarias, el leasing ocupará sin duda en Colombia, el lugar que tiene en otros países como uno de los instrumentos financieros más modernos, herramienta insustituible de cualquier proceso de reconversión industrial".

En Colombia la primera compañía de leasing se creó en 1972, fué una filial del CITY BANK , la cual suspendió operaciones poco tiempo después. En 1975 se creó otra

compañía que marcó el comienzo de una etapa ininterrumpida, aunque con altibajos, en la corta historia del arrendamiento financiero en Colombia.

Las bonanzas que tuvo el país en el segundo lustro de los años setenta, propiciaron una desordenada aparición de entidades que captaban dinero en el mercado financiero lo que, a la larga, generó la aguda crisis de los comienzos de la década de los ochenta.

La primera disposición legal sobre el leasing en Colombia se dictó en 1979 cuando el Decreto 148, dispuso que las Corporaciones Financieras podían invertir en sociedades anónimas de leasing hasta el 10% de su capital pagado y su reserva legal. El Decreto 2059 de 1981 estableció que la Superintendencia de Sociedades ejerciera la inspección y vigilancia sobre las sociedades comerciales en cuyo objeto se contempla como actividad principal la realización de operaciones de arrendamiento financiero o leasing.

Por esa época, las compañías se surtían de fondos monetarios con el crédito institucional y los fondos que podían captar del público, mediante préstamos con intereses pagados por las compañías, muy por encima de las tasas que reconocía los intermediarios institucionales.

Todo esto condujo que en un momento el número de compañías de leasing pasaran del centenar, con altos riesgos para los " ahorradores o inversionistas". Cuando sobrevino la crisis de 1982 y se declaró la emergencia económica, el gobierno expidió el Decreto 2920 donde se prohibió a las compañías de leasing y a las de compra de cartera, captar en forma masiva dinero del público.

Se inició una etapa de depuración del sector, de la cual sobrevivieron las más sólidas y profesionales de un negocio financiero en pleno auge en el mundo y con alentadoras perspectivas de desarrollo y crecimiento en Colombia.

Ha existido un vacío de normatividad concreta para el arrendamiento financiero en Colombia; solo en 1989, cuando se expidió un nuevo régimen para la inversión extranjera, la ley 74 , el gobierno decidió trasladar la inspección y vigilancia sobre las compañías de leasing a la Superintendencia Bancaria.

En cuanto a la compra de cartera (factoring) de acuerdo, con el estudio realizado, puede afirmarse que el factoring se trata de una operación que consiste en la adquisición de la totalidad o parte de la cartera de una empresa (cliente) por otra (factor), que la recibe casi siempre asumiendo los riesgos relativos al cobro, posibilitando

la financiación de la empresa vendedora, mediante la entrega de anticipos, o brindándole la seguridad de obtener el pago de los créditos al vencimiento de los mismos, todo a cambio de una contraprestación consistente en una comisión, o el cobro de una tasa de interés determinada por el lapso corrido desde el recibo de la cartera hasta la fecha de vencimiento de las facturas o títulos.

En Colombia el factoring tuvo una época de surgimiento exitoso, a comienzos de la década de los ochenta, pero a raíz de la crisis financiera no pudo consolidarse, además del bajo crecimiento económico que tampoco ayudó a su fortalecimiento.

Ahora con la política de apertura económica y con los efectos de las reformas financiera, tributaria y cambiaria se abre una nueva y alentadora etapa que se espera sirva para demostrar las ventajas del factoring como alternativa de financiamiento.

Las medianas y pequeñas empresas en los diferentes renglones de la economía nacional, tuvieron en el factoring una alternativa de liquidez y otras indirectamente se beneficiaron con el incremento de sus ventas.

Se espera que en la medida en que se reglamente la reforma

financiera y se avance en la apertura económica, el factoring surja en Colombia como una efectiva opción financiera en favor de diferentes e importantes sectores de la producción nacional.

3. POLITICAS DE COMERCIO EXTERIOR Y CAMBIARIAS

La tasa de cambio es una de las variables macroeconómicas y uno de los precios relativos más importante de cualquiera economía. Su importancia radica, entre otros, en el hecho de que su nivel y evolución determina en buena medida tanto los resultados de la balanza comercial como los movimientos activos de capital.

En el capítulo se elaborará un breve resumen de las políticas de manejo de la tasa de cambio seguido durante las épocas en que nos referimos anteriormente (1948-1967), (1967-1972), (1972-1982), (1982-1991). Se busca, más que reconstruir dicha experiencia histórica acerca de la cual existen numerosos estudios, poner de presente el enorme arsenal de herramientas cambiarias que se habían ensayado en Colombia.

3.1. ANTES DEL DECRETO 444 DE 1967

PRIMERA EPOCA: (1948-1967). En su detallada recopilación sobre el manejo de la tasa de cambio, Wiesner señala que:

" la primera etapa de la historia cambiaria contemporánea de Colombia podría decirse, que cubre un período aproximado de veinte años (entre 1948 y 1967)¹⁰ 13".

Para el propósito de este capítulo conviene señalar que ya en la época de los treinta se había establecido temporalmente el control de cambio y de importaciones, con el propósito de hacer frente a la crisis cambiaria que afectó al país como resultado de la gran depresión. La tasa de cambio fija se vería interrumpida por la devaluación de 1948, la primera en una década.

La buena coyuntura de precios externos del café que siguió a la expedición del Decreto 637 de 1951 trajo consigo diversas medidas macroeconómicas que varios años después llevaron al Ministro A. Espinosa a señalar que: " creyéndola permanente, se franquearon las puertas de la importación y el gasto, sin la menor previsión para un percance eventual.

Al concluir el país se encontró con una deuda comercial de más de 300 millones de dólares.

... la crisis cambiaria sucedía a la balanza y la democracia a la dictadura.

¹⁰ WIESNER.Eduardo. Devaluación y mecanismos de ajustes en Colombia, 1978. p.p. 71-72.

Como era de esperarse la " destorsida cafetera creó la necesidad de adoptar importantes medidas y decisiones en el frente cambiario. Con excepción de medidas de carácter temporal, adoptadas durante la depresión de los años treinta, el país había gozado siempre de libertad cambiaria.

Se crearon los " títulos de divisas" que se expedían a cambio de las divisas provenientes de todas las exportaciones, incluyendo parcialmente las cafeteras. Con este esquema la tasa de cambio se hizo fluctuante, al hacerse función del precio del título del mercado libre, precio que dependía de la tasa que los importadores estuvieran dispuestos a pagar. La posible similitud entre dicho organismos y el de certificado de cambio con descuento implementado en 1967 llevo a Wiesner a decir que " ... se aprecia así que rara vez hay algo verdaderamente nuevo u original en el manejo cambiario del país.¹¹

Sin lugar a duda el paso más importante que se dió con miras a superar a los años cincuenta (50) fué la creación de dos mercados con tipo de cambio fluctuante: el de certificados y el de capitales. El primero de ellos comprendía la mayoría de las transacciones comerciales,

¹¹Ibid, p.p. 83-88.

de servicios y giros por deuda del Gobierno Nacional y de las entidades oficiales; su tasa de cambio era flexible, devaluándose un promedio del 3% mensual.

Por su parte, el mercado de capital era el mercado de cambio libre cuya estructura no se alteró hasta noviembre de 1966, como paso previo a la expedición del estatuto cambiario.

Como se desprende del estudio de López¹², la acelerada devaluación de la cotización del Certificado de Cambio empezó a causar serios problemas, uno de los cuales era el de presionar hacia abajo el precio internacional del café, al hacer muy atractiva su exportación.

En 1958 se instauró el sistema de remates⁵, dándole cierta flexibilidad a la tasa de cambio.

La muy limitada flexibilidad de los remates fue uno de los principales argumentos esbozados en 1959 para explicar la sobre-evaluación del peso.

Durante algunos meses, los remates fueron exitosos y trajeron consigo una devaluación de la tasa de cambio.

¹² LOPEZ.A. El comercio exterior Colombiano. Fondo de la Cultura económica. p. 195-196.

En razón de ello, en abril de 1960 la Sociedad de Amigos de Colombia organizó un debate promovido por el Ministro de Hacienda H. Agudelo Villa y el Doctor Carlos Lleras, haciendo referencia respecto de las discrepancias que allí surgieron, A. López anota que:

" ...fueron una mínimas devaluaciones cuyo objeto más que intentar llevar la tasa de cambio real a su nivel de equilibrio, era lograr la unificación con el mercado fluctuante, llamado libre o de capitales... la otra persona que participó en el debate fue Carlos Lleras Restrepo, quien veía la estabilidad cambiaria como una congelación del tipo de cambio y no como una estabilidad dinámica en términos reales, que era la tesis de Hernando Agudelo. En esta ocasión Lleras consideró, tal como se había sostenido en los últimos años, que ésta medida sería inflacionaria. Además no consideraba que era el momento propicio para la unificación de la tasa de cambio.... en el segundo semestre de 1960 el debate sobre la unificación cambiaria desapareció, cuando las tasas libres y de certificados empezaron a distanciarse de nuevo"¹³.

Hacia 1960 el sistema cambiario era de seguimiento:

¹³Ibid. n.p. 200-201.

Una tasa de cambio fija de \$6.70 para importaciones, fletes y transacciones oficiales ; un mercado libre para los movimientos de capital y de turismo que se cotizaba alrededor de \$7.00 y una tasa de \$6.40 aplicable a las exportaciones de café y de petróleo.

Fundamentalmente, debido a la caída de los precios externos del café y a la presión inflacionaria causada por el continuo déficit fiscal, se hizo llevar a cabo una nueva devaluación en 1962, mediante la cual la tasa de cambio pasó de \$6.70 a \$9.00 según Dunkerley¹⁴, varias razones se conjugaron para hacer poco efectiva dicha devaluación:

1. No se logro restaurar la confianza requerida para detener la fuga de capitales, y en consecuencia la intervención del Banco de la República para defender la tasa del mercado libre alrededor de \$10,0 por dólar resultó demasiado costoso.

2. A pesar de no haberse llevado a cabo una importante liberación de importaciones, la balanza de pago no respondió como se esperaba al mantenerse deprimido el mercado cafetero, y al presentarse un bajo nivel de desembolsos.

¹⁴DUNKERLEY. La devaluación y sus causas. Política económica Colombia. p.p. 78-80.

3. Inmediatamente después de la devaluación, se produjo un aumento significativo de los salarios, atizando las presiones inflacionarias.

El fracaso del problema de estabilización condujo a que en 1964 el nivel de sobrevaluación de la tasa de cambio del peso superara al observado en 1962, no obstante, la operación de llevar a cabo una nueva devaluación era inmensa.

Se dice que el mismo Presidente Valencia aseguró que mientras él estuviese en el cargo no habría más devaluaciones. En la medida en que no se habría efectuado reformas sustanciales que atacaran las causas últimas del desajuste y de la sobrevaluación, se intensificaron las presiones especulativas en contra del peso. Es decir, de 1965 la tasa del mercado libre se citó en \$19.00 por dólar, contribuyendo a estimular considerablemente las exportaciones menores. No obstante, ello no bastó para producir un alivio significativo en la precaria situación de la balanza de pago.

"Desde septiembre de 1965, la fecha en que empezó la liberación de importaciones, hasta noviembre de 1966 cuando se instauró el control de cambio, hubiera o no discrepancias entre el gobierno respecto al manejo cambia-

rio, lo cierto fué que la tasa de intermedia permaneció fija en \$13.50 al mismo tiempo que se llevó a cabo el proceso de liberación de importaciones".

15

Respecto al episodio de 1965, Dunkerley anota que la devaluación fué presentada como una revaluación cuyo objetivo era reducir la tasa de cambio libre, al tiempo que la oficial se mantenía en \$9.00, claro está que se trataba de oscurecer el hecho de que las importaciones se estaban liberando, al tiempo que se producía un traslado de todas aquellas que anteriormente se liquidaban a la tasa de \$9,00 a la tasa de \$13.50. de manera menos democrática de 1962 la devaluación de 1965 provó ser poco efectiva aunque es un principio de importación. Dicho proceso se revirtió totalmente en noviembre de 1966, como se vió anteriormente.

Recapitulando se concluye que antes de 1967 el país ya había experimentado el control de cambio aunque sólo fué fugazmente. Lo usual fué el empleo de tasa de cambio fijas para las transacciones comerciales, acompañada de una tasa de cambio libre aplicable a los movimientos de capital. Sin embargo, hubo varios intentos por "flexibilizar" la tasa fija como sucedió con el mecanismo de

¹⁵ Ibid., p. p. 90-94.

los remates. El Ministro de Hacienda de 1960 hablaba de " minidevaluaciones " para describir la devaluación de dichos remates y se planteaba la necesidad de mantener una tasa de cambio estable en términos reales.

La práctica de mantener la tasa de cambio fija nominal para las transacciones comerciales, hizo necesario recurrir a sucesivas y traumáticas devaluaciones, en razón a la agudización de los desequilibrios cambiarios resultantes de la erosión en términos reales de dicha tasa de cambio, debido a la mayor inflación interna frente a la del resto del mundo. La mayoría de estas devaluaciones fueron poco exitosas en aumentar el valor real de la tasa de cambio. En pocas ocasiones se trató de atacar el desequilibrio cambiario de fondo, corrigiendo los excesos de oferta monetaria, originados por el crónico déficit fiscal.

SEGUNDA EPOCA: (1967-1972). Del estudio anterior se deduce que la idea del gobierno en 1967 era la de devaluar progresivamente la tasa del mercado de certificado, hasta que ésta alcanza el nivel de \$16.30 por dólar que regía en el mercado de capitales. Dicha meta se logró en junio de 1968, momento en el cual se creó cierta incertidumbre sobre la futura evolución de la tasa que regiría en el primer mercado.

3.2. DECRETO 444 DE 1967

SEGUNDA EPOCA (1967-1972). El estatuto cambiario estableció dos mercados de divisas: El de certificados de cambio y el de capitales.

Según se establece en el artículo 10," corresponde a la Junta Monetaria señalar inicialmente los ingresos y egresos que constituyen cada uno de los dos mercados de cambio anterior, pero los que asignen al mercado de capitales podrán trasladarse al de certificados de cambio, mediante resoluciones de la misma junta".

La resolución 13 de marzo 22 de 1967 de la Junta Monetaria es explícita en definir los ingresos y los egresos de cada uno de los mercados de divisas. A grandes rasgos, cada mercado se componía de la siguiente manera:

1. Certificados de cambio: sus ingresos provenían de las exportaciones de mercancías incluido el café, y de los préstamos otorgados en favor de los particulares o entidades oficiales cuyos servicios se harían por este mismo mercado. Los egresos estaban constituidos por el pago de las importaciones de mercancías, por los giros por concepto de intereses y amortizaciones de la deuda pública externa, por el servicio de los préstamos ex-

ternos vendidos al Banco de la República con anterioridad a marzo 22 de 1967, por los préstamos registrados en el Banco de la República y por el sostenimiento en el exterior de aquellos estudiantes patrocinados por el ICETEX ..

2. Mercado de capitales. Eran ingresos de este mercado las divisas que adquiriera el Banco de la República por concepto de toda clase de servicios, préstamos que obtuvieran las personas naturales o jurídicas con anterioridad a la vigencia del Decreto Ley 444 de 1967 y las compras de oro.

. Los egresos de este mercado provenían del pago de fletes, de remesas al exterior por concepto de utilidades y el reembolso de capitales; el servicio de los préstamos externos de particulares contratados a partir de la expedición del Decreto Ley 444 y el servicio de préstamos externos de particulares que no se hubieran vendido al Banco de la República.

De igual manera la resolución 13 de marzo 22 de 1967 estableció las siguientes tasas de cambio con relación al dólar de los Estados Unidos:

1. \$16,25 para la compra, 16.30 para la venta de divisas

del mercado de capitales.

2. \$15.30 para la contabilización de reservas internacionales.

3. \$9.00 para la venta de divisas destinadas a la adquisición de petróleo crudo en Colombia.

4. \$7.67 para la adquisición por parte del Banco de la República de divisas ofrecidas por las compañías petroleras para subsanar los gastos que tuvieran que hacer en moneda nacional.

El nuevo régimen de cambio y de comercio exterior mantuvo un mercado de capitales con una tasa fija igual a la que imperaba desde 1966. Suspendió el diferencial cafetero y lo reemplazo por un impuestos ad-valiorem, fijándolo originalmente, estableció una tasa para las importaciones de petróleo.

En marzo de 1967 la tasa de cambio del mercado de certificados se ubicó en \$13.50 por dólar, alcanzando al año siguiente un nivel de \$16.30 por dólar. Al expedirse la resolución 24 de junio de 1968 de la Junta Monetaria, que en su artículo 1º disponía: " el traslado al mercado de certificados de cambio de la totalidad de los in-

gresos y egresos de cambio exterior que hoy constituye el mercado de capitales", se produjo la unificación de las dos tasas de cambio.

El paso de la tasa de cambio de \$13.50 a \$16.30 se hizo a través de pequeñas devaluaciones, aunque no sobra anotar el hecho de que en Enero de 1968 se produjo una revaluación de la cotización nominal en el mercado de capitales, la cotización del mercado de certificado continuó devaluándose gradualmente, razón por la cual se ha dicho que el Decreto 444 estableció el sistema de mini-devaluaciones en Colombia.

En el texto mismo del estatuto la única referencia que se hace es como se debería manejar la cotización de las divisas en el mercado de certificados de cambio que aparecen en el artículo 21, que dice: " Con el fin de regular el mercado de certificados de cambio, la Junta Monetaria podrá autorizar al Banco de la República para expedir y negociar certificados contra divisas que formen parte de las reservas internacionales o para intervenir como comprador de dicho mercado. En el ejercicio de esta función, la Junta Monetaria tendrá en cuenta los presupuestos de ingresos y egresos de divisas y la necesidad de lograr mantener un adecuado nivel de reservas internacionales.

En relación a la incertidumbre respecto al manejo de la tasa de cambio a partir de la unificación de los dos mercados Alejandro Díaz decía:

" En los primeros meses del nuevo sistema los cambios mensuales eran irregulares, y aparentemente se intentaba dar impresión de que era un mercado no regulado, en el cual se podrían presentar bajas como ocurrió en enero de 1968.

Esos movimientos iniciales en la tasa de cambio eran observados ansiosamente por los acreedores y por quienes habían dado auxilios a Colombia, puesto que dudaban de la firmeza del compromiso Colombiano sobre un avance lento; se dice que la caída de la tasa de depreciación ocurrida en diciembre de 1967 y en enero de 1968 causó un intercambio de telegramas entre Washington y Bogotá, y se temió que una vez que el certificado de cambio se unificara con la tasa de mercado de capitales (la cual había sido fijada en \$16.30 desde que el mercado de capitales reemplazó al mercado libre en diciembre de 1968). Se regresaría a una tasa fija de \$16.30, éste límite se alcanzó en Junio de 1968 y el crecimiento lento continuó. No está clara la magnitud de la influencia de la demanda por licencia para importar bienes en la lista libre sobre las decisiones al respecto del movimiento

de la tasa de cambio. Se dice que los préstamistas extranjeros y en especial el Fondo Monetario Internacional, pactan anualmente con las autoridades Colombianas una meta mínima para los registros de importación, con el fin de evitar cualquier intento de bajar la tasa de depreciación y estrechar el control de importación. Se sabe que las autoridades también tratan de mantener alguna correspondencia entre la depreciación y la inflación en Colombia y el exterior."

Por todo lo anterior queremos terminar argumentando que el régimen de minidevaluaciones, aunque no estaba estipulado en el Decreto Ley 444 de 1967, si era el resultado lógico de un régimen de control de cambios en un medio inflacionario, es más no existían muchas alternativas en cuanto al manejo de la tasa de cambio si se quería evitar la crisis periódica del pasado y lograr una diversificación de las exportaciones no tradicionales del país, como era el nuevo objetivo reiterado por el Decreto Ley. No era una tasa de cambio libre y completamente flexible, en un medio en el cual el Banco Central y otras agencias oficiales prácticamente controlaban tanto la oferta como la demanda de divisas, por ello, y en la medida que nunca se hizo explícita el deseo de reducir la inflación doméstica a niveles internacionales, era apenas lógico que el manejo de la tasa de cambio seguiría

en alguna forma teniendo en cuenta entre otros factores, el diferencial de tasa de inflación.

En los primeros cinco (5) años de vigencia del estatuto cambiario la tasa de inflación en Colombia no superó el 11.5% con una inflación externa (por ejemplo en Estados Unidos) pequeña pero pasiva, ello implicó un diferencial de inflación bastante reducido. En razón a ello era apenas lógico que la política de devaluación no se fijara en función de criterios como el de "paridad del poder adquisitivo" sino en función de variables que en ese momento se consideraban bastante importantes, como lo era el precario nivel de reservas internacionales. En el momento en que se presenten importantes diferencias entre la inflación interna y la externa, la discusión acerca del ritmo específico al que se devalúea adquirirá importancia. Claro está, en la medida en que la influencia interna no diera demasiado de la externa, la devaluación real serán muy similar a la nominal. En razón a esto, no es sorprende que entre 1967 y 1971 los analistas no se preocuparon por distinguir entre la tasa nominal y la real.

TERCERA EPOCA: (1972-1982). A partir de 1972 la tasa de inflación Colombiana empieza a ser considerablemente superior a la de los Estados Unidos, incluso en aquellos

años (1973-1974) en que la inflación externa alcanza niveles históricamente elevados.

Hasta 1975, éste diferencial de inflaciones fué compensado parcialmente por una aceleración en el ritmo de la devaluación. Ello sucedía, a pesar de que en ningún momento se hizo explícita la intención oficial de mantener estable el valor real de la tasa de cambio.

Precisamente, al no ser explícito el deseo de mantener la paridad del poder adquisitivo fué posible utilizar el menor ritmo de devaluación como pieza importante del programa de estabilización durante la bonanza del sector externo en la década pasada. Es decir, el manejo de la tasa de cambio era lo suficientemente flexible como para permitir la posibilidad de que se devaluara por encima del diferencial de tasas de inflación, cuando se quería fomentar las exportaciones menores o por debajo del diferencial de inflaciones cuando se quería disminuir la presión inflacionaria de una favorable coyuntura externa.

Ciertamente, y en la medida en que la experiencia histórica desajustes importantes en la tasa de cambio real afectaron muy adversamente la balanza comercial, la supuesta " flexibilidad " del manejo cambiario se vió reducida. Es bien sabido que la favorable coyuntura externa,

de 1986 representó un importante reto en materia de estabilización macro-económica. A pesar de ello ni en círculos oficiales ni académicos se sugirió la posibilidad del manejo de la tasa de cambio como elemento contractivo en dicho año. Es decir, a todo nivel se creía que lo adecuado era continuar diferenciando el valor real de la tasa de cambio acudiendo a otras políticas para enfrentar el efecto expansionista del sector externo.

CUARTA EPOCA: (1982-1991). Hasta 1971 la diferenciación entre tasa de cambio nominal y tasa de cambio real no fué tema de discusión. Se trataba de años en que el diferencial entre la inflación interna y la externa no era muy grande. De allí se pasó a una situación (1976-1982) en la que se aceptaba el uso de la devaluación como mecanismo de estabilización monetaria. El resultado de tal política fué una importante revaluación real del peso. Finalmente se llega a una situación (1986) en que el diferencial entre la inflación interna y la externa es grande, y tanto el gobierno como los analistas insistieron en devaluar precisamente para corregir el diferencial de inflación.

Es más en la actualidad casi que existe una "fórmula" de manejo de la tasa de cambio nominal, que devalúa ésta en respuesta al diferencial entre la inflación Colombia-

na y la inflación " promedia ponderada" que se presenta en los países con los que el país comercie. O sea, no solo se ha llegado un punto en que impera la teoría de la paridad del poder adquisitivo sino que incluso se reconoce que no basta corregir por el diferencial de inflaciones entre Colombia y los Estados Unidos.

3.3. ESTRUCTURA CAMBIARIA DEL PAIS

3.3.1. Antes del Decreto 444 de 1967.

PRIMERA EPOCA: (1948-1967) ." La estructura cambiaria del país también podría decirse que cubre un período de aproximadamente veinte (20) años, (1948-1967).

Se inicia con la Ley 90 de 1948 y culmina en marzo de 1967" mediante la Ley 90 de 1948, la tasa de cambio se devaluó de \$1.75 a \$1.95 (11.4%) medida poco efectiva, ya que como lo señala Wiesner,¹⁶ "ya desde el segundo semestre de ese año el peso había registrado cotizaciones hasta de \$13.08 por dólar a través del denominado certificado de cambio.

Lo que significaba un volumen de importaciones que se

¹⁶ WIESNER, Op. Cit. p. 90.

hacia a un costo más elevado que la cotización oficial".

En marzo de 1957 se expide el Decreto extraordinario 637, que además de devaluar la tasa de cambio de \$1.95 a \$2.50 (28.2%) estableció tasas de cambios diferenciales, que de una u otra forma habría de imperar hasta 1967.

Debido a la situación de destorsión se expide el Decreto 2929 de finales de 1955 el cual obligaba a los exportadores a vender sus divisas al Banco de la República.

Sin lugar a dudas el paso más importante que se dió con miras a superar la crisis cambiaria de los años cincuenta (50) fué la expedición del Decreto 107 de abril de 1957.

Además de elevar la tasa de cambio oficial de \$2.50 a \$4.85, equivalente a una devaluación del 94%. Creó dos mercados con tipos de cambios fluctuante: El de certificados y el de capitales.

En 1958 se expide el Decreto 80, el cual, además de devaluar la tasa de cambio a \$6.70 por dólar instauró el sistema de remates, dándole cierta flexibilidad a la tasa de cambio, a la vez que permitía una activa participación del gobierno en su determinación.

La muy limitada flexibilidad de los remates fué uno de los principales argumentos esbozados en 1959 para explicar la sobrevaluación del peso.

Por ello se dictó la Ley 1º de 1959, la cual además de ratificar el sistema de remates como mecanismos para permitir que fluctuara la tasa de cambio, fomentó las exportaciones menores al permitir que se pagaran al tipo de cambio libre.

Debido a la caída de los precios externos del café y a la presión inflacionaria causada por el continuo déficit fiscal, se hizo necesario llevar a cabo una nueva devaluación en 1962, mediante la cual la tasa de cambio pasa de \$6.70 a \$9.00.

El comprar divisas a la tasa de cambio libre para vender a los importadores a \$9.00 representó una enorme pérdida para el Banco de la República. En razón de ello, mediante el Decreto 2322 de Junio de 1965 se optó por permanecer una tasa de \$13.50 para las exportaciones menores.

El Decreto 2322 dividió el mercado en tres (3) segmentos: El preferencial que se abastecía con dólares cafeteros, liquidados a una tasa de cambio de \$7.67, y en el cual se vendían divisas a una tasa de cambio de \$9.00

para el pago de las importaciones esenciales.

2. El intermedio: que se alimentaba con el producido del resto de exportaciones, y el de los préstamos externos para el gobierno, liquidados a una tasa de cambio de \$13.50 por dólar, tasa que también se aplicaba a las importaciones no esenciales que se canalizaban a través de dicho mercado.

3. El libre: el Decreto 2866 es el antecedente inmediato al Decreto Ley 444 de 1967. Mediante él, se eliminó el mercado libre y se autorizó a la Junta Monetaria para fijar la tasa de cambio a la cual se llevaría a cabo de allí en adelante las transacciones que anteriormente se hacían a la tasa libre.

El primero de diciembre dicha corporación expidió la Resolución 49, fijando en \$16.30 por dólar la tasa del mercado de capitales para las mercancías que antes se liquidaban a la tasa libre. De allí en adelante dichas transacciones estarían sujetas a restricciones cambiarias.

3.3.2. Después del Decreto 444 de 1967.

SEGUNDA EPOCA: (1967-1972). Para analizar este acápite se debe iniciar con los comentarios de Carlos Lleras

Restrepo en el Simposio de veinte años del régimen de cambios y de comercio exterior.

" El nuevo mecanismo elimina los grandes impactos psicológicos de las devaluaciones masivas y los inconvenientes que tiene el que haya de ser siempre una decisión del poder público, con la carga de responsabilidades y problemas políticos que conlleva, la que modifica la tasa cambiaria. Sobra decir que, por sí solo, no elimina el desequilibrio estructural y únicamente será útil en la medida en que su funcionamiento esté acompañado de orden en las finanzas públicas, de un buen manejo cafetero y de una razonable política crediticia".

Como se puede ver hay un cambio fundamental en la política cambiaria ya que se pasó de devaluaciones cuantiosas (devaluaciones a chorro), es decir hechas de un solo tajo, a una mini-devaluaciones constantes, que estuvieron de acuerdo con otras razonables como son: Modificación de los precios internos.

La inflación producida por las emisiones monetarias, lo cual incidía en que la gente contraían obligaciones en moneda extranjera, podían hacer un cálculo aproximado de lo que sucedería en materia de modificación en moneda legal del monto de sus obligaciones, como también el

gobierno estaba en capacidad de coordinar las políticas monetarias, la cambiaria, la cambiaria y de crédito externo, dentro de un manejo conjunto de estos aspectos.

La estructura del Decreto 444 de 1967 corrigió de una manera profunda lo que venía sucediendo antes del mismo y que puede sustentarse así:

- El control de cambios que impuso restricciones al libre flujo de los fondos externos y de los pagos por importaciones, e ingresos de exportaciones, se aplicó dando la debida consideración a los aspectos de mercado. No se trato más de esforzar la existencia de precios artificiales en el esfuerzo vano de hacer prevalecer los controles sobre la realidad económica. Se valoró la utilidad de unos instrumentos capaces de evitar fenómenos especulativos adversos y de introducir orden a las operaciones cambiarias, sin pensar que simple decisiones administrativas pudieran demorar indefinidamente el ajuste externo.

- Se reconoció que los ajustes periódicos de la paridad cambiaria por sí solo no conducían al equilibrio externo si no iban acompañados de políticas coherentes en lo fiscal y monetario. La necesidad de efectuar cinco devaluaciones abruptas en el período 1948 -1967, todas ellas

tardías, aplicadas por partes, primero con una etapa de creación de tasas múltiples y luego sí adoptando paridades unificadas al máximo nivel pre-existentes, se debió a la permanencia de profundos desequilibrios internos que no se corrigieron oportunamente. Ello determinó que cada devaluación llevara el gérmen de su propia derrota, porque casi siempre iba acompañada de incrementos salariales y de precios, sin que se consiguiera el efecto de una devaluación real, ni se produjera la necesaria modificación de los precios relativos. La adopción del estatuto eliminó, entonces muchas de estas fallas y consiguió la unificación cambiaria y la terminación de los mercados preferenciales.

- La política de tasa de cambio adquirió con el estatuto cambiario todo su alcance como política macroeconómica de largo plazo. Esta no se determinó en función de hechos coyuntural o sectoriales, sino que, tal vez con la excepción de algunos períodos de bonanza cafetera, se manejó con pleno conocimiento de sus consecuencias globales sobre la asignación de recursos de toda la economía.

- Las devaluaciones con efectos correctivos frustrados por la falta de coherencia de las políticas macroeconómicas tuvieron con frecuencia serias implicaciones políticas, porque todo período previo a la modificación

a la tasa de cambio ocasionaba un serio desgaste a los gobiernos. Se llegó así al extremo de culpar a las devaluaciones de acentuar la inflación, razón por la cual eran duramente rechazadas. El aislamiento de la tasa de cambio del primer plano de la escena pública, para darle su pleno significado de variable económica constituyó un paso de inmadurez, de incalculables beneficios.

- Por último, en el aspecto institucional, el estatuto cambiario dió nacimiento a nuevas entidades y redistribuyó funciones entre alguna de las ya existentes. Tenemos el caso de PROEXPO cuya importante actividad en éstas dos décadas requirió de un análisis separado para darle pleno reconocimiento. También el de la Junta Monetaria, entidad que recibió una serie de atribuciones que gracias a su manejo técnico, le dió continuidad y coherencia a las normas cambiarias.

Una de las medidas más importantes fué la flexibilidad del tipo de cambio, pero dentro de un marco de control de cambio, armonizando objetivos especiales, como por ejemplo: El artículo 18 del Decreto 444 de 1967 que establece:

" Constituyen certificados de cambio los títulos representativos de monedas extranjeras que el Banco de la

República deberá expedir en las circunstancias y con las condiciones del artículo . Tales títulos serán libremente negociables por sus beneficiarios o tenedores".

Como antes del Decreto habían diferentes tipos de cambios, se logró con él y utilizando minidevaluaciones que en 1975 se llegara a plena unificación de los mercados de bienes de capitales, logrando una mejoría ligera de la tasa real, con la aplicación del criterio de PPA (paridad del poder adquisitivo) que es la relación entre la tasa de inflación interna y la externa, la cual también es útil en otros dos aspectos:

1. Modera la intensidad de las variaciones que puede asumir bajo un régimen de flotación libre, en el que puede intervenir otros agentes económicos con poderes monopolísticos para obtener beneficios puramente especulativos.

2. Le dá al Banco de la República poder para ejercer de una manera autónoma sus funciones monetarias y estabilidad de precios.

Como conclusión podemos resumir que la importancia del Decreto 444 de 1967 es: Los resultados positivos de su aplicación son bien conocidos pues gracias a él el

país ha evitado caer en nuevas crisis cambiarias y fenómenos como el de la deuda externa se han regulado, sobre todo en su componente crítico de la deuda privada.

Lo esencial del estatuto es que previó la necesidad de armonizar el control de cambio con la flexibilidad de la tasa de cambio, de manera que los procesos de ajustes han sido efectivos, sin la recurrencia de factores traumáticos en lo económico y en lo político. Es ciertamente digno de destacar que una estructura cambiaria, concebida para manejar situaciones de escasez de ingresos externos haya resultado tan bien apropiada para impedir desbordamientos en épocas de abundancia.

Sin embargo cabe anotar que para la permanencia, consolidación y pleno aprovechamiento del estatuto ha sido esencial la dinámica e imaginación que se le ha puesto al desarrollo de los instrumentos con que cuenta; en este aspecto que la Junta Monetaria y el Banco de la República han hecho aportes de significación a las políticas cambiarias y de comercio exterior.

TERCERA EPOCA: (1972-1982). A partir de 1972 se revierte ligeramente el proceso de devaluación real, fenómeno que se explica fundamentalmente por la aceleración real del proceso inflacionario a partir de dicho año.

La idea de que el nuevo sistema de manejo de la tasa de cambio nominal, había evitado nuevas crisis cambiarias y había permitido estabilizar el valor real de la tasa de cambio era simplemente aceptada. Sin embargo, fueron varias personas las que pusieron en duda la bondad del sistema, en razón al sesgo inflacionario que éste supuestamente implicaba, contrario al análisis de Wiesner, quien argumentaba que el régimen de mini-devaluaciones permitió un manejo adecuado de la tasa de cambio en un medio inflacionario, hubo quienes sostuvieron que era precisamente el manejo cambiario el que autoalimentaba la inflación.

Al respecto, la dirección liberal nacional, bajo la jefatura de Carlos Lleras, publicó la siguiente declaración en el diario El Tiempo de Bogotá.^{17 12}

... " De otra parte, las materias primas y maquinarias que se importaban al país, indispensables para mantener e incrementar el desarrollo, resultan cada vez más costosas, no solo por las condiciones del mercado internacional, sino a la aplicación de una tasa de cambio en constante incremento en el valor de las divisas extran-

¹⁷El tiempo, marzo 23 de 1973. p. 6A.

jas.

Por todo lo anterior será necesario que se revise la política de incrementos permanentes en el valor de las divisas extranjeras, que se tuvo cuando se establecieron benéficos resultados, como el aumento de la exportaciones y el equilibrio de la balanza de pago, ahora favorecida tan notoriamente por el aumento del precio del café en el exterior, la flexibilidad del cambio de moneda extranjera establecida en 1967 por el Decreto 444, cuando las reservas internacionales eran negativas y se hacía necesario un estímulo al ingreso del dólar a las diversas circunstancias de cada momento. Por eso en las actuales, sería conveniente aplicar una política de estabilidad cambiaria, que redundaría en beneficio del equilibrio de los precios internos. Política que a veces, entraría a favorecer las condiciones de competencia de nuestros productos en el extranjero por disminución de los costos nacionales".

" La fuerte aceleración de la devaluación en 1974 - 1975, una señal de los efectos inflacionarios que puede generar el manejo del ritmo de minidevaluaciones. En efecto, tal aceleración sucedió en un periodo de fuertes presiones inflacionarias externas; entre 1972 y 1974 la devaluación había sido de un 19.2% pero los precios de las impor-

taciones en moneda nacional se habían incrementado en un 81.2%, y de las exportaciones diferentes a café en un 153.4%, en estas circunstancias, cuando comenzaban a ceder estas presiones inflacionarias, el gobierno las reforzó a través de una aceleración de la devaluación, en vez de permitir que se erosionara gradualmente su efecto sobre los precios internos. Es muy posible que esa política sea en gran medida responsable de que la tasa de inflación de la economía Colombiana se haya llevado en forma relativamente permanente desde mediados de la década del setenta".

Es decir se miraba con preocupación el fenómeno de acelerar la devaluación en época de inflación externa. Crítica bastante lógica si se parte del hecho de que de alguna forma con la continua devaluación se pretende cerrar la brecha entre la inflación externa y la interna y en ese orden de ideas, lo correcto es desacelerar la devaluación cuando aumenta la inflación externa.

3.3.3. Resolución 57 de 1991.

CUARTA EPOCA: (1982-1991). Emanada de la Junta Monetaria de acuerdo a la Ley 9ª de 1991.

Por la cual se adopta el régimen cambiario. Esta Resolu-

ción define en primer lugar que son operaciones de cambio, basándose en la mencionada ley en su artículo 4º.

En el artículo 2º se hace la salvedad que las operaciones entre residentes en el país no constituyen operaciones de cambio, y aunque se pacten en cualquier divisas deberán cumplirse en moneda legal Colombiana.

Luego define qué constituye el mercado cambiario, y los intermediarios del mismo con sus obligaciones, como es por ejemplo: suministrar información detallada al Banco de la República y a la Superintendencia Bancaria, luego viene las prohibiciones y las condiciones de las operaciones:

- Captar y colocar divisas para los propósitos autorizados específicamente; también podrán otorgar avales y garantías, de acuerdo a límites de crédito y relación máxima de activos a patrimonio de los intermediarios.

- Las tasas de cambio serán las que libremente acuerden las partes que intervienen en la operación.

También define la posición propia, como la diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera de la respec-

tiva entidad. Tanto inmediatas como a término, determinando las operaciones excluidas.

El monto mínimo será igual al 30% de los pasivos contables registrados en sus balances al 30 de junio de 1991, el cual debe llegar al 100% el 29 de noviembre de 1991. Esta posición propia se debe determinar diariamente e informarlo al Banco de la República.

Habrà un cruce de información entre la Dirección General de Aduanas, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y los intermediarios asignados, con el fin de conciliar lo relativo a los pagos, también participará el INCOMEX para lo mismo. Lo anterior es aplicable tanto a la importación como a la exportación.

El Banco de la República de acuerdo a lo previsto en el artículo 12 de la Ley 9ª de 1991 y la Resolución 57 de 1991 será el máximo anotador junto con la Junta Monetaria de la política de cambio de Colombia.

Lo anterior está en completa contraposición con el Decreto 444 de 1967, que sintéticamente dice: "En la estructura financiera Colombiana, el estatuto de control de cambios, establecido por el Decreto 444 de 1967, objeto de la presente celebración restringe y vigila las operaciones

en moneda extranjera de los bancos". El control en este campo tiene los siguientes objetivos:

1. Restringir el libre movimiento internacional de capitales por los bancos. La justificación de estos controles se haya en la necesidad de minimizar las fugas de capitales.
2. Concentrar las reservas internacionales en el banco Central, con el fin de intervenir directamente en la asignación de las divisas.
3. Evitar que los nacionales posean dinero y depósitos denominados en otras monedas.
4. Contar con instrumentos adicionales de regulación monetaria y cambiaria, con los cuales se puede actuar con flexibilidad en las distintas coyunturas.

3.4. TASAS DE CAMBIO

En la siguiente sección de nuestro trabajo describiremos y analizaremos la trayectoria de las principales políticas monetarias de post-guerra en las cuales se establece una distinción entre los desequilibrios cambiarios originados por las fluctuaciones cíclicas y los desajustes

provocados por disparidades de precios de las divisas, entre nuestro país y el resto del mundo.

A lo largo del siglo XX, la política de comercio exterior del país ha girado en torno a la necesidad de proteger la agricultura y la industria domésticas contra la competencia externa. Hasta los años 20, el arancel fué el único instrumento de protección con el cual contó el Estado para tal fin. A amparo de él se desarrollaron en nuestro país los primeros ensayos proteccionistas. Aunque algunos de ellos fueron relativamente tempranos, la estructura arancelaria típica de sustitución de importaciones solo se consolidó en forma mucho más tardía de lo que se presume a menudo, a través de tres reformas arancelarias sucesivas adoptadas en 1950 y 1964.

En los años treinta, los gobiernos de la República Liberal emplearon por primera vez dos nuevos instrumentos: la tasa de cambio y el sistema de licencia de importaciones.

La utilización de uno y otro se hizo más intensa a lo largo del tiempo, particularmente a raíz de sucesivas crisis cambiarias que enfrentó el país como consecuencia del colapso de los cincuenta. Desde entonces, y por espa-

cio poco más de diez años el país estuvo sujeto a una secuencia de devaluaciones bruscas, cambios múltiples, y a un régimen estremadamente restrictivo de licencia de importación. Las diferencias de uno y otro instrumento hicieron finalmente crisis en 1966, dando lugar a un cambio de fondo en la forma de regulación del sector externo de nuestra economía.

En su parte relativa al comercio exterior, el Decreto Ley 444 de 1967 vino a dar forma definitiva a éste régimen "mixto" de política comercial, al tiempo que flexibilizó y unificó el tipo de cambio, consolidó un régimen comercial en el cual se combinaba la protección a las importaciones con la promoción de nuevas exportaciones.

Entre 1967 y 1974 el país experimentó las virtudes de este régimen mixto de comercio exterior, durante esos años, la economía Colombiana creció rápidamente, rompiendo los cuellos de botellas de divisas que habían obstaculizado su desarrollo en los años sesenta diversificando en forma muy dinámica su estructura exportadora y reduciendo gradualmente los excesivos aranceles y restricciones cuantitativas a las importaciones elevadas de la etapa de estrangulamiento externo.

Infortunadamente, el choque monetario producido por la bonanza cafetera que se inició en 1975 y la consecuente-sobrevaluación del tipo de cambio interrumpió estos esfuerzos, e inició una fase durante la cual el manejo comercial quedó supeditado a las políticas de corto plazo.

Esta característica de manejo comercial se mantuvo durante la mayor parte de la década pasada, durante la cual, sin embargo, el elemento dominante la sucesión de programas de ajustes de distinto corte.

Durante estos años se registran, sin embargo, algunos avances importantes en la política comercial. En 1979 el país adhirió al principal elemento de comercio de regulación multilateral, el acuerdo general sobre aranceles aduaneros y comercio (GATT), por otra parte, la Ley 48 de 1983 introdujo algunas innovaciones importantes al régimen de comercio exterior del país.

Por último incorporó dentro de las normas relativas al comercio exterior los principios generales que deben guiar el manejo de la zonas francas, reconociendo, así, que dichas zonas son uno de los instrumentos esenciales de la política comercial. Dichos principios fueron desarrollados en forma más amplia en la Ley 109 de 1985.

CUADRO 1. Tasa anual de inflación. (1950-1967)

Años	Tasa anual de inflación
1950	31.1
1951	5.5
1952	3.3
1953	8.3
1954	2.9
1955	4.3
1956	16.1
1957	22.9
1958	11.8
1959	6.9
1960	5.1
1961	4.4
1962	11.5
1963	26.4
1964	9.7
1965	15.2
1966	11.2
1967	6.6

FUENTE: Banco de la República.

3.4.1. Tasa de cambio fija.

PRIMERA EPOCA: (1948-1967). En el siguiente subcapítulo estudiaremos y analizaremos las características de tasas de cambio fija y devaluaciones masivas.

Durante este período hubo seis devaluaciones masivas, pasando la cotización del dólar de \$1.95 a \$13.50 en el transcurso de estos diecinueve años. El estudio de la devaluación durante éste período es bastante difícil debido a la existencia de tasas de cambios diferenciales y a la forma de "disfrazar" las devaluaciones pasando un grupo de importaciones o exportaciones de una tasa de cambio a otra sin alterar las tasas nominales vigentes.

- PRIMERA DEVALUACION 1951

En marzo de 1951 se devaluó el peso Colombiano aumentando la cotización del dólar de \$1.95 a \$2.50 lo que representa una devaluación nominal del 28%. Sin embargo, la devaluación efectiva fué inferior a esta tasa dado que el 75% de las divisas reintegradas por exportaciones de café se siguieron comprando a \$1.95, estableciendo así un sistema de tasa de cambio diferencial. Curiosamente se nota un descenso en el ritmo inflacionario como se verá en el Cuadro 1 durante el año 1951, mientras

que en el año inmediatamente anterior se caracterizó por elevada tasa de inflación, especialmente a partir del mes de julio. Si se tiene en cuenta que el año 1951 fué uno en el cual se eliminaron restricciones cuantitativas a las importaciones.

- SEGUNDA DEVALUACION (1957).

La segunda devaluación masiva del peso se dió en junio de 1957, y fué una devaluación nominal del peso del 92%, pasando el tipo de cambio de \$2.50 a \$4.80 la devaluación efectiva fué superior al 92%, pues se estableció la existencia de otros dos mercados de divisas: El de certificado y el de capital, cuyos precios se establecieron en \$4.85 y \$5.90 respectivamente lo cual representó devaluaciones del 94% y 136%. Además de la devaluación se impusieron controles cuantitativos a las importaciones buscando solucionar el desequilibrio del sector externo Colombiano.

- TERCERA DEVALUACION (1958) .

La tercera devaluación abrupta de este periodo en marzo de 1958, ni siquiera uno año después de la devaluación anterior. La coyuntura de esta devaluación no resulta distinta a la anterior, excepto en la evolución de los

precios al consumidor que muestran una tendencia decreciente a lo largo de este año; igual sucede con los precios al por mayor. Durante 1959 y 1960 se suavizaron los controles administrativos sobre las importaciones.

- CUARTA DEVALUACION (1962) .

En noviembre de 1962, después de tres déficits consecutivos en la balanza comercial se devaluó el peso, elevándose la cotización del dólar de \$6.70 a \$9.00, lo cual representó una devaluación nominal del 34%. Esta devaluación fué acompañada de unas políticas de restricciones cuantitativas a las importaciones.

- QUINTA DEVALUACION (1965).

En septiembre de 1965 se llevó a cabo la última devaluación importante del período de tasa de cambio fija, puesto que la devaluación del año de 1967 constituyó el traslado de un conjunto de bienes de un régimen en el cual se aplica una tasa de cambio preferencial a uno en el cual existía una tasa de cambio ya vigente desde 1965.

- SEXTA DEVALUACION (1967).

En marzo de 1967 se llevó a cabo la última devaluación del período que estamos estudiando, pasando la tasa del mercado preferencial de \$9.00 a \$13.50.

La devaluación no tuvo efectos significativos sobre el ritmo inflacionario ni sobre la evaluación de los salarios; adicionalmente no hubo ningún proceso de inflación de precios o salarios con anterioridad a la fecha de devaluación. Puesto que la mayor parte de las importaciones se hacían a la tasa de \$13.50 vigente desde 1965.

3.4.2. Tasa de cambio flexible.

- SEGUNDA EPOCA (1967-1972).

En esta época se da un cambio institucional en materia cambiaria debido a la creación del Decreto 444 de 1967, el cual implantó la tasa de cambio flexible en la economía nacional, y por otro lado se unificó la tasa de cambio de compra de dólares cafeteros y los dólares provenientes de las demás exportaciones. Así mismo el Decreto 444 de 1967 le otorgó a la Junta Monetaria asignar los ingresos y egresos de cada mercado (de certificados de cambio y el de capitales), como también el derecho de trasladar las operaciones del mercado de capital al de certificados.

Es importante mencionar que el estatuto cambiario determinó que el mercado de certificados fuera libre de manera que su tasa es flexible, fijada por la oferta y la demanda. Sin embargo, el Decreto 444 autorizó la intervención en el mercado a través de diferentes maneras: Utilizando el control de cambio, fuertemente reforzado en 1976, por medio de cantidades, regulando ingresos y egresos, o a través de una intervención directa. En esta forma, el estatuto cambiario reglamente técnicamente una tasa de cambio libre pero intervenida y no unas minidevaluaciones en el mercado de certificados.

Por otro lado, según el Decreto 444 de 1967 la tasa de cambio del mercado es fija y regulada por la Junta Monetaria. No obstante, no reglamenta como se determina dicha tasa; con ello se dejó la decisión de mantenerla a un nivel fijo, o de guiarla bajo un sistema administrado como las devaluaciones. Sin embargo, parece ser que la idea básica era eliminar la tasa de capitales reuniendo todos los ingresos y egresos en el mercado de certificados. En efecto, esto último sería lo que sucedería cuando, en 1968, la tasa de los certificados alcanzó a la de los capitales que había permanecido fija.

Al respecto queremos decir que el Decreto 444 de 1967 ratificó el control previo de todas las importaciones

y el control de cambios en el mercado de capitales, medidas que habían sido introducidas en el año anterior, y que eran considerables para regular las fluctuaciones de la tasa de cambio.

Tal como se vió antes se tuvo la intención de hacer fluctuar el precio de la divisa, a través de certificados de cambios expedidos por el Banco de la República. En este sentido el Decreto 444 de 1967 continuó con la idea de implantar una tasa de cambio a la que se había querido implantar en el pasado. Además, perseveró en el mantenimiento de dos mercados de cambios que llamó de capitales y de certificados. Así el Decreto 444 de 1967 mantuvo el pensamiento que a partir de la Ley 90 de 1948 había existido en el país: introducir una tasa de cambio múltiple que con el tiempo podía unificarse.

En esta forma, y dado que la flexibilidad de la tasa de cambio que introdujo el estatuto cambiario se había "estado buscando desde 1957".

3.4.3. Tasa de cambio libre. TERCERA EPOCA (1972-1982).
Teniendo en cuenta las consideraciones hechas a lo largo de este trabajo, podemos entrar a describir las principales diferencias entre el Fondo Monetario Internacional y el Decreto 444 de 1967 respecto a la implantación de

una tasa de cambio libre. Para empezar, es importante volver a recordar que siempre existió cierto control de cambio sobre las transacciones corrientes, lo cual, a pesar de ser permitido transitoriamente por el artículo XIV de Bretton Woods, no era deseado por el FMI. En esta forma lo que el estatuto cambiario hizo fué reforzar., como nunca antes, un control de cambio que desde 1965 se había relajado bastante para ello, ratificó la restricción de importaciones y la eliminación de mercado libre de capital, medidas que habían sido tomadas en 1966. Por lo tanto, debieron ser estas dos medidas las que representaron una diferente entre el FMI y el Decreto 444 de 1967.

El fondo debió pensar que la restricción de las importaciones, al reforzar el control de cambio en el mercado de transacciones corrientes se oponía al artículo XIV del convenio de Bretton Woods. Sin embargo, muy posible, el gobierno argumentó que el FMI no estaba en capacidad de exigir un régimen de libertad de importaciones. En efecto, el presidente Lleras Restrepo expresó que el Fondo solo estaba autorizado para evitar transacciones sobre los pagos a las transacciones corrientes, mientras que era el convenio sobre acuerdos y tarifas, al cual Colombia no pertenecía, quien podía exigir libertad comercial. Ante tales argumentos, y en vista que el Decreto 444 de

1967 estipuló que las restricciones se irían reduciendo gradualmente, el fondo terminó por aceptar las medidas.

Respecto al control de cambio en el mercado de capitales, el FMI debió pensar que éste pretendía restringir las transacciones corrientes. No obstante, posiblemente concluyó que al ser permitido por los acuerdos de Bretton Woods no hubiera sido coherente impedir su existencia.

En esta forma, es claro que respecto al control de cambio el Decreto 444 de 1967 se enmarcó dentro del período de transición y las cláusulas de salvaguardia que estipuló el convenio constitutivo del FMI. Sin embargo, esta situación no era nueva para el país, el cual pasado anteriormente por períodos de restricción a las importaciones y refuerzos al control de cambios, aunque quizás no tan fuertes ni completos como los introducidos en 1967. No obstante, dadas las experiencias anteriores, y tal como sucedería entre 1975 y 1982 el fondo debió considerar que el control de cambio sería relajado nuevamente.

En lo que hace referencia al manejo de la tasa de cambio el Decreto 444 de 1967 presentó diferencias por las propuestas hechas por el FMI en 1965, aunque no debieron ser objetadas por dicha institución. En este sentido, mientras que FMI quiso adoptar unas minidevaluaciones tempo-

rales que tuvieron como guía la balanza de pagos y los precios internos, el estatuto cambiario pretendió establecer una tasa de cambio libre pero intervenida. Como se estudió a lo largo del presente trabajo, este último de tipo de cambio había querido introducirse anteriormente en el país con plena autorización del FMI.

Como se recuerda, a pesar de que las tasas fijas eran el sistema establecido en el convenio de Bretton Woods, el FMI había empezado desde los finales de los años cincuenta a recomendar tipos de cambios flexibles hasta que se llegara a un nivel de equilibrio. Sin embargo, tal como se dió, las autoridades colombianas no estaban interesadas en alcanzar una tasa de equilibrio en vistas de las fluctuaciones del precio interno del café. Por lo tanto, la principal diferencia entre el estatuto cambiario y la posición del FMI radicó en que el primero quería una tasa de cambio flexible de manera permanente, mientras que el segundo pretendía unas minidevaluaciones hasta que la estabilidad estuviera firmemente establecida.

Por último queremos decir que transcurrido veinte años desde la expedición del Decreto 444 de 1967, es claro que sus resultados no tué la tasa de cambio libre permanente pero intervenida que el estatuto cambiario pretendía, pero tampoco fué el "crawling peg" temporal que quería

el FMI. Así, lo que resultó en la práctica del Decreto 444 de 1967 fué la síntesis de lo que teóricamente pretendió el estatuto cambiario y las sugerencias del FMI un "Clawling peg" permanente. No obstante después de la expedición del Decreto 444 de 1967 debieron estar rodeado de un ambiente de total incertidumbre respecto a los resultados que de él se esperaban; al fin y al cabo para este tiempo no era visible que la búsqueda de una tasa de cambio libre había terminado su marcha, dando lugar, sin haberlo a las minidevaluaciones.

3.4.4. Devaluación acelerada. CUARTA EPOCA (1982-1991). El precio oficial del dólar americano llegó a los \$350 al terminar el pasado mes de febrero. El encarecimiento de la moneda americana, en relación con el peso, es del orden del 6.35% en los últimos noventa días; de 4.17% en lo corrido del año (con aumento de 36 centavos diarios por dólar), y de 28% en el lapso comprendido entre el 28 de febrero del año pasado e igual fecha del presente. Al término de 1989 la devaluación fué de 267.6% luego de una leve aceleración en los últimos meses de ese año. Este ritmo de devaluación ha venido implantándose en los últimos tres años con el ánimo de mantener la competitividad de los productos colombianos en el mercado externo.

A pesar de que la política cambiaria ha ganado una recono-

cida estabilidad en favor de las exportaciones, ésta es atacada, entre otras razones porque aumenta el saldo de la deuda externa tanto pública como privada, alimenta la inflación porque se encarecen las importaciones básicas, fomenta la fuga de capitales, crea un decaimiento en el empleo generado por las importaciones y en general establece la llamada dolarización de la economía.

Lo anterior obliga a preguntarse: ¿ El incremento en el volumen exportador, como respuesta en el aumento de la tasa de devaluación del 1%, por ejemplo, es lo suficientemente poderoso para ignorar las gravísimas consecuencias ya antes mencionadas?.

¿ Es la política cambiaria tan egoísta como para no darse cuenta de los efectos que ésta crea?.

Lo anterior significa que la devaluación no es ni debe ser un mecanismo de fomento a las exportaciones. Los productores extranjeros no demandarían una mayor cantidad de bienes colombianos por el solo hecho de que éstos cuesten menos en términos relativos.

Se requiere, antes que todo, condiciones de calidad e innovación tecnológica de los bienes colombianos en el mercado externo. Esto no viene por inercia con la deva-

luación.

Para hacer al menos en parte, que la tasa de devaluación empezará a reducirse, a partir de marzo, con respuesta no inmediata a las angustiosas críticas de la "devaluación acelerada".

El Ministro de Hacienda, a través de su Viceministro, anunció que la devaluación de \$36,00 diarios se reduciría, principalmente con el ánimo de estar acorde con la meta inflacionaria del 24% en el presente año.

No obstante, la futura reducción de la tasa de depreciación del peso no será lo suficientemente para terminar la polémica discusión de la devaluación.

3.4.5. Devaluación gota a gota. En esta sección que corresponde también a la cuarta época (1982-1991) estudiaremos también otra de las características que se han venido presentando en la devaluación que hemos venido estudiando a lo largo de este trabajo, como lo es la devaluación "gota a gota".

Ante todo esto, como se verá más adelante, era necesario reducir las expectativas de devaluación masiva y, por ende, la fuga de capitales, lo cual se comenzó a lograr al insistir en que se adoptaría el sistema de devaluación

" gota a gota " y en cierta forma, distraer la atención sobre los problemas del desequilibrio fiscal como área prioritaria de acción del gobierno.

Actualmente existe en Colombia una gran confusión de estos problemas y en especial del tipo de cambio que se debe utilizar, a raíz de la liberación del mercado cambiario. Es natural que se presenten confusiones en un entorno cambiante, como es el del sector externo y en un país que estaba acostumbrado al tipo de cambio oficial y al dólar negro. La intención de este estudio es la de explicar cada una de las cotizaciones del dólar, y cuáles son las fuerzas que la determinan. El cambio oficial varió su nombre hoy se denomina tipo de cambio de recompra de certificados de cambio. Aunque conserva su estructura de devaluación " gota a gota " y sigue siendo un parámetro para estimar la devaluación, ha perdido vigencia y existen nuevas fuerzas del mercado que contradicen su evolución. Actualmente es utilizado para el pago de los certificados de cambio el día de su vencimiento, o para determinar el monto para el cual son recibido los mismos para el pago de las importaciones o giros en divisas. Aparentemente la tendencia de la devaluación oficial es igualarse a la inflación interna menos la inflación externa. La devaluación de la tasa oficial para dicho año (si la inflación alcanza la meta del 22%

y asumiendo que la inflación externa sea del 4%), sería del orden del 17%.

Por otra parte, debido a que el tipo de cambio real se ubicaba en Diciembre de 1991 en 106%, y que éste debe tender a 100% considerada durante muchos años como una meta adecuada, es probable que el dólar oficial cierre el año con una devaluación del 15%, o sea alrededor del \$825 por dólar, lo que resultaría inferior en 2.00 con respecto al estimativo del 17%.

El comportamiento del precio de certificados de cambio está limitado por un precio máximo que es el tipo de cambio del Banco Central, y por un precio mínimo determinado por una tabla de recompra del banco, lo cual indica el precio de recompra de éstos títulos en cualquier momento de su vida, empezando con un descuento del 12.5%.

El precio del certificado de cambio está relacionado directamente con las expectativas de la inversión por parte de los inversionistas financieros, ya que el descuento para 90 días es inferior que el descuento para un año. Esto no ocurriría si la demanda fuera generada por importadores para pagar giros al exterior, pues el descuento sería similar en ambos casos ya que estos pagos se realizan en cualquier momento de la vida del certi-

ficado.

El precio del certificado de cambio guarda una estrecha relación con la tasa de cambio representativa del mercado, ésta última es un promedio de los precios por ventanilla de las operaciones realizadas por los intermediarios financieros. Esta relación se puede explicar porque se presenta la alternativa de que los giros en dólares al exterior se pueden realizar con certificados o con divisas.

4. PRINCIPALES POLITICAS DE CREDITO

En este capítulo se estudiarán y analizarán las entidades que otorgan las diferentes clases de crédito, de los cuales nos encargaremos más adelante, alguna de estas entidades son: Las corporaciones financieras, las entidades que otorgan el crédito de fomento subsidiado, las que ofrecen el crédito común u ordinario, los fondos y banco ganadero.

Este estudio lo realizaremos y analizaremos para tener un conocimiento de las diferentes políticas de crédito que rigieron en las épocas que nos hemos trazado. Y porqué leyes se crearon dichas políticas en Colombia.

4.1. CREDITO COMUN U ORDINARIO

PRIMERA EPOCA: (1948-1967). Esta clase de crédito bancario en su esencia, ha estado regido por las leyes 25 y 45 de 1923. Salvo algunas modificaciones por resoluciones de la Superintendencia Bancaria respecto a las tasas

de interés y plazos de garantías.

Según estas leyes la palabra establecimiento bancario significan todo individuo, corporación, sociedad o establecimiento que realiza habitualmente el negocio de recibir fondos en depósito general, o de hacer anticipo en forma de préstamos o lo que es lo mismo conceder los créditos ordinarios, o de efectuar descuentos o cualesquiera de esas operaciones.

Para los efectos de estas leyes todas estas entidades que realicen operaciones de crédito común, su encaje legal consistirá únicamente en oro amonedado, nacional o extranjero en barras según el oro puro que contenga relación con el peso del oro Colombiano.

Así terminamos diciendo que a través de estas leyes el Congreso autorizó al gobierno para la creación de los establecimientos ya mencionados, con la especialidad de otorgar dichos créditos.

También en esta época se creó el crédito de fomento o crédito subsidiado, a través de la Ley 26 de 1959 (Mayo 25). Por medio de la cual el gobierno fomenta la industria agropecuaria organizando los fondos y el banco ganadero, se dictan disposiciones sobre las mismas .

Ahora entremos a conocer los fondos y el banco ganadero, y luego en la tercera época nos encargaremos de ampliar un poco el tema sobre el crédito subsidiado, ya que desde estas fechas (1972) el crédito sufre cambios importantes debido a la creación de los UPAC .

El Congreso a través de esta ley (26 de 1959) decreta en su capítulo I, artículo 1:

- DE LOS FONDOS GANADEROS

Para los efectos de esta ley se consideran fondos ganaderos las sociedades que organicen con participación del Estado, Departamentos, Municipios o Territoriales Nacionales. Para tener derecho a los beneficios que otorga la presente ley los fondos ganaderos deberán estar constituidos como sociedades anónimas, sujetos a la supervigilancia de la Superintendencia Bancaria y ajustar sus estatutos y funcionamiento en las normas prescritas por los artículos de la presente ley.

En cumplimiento de sus funciones propias los fondos ganaderos podrán formar compañías con aportes de ganado de cría, levante y engorde y realizar los demás actos y negocios con la mencionada industria con la preservación y selección de raza, que autoricen los estatutos.

En las operaciones que los fondos realicen en desarrollo de este artículo deberán destinar no menos del 70% de sus disponibilidades a la cría y levante de ganado.

El capital de los fondos ganaderos estará representado en dos clases de acciones a saber: Clase "A"; correspondiente a las entidades de derecho público y a las de clase "B " que corresponden a las acciones suscritas por los particulares, los cuales serán nominativos y negociables.

La Junta Directiva de los fondos ganaderos estará conformada por seis (6) miembros y, sus respectivos suplentes; tres (3) representantes de la clase " A" (acciones) y tres (3) representantes de la clase B.

Las utilidades que obtengan los fondos ganaderos; una vez hecha la reserva de carácter legal y la prevista en el estatuto, se distribuirán entre los accionistas sin distinción de clase. Pero las correspondientes a clase "A" deberán reinvertirse en su totalidad, en suscripción de acciones del mismo fondo.

El gobierno Nacional, y por conducto del Ministerio de Agricultura y Ganadería prestará a los fondos ganaderos servicios de asistencia técnica y sanitaria para el

cumplimiento de los fines de esta ley.

- DEL BANCO GANADERO

El banco ganadero es una entidad de economía mixta con personería jurídica, y en cuyo capital tendrán participación el Estado y los accionistas particulares en la proporción que esta misma ley señala (20% y 80% respectivamente), el aporte de los particulares será cubierto con las suscripciones de las acciones por parte de los ganaderos a los cuales se hace referencia el artículo 5º de esta ley.

El banco ganadero otorgará préstamos hasta por cuantía del 50% de sus disponibilidades, con destino a la cría y levante de ganado mayor y menor, a la dotación de aguas, a la agricultura y pesca, a la titulación de mejoras destinadas a la ganadería de terrenos baldíos, y a cultivos de forrajes; hasta un 10% para la ceba de ganados y un 10% para los fondos ganaderos; el 30% restante de sus disponibilidades al comercio y a la industria, con especialidad a pequeñas y medianas industrias de transformación de productos derivados de la ganadería y la agricultura.

El banco ganadero deberá mantener un departamento técnico especial, dedicado a la asistencia técnica, a los ganade-

ros y a la vigilancia y control de las inversiones; para conseguir un mejor rendimiento de la producción pecuaria y para garantizar que la aplicación de los préstamos no se desvíe de los fines señalados en la presente ley.

El banco ganadero podrá hacer todas las operaciones autorizadas legalmente que los bancos comerciales con las limitaciones impuestas por esta ley.

- DE LOS CREDITOS DE LA BANCA PRIVADA PARA LA AGRICULTURA Y LA GANADERIA

Será obligación de los bancos comerciales establecidos en el país destinar el 15% de sus depósitos a la vista y a término al fomento de la agricultura, la ganadería y la pesca por medio de préstamos que se considerarán según las normas prescritas.

El porcentaje de los préstamos concedidos en desarrollo de lo prescrito en el artículo que hace referencia (artículo 30), se determinará trimestralmente con base a las cifras correspondientes de los meses enero-abril julio y octubre. Al finalizar cada trimestre los bancos enviarán a la Superintendencia Bancaria una relación que demuestre las formas en que haya dado cumplimiento a lo dispuesto en este artículo.

En esta misma época aparecieron en 1957 las Corporaciones

Financieras, que fueron creadas por el Decreto Legislativo 336 de 1957 (derogado), con el objeto de encauzar la colocación de capitales nacionales y extranjeros hacia la finalización de la producción, especialmente la destinada para la exportación.

El Decreto 2461 de 1980 modificado por el 3277 del mismo año, que constituye el estatuto orgánico de las Corporaciones Financieras, las define en su artículo 1º como establecimientos de créditos cuyas finalidades principales consisten en fomentar el ahorro privado, promover la creación, organización y transformación de empresas manufactureras, agropecuarias o mineras; otorgarles crédito y propiciar la participación de terceros en el capital de dichas empresas.

- FORMAS DE CONSTITUCION

Las corporaciones financieras son sociedades anónimas que se constituyen de acuerdo con el artículo 77 de la ley 45 de 1923 y demás disposiciones concordantes (Decreto 2461 de 1980, artículo 30).

- INSPECCION Y VIGILANCIA

El Decreto 2461 de 1980, en su artículo 4º;

asignó al Superintendente Bancario en la formación, inspección y vigilancia de las corporaciones financieras, las mismas facultades señaladas en la Ley 45 de 1923 y disposiciones complementarias.

- CAPITAL

Las corporaciones financieras creadas con anterioridad al Decreto 2461 de 1980, se rigen en lo que a capital suscrito se refiere, por lo establecido en el Decreto 2369 de 1960, que exige una suma no inferior a diez millones de pesos (\$10.000.000) el pago del capital y el de sus aumentos si los hubiere, se hará en la forma y términos prescritos en los artículos 81 y 82 de la ley 45 de 1923 (el último sustituido por el artículo 9 de la ley 57 de 1931).

El capital de las Corporaciones financieras que se crean a partir de la fecha de expedición del Decreto 2461 de 1980 no será inferior a mil millones (\$1.000.000.000) de pesos antes de iniciar sus operaciones, deben comprobar al Superintendente Bancario que por lo menos el 50% ha sido pagado y el saldo se deberá cancelar durante el año siguiente a las fechas autorizadas para iniciar sus actividades.

- OPERACIONES AUTORIZADAS

Las corporaciones financieras podrán y pueden realizar las siguientes operaciones, contenidas en su mayoría en el Decreto 2461 de 1980.

1. Promover la creación, organización y transformación de empresas manufactureras, agropecuarias, mineras o de empresas cuya promoción esté autorizada mediante normas especiales.

2. Hacer aportes de capital en empresas manufactureras, agropecuarias, mineras o en aquellas otras en las que por disposición legal especial pueda realizar inversiones.

3. Colocar, mediante comisión, acción y bonos emitidos por empresas manufactureras, agropecuarias o mineras, pudiendo garantizar la colocación del total o de una parte de la emisión para colocar por su cuenta y riesgo.

4. Mantener hasta un 15% de sus exigibilidades en títulos de alta liquidez.

5. Conceder créditos a empresas manufactureras, agropecuarias, mineras o aquellas otras empresas que por

virtud de normas especiales pueden recibir créditos de las Corporaciones Financieras.

6. Abrir cartas y conceder créditos con el objeto de financiar operaciones de comercio exterior de las mismas empresas.

7. Descontar bonos de prendas sobre productos o materias primas que utilizan las empresas manufactureras.

8. Captar ahorros mediante la emisión de Certificados de Depósitos a Términos (CDT).

9. Obtener créditos de entidades financieras del exterior, únicamente para financiar operaciones de comercio exterior de empresas manufactureras, agropecuarias, mineras o aquellas que por normas especiales puedan ser financiadas.

10. Otorgar avales o garantías en moneda legal o extranjera.

11. Adelantar negocios fiduciarios a través de sus secciones debidamente autorizadas por la Superintendencia Bancaria.

12. Otorgar préstamos para financiar la adquisición de

bonos y acciones obligatoriamente convertibles en acciones de sociedades anónimas nacionales.

13. Promoción y financiación de la industria turística (Ley 60 de 1968).

14. Crédito para la industria de la construcción Decreto 1518 de 1965 (artículo 20).

15. Otorgar créditos a las sociedades de arrendamiento financiero.

- LIMITACIONES Y PROHIBICIONES A QUE ESTAN SUJETAS

1. El monto de los créditos, avales, garantías y cartas de crédito que concedan a favor de personas naturales o jurídicas, no podrán exceder el 10% de su capital pagado y reserva legal. Este monto podrá ser del 25% del capital pagado y reserva legal cuando exista garantía legal.

2. El conjunto de créditos, avales, garantías, cartas de crédito, descuentos o préstamos de cualquier clase no podrán exceder el 100% del capital pagado y reserva legal de la Corporación.

3. No podrá una Corporación Financiera recibir en garan-

tía más del 10% de las acciones de otros establecimientos de créditos, a menos que sea necesario.

4. No podrán conceder créditos, descuentos o préstamos garantizados con sus propias acciones, ni adquirirlas o poseerlas, salvo que fuera necesario para evitar una pérdida por una obligación anteriormente contraída.

5. No podrán conceder préstamos, ni otorgar avales o garantías a empresas diferentes contempladas en las disposiciones legales.

6. No podrán conceder créditos, descuentos o préstamos con los cuales se adquieran sus acciones.

7. El total de la obligación contraída con el público, no podrá exceder de quince (15) veces su capital pagado y reserva legal.

SEGUNDA EPOCA (1967-1972). En esta época se encuentran vigentes las disposiciones de las leyes dictadas en la época anterior (1948-1967) teniendo en cuenta que en esta fecha se dió un cambio fundamental en la economía del país especialmente en el ahorro, ya que entra a regir el Decreto que crea los UPAC, del cual nos ocuparemos en el tercera época (1972-1982).

4.2. CREDITO SUBSIDIADO

TERCERA EPOCA: (1972-1982). En esta época el Estado crea una política de crédito de fomento subsidiado a través de diferentes mecanismos, que se materializan mediante la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVI), las cuales infiltraron en la economía del país el sistema UPAC.

- CREACION

El gobierno nacional autorizó la creación de Corporaciones privadas de ahorro y vivienda mediante la expedición del Decreto 678 de 1972, con el fin de canalizar el ahorro privado hacia la industria de la construcción, especialmente de vivienda.

- CONSTITUCION

Dichas entidades se constituyen como sociedades por acciones (Decreto 1412 de 1979, artículo 5º) con los requisitos y formalidades previstos en la ley 45 de 1923, artículo 77 y para su aprobación el Superintendente Bancario debe atender a lo dispuesto por los artículos 25 a 28 de la mencionada ley, luego de la cual las Corporaciones pueden entrar a operar. Los estatutos de las Corporacio-

nes de Ahorro y Vivienda se conforman con los de las Sociedades Anónimas, con un mínimo de cinco (5) accionistas.

- INSPECCION Y VIGILANCIA

Las Corporaciones privadas de ahorro y vivienda como establecimientos de crédito que son, se encuentran sometidas al control y vigilancia permanente de la Superintendencia Bancaria en los términos de la ley 45 de 1923. Por expresa remisión de sus propias normas.

- UNIDAD DE PODER ADQUISITIVO CONSTANTE UPAC

Todo el sistema de captación y colocación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda giran alrededor de la unidad de poder adquisitivo constante UPAC. Creado por el Decreto 1229 de 1972, con el objeto de contrarrestar la desvalorización que se efectúen en las corporaciones, en sus distintas modalidades, como garantía para los ahorradores; este factor que en aras de la estabilidad del sistema se ha establecido, de trasladarse a los usuarios o beneficiarios de los créditos para construcción y vivienda.

El valor de la unidad de poder adquisitivo constante UPAC, será calculado por el Banco de la República mensual-

mente para cada uno de los días del mes siguiente, en moneda legal de acuerdo con la variación acumulada, durante los doce (12) meses precedentes del índice nacional de precios al consumidor, sin exceder el 23% anual según lo dispone el Decreto 1131 de 1988.

Tanto para la Constitución de depósitos como para la celebración de contratos mutuos, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda estipularán que las obligaciones en moneda legal se determinen, en unidad de poder adquisitivo constante UPAC.

- INSTRUMENTOS DE CAPTACION

Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda captan dineros al público para cumplir con su objeto social, a través de diversos mecanismos:

a. Cuenta de ahorro de valor constante, es una modalidad de depósito que goza de la corrección monetaria, además de un rendimiento del 5% anual sobre los saldos mínimos trimestrales de la cuenta.

b. Certificado de ahorro de valor constante. Esta forma de depósito conlleva a la expedición de un título cuya emisión por expreso mandato legal (Decreto 1229 de 1979), debe hacerse a favor de personas determinadas o a la

orden, pero ninguna manera al portador.

c. Certificado de ahorro de valor constante a plazo fijo. Esta es una especialidad del depósito precedente, para cuya constitución se exige un monto no inferior a 100 unidades de poder adquisitivo constante UPAC; deben ser expedidos a favor de una persona determinada y, los intereses se pactan convencionalmente con el depositante. La diferencia con la anterior modalidad de captación es el plazo que debe ser de un año, antes de cuyo vencimiento estos certificados son irredimibles.

d. Cuenta de ahorro especial. Los depósitos consignados bajo esta modalidad gozan de los beneficios del sistema de valor constante. Esta forma de captación fué concebida con el objeto de obtener recursos para financiación de proyectos de conjuntos habitacionales, destinados a los mismos depositantes. Por consiguiente esta modalidad de depósito supone una consignación, de una solución de vivienda. En cuanto al pago de intereses y liquidación del saldo en caso de cancelación o disminución de la cuenta, éste recibirá igual tratamiento que si se tratara de una cuenta de ahorro de valor constante.

e. Depósitos ordinarios. Este tipo de cuentas los dineros consignados no gozan de corrección monetaria, es decir, no se les aplica el sistema de valor constante; en cambio,

sobre los saldos diarios las Corporaciones de Ahorro y Vivienda reconocen una tasa fija de interés.

- ENCAJE

Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda están obligadas a constituir encajes sobre los dineros depositados, con objeto de asegurar su liquidez. El porcentaje para cada modalidad varía teniendo en cuenta la clase de depósito sobre el cual se efectúa y en general, se aumenta o disminuye a criterio del gobierno a través de la Junta Monetaria.

- INVERSIONES DE LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

Las entidades de derecho público entre ellas el Fondo Nacional del Ahorro, que tenga por objeto la captación del ahorro privado, están autorizadas para invertir parte de sus recursos en obligaciones del Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) o de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

- COLOCACION DE LOS RECURSOS

1. Actividades financiadas. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, pueden financiar múltiples actividades,

si bien todas ellas relacionadas con el sector de la vivienda, proyectos de renovación urbana, la división de unidades de vivienda, la reparación o ampliación de vivienda, las obras de urbanismo, adquisición de lotes; producción de materiales para la construcción, la instalación y ensanche de empresas productoras de dichos materiales, etcétera.

2. Préstamos, plazos e intereses.

a. Para los préstamos que otorgarán para construcción de vivienda propia o para la venta, para producción de viviendas pre-fabricadas, proyectos de renovación urbana, incluida la adquisición de inmuebles para su desarrollo, la división por unidades de vivienda, la reparación y ampliación de las ya existentes y para obras de urbanismo, el plazo debe ser el estimado para la construcción o pre-fabricación, más de seis (6) meses si los inmuebles están destinados a la venta. El interés será fijado a una tasa efectiva anual impuesta por la Junta Monetaria.

b. Para los préstamos que se otorguen con destino a la adquisición de vivienda, el plazo será de quince (15) años máximo y las tasas varían según el valor comercial del inmueble expresados en UPAC.

c. En los que otorgaren las Corporaciones para la construcción, reparación o ampliación de vivienda propia o la construcción sobre la primera, el plazo será de quince (15) años. Además del programado para la construcción y el interés será de acuerdo al valor comercial del inmueble.

d. Para la adquisición de lotes con servicios, el plazo máximo es de ocho (8) años con una tasa efectiva fijada anualmente.

4.3. CREACION DE LOS FONDOS FINANCIEROS

En esta misma época se extiende los créditos de fomento subsidiados con la creación de los fondos financieros a través de la ley 5ª de 1973, por la cual se estimula la capitalización del sector agropecuario y se dictan disposiciones sobre títulos de fomento agropecuario, fondo financiero agropecuario, fondos ganaderos, prenda agraria, Banco Ganadero, asistencia técnica, autorizaciones a la banca comercial, reducciones y excenciones tributarias y otras materias.

La administración del fondo financiero agropecuario estará a cargo del Banco de la República, el Gobierno queda autorizado para celebrar con el banco, con sujeción a

ley, el respectivo contrato.

El Banco de la República estará mediante esta ley a disposición de la Caja de Crédito Agrario, Banco Ganadero, Banco Cafetero, las Cooperativas de producción agropecuaria, Fondos Ganaderos y aquellas otras instituciones bancarias o financieras que tengan por objeto principal el "Fomento Agropecuario", y los bancos comerciales para el redescuento de los préstamos, siempre y cuando éstas entidades estén al día en el cumplimiento de las obligaciones y demás condiciones que les impone esta ley.

El Gobierno Nacional elaborará periódicamente los programas que pueden ser objeto de financiación con cargo al fondo financiero agropecuario a fin de determinar;

1. Las actividades de fomento agropecuario a que puedan destinarse.
2. La distribución de los recursos disponibles entre las distintas actividades agrícolas y pecuarias.
3. El área financiable y el monto de los créditos por unidad de producción.
4. La asistencia técnica y los requisitos exigibles en

cada caso.

5. Normas generales sobre los sistemas de vigilancia, que garanticen la inversión adecuada de los recursos.

6. Que en los créditos que se otorguen para ceba de ganado se dé especialmente atención a los que sean dirigidos a cebar terneros no menores de 18 meses.

7. Que en los créditos para levante y ceba de ganado se dé especialmente atención a los ganaderos que tengan por lo menos un 25% de sus existencias en ganado de cría.

8. En los cupos de créditos destinados a los Caficultores se dé prioridad a los programas que tengan por objeto mejorar la productividad y el ingreso de los medianos y pequeños propietarios.

- FUNCIONES DE LA JUNTA MONETARIA

Con sujeción a esta ley corresponde a la Junta Monetaria determinar:

1. Las condiciones que deben reunir los préstamos para su redescuento.

2. El monto, modalidades y porcentajes del redescuento.

En ningún caso éste será inferior al 65% de la operación.

- FINANCIAMIENTO MEDIANO Y LARGO PLAZO

Dentro de las actividades financiables a mediano y largo plazo con cargo al Fondo Financiero Agropecuario deberán ser incluidas principalmente las siguientes: Adecuación y corrección de suelos, realización de obras comunitarias, construcción de habitaciones para trabajadores rurales, cultivo de tardío rendimiento, cultivos intermedios y establecimientos de pastos, cría de ganado y ceba de terneros, cuyo proceso de engorde se inicia a una edad superior a los 18 meses, silvicultura, reforestación de cítricos, fomento pesquero y de especies menores; programas agropecuarios que adelante cooperativas de producción y empresas comunitarias; y reestructuración de minifundios, adquisición de parcelas para profesionales de escasos recursos en actividades agropecuarias, de conformidad con los planes previamente aprobados por el Ministerio de Agricultura.

La prenda agraria que se constituya para garantizar los préstamos a que se refiere esta ley gozará de los mismos privilegios establecidos para la prenda agraria otorgada a favor de la Caja Agraria, Industria y Minera.

4.4. CREACION DE ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS

CUARTA EPOCA: (1982- 1991). En esta época prevalecen aún leyes y Decretos de la tercera época (1972-1982) y se complementan en la cuarta época con la creación de algunos establecimientos financieros, creados por mandato de la Ley de 1989, tales como las sociedades de compra de carteras y arrendamiento financiero (Factoring y leasing respectivamente); dichas sociedades se organizan en los términos de la ley 45 de 1923 y las disposiciones que la modifiquen o reformen.

Las compañías de " arrendamiento financiero " (leasing) y compra de cartera (factoring) no podrán realizar en forma masiva y habitual captaciones de dinero público.

Las sociedades de compra de cartera y arrendamiento financiero, para los efectos establecidos en el artículo 11 de la Ley 74 de 1989, se denominan sociedades de compra de carteras (factoring) aquellas distintas a los establecimientos de crédito especialmente facultados para el efecto que, autorizados por la Superintendencia Bancaria pueden celebrar en calidad de adquirientes más de veinte (20) contratos de este género en un período de tres (3) meses consecutivos o, en el mismo período, celebrar contratos del mismo género por un monto que exceda el 50%

de su patrimonio.

Se denominan sociedades de arrendamiento financiero (leasing) aquellas que tengan capacidad legal conforme a su objeto, para celebrar contratos de este género, en calidad de arrendadores.

Las sociedades de compra de cartera (factoring) o de arrendamiento financiero (leasing) deberán ser sociedades por acciones, se constituirán, organizarán y funcionarán de conformidad con los requisitos, condiciones y procedimientos establecidos en la Ley 45 de 1923, y podrán realizar únicamente las actividades de leasing o factoring según el caso.

A partir de esta ley (74 de 1989) estarán sometidas también al control de la Superintendencia Bancaria, las sociedades de financiamiento comercial que tengan por objeto realizar operaciones de compra de cartera (factoring) o de arrendamiento financiero (leasing).

4.5. EL CREDITO Y EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCION

Podemos decir que en Colombia desde 1900 y hasta 1950 la producción no era la mejor, debido a la carencia de las diferentes políticas de crédito, fomento y financia-

ción que tuvieran por objeto el incremento de la producción nacional.

Desde 1923 cuando empieza a organizarse la banca nacional y se dictan disposiciones, leyes y decretos por parte del Estado, encaminados a la creación de los fondos financieros, de los bancos, cooperativas y otras entidades con fines crediticios, se empieza a reflejar un cambio notorio en cuanto a la producción se refiere desde 1959, registrados en los indicadores que se vienen dando en las diferentes épocas.

Se observó también un crecimiento en la construcción por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y por ende un aumento en el empleo.

Luego en la década de los ochenta se da un estancamiento de los diferentes sectores, ocasionados por múltiples aspectos, entre ellos el papel subordinado del manejo micro y macro económico, y la inestabilidad de la política económica del gobierno. Más en cuanto a la pecuaria se refiere, también debido a la defensa de intereses de los trabajadores de la administración nacional, y por la misma subordinación de éstos.

5. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES MONETARIAS (1948-1991)

El propósito general buscado en el presente capítulo es dar una visión de conjunto de lo que ha sido el comportamiento a largo plazo de las llamadas variables monetarias.

Esta especie de estudio se vuelve interesante por el hecho mismo de que el país ha pasado por casi todas las etapas posibles en la aplicación de políticas económicas. Múltiples situaciones ha vivido el país en estos 43 años. Epocas de crisis, de superávit y déficit en la balanza de pago, de equilibrio y desequilibrios fiscales de la nación, de un menor o mayor proteccionismo industrial, período de evaluaciones bruscas y repentinas, y épocas de devaluaciones graduadas y progresivas, de controles y de libertad cambiaria, de mayor intervencionismo de Estado, de normas y modelos monetarios diferentes, etcétera. En síntesis toda una gama de situaciones y una sucesión de políticas en lo económico y lo social.

A nivel institucional se pasó de un delimitado control del crédito y de una reducida cantidad de dinero que podía ponerse en circulación, a la orientación deliberada de la política monetaria, crediticia y cambiaria del país y a un poder de creación de dinero muy superior al que existía en los primeros años de funcionamiento del Banco de la República.

Como se puede apreciar por la reseña anterior este estudio pretende destacar el comportamiento de conjunto y tendencias de las variables monetarias. No se entra a considerar causas y efectos, porque en el largo plazo estos dos elementos se autoalimentan, desvirtuando cualquier intento de análisis que se pretenda hacer. Han sido tan diversas las medidas utilizadas para suavizar, frenar o corregir parcialmente los problemas que los procesos no muestran, ni podría mostrar en lo agregado una típica relación de causalidad. Es el balance lo que cuenta; los resultados monetarios de 43 años de vigorosos esfuerzos siempre bajo la presión de lo urgente y que conduce a toda una valiosa sucesión de experiencias.

5.1. TASAS DE INTERES

En la siguiente sección de nuestro capítulo estudiaremos y analizaremos una de las variables monetarias. Hacemos

la salvedad de no entrar a dividir esta sección en las épocas que nos hemos trazado a lo largo de nuestro trabajo, ya que este tema necesita un análisis global para poder relacionar las diferentes tasas de interés que se han venido dando desde la época que nos interesa (1948).

Entrando ya en análisis podemos decir que en Colombia, periódicamente renace el debate sobre las tasas de interés. Se argumenta, que sus niveles son demasiados elevados y que pocos negocios resisten las tasas imperantes. En los últimos años estos argumentos se han escuchado repetidamente, y aunque creemos que hay algunos elementos de validez en estas preocupaciones, no compartimos plenamente ni el diagnóstico del problema ni alguna de las fórmulas propuestas como solución. Para explicar porque, nos detendremos, para comenzar, en algunas consideraciones macroeconómicas relacionadas con el tema. Veremos que en ese frente existen limitaciones tanto externas como internas respecto al nivel que pueden tener sostenidamente las tasas nominales. Luego analizaremos ciertos aspectos microeconómicos que también resultan relevantes, puesto que el sistema bancario enfrenta una estructura de costos cuya modificación demanda un tiempo prudente. Finalmente plantearemos los elementos que creemos dan validez a las preocupaciones que se oyen repetidamente sobre las tasas de interés, por donde podrían enfocarse las acciones para enfrentar el problema.

CUADRO 2. Emisiones de bonos por parte de grandes empresas

Empresa	Fecha	Interés nominal	Plazo/años	Monto \$M.	T.Efc.anual
Proveautos.	87.02	T.A. 28.00	1	65	33.68
Coltejer.	87.04	M.V. 30.12	3	3000	34.65
Confec. Colomb.	87.10	T.V. 31.15	3	300	34.98
Confec. Colomb.	88.05	T.A. 31.50	3	470	38.83
Const. Bolivar.	88.09	T.V. 30.00	1	80	33.55
Const. Bolivar.	88.09	T.V. 31.00	2	20	34.79
Simesa.	88.10	T.A. 31.00	3	1000	38.08
Cartón.	88.11	T.A. 33.50	3	1000	37.95
H. Estelar.	88.01	T.A. 32.00	3	600	41.12
Cartón.	89.02	T.V. 33.50	3	2000	37.95
Uniroyal.	89.02	T.A. 32.00	3	1000	39.69
Propal.	89.03	T.V. 33.60	3	2000	37.95
EnKa.	89.03	T.A. 31.00	3	3500	38.08
Carvajal.	89.04	T.V. 33.50	3	1000	37.95
Coltejer.	89.04	T.V. 33.00	3	2600	37.31
Coltejer.	89.04	T.V. 34.74	5	2400	39.53

FUENTE: CNV y corredores asociados.

- NIVEL DE LAS TASAS DE INTERES

Al final el mes de mayo de 1989 las encuestas que semanalmente realiza el Banco de la República indicaban que la tasa efectiva de captación de los certificados de depósito a término CDT de los bancos se unificaba en 32.22%. El indicador DTF, al cual están hoy en día ligadas varias formas de su crédito se situaba en 33.21%. A su vez el Banco de la República venía ofreciendo 28.50% anual efectivo al colocar títulos de participación a 90 días. Aunque hay cierta variación entre todas estas tasas, podríamos afirmar que el orden de magnitud de las tasas pasivas de corto plazo se ubica según datos recientes entre 32% y 33%.

A su vez, la Superintendencia Bancaria hace algún tiempo viene recopilando información sobre tasas activas para la misma época, el nivel reportado se situaba alrededor de 43.11% efectivo. Este indicador es menos transparente que el de tasas pasivas debido a la multiplicidad de contraprestaciones y negocios colaterales, garantías, etcétera, que comúnmente se asocian a una operación crediticia. No obstante, las colocaciones recientes de bonos por parte de grandes empresas, que se han realizado a tasas cercanas al 39% (Ver Cuadro 2), indican que los niveles reportados de tasas activas pueden tomarse como

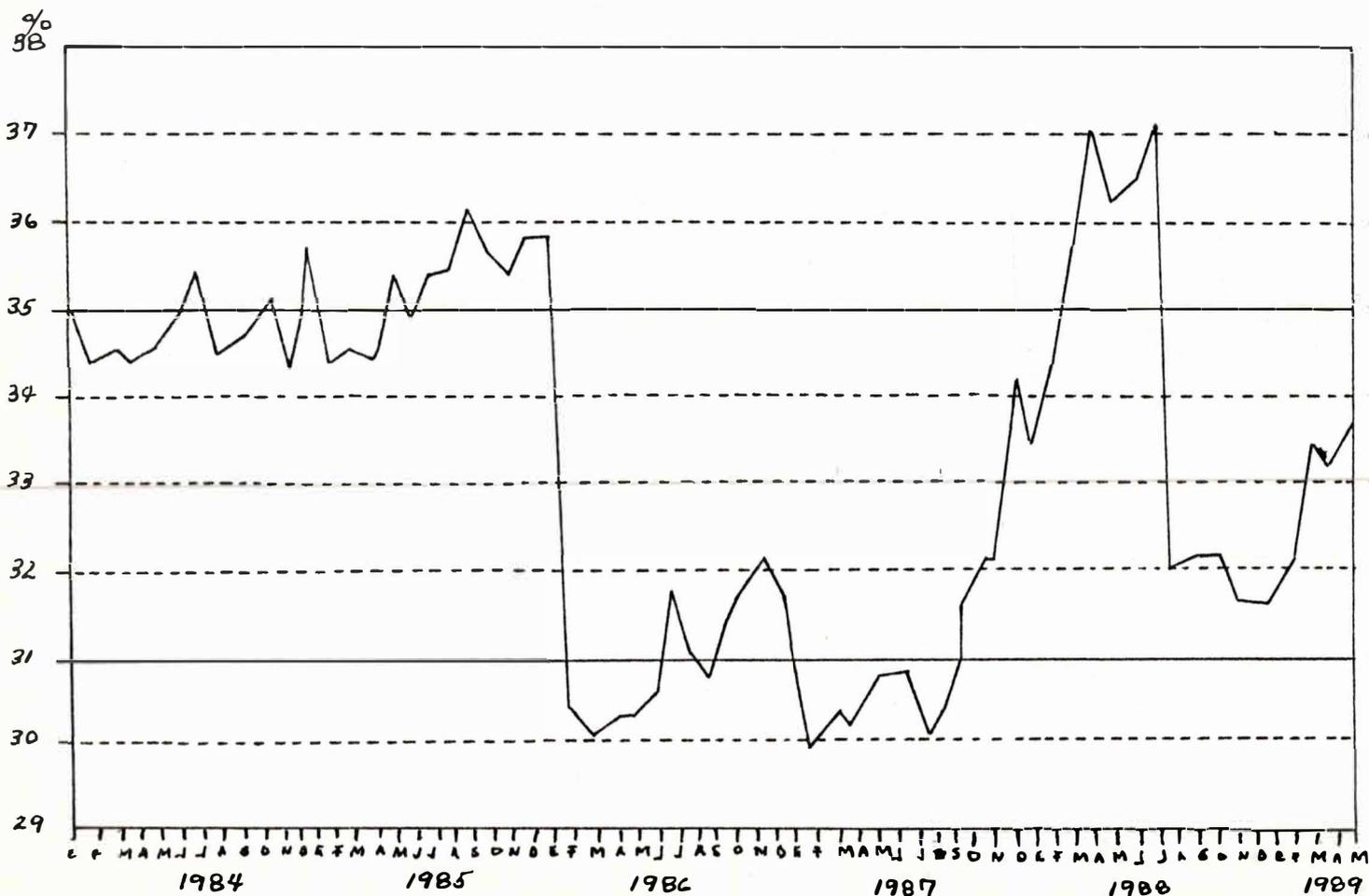
una aproximación aceptable de la realidad del mercado.

En resumen, la información disponible indica que las tasas de mercado oscilan entre 33% efectivo para las pasivas, y 43% para las activas; con las tasas de colocación, captación directa (bonos empresariales), en el medio alrededor del 39%.

Aunque sería deseable analizar con detalles ambos lados del mercado, créditos y captaciones, la realidad es que la información sobre las tasas activas es fragmentaria o inexistentes para fechas anteriores a 1987; en consecuencia si aceptamos que los márgenes de intermediación no han variado sustancialmente en épocas recientes, podemos estudiar su tendencia con base e información sobre tasas pasivas.

En la gráfica 1 se presenta información de la tasa pasiva desde 1950. A grandes rasgos, se distinguen tres períodos con características más o menos definidas. El primero, que se prolonga durante las dos primeras décadas, muestra la tasa nominal creciendo muy ligeramente pero siempre oscilando en el rango 10% - 12%, (con excepción de los períodos de crisis cambiaria y alta inflación de los años sesenta, cuando la tasa se eleva marcadamente por encima de su tendencia). El segundo período se extiende

GRAFICA 2. Tasa efectiva de interés nominal (enero 1984-mayo 1989).



FUENTE: Banco de la República. Tasa de interés efectiva de los CDT. de bancos y Corporaciones.

durante toda la década de los años setenta, y en él se observa una tendencia creciente marcada en las tasas de interés nominal, la cual pasa de 12% a 35%. El tercer período cubre la presente década, con tasas un tanto inestables, pero fluctuando siempre alrededor de una medida del 34%.

Dentro de esta perspectiva de muy largo plazo es válida la afirmación de que las tasas nominales de interés se encuentran en niveles históricamente altos.

No obstante, comparando estos niveles con lo de los últimos cinco años, encontramos que, actualmente las tasas se ubican ligeramente por debajo del promedio del quinquenio y son bastante inferiores (entre 3 y 4 puntos porcentuales) a las observadas en 1985. Veamos más de cerca este período.

En el lapso 1984 y 1989, (Ver Gráfica 2) se destacan cuatro fases bastante definidas. Una que se prolonga durante todo 1984 y 1985, en que la tasa pasiva mantuvo una ligera tendencia creciente situándose en promedio entre 34% y 35%. La segunda fase va desde comienzo de 1986 hasta el tercer trimestre de 1987, cuando la tasa osciló entre 30% y 32%. En este período imperaron controles administrativos durante los primeros seis meses,

pero, una vez levantados, las tasas mantuvieron su nivel. La tercera fase se caracteriza por una elevación marcada que se inicia en el tercer trimestre de 1987 y se prolonga hasta mediados de 1988, cuando el indicador alcanzó niveles del 37%. La cuarta fase se inicia en el momento que la espiral alcista se recorta abruptamente a mediados del año anterior, cuando, nuevamente, las autoridades introdujeron controles administrativos que se mantuvieron hasta comienzos de este año. Desde entonces las tasas pasivas han subido 2 puntos porcentuales.

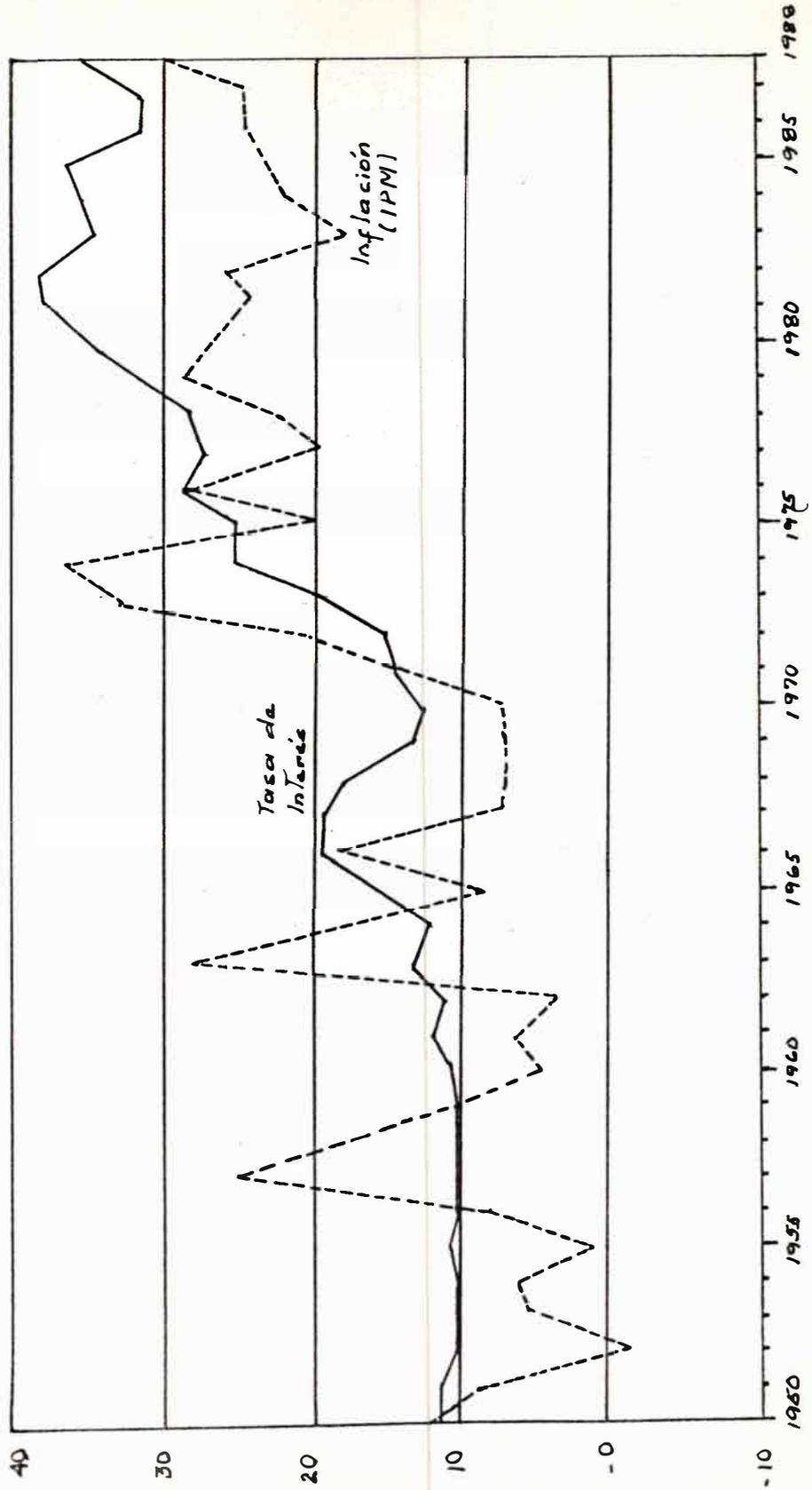
- ASPECTOS MACROECONOMICOS

En esta sección se discutirá la influencia en el largo plazo, de dos variables sobre la trayectoria en las tasas nominales de interés. Son éstos la tasa de inflación, y la rentabilidad relativa de activos denominados en dólares. Veremos como en relación con estos patrones, los niveles de tasa de interés no son elevados.

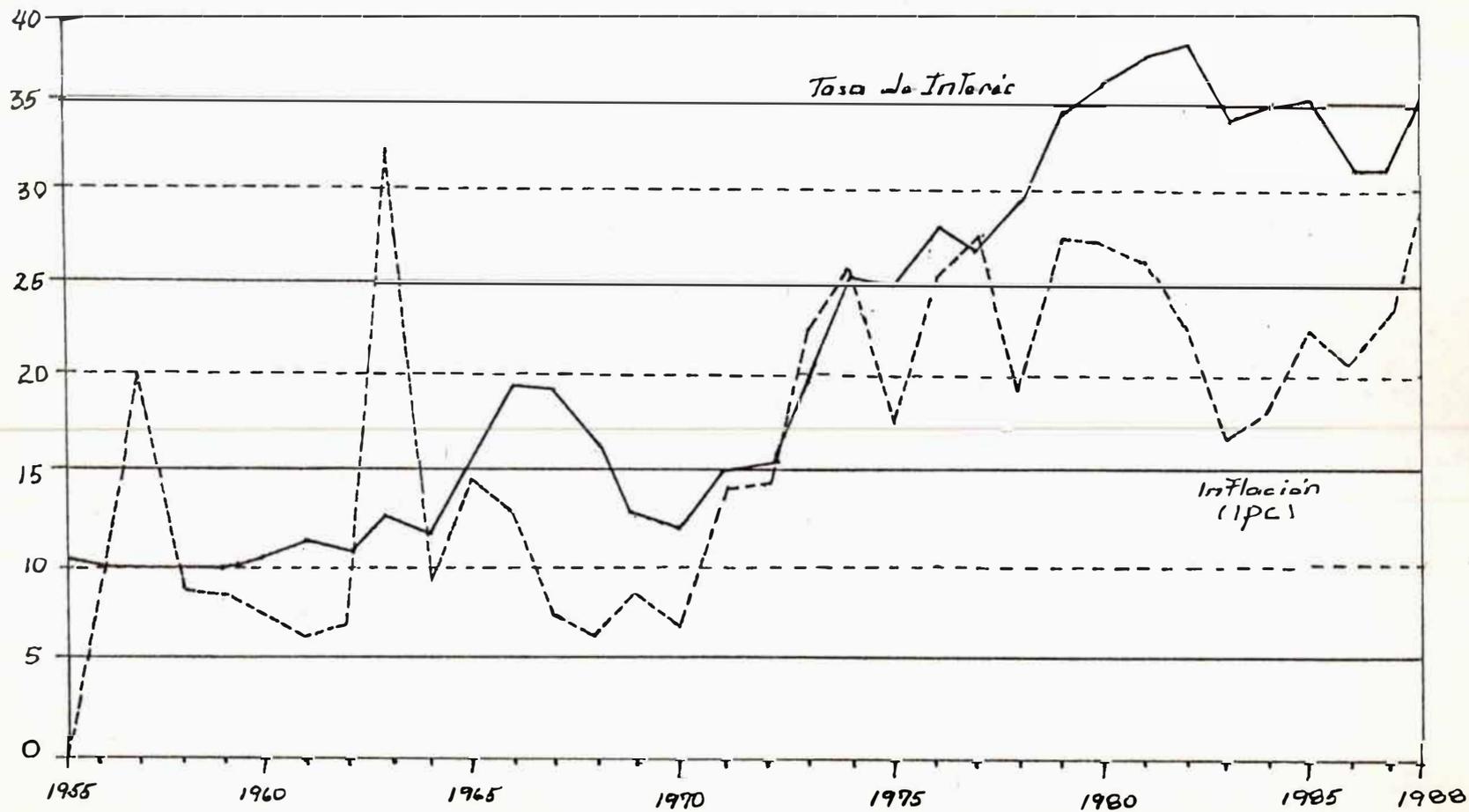
- TASAS DE INTERES E INFLACION

Decíamos al hablar de las tasas nominales que su nivel es alto frente a una perspectiva de 43 años. También lo es el de la inflación. Las tres etapas de largo plazo a las cuales hicimos referencia al describir el comporta-

GRAFICA 1. A.1. Tasa nominal de interés e inflación (IPM). 1950-1980.



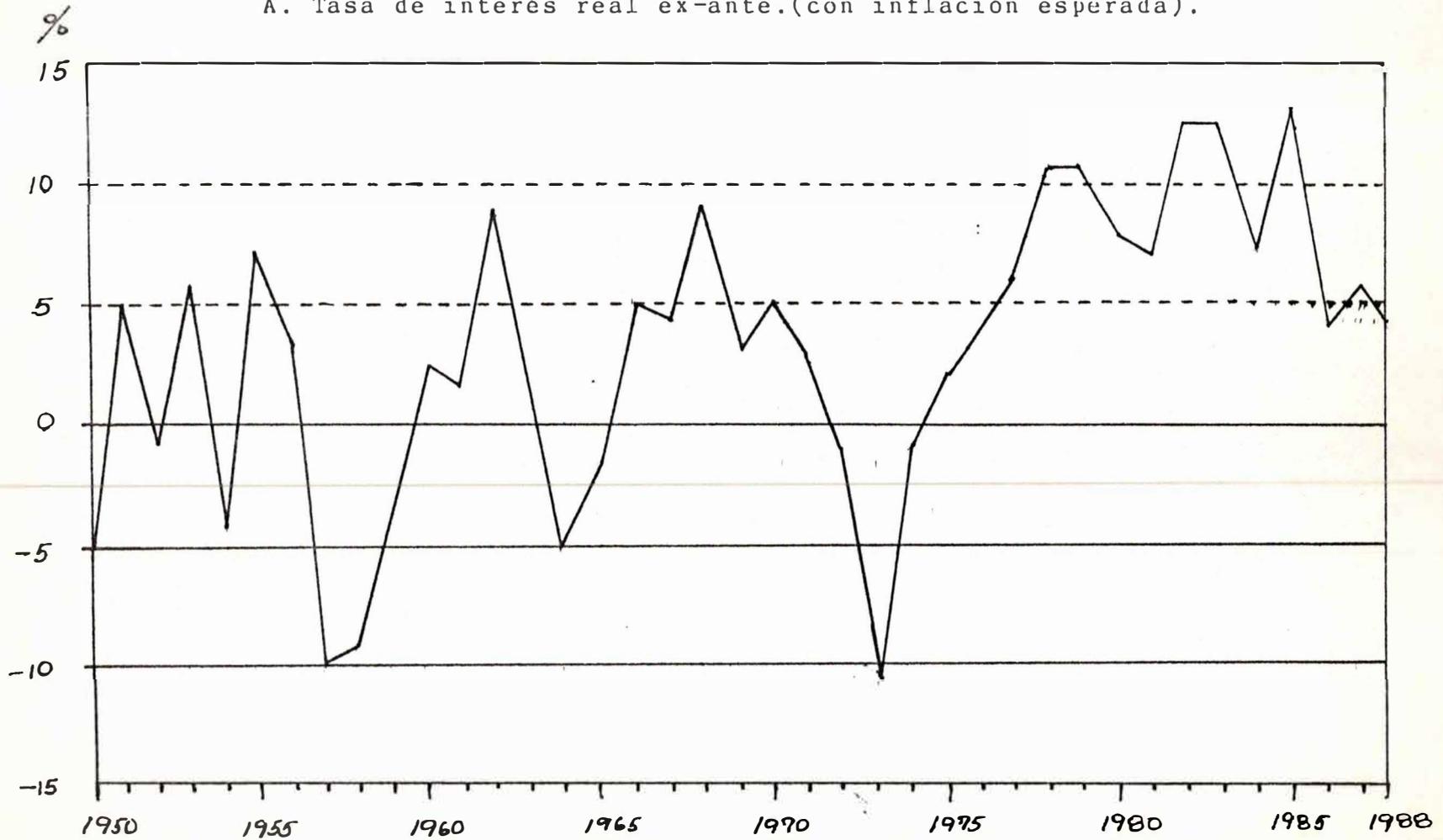
GRAFICA B. Tasa nominal de interés e inflación (IPC) 1955-1980.



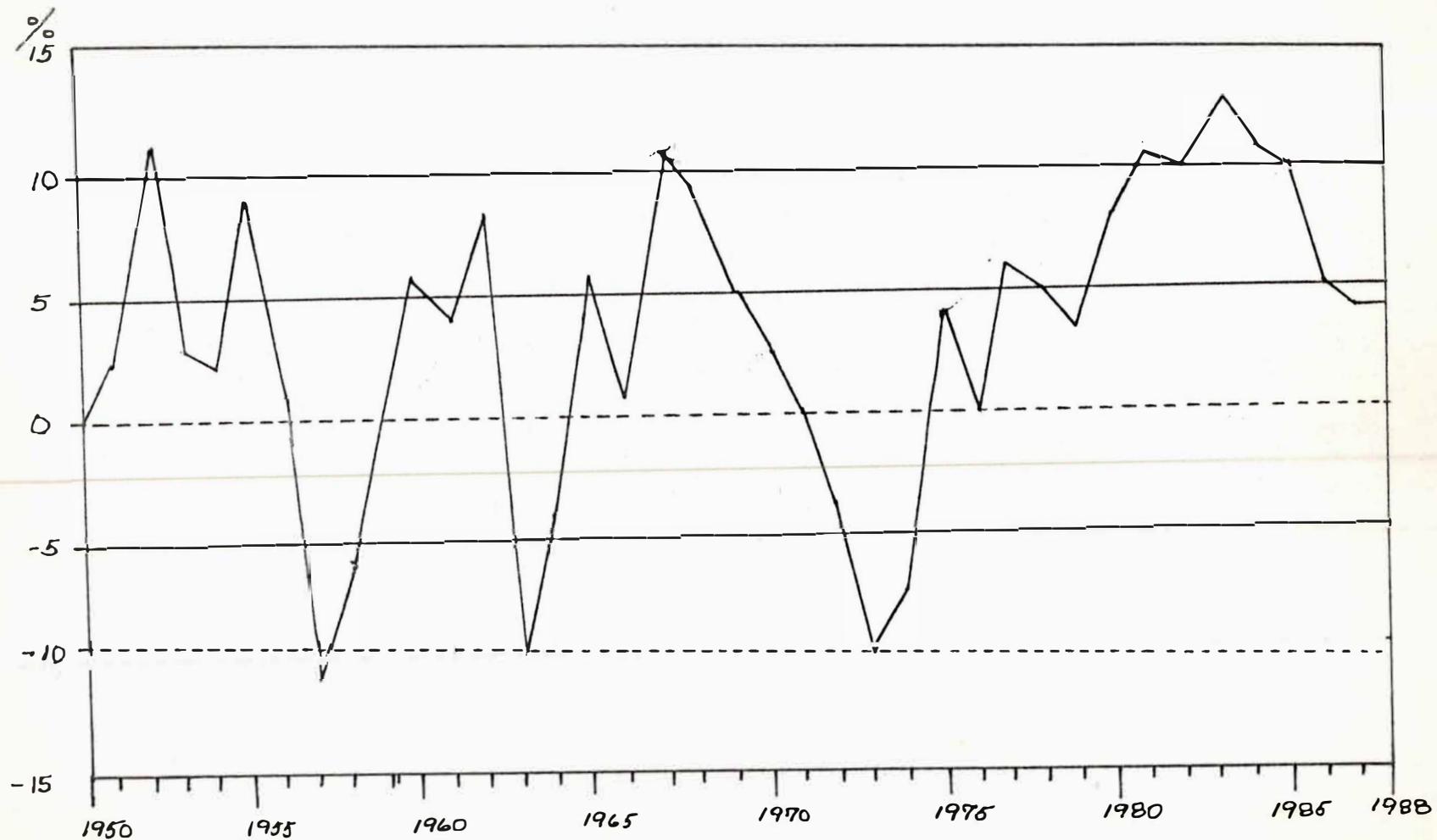
FUENTE: Hacia la recuperación del mercado accionario. Banco de la República.

GRAFICA 3. Tasa de interés real 1950-1988.

A. Tasa de interés real ex-ante.(con inflación esperada).



GRAFICA B. Tasa de interés real ex-post (con inflación observada según IPM).

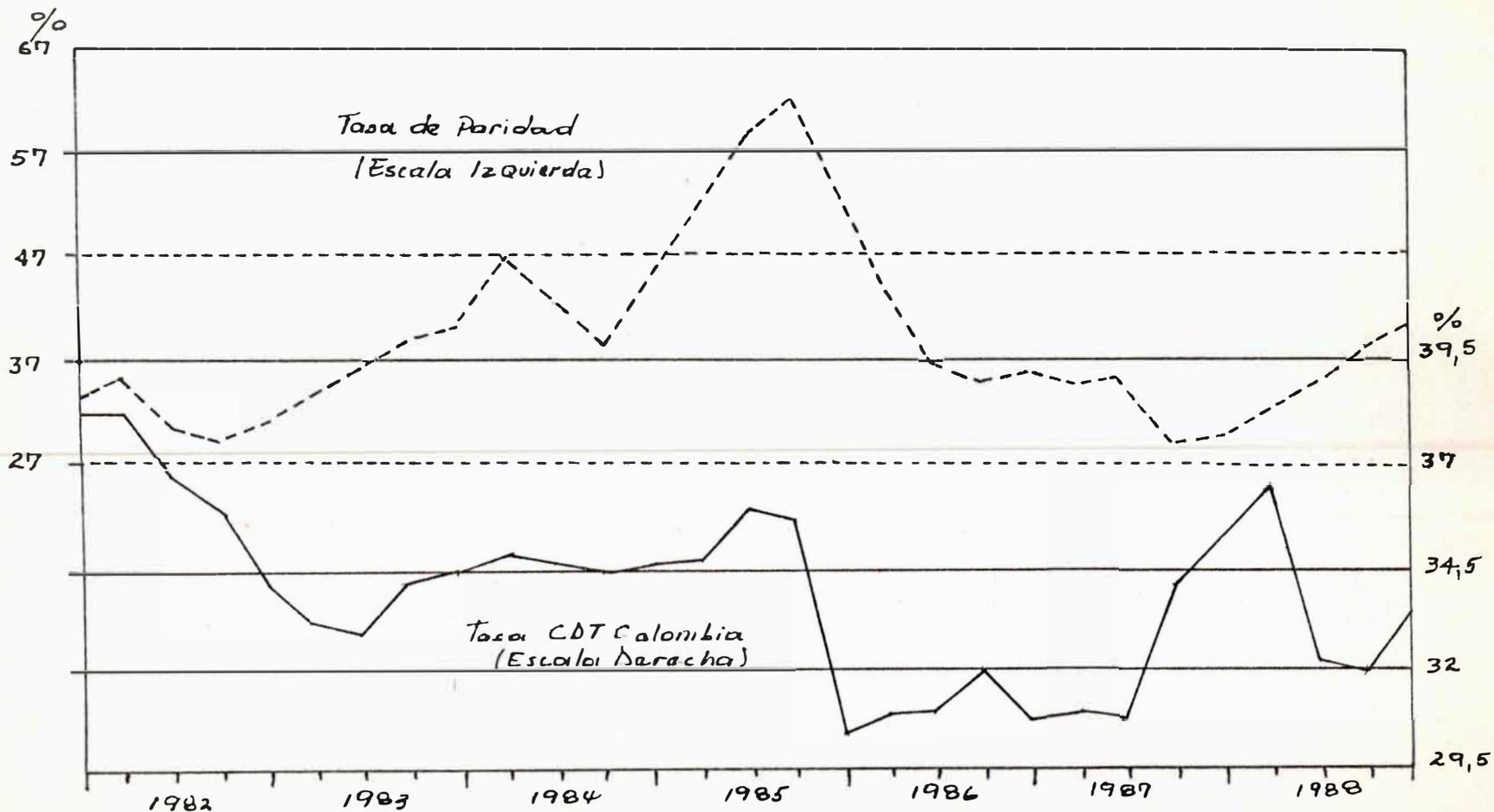


FUENTE: Ver Gráfico 1.

miento de los intereses nominales, guarda bastante relación con la elevación del proceso inflacionario Colombiano (Gráfica 1). En consecuencia, es preciso enfatizar que las dos variables no son independientes. Este es un fenómeno conocido y comúnmente aceptado, aunque en ocasiones tiende a dejarse de lado. Es importante no solo porque refleja una realidad económica, sino porque, como se señalará adelante, tiene importantes implicaciones financieras. Sabemos que la tasa nominal no es independiente del comportamiento de los precios. De ahí el concepto de tasa real.- Pues bien en la Gráfica 3 observamos la evolución de la tasa real ex-post, es decir, aquella resultante de quitarle a la tasa nominal el efecto de la inflación efectivamente observada. No cabe duda que dicho indicador presenta niveles bajos en los últimos tres años. Del 13% - 15% o más a mediados de 1984, la tasa real ha bajado a niveles de 3 - 5%. Aún dentro de una perspectiva de tiempo más ampliada los actuales niveles son más bajos desde 1979, e inferiores también a los de algunas etapas de períodos, como los años sesenta, en que las tasas reales negativas eran de frecuente ocurrencia.

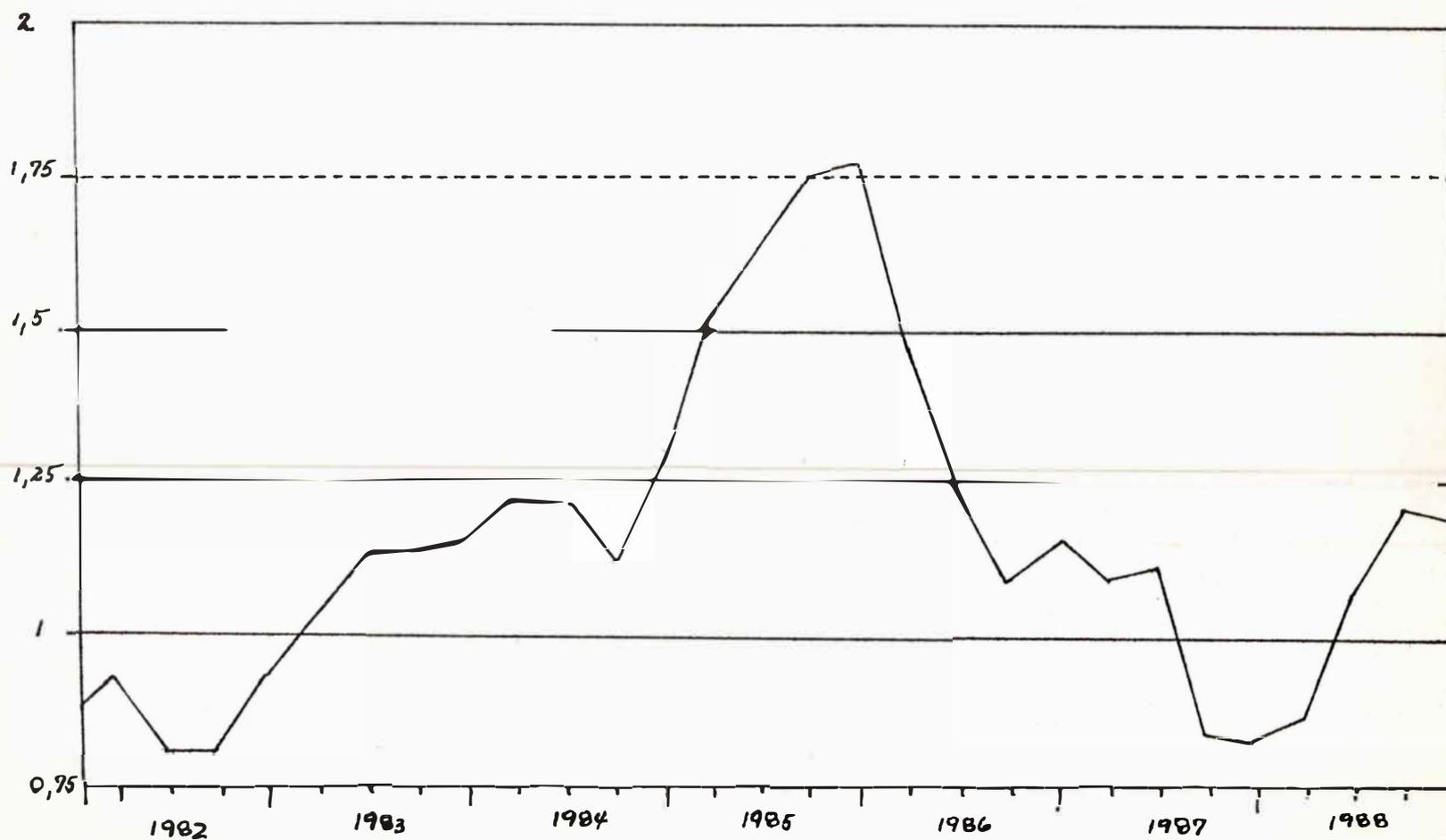
Ciertamente la mediación de tasas reales de interés es materia de controversia, debido a que la inflación observada puede no reflejar la inflación esperada. En todos

GRAFICA 4 A. Tasa de interés de paridad y tasa interna de interés.



GRAFICA B. Rentabilidad relativa de activos denominados en dólares.

Vs. Los denominados en pesos.



FUENTE: Banco de la República.

los casos se llega a la conclusión de que las tasas reales son bajas en comparación con un patrón histórico.

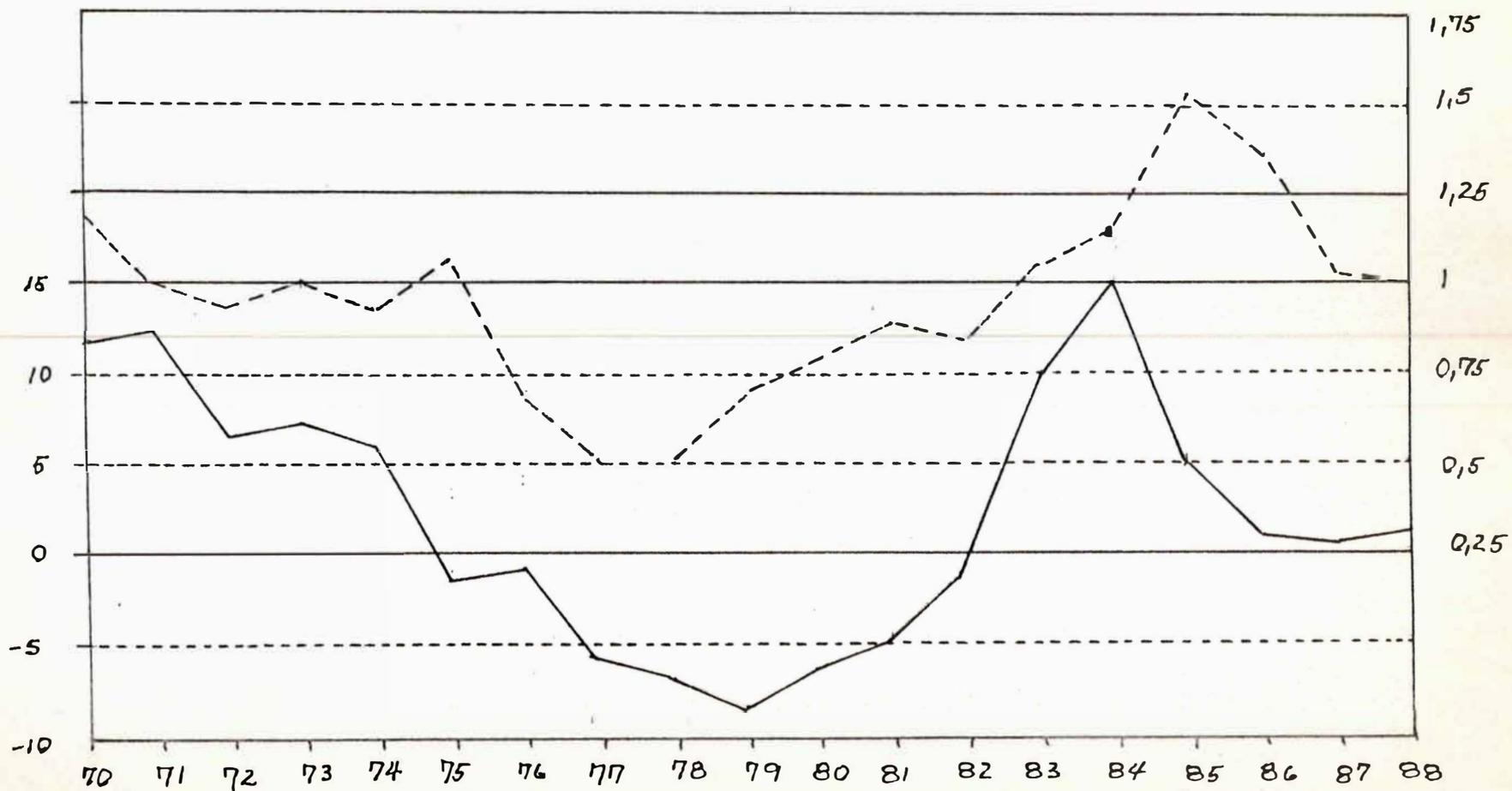
- TASAS INTERNAS Y SECTOR EXTERNO

De tiempo atrás el Banco de la República ha insistido en que no se deben ignorar las condiciones financieras internacionales, y la evolución del tipo de cambio, al analizar el comportamiento de las tasas de interés interna.

Ciertamente las restricciones a la movilidad de capital que impone el régimen cambiario colombiano tiende a amortiguar los efectos de las variables externas sobre las tasas domésticas. Sin embargo, también es sabido que, cuando los incentivos son lo suficientemente atractivos, los agentes económicos buscan evadir los controles a través de mercados paralelos o negros.

Diversos trabajos han concluido que el grado de movilidad de capitales no es nulo, aunque el grado de importancia varía según el estudio. Por ejemplo, se ha encontrado que un cambio del 10% en la rentabilidad de los activos externos (tasa de interés externa ajustada por devaluación) se traduce en un cambio del 3% en las tasas de interés internas. En la Gráfica 4 se presentan indicado-

GRAFICA 5. Premiun del cambio negro y rentabilidad relativa de activos en dólares Vs. activos en pesos.



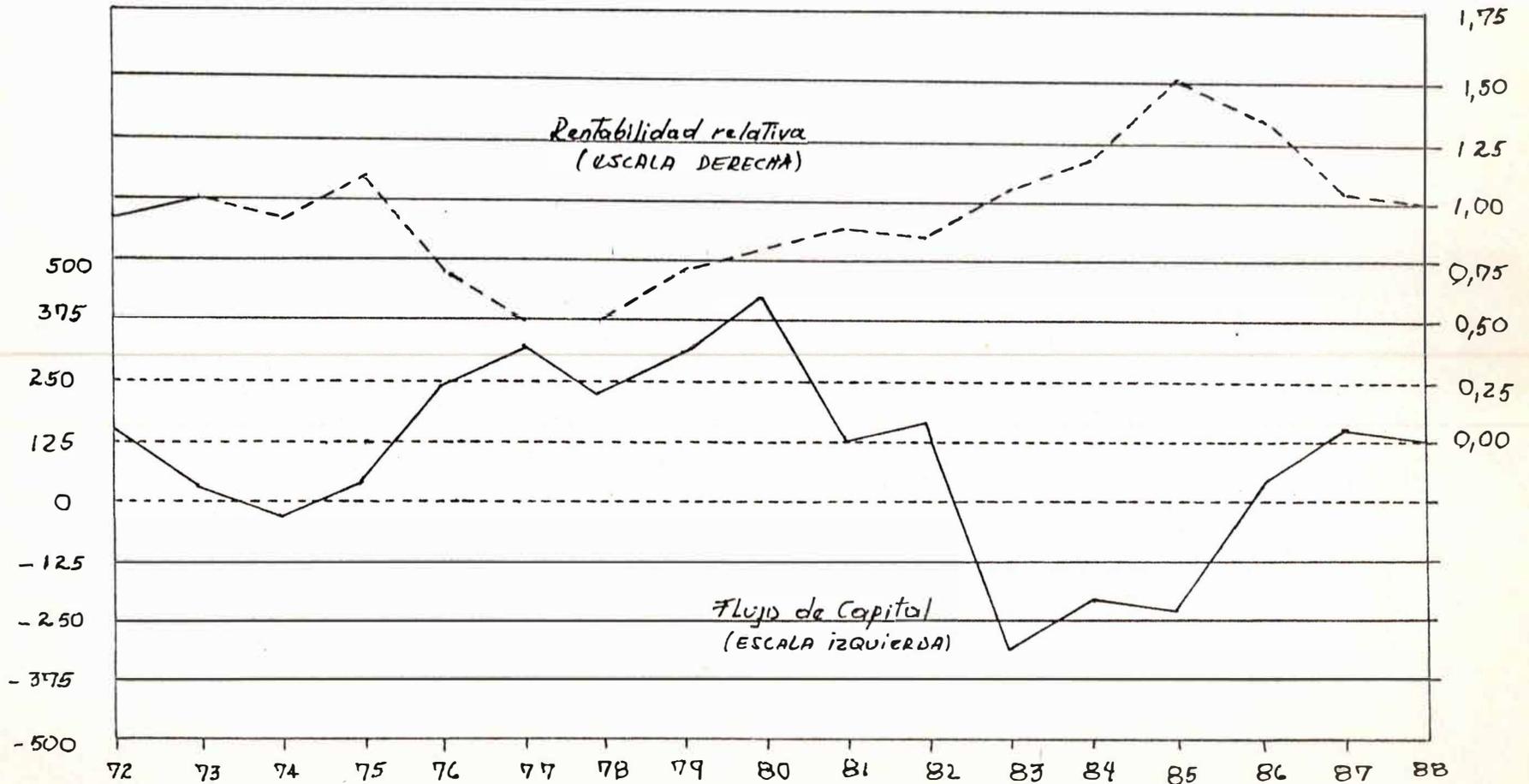
FUENTE: Banco de la República.

res de las tasas de interés interna y de la rentabilidad (en pesos) de los activos externos durante el período 1982-1988. Resulta evidente la debilidad de la relación.

El anterior resultado no implica que la relación entre la tasa de paridad y las tasas domésticas de interés no tengan ningún efecto sobre la economía, puesto que muchas transacciones de movilidad de capital se realizan en el mercado paralelo de divisas, es de esperarse que el " premiun" del tipo de cambio negro representa en alguna medida a la rentabilidad relativa de activos en dólares y en pesos. De ello se observa una estrecha relación entre las series correspondientes (Ver Gráfica 5).

Sin embargo, el año 1985 plantea una serie de interrogantes al respecto puesto que, en dicho año, el "premiun" del dólar negro cayó mientras que la rentabilidad de los activos externos se elevó a los niveles más altos del período 1970-1988. La explicación parece estar en el hecho de que el "premiun" además de responder a dicha rentabilidad relativa depende de otros factores que reflejan las condiciones macroeconómicas globales. En este año no solo se intensificaron los mecanismos de control de cambio sino también se puso en marcha un severo plan de ajuste en los frentes monetarios, fiscales y salariales, además del cambiario.

GRAFICA 6. Proxy del flujo de capital especulativo y rentabilidad relativa de activos en dólares Vs. pesos.



FUENTE: Banco de la República.

CUADRO 3. Regresión explicativa de una variable PROXY de los flujos especulativos de capital.

VARIABLES INDEPENDIENTES	COEFICIENTE	ESTADÍSTICO "T"
1. Constante	424.4	4.71
2. Rentabilidad relativa de activos en dólares vs. pesos	-337.9	-4.30
3. Déficit del sector público como proporción del PIB	- 49.7	-4.91
4. Saldo reservas internacionales netas en miles de millones de dólares de 1985	68.0	3.28
5. Coeficiente de autocorrelación de errores de primer orden.	- 0.43	-1.68

Indicadores estadísticos de regresión:
 $R^2 = 0.8299$
 R^2 ajustado = 0.7680
 Error estándar de la regresión = 101.27
 Durbin - Watson = 2.26
 Logaritmos de la función de verosimilitud = -93.6
 Medidas de la variable dependiente = 210.3
 Estadístico F = 13.42

FUENTE: Banco de la República.

CUADRO 3. Emisiones de bonos por parte de grandes empresas.

Empresa	Fecha	Interés nominal	Plazo años	Monto \$ millones	Tasa efectiva anual
PROVEAUTOS	87-02	T.A.28.00	1	55	33.68
COLTEJER	87-04	M.V.30.12	3	3000	34.65
CONFEC.COLOMBIA	87-10	T.V.31.15	3	300	34.98
CONFEC.COLOMBIA	88-05	T.A.31.50	3	470	38.83
CONST.BOLIVAR	88-09	T.V.30.00	1	80	33.55
CONST.BOLIVAR	88-09	T.V.31.00	2	20	34.79
SIMESA	88-10	T.A.31.00	3	1000	38.08
CARTON	88-11	T.A.33.50	3	1000	37.95
H. ESTELAR	89-01	T.A.32.00	3	600	41.12
CARTON	89-02	T.V.33.50	3	2000	37.95
UNIROYAL	89-02	T.A.32.00	3	1000	39.59
PROPAL	89-03	T.V.33.50	3	2000	37.95
ENKA	89-03	T.A.31.00	3	3500	38.08

FUENTE: CNV y corredores asociados.

T.A. Trimestre anticipado.

T.V. Trimestre vencido

M.V. Mes vencido.

Todas estas variables parecen influir sobre el diferencial cambio negro- cambio oficial. Un trabajo en proceso de Santiago Herrera en el Banco de la República encuentra que variables como el déficit fiscal y el nivel de reservas internacionales, además de las diferenciales de tasas internas y externas de interés, se explican significativamente una alta proporción (75%) de las variaciones del "premiun" de la tasa de cambio negro sobre la tasa oficial. Esto puede explicar el porqué de la baja reacción de las tasas de interés internas al proceso de devaluación de 1985.

Por otro lado, la movilidad de capitales, también se puede estudiar con base en estadística de la balanza de pagos. Para construir una variable "proxy" del movimiento especulativo de capital se tomaron los siguientes renglones: viajes, otros bienes servicios y rentas; transferencias, errores y emisiones. Con base en esta variable "proxy" del movimiento especulativo de capital (que se reconoce es discutible) se observa una clara correspondencia entre el movimiento de capital especulativo y la relación de rentabilidades relativas (Ver Gráfica 6), esta hipótesis es verificada estadísticamente con base en la regresión del (Cuadro 3). Se encontró que, en promedio, durante el período 1970-1988 un incremento de 10% en la rentabilidad relativa de los activos en

dólares produjo una salida de casi 34 millones de dólares reales de 1975.

En síntesis aunque la existencia del estatuto cambiario debilita correspondencia entre rentabilidades de activos internos y externos (que sería completa en caso de existir perfecta movilidad de capitales), la evidencia empírica sugiere que el aislamiento impuesto por el control no es absoluto. En consecuencia, el manejo de la tasa de interés doméstica no debe alejarse demasiado (ni por períodos muy largos) de lo que sugerir la teoría de la paridad de tasas de interés. El hacerlo puede generar presiones deseadas que tendrían consecuencias desfavorables sobre la balanza de pagos y que a la postre derrotarían los intentos de mantener tasas de interés demasiado bajas.

Actualmente la tasa pasiva interna está alrededor del 34%. Los rendimientos de activos externos, suponiendo una devaluación del 25% y tasas pasivas externas de 9% se ubican por encima del 36%. Esto indica que dadas las restricciones a las cuales hemos hecho referencia aquí existe poco margen de maniobra para reducir significativamente las tasas internas de interés.

CUADRO 4. Evolución del sistema bancario.

Año	H.N.%	I.F.%	E.F.%	MFB	P.C.	FMN	G.A.	O.I.	C.Reserva
1970	1.5	9.8	2.5	7.3	0.2	7.1			10.3
1971	1.7	9.6	2.2	7.4	0.3	7.1			10.3
1972	1.4	10.0	2.5	7.5	0.3	7.2			10.0
1973	1.5	11.0	2.6	8.5	0.4	8.1			9.3
1974	1.5	11.2	3.9	7.3	0.3	7.0	3.6	-1.9	8.4
1975	1.7	13.3	5.6	7.7	0.3	7.4	3.6	-2.1	8.1
1976	1.6	12.7	5.3	7.4	0.3	7.1	3.6	-1.8	8.5
1977	1.4	13.3	5.8	7.5	0.3	7.2	3.9	-1.9	
1978	1.3	12.9	5.9	7.0	0.3	6.7	3.8	-1.6	8.4
1979	1.3	14.7	7.0	7.7	0.3	7.4	4.3	-1.8	9.4
1980	1.6	16.5	8.3	8.1	0.3	7.8	4.6	-1.6	9.2
1981	1.4	16.7	8.9	7.8	0.4	7.4	4.5	-1.5	8.3
1982	0.5	17.5	9.9	7.7	0.9	6.7	4.9	-1.3	9.3
1983	0.5	15.9	8.8	7.2	1.0	6.2	4.6	-1.1	8.4
1984	0.5	16.6	10.2	6.4	1.3	6.5	4.9	0.4	6.8
1985	-0.5	16.2	10.2	6.0	1.8	5.0	4.7	0.1	4.8
1986	0.4	16.5	9.8	6.7	1.3	4.2	4.9	-0.2	6.0
1987	1.0	16.7	9.6	7.1	1.2	5.5	4.6	-0.3	5.7
1988	1.0	16.9	10.3	6.6	1.1	5.9	4.6	0.2	5.6

FUENTE: Banco de la República. Investigaciones Económicas.

CUADRO 5. Evolución del sistema bancario (millones de pesos constantes de 1978).

Año	"N.	I.F.	E.F.	M.F.B.	P.C.	M.F.N.	G.A.	O.I.N.	C.R.S.	A.T.
1970	2108	13538	3428	10110	312	9798			19251	138000
1971	2326	13495	3096	10399	436	9963			14491	140325
1972	2061	14825	3693	11132	492	10640			14825	147763
1973	2229	16935	3938	12996	565	12492			14245	153603
1974	2694	19348	6766	12582	478	12103	6178	- 3331	14480	172903
1975	3171	25392	10657	14735	600	14135	6960	- 4009	15491	191016
1976	3096	24206	10098	14108	540	13568	6958	- 3515	16183	191104
1977	2796	25755	11208	14547	568	13979	7530	- 3653	16217	194156
1978	2930	28694	13181	15513	643	14870	8481	- 3460	18595	221990
1979	2618	30586	14495	16091	715	15376	9003	- 3755	19439	207785
1980	3714	38237	19350	18887	779	18108	10768	- 3626	21467	232154
1981	3206	38490	20562	17928	886	17042	10281	- 3555	19119	229830
1982	1214	40198	22616	17582	2175	15407	11148	- 3045	21299	229099
1983	1307	41159	22633	18525	2494	16031	11917	- 2807	21763	258421
1984	1350	42882	26450	16432	3440	12992	12647	1005	17504	258526
1985	-1288	44158	27790	16368	4840	11528	12958	192'	13140	273051
1986	1070	47361	28133	19229	3599	15629	13905	- 654	17083	286642
1987	3108	51159	29422	21737	3614	18122	14196	- 818	17405	305813
1988	3071	51527	31497	20030	3368	16662	14177	583	16982	305184

FUENTE: Asociación Bancaria. Estadísticas semestrales. 1970-1988.

- ASPECTOS MICROECONOMICOS

El comportamiento de las tasas de interés no es ajeno a los sucesos al interior del sistema financiero. Este es un aspecto que en ocasiones se deja de lado y que, además, se juzga a veces sin plenos elementos de juicio. Quisieramos detenernos en este aspecto, entonces, para subrayar algunas tendencias que consideramos importantes en este trabajo.

En los Cuadros 4 y 5 se presentan para el período 1970-1988 los principales indicadores del sector bancario analizaremos algunos de ellos.

- Utilidades, medidas como proporción de los activos las utilidades netas del sistema bancario colombiano en 1988 alcanzaron un monto equivalente del 1%. Este nivel es aproximadamente un 35% inferior al observado durante la década pasada. Si bien las utilidades se han recuperado de los bajos niveles registrado durante la crisis de 1982-1985, aún distan mucho de los que fueron sus patrones históricos. En términos absolutos, las utilidades del sistema bancario durante 1988 resultan inferiores (en pesos constantes) a las registradas en algunos años 1970-1980 (Ver Cuadro 5).

- Capital y reserva, el patrimonio de los bancos tradicionalmente se ha fortalecido con la retención de utilidades. El bajo nivel de éstas últimas, cuya tendencia decreciente viene desde hace casi veinte años, ha incidido por lo tanto sobre los niveles patrimoniales durante el período 1970-1977, éstos representaron en promedio el 9.2% de los activos. Durante el período 1987-1988 dicho promedio había bajado a 5.6%. El resultado es un sistema bancario con solidez patrimonial precaria. Si los bancos han de permanecer privados su estructura de capital difícilmente podrá fortalecerse si no son rentables. Otros indicadores nos dan la idea del porqué de la baja rentabilidad.

- Márgenes financieros. El margen financiero bruto del sistema (M.F.B.) fué de aproximadamente de 7.7% durante los años setenta. Hoy se ha reducido a 6.7%. Así mismo, el margen neto (M.F.N) , que excluye las prohibiciones para protección de cartera, pasó de 7.3% de los activos durante la década pasada a 5.5% actualmente. Este hecho es particularmente relevante para el debate actual. La realidad es que lejos de haber incrementado sus márgenes, los bancos los han reducido en montos significativos que representan entre el 1% y el 1.5% de sus activos, veámos más de cerca este punto.

- Ingresos y egresos financieros; los ingresos del sistema pasaron del 11.4% de los activos como promedio en el período de 1970-1977 al 16.8% en 1987-1988. Es decir han subido 5.4 porcentuales como proporción de los activos. Esto es reflejo ante todo de las mayores tasas de interés activa. A su vez, los egresos financieros pasaron de 3.8% a 10% en los mismos períodos. El incremento fué de 6.2 puntos porcentuales, reflejando tanto mayores tasas de interés pasivas como un cambio marcado en el portafolio de recursos, en el cual las cuentas corrientes y demás fuentes de costo financiero bajo han perdido participación. El punto que debe resaltarse es que el sistema no ha podido trasladar al usuario la totalidad de los aumentos en los costos. De ahí la reducción de márgenes. Cuanto de esto se debe a competencia de otros intermediarios (Corporaciones Financieras, Compañías de Financiamiento Comercial) y cuanto a la elasticidad de la demanda de crédito es difícil de precisar. No obstante, es un hecho claro que el mercado impone límites a las tasas que pueden cobrar los intermediarios. Esto se ha visto resaltado recientemente por las numerosas colocaciones de bonos por parte de las empresas, con tasas superiores a las pasivas bancarias pero inferiores a las activas.

El sistema bancario enfrenta, pues, limitaciones en el frente de las tasas de interés. Los actuales niveles

considerados por algunos como demasiado alto, tienden a reflejar la estructura de costos del sistema y no un exceso de utilidades. Estas, por el contrario, se han reducido significativamente frente a períodos anteriores, lo cual dificulta el fortalecimiento patrimonial del sector. Las consecuencias de bajos niveles de capitalización se hicieron evidentes en la crisis financiera 1982-1986. Por consiguiente no resulta prudente, desde el punto de vista microeconómico, propender por reducir las tasas de interés a costa de las utilidades bancarias. Ello conduciría a la postre a un sistema aún más débil que el actual, al impedirse el fortalecimiento de la base de capital.

Lo anterior no significa que debamos sentirnos satisfechos con la actual estructura de costos. En el Cuadro 4 podemos observar que los costos administrativos, como proporción de los activos se han elevado en casi un punto porcentual durante la presente década. Es una tendencia que se debe revertir, lo cual es sin duda posible si se aprovechan adecuadamente la economía de escala que ha mostrado tener el sistema financiero colombiano. Sobre este aspecto hay consenso. En la reciente Convención Bancaria reunida en Cartagena, el planteamiento unánime, tanto que banqueros como representantes del gobierno, fué la necesidad de, una vez superada la crisis pro-

pende por la mayor eficiencia del sistema. Solo será viable esperar con las condiciones macroeconómicas adecuadas, niveles reales más bajos de las tasas de interés, con un sistema cuya dimensión permita atender las crecientes necesidades crediticias de la economía Colombiana.

Respecto a lo anterior concluimos que:

1. Las tasas nominales de interés son elevadas si se les compara con las vigentes en los años cincuenta o sesenta, pero no lo son con respecto a las observadas en ésta década. Sin embargo, si se miden en términos reales, las tasas observadas actualmente registran niveles históricamente bajos. Son inferiores a las observadas durante buena parte de la presente década y menores también a las registradas en varios años del período 1948-1980.

2. Los movimientos de capital no son independientes de la relación entre la tasa de interés interna y externa. Ello impone limitantes a los niveles nominales que se puedan sostener durante períodos de tiempo muy prolongados.

3. Los bancos, contrario a la creencia común, no han

CUADRO 6. Márgenes de redescuento 1980 - 1991.

Años	F.F.A.P.	F.F.I.	F.I.P.	PROMPIO
1980	65.0 - 85.0	65.0 - 80.0	75.0 - 85.0	90.0 - 95.0
1981	65.0 - 90.0	80.0 - 85.0	80.0 - 86.0	90.0 - 95.0
1982	65.0 - 90.0	80.0 - 85.0	80.0 - 85.0	90.0 - 95.0
1983	65.0 - 100.0	80.0 - 87.0	80.0 - 86.0	90.0 - 96.0
1984	75.0 - 100.0	80.0 - 87.0	80.0 - 86.0	90.0 - 95.0
1985	75.0 - 100.0	80.0 - 87.0	80.0 - 86.0	90.0 - 95.0
1986	75.0 - 90.0	85.0 - 90.0	80.0 - 82.0	90.0 - 95.0
1987	75.0 - 90.0	85.0 - 90.0	80.0 - 82.0	90.0 - 95.0
1988	87.0 - 87.0	85.0 - 90.0	75.0 - 75.0	90.0 - 95.0
1989	77.5 - 87.5	85.0 - 90.0	75.0 - 75.0	90.0 - 95.0
1990	70.0 - 70.0	70.0 - 80.0	70.0 - 70.0	80.0 - 80.0
1991	-	70.0 - 80.0	70.0 - 70.0	80.0 - 80.0

FUENTE: Revistas Banco de la República.
Cálculo. Departamento de investigaciones económicas.

CUADRO 7. Tasas de redescuento .1980 -1991.

Años	F.F.A.P.	F.F.I.	F.I.P.	PROEXPO
1980	15.5 - 23.5	17.0 - 21.0	23.0 - 24.0	14.0 - 16.0
1981	15.5 - 23.5	21.0 - 23.0	23.0 - 24.5	14.0 - 16.0
1982	15.5 - 23.5	21.0 - 23.0	23.0 - 24.5	14.0 - 16.0
1983	12.0 - 23.5	20.0 - 23.0	22.0 - 24.5	14.0 - 16.0
1984	17.0 - 18.5	20.0 - 23.0	23.0 - 27.5	12.0 - 21.0
1985	12.0 - 23.5	20.0 - 23.0	22.0 - 24.5	14.0 - 16.0
1986	15.5 - 21.5	17.0 - 24.0	19.0 - 27.5	16.0 - 22.5
1987	15.5 - 21.5	17.0 - 24.0	19.0 - 27.5	16.5 - 20.0
1988	23.0 - 23.0	DTF - 2.4 DTF - 2.5	DTF + 1.5 DTF + 1.5.	20.0 - 20.0
1989	17.0 - 24.5	DTF - 2.5 DTF - 4.5	DTF + 1.5. DTF + 1.5.	20.0 - 20.0
1990	DTF - 2.0 DTF - 7.0	(3) DTF DTF - 4.0	DTF DTF - 3.0	DTF DTF - 4.5
1991	-	DTF DTF - 4.0	DTF DTF - 3.0	DTF DTF - 4.5

FUENTE: Banco de la República.
Cálculo. Departamento de investigaciones económicas.

aumentado sus márgenes. Los han reducido. Este hecho ha afectado las utilidades y, a su vez la capitalización del sistema. Sin embargo, en la medida que se avance en materia de productividad, se abre campo para tasas activas inferiores (en términos reales) a las que normalmente prevalecen en el mercado.

5.2. TASAS Y CUPOS DE REDESCUENTOS

Como se podrá ver en los cuadros 6 y 7 desde el año 1980 hasta la fecha, período en que existen estadísticas; hay cuatro tasas dependiendo de cual de los fondos fué el utilizado; en el caso del fondo financiero industrial y el FIP de 1980-1985 permanecen casi constantes con esporádicas variaciones , pero en 1986 hay una amplitud de 7.0 puntos ya que varían en el Fondo Financiero Industrial entre el 17 y el 24%, pero en el FIP esta variación es mayor fluctuando entre el 19.0% y el 27.5% durante los años 1986 y 1987. Ya en el año de 1988 en adelante, la tasa de redescuento es variable dependiendo de DTF situación que continua hasta el año 1991, fecha en que cesan las funciones de la Junta Monetaria.

En cambio en los otros fondos financieros , el FFAP y PROEXPO permanecen constantes hasta 1987 donde el primero sufre una variante de 8.0 puntos para volver a caer -

en el año siguiente al 17.0%, sin embargo en 1990 se aplica la misma política que en los otros fondos, debido a que se tiene en cuenta el DTF, igual cosa sucede con la de PROEXPO, variando únicamente los años 1988 y 1989 con respecto a los años anteriores, pero en 1990 y 1991 todo ellos toman como base en DTF para fijar las tasas de redescuento respecto a los márgenes de redescuento, y analizando el cuadro respectivo, se nota que en los años considerados (1980-1991) período en el cual existen estadísticas ya que anteriormente no se recopilaba, se ve que PROEXPO conserva un nivel de 90-95% hasta 1989 sin variación de ninguna clase, para luego bajar a 80% en los dos últimos años mencionados.

El FIP tiene en 1980 un 75% a 85% de margen para subir a 80% - 85% hasta 1987 con bajas de 5 puntos porcentuales en 1988-1989 y otros 5% más para quedar en 70% en los dos últimos años considerados.

El mismo análisis y variación sufre el margen de redescuento del FFI, variando únicamente en los años 1988 y 1989 donde sube de 80% - 85% a 85%-90% para luego caer abruptamente en 1990 y 1991 al 70% - 80% casi se tornando a los márgenes que tenía en 1980.

En cambio el que ha sufrido un crecimiento absurdo durante

el período 1980 - 1983 pasando de un 85% hasta el 100% tasa que permanece hasta 1985 para comenzar a descender hasta llegar al 70% en 1990. Para 1991 no se pudieron ultimar datos.

5.3. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Hablar de operaciones de mercado abierto dentro del contexto de la actual coyuntura, cuando se busca una herramienta contraccionista, distinta del encaje, para neutralizar los flujos monetarios derivados de la bonanza cafetera, puede crear una impresión equívoca de la función de esta herramienta de manejo monetario.

Se ha llegado a pensar que dichas operaciones son exclusivamente una herramienta contraccionista, lo que explica porqué la controversia sobre las mismas se recrudece en períodos de desbordamientos monetarios. De otra parte, el hecho de que se denomine la operación que efectúe el Banco de la República a través de títulos de participación y los canjeables por Certificados de Cambio como de mercado abierto, contribuye, aún más a ahondar la confusión que ya existe en torno del tema.

Es el propósito de este estudio dispersar un poco la incertidumbre que envuelve a las operaciones de mercado

abierto, definiendo lo que ellas son , la manera como se realizan, su alcance dentro de la actual coyuntura, su utilidad como herramienta de manejo monetario en Colombia y las limitaciones y obstáculos a que ellas se enfrentan.

- DEFINICION

La definición estricta de operaciones de mercado abierto la señala como una herramienta monetaria, enmarcadas dentro de las operaciones de deuda pública del gobierno, para regular la liquidez de la economía. Las realiza el Banco Central a través de la compra y venta de y para su propia cartera, de título representativo de deuda pública. Son un instrumento a libre disposición de la autoridad monetaria, de tal manera que a través de ellas dicha entidad puede afectar autónomamente en más o menos y en cuantía y a plazos establecidos, los medios de pago en circulación. Además, cuentan con una flexibilidad tal que le permita a la Junta Monetaria actuar en forma inmediata sobre la liquidez de la economía.

A la luz de esta definición, resulta claro que las transacciones realizadas por el Banco de la República a través de los títulos de participación y los canjeables por certificados de cambio, no cumplen con las condiciones

requeridas por este tipo de operaciones. En primer lugar, la Junta Monetaria no ejerce autonomía sobre ella. Su efecto contraccionista depende exclusivamente de las decisiones del sector privado de comprar dichos títulos, excepción hecha de los suscritos por la Federación Nacional de Cafetero que se asimilan a obligatorios. En ningún momento puede la Junta Monetaria inducir su compra o venta, el cual las torna en un instrumento monetario pasivo. En segundo término, no son títulos representativos de deuda pública y aunque son negociables, no se prestan a ellos. Finalmente, y como se deduce de lo anterior, son inflexibles.

Las operaciones de mercado abierto no son exclusivamente una práctica contraccionista cuya utilización se puede circunscribir a períodos de desbordamiento de los medios de pago, sino una herramienta permanente para llevar a cabo el manejo monetario de la economía en lo que se refiere tanto a las necesidades contraccionistas como expansionista. Para efecto práctico de su utilización en Colombia suplantaría en gran parte, las dos herramientas tradicionalmente empleadas con este fin, a saber, el encaje y el redescuento, con la diferencia de que las operaciones de mercado abierto potencialmente constituyen un medio mucho más flexible y eficiente. Por lo tanto, no se debe abordar el tema de las operaciones

de mercado abierto como una herramienta para congelar medios de pagos en los casos de las bonanzas cafeteras u otros desórdenes monetarios excepcionales, sino como una alternativa de manejo monetario cotidiano más apropiada que el redescuento y el encaje.

Es importante anotar que para que se den operaciones de mercado abierto, el Banco Central debe realizar tanto operaciones de carácter contraccionista como de carácter expansionista. Las unas y las otras no son solo complementarias sino interdependientes. Pues a menos de que el Banco de la República adquiriera para su cartera título del gobierno cuando la economía requiera liquidez adicional, no estará capacitado para realizar operaciones de efecto contraccionista a través de la venta de los títulos de su cartera, cuando convenga recoger medios de pago.

- MODO DE OPERAR

Partiendo del hecho de que las operaciones de mercado abierto se basan en la negociación de títulos gubernamentales, resulta procedente describir la manera como éstas se desarrollan dentro del marco más amplio de la política de la deuda pública.

La colocación primaria de títulos de deuda pública conlleva a un ingreso de recursos a la tesorería. Esta primera etapa no constituye operaciones de mercado abierto aunque si representa un primer paso necesario para que ellas se realicen posteriormente, pues primero se requiere crear un mercado de tales títulos.

Las operaciones propiamente dicha se llevan a cabo a través de la compra y venta de éstos por parte del Banco Central en el mercado secundario. Cuando el emisor adquiere títulos en el mercado para su propia cartera, aumenta la liquidez de la economía por la inyección de recursos que resulta de su compra, al mismo tiempo que se capacita para efectuar, más adelante, operaciones de mercado abierto de carácter contraccionista cuando los venda nuevamente.

Si la colocación primaria se efectúa en el Banco de la República, la operación equivale a un crédito directo del emisor a favor de la tesorería, de efecto expansionista sobre los medios de pago. Dicha operación sería justificable solo en el evento de que fuera de conveniencia para la política monetaria, ya que no son las operaciones de mercado abierto las que deben estar en función de las necesidades de la tesorería, sino por el contrario las necesidades de la tesorería supeditas a los objetivos

de la política monetaria dentro de los cuales se circunscriben las operaciones de mercado abierto.

De otra parte, si el sector privado suscribe los títulos se produce una transferencia de fondo, neutra en términos monetarios, hacia el tesoro. Esta última operación llegaría a ser contraccionista en la medida en que la tesorería genere un superávit de caja.

Así pues, si el Banco Central juzgara necesario facilitar liquidez adicional a la economía, compraría títulos gubernamentales en circulación en el mercado financiero. Si, por el contrario, estimara que el sistema bancario posee exceso de reservas, adoptaría la política de vender títulos, congelando el producto de las ventas. Ello resultaría en una disminución de las disponibilidades bancarias que se traduciría en la reducción de la capacidad crediticia, con lo cual se frenaría el crecimiento de los medios de pagos.

- LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO FRENTE A LA REALIDAD COLUMBIANA

Si bien ya se ha definido, aunque sea en forma muy esquemática, lo que es y como opera un sistema de operaciones de mercado abierto, y se han contemplado desde diversos ángulos algunos de los beneficios que podría traer para

la economía la adopción de esta práctica de manejo monetario, conviene ahora situar el tema un poco más dentro del contexto de nuestra realidad y de la perspectiva histórica del manejo monetario en Colombia.

Como lo demuestra el Dr. Antonio Hernández Gamarra¹⁸ en su trabajo titulado "déficit fiscal, política monetaria y distribución del crédito", la experiencia Colombiana de los años terminados en 1973 inclusive, indica que los orígenes de expansión de los medios de pago se han localizado en gran parte en los déficits fiscales atendidos ya sea a través del endeudamiento externo del Gobierno Nacional, o del crédito directo del Banco de la República. Según el mismo estudio, también ha jugado un papel preponderante como fuente de expansión, el crédito directo del emisor a entidades de fomento y a otras entidades financieras distintas de los bancos comerciales. De otra parte, y contrariamente a lo que pensaba, la balanza cambiaria ajustada para excluir solo el flujo neto de dólares provenientes del intercambio de bienes y servicios y del endeudamiento externo, no se encontró ser un factor responsable de haber producido graves traumatismos ni en el manejo monetario ni el crecimiento de los medios de pagos.

¹⁸ HERNANDEZ GAMARRA, Antonio. Déficit fiscal, política monetaria y distribución de crédito nuevo. El mercado de capitales en Colombia, 1974.p.p. 74-78.

Resulta un lugar común, y así mismo concluye el trabajo anteriormente citado, que para contrarrestar estas fuentes de expansión se ha recurrido por lo general al encaje bancario. En efecto, en el período estudiado por el Dr. Hernández Gamarra, la relación encaje a depósito ascendió de 20.6% en 1967 a 46% en 1973.

Para resumir entonces el manejo monetario en Colombia en el período 1967-1973 consistió fundamentalmente en limitar la capacidad de expansión de los medios de pago a través del encaje, para dar cabida a cupos de créditos del Banco de la República, de destinación específica.

Frente a la situación descrita, y en particular a la del origen de la expansión de los medios de pago, lo que el país requería no era establecer un sistema de operaciones de mercado para contraer circulantes, sino controlar las mismas fuentes de la expansión monetaria. Acudir bajo estas circunstancias a las referidas operaciones equivalía a actuar sobre los efectos y no sobre las causas del problema que, como se vió radicaba más en abusos de emisiones del Banco de la República que en la carencia de una herramienta contraccionista efectiva. Por lo tanto, lo indicado era introducir profundas reformas de fondos a los sistemas monetarios, financiero y fiscal que más adelante hicieran posible el desarrollo

de un sistema de operaciones de mercado abierto.

Además del argumento referente a la relación causa-efecto, existen otros por los que se hacen indispensable consumir las reformas arriba mencionadas, en particular aquellas conducentes a un estricto control de crédito del Banco de la República, antes que sea posible realizar operaciones de mercado abierto. Hay que tener en cuenta que existe un carácter altamente sustitutivo entre esta herramienta de manejo monetario, y el de redescuento y encaje, de manera que, hasta cierto punto, el empleo de uno de estos dos procedimientos limita la aplicabilidad del otro. Más concretamente como la primera etapa de las operaciones de mercado abierto, esto es, la adquisición de títulos de deuda pública por parte del Banco de la República, es de carácter expansionista a menos de que dichos títulos se canjen por otros representativos de deudas ya existentes, es requisito que se ejerza una estricta vigilancia sobre las demás fuentes endógenas de expansión, en particular sobre el crédito del Banco de la República a los distintos sectores de la economía, y especialmente al gobierno nacional. Pues, si simultáneamente a la implantación de dichas operaciones se recurren en forma apreciables al crédito del emisor (redescuento), con ello se estaría limitando la capacidad de esa entidad para comprar títulos de deuda

pública, y por ende, su potencial para contraer circulante más adelante a través de la venta de los mismos títulos. De esta manera, se le estaría cerrando el paso al surgimiento de las operaciones de mercado abierto.

Se desprende que para ser viable las operaciones de mercado abierto en el futuro, debe existir un estricto control sobre las fuentes de expansión de la base monetaria que estén al alcance de las autoridades monetarias y fiscal, de manera que una parte importante del crecimiento de los medios de pagos pueda ser atendida por las mismas operaciones de mercado abierto.

Debe reconocerse que ya se han creado las condiciones necesarias para que se tenga un control más estricto sobre el Banco de la República, como consecuencias de las reformas financieras, monetaria y fiscal puestas en marcha por el actual gobierno. En efecto, se ha tratado de limitar al máximo la inyección de recursos de emisión a los fondos financieros y entidades de fomento, y, por otra parte, se ha pretendido devolver al redescuento dirigido a los bancos comerciales y demás intermediarios financieros, la función primordial de asistencia temporal en caso de situaciones momentáneas de liquidez que se presentan dentro del giro normal de sus actividades, eliminando el carácter de fuente de creación de crédito nuevo.

Antes de terminar este estudio , conviene preguntarnos si realmente se justifica establecer operaciones de mercado abierto en Colombia, dada las limitaciones ya discutidas y las que se tocarán a continuación. Pues ya se había dicho que las ventajas comparativas de las operaciones de mercado abierto para el manejo monetario, estriba en su amplia flexibilidad. Pero sí requiere nuestra economía una herramienta monetaria tan flexible? un valioso elemento de juicio en relación con este interrogante, consiste en determinar el comportamiento de la tasa de interés en Colombia, en una economía como la norteamericana donde la tasa de interés es en extremo sensible a variaciones en las condiciones de liquidez de la economía y, donde más aún, pequeñas alteraciones en la tasa de interés pueden ocasionar profundos disturbios en la actividad económica en general, es indispensable que se disponga de una herramienta de control monetario correspondientemente flexible.

En Colombia, por el contrario, no es evidente que estas mismas relaciones se cumplan. En el tiempo transcurrido desde que este gobierno liberalizó e incluso liberó algunas de las tasas de interés y en las observaciones que se tienen de las que operan en el segmento del mercado extrabancario donde mejor juegan las fuerzas de la oferta y la demanda, no existe evidencia clara que de éstas

hayan reaccionando frente a cambios significativos en las condiciones de liquidez de la economía.

Es posible que esta falta de flexibilidad pueda estar condicionada en parte por la situación de rigidez y manipulación arbitraria que ha determinado su comportamiento en el pasado. Pero el hecho es que nuestra economía da indicios de que pueden absorber volúmenes crecientes de liquidez o adoptarse a situaciones de restricción crediticia sin ocasionar movimientos en las tasas de interés. El redescuento con que se negocia papeles comerciales en el mercado extrabancario no ha sufrido variaciones, por lo menos en los últimos cuatro años, no obstante que en aquel período ha habido cambios significativos en las condiciones de liquidez de la economía y en las expectativas de inflación. Así mismo, la restricción crediticia que implica la reducción en el ritmo de crecimiento de la cartera de los bancos este año, el cual no llega al 20% frente a la que se presentó al año pasado, que ascendió por encima del 30%, tampoco parece haber repercutido sobre la tasa de interés. Aunque éstas son observaciones fragmentarias, son dignas de tenerse en cuenta por cuanto pueden arrojar luz sobre el comportamiento de nuestras tasas de interés.

Aún suponiendo que éstas sí fluctuasen para reflejar las condiciones de liquidez de la economía, no es del

todo claro que el mayor costo del crédito afecte notablemente nuestra actividad económica, de la misma forma que ocurren en otros países con economía de mercados más operantes.

Es más, cabe preguntarnos si resulta válido hablar en Colombia de excesos de liquidez, cuando contrariamente, la realidad parece ser una de permanentes excesos de demanda por créditos que no logran ser satisfechos, aún mediante considerables aumentos de la oferta monetaria. Pues, es razonable suponer que las operaciones de mercado abierto no podrían darse en un medio donde no se presenten excesos de liquidez, dado que constituyen un ejercicio voluntario.

- EL MERCADO DE LOS PAS

En Colombia ya se han dado los primeros pasos encaminados a establecer operaciones de mercado abierto con base en pagarés semestrales (PAS). Las primeras emisiones de PAS fueron colocadas obligatoriamente en los bancos comerciales mediante rebajas del encaje, y en el Banco de la República. De los 3 millones de pesos autorizados por los Decretos 2144 y 2338 de 1984, 1.249 millones de pesos fueron suscritos por los primeros, y 1.595 millones de pesos por el emisor. Los adquiridos por los Bancos

comerciales fueron redimidos por la tesorería una vez alcanzada la maduración. Los que llegaron a poder del Banco de la República han sido revendidos casi totalmente en el mercado secundario, en lo corrido del presente año.

En cuanto se refiere a la colocación de PAS que se efectuó en el emisor, ciertamente éste no es el espíritu de las operaciones de mercado abierto, aunque dicha operación pueda llegar a ser válida siempre que sea compatible con los objetivos del manejo monetario. Concretamente, lo anterior puede considerarse justificable toda vez que sucedía en momentos en que el sector externo era fuente de contracción, y la economía contaba todavía con capacidad expansionista dentro de las metas fijadas por autoridades en materia de ampliación de la oferta monetaria. Más aún, puede juzgarse válida como un primer paso dirigido a establecer operaciones de mercado abierto. Actualmente los PAS poseen las siguientes características: Son documentos nominativos cuyos períodos de maduración es de seis meses; su rendimiento está determinado por el descuento sobre su valor nominal con que se negocian en el mercado bursátil. Su rentabilidad es bastante atractiva toda vez que el descuento aproximado de 12% establecido por el Banco de la República para un PAS con vencimiento de seis meses, determina un rendimiento

anual efectivo de 28.8% antes de impuestos. Este es frecuentemente superior cuando se trata de PAS negociados con plazos menores.

- OBSTACULOS PARA DESARROLLAR LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO EN COLOMBIA

Ante todo, válgase repetir que frente a la magnitud de los problemas estructurales que históricamente han constreñido el manejo monetario en Colombia, lo que éste requería no era ni podía ser simplemente que se creara una herramienta monetaria más flexible o más sofisticadas, como son las operaciones de mercado abierto, sino que se efectuaran profundos cambios en los supuestos mismos de las políticas monetarias, financiera y fiscal. Dicha transformación, cuyas bases han quedado sentadas o efectos de la reformas en esta materia llevadas a la práctica en el curso de la actual administración, constituiría un logro mucho más importante para el manejo monetario que lo que podría ser desarrollar las propias operaciones de mercado abierto. Pero, a su vez, la reestructuración de los mercados monetario y financiero y el saneamiento del gasto público, eliminarían el principal obstáculo que ha impedido la implantación de aquellas.

Los pasos dados en esta dirección son ya bien conocidos.

Se destacan la sustitución de los recursos crediticios del Banco Central por ahorro financiero captado libremente a través de tasas de interés más competitivas en cuanto a intermediarios financieros se refiere, y por recursos fiscal derivados de la Reforma Tributaria en lo que respecta al gobierno nacional. De esta manera se aspira financiar el desarrollo económico con recursos distintos a los de emisión, los cuales no solo dificultan excesivamente el manejo monetario, sino que erosionan el crecimiento mismo por intermedio de la inflación.

Aún así son muchos los obstáculos que quedan por resolver. En primer lugar, la estrechez de nuestro mercado financiero restringe el potencial de la economía para generar ahorro. Por lo tanto, la capacidad de éste para asimilar títulos de deuda pública en volúmenes tales que sirva de escenario apropiado para efectuar operaciones de mercado abierto, a más de ser incierta, puede ocasionar trastornos a otros papeles del mercado, y consecuentemente, a los sectores productivos.

Finalmente, se pone de manifiesto otro obstáculo que menoscaba el potencial contraccionista de las operaciones de mercado abierto, se trata del elevado encaje bancario que inevitablemente actúa como arma de doble filo dentro del manejo monetario. En la medida en que éste se incre-

menta para frenar el crecimiento de los medios de pago al reducirse la capacidad de generación de crédito del sistema bancario, así mismo se restringe el alcance contraccionista de otros procedimientos que actúan sobre la base monetaria. De esta manera, se le ha venido restando flexibilidad al manejo monetario en Colombia.

Después de haber hecho el presente estudio llegamos a las siguientes conclusiones:

1. Las operaciones de mercado abierto no son exclusivamente una herramienta contraccionista cuya utilización pueda reservarse para períodos de desbordamientos monetarios. Son un instrumento permanente para llevar a cabo el manejo monetario de la economía en lo que se refiere tanto a necesidades contraccionistas como expansionistas. En ese sentido, son un reemplazo del encaje y del redescuento, los dos mecanismos que tradicionalmente se han empleado en Colombia para dicho fin.

2. Las operaciones realizadas por el Banco de la República a través de títulos de participación y canjeables por certificados de cambio son una forma rudimentaria e imperfecta de operaciones de mercado abierto. Las efectuadas a través de títulos canjeables por certificados de cambio, en particular, equivalen prácticamente a una inversión semi-forzosa por parte de la Federación Nacional

de Cafeteros. No obstante, constituyen el procedimiento más apropiado, y tal vez el único capaz, de hacer frente a los excesos de liquidez que se desprenden de las bonanzas cafeteras.

3. Para lograr el desarrollo de un mercado activo de títulos de deuda pública que sirva de escenario apropiado para realizar operaciones de mercado abierto, se hace necesaria la creación de un núcleo de "dealers" (pueden ser instituciones financieras, no necesariamente bancarias, o el departamento de una institución financiera que opera en varias áreas, que se especializan en títulos de deuda pública y los conocen profundamente tanto lo relacionado con sus aspectos legales como en lo que se refiere a los detalles de sus transacciones en el mercado financiero) que negocien por cuenta y riesgos propios volúmenes crecientes de dichos títulos y que le infundan dinamismo al mercado secundario. Se debe entrar por lo tanto, a estudiar la posibilidad de desarrollar este grupo de "dealers", sin el cual las referidas operaciones nunca alcanzarían suficiente dinamismo y agilidad.

4. Para que los títulos de deuda pública (PAS) puedan ubicarse en el mercado financiero de tal manera que capten volúmenes apreciables de recursos pero al mismo tiempo

que no produzcan distorsiones, su rentabilidad deberá ser menor y su liquidez mayor, que otros papeles del mercado. Solo así podrían complementarse y no competir innecesariamente, con las modalidades de captación del sector privado. No obstante, ello no podrá cumplirse en forma inmediata, ya que la liquidez le vendrá al PAS a medida que vaya incrementándose su aceptabilidad y negociabilidad. Por lo demás, paralelamente, tendrá que efectuarse una reorganización de los papeles del mercado financiero, principalmente a lo que a liquidez primaria se refiere. Si los PAS eventualmente habrían de convertirse en el papel más líquido del mercado, tendrían que modificarse los papeles que actualmente cuentan con liquidez primaria.

5.4. COMPORTAMIENTO DE LA MASA MONETARIA EN CIRCULACION

El propósito principal de esta sección es describir y analizar los componentes principales de la masa monetaria como lo son los medios de pago M1 y M2 y a la vez concluir y llegar al conocimiento sobre el comportamiento de estos componentes.

Tres son los signos monetarios generalmente utilizados y aceptados a nivel nacional en el momento de la venta o compra de mercancías, servicios y otros bienes: la

CUADRO 8. Medios de pago M1 (1948-1967)(miles de pesos)

Años	M1
1948	749.082
1949	913.905
1950	982.392
1951	1,119.922
1952	1,314.481
1953	1,548.618
1954	1,848.454
1955	1,933.795
1956	2,415.344
1957	2,744.431
1958	3,317.975
1959	3,715.913
1960	4,102.600
1961	5,112.423
1962	6,168.759
1963	6,922.544
1964	8,369.911
1965	9,680.055
1966	11,035.653
1967	13,449.964

FUENTE: Informes anuales del gerente del Banco de la República.

Cálculo. División investigaciones económicas FEDERAGAFE.

moneda metálica, los billetes del Banco de la República y los cheques representativos de los depósitos en cuenta corriente. La suma de éstos tres signos es comúnmente conocida con el nombre de medios de pago (M1).

Por último estudiaremos el comportamiento de la oferta monetaria ampliada o lo que es lo mismo (M2) la cual está compuesta por lo que conocemos como cuasi-dineros (depósitos de ahorro, CDT, de bancos, Corporaciones Financieras y la Caja Social de Ahorros).

5.4.1. Masa monetaria. M1.

PRIMERA EPOCA: (1948-1967). En la información obtenida en el cuadro 8 se aprecian cuales han sido los niveles de dinero en circulación en 43 años de historia monetaria. El registro de las primeras cifras estadísticas que en enero de 1948, la cantidad de dinero en circulación alcanzó la cifra de \$749.082.000 nivel que fué elevándose progresivamente hasta enero de 1953 (\$1.548.618.000).

A partir de la fecha (1953) hasta 1967 los saldos de medios de pago han experimentados como lo sugieren y lo confirman las cifras respectivas. Esta forma de comportamiento es asimilable a un crecimiento de progresión

CUADRO 9. Medios de pago Ml 1967-1972. (miles de pesos)

Años	Ml
1967	13449.964
1968	15434.943
1969	18448.017
1970	21624.217
1971	23965.077
1972	29841.847

FUENTE: Revista informes anuales gerente Banco de la República.

Cálculo. División de investigaciones económicas.

FEDERACAFE.

geométrica, casi constante de aumento en cada período.

Ahora bien, como esta tasa de incremento se aplica a saldos monetarios cada vez más altos, es evidente entonces que la cantidad de dinero que es necesaria congelar cada año en el Banco Central para mantener esta tasa constante irá en permanente aumento. Por consiguiente, puede afirmarse que la cantidad de dinero en circulación tiende a ser cada año mayor que la cantidad del mismo año anterior.

SEGUNDA EPOCA: (1967-1972). El resultado de esta época como lo muestra el Cuadro 9, las autoridades monetarias debieron también realizar esfuerzos cada vez mayores o en proporción geométrica, porque deseaban mantener las tasas de crecimiento de los medios de pagos en los niveles históricamente alcanzados o conscientemente buscados. Cuyos objetivos según los datos que muestra el cuadro mencionado se alcanzaron.

TERCERA EPOCA: (1972-1982). Las medidas monetarias tomadas en esta época parecen confirmar el resultado deseado por las autoridades monetarias, el cual era el incremento de los medios de pago, como no los muestra el Cuadro 10.

CUADRO 10. Medios de pago Ml 1972-1982 (miles de pesos)

Años	Ml
1972	29,841.847
1973	38,535.229
1974	46,112.814
1975	58,915.350
1976	79,382.722
1977	103,454.000
1978	134,880.000
1979	167,631.000
1980	216,680.000
1981	259,709.000
1982	325,699.000

FUENTE: Informes anuales gerente Banco de la República.

Cálculo: División de investigaciones económicas.

FEDERACAFE.

A mediados de ésta época en 1977 se implantó el encaje marginal como medida eminentemente transitoria para evitar el desbordamiento de los medios de pago. A pesar de ello y de lo radical de la medida, éstos crecieron en el primer semestre del mismo año en 42.9%. Fué necesario entonces, intentar nuevos controles monetarios para lo cual se hicieron algunos ajustes al tiempo de maduración y al uso de los certificados de cambio.

Adicionalmente, se impusieron fuertes restricciones a la libre utilización del crédito y al crecimiento de algunos componentes de la base monetaria. Posteriormente hubo necesidad de recurrir a la creación y aumento de encaje sobre los depósitos de ahorro de bancos, corporaciones y demás intermediarios financieros.

Hay que añadir finalmente, que los hechos están mostrando lo que la teoría insinuaba: que los instrumentos de manejo monetario funcionen eficientemente dentro de ciertos límites y que una vez sobrepasados éstos es necesario acudir a unos nuevos.

CUARTA EPOCA (1982-1991). Como observaremos en el Cuadro 11 el comportamiento de los medios de pago M1 sufren diversas variaciones incrementándose primero y bajando después más exactamente en 1990 que es la fecha donde

CUADRO 11. Medios de pago M1 1982-1991 (miles de pesos).

Años	M1
1982	325,699.000
1983	406,171.000
1984	501,114.000
1985	642,183.000
1986	788,470.000
1987	1,048,259.000
1988	1,318,546.000
1989	1,702,105.000
1990	2,140,965.000
1990 Septiembre	1,715,879.000
1990 Octubre	1,793,016.000
1990 Noviembre	1,862,108.000
1991	2,483,881.000

FUENTE: Informes anuales gerente Banco de la República.

Cálculos: Investigaciones económicas.

se observa en el Cuadro una baja de los mismos, debido a las diversas políticas adoptadas por las autoridades monetarias que buscaban el desbordamiento de éstos. Luego observamos que en 1991 se da un leve incremento de éstos, dejando así, un poco satisfechas a las autoridades monetarias.

Al respecto de los medios de pago llegamos a la conclusión que entre los años 1948 y 1954 se aprecian los intentos de las autoridades monetarias de la época por mantener el crecimiento de M1 dentro de ciertos límites, pero ahora más altos que en la época anterior (1923-1948) más 10% y más 20%. Los años 1955 y 1956 escaparon nuevamente el control del manejo monetario y de una baja repentina del 4% en 1955 (estaban en 20% en 1954) pasó a 25% en 1956.

En el período comprendido entre 1957 y 1971, los resultados obtenidos muestran cierta inclinación a mantener la relación de M1 en intervalos no mayores que más 20% y no menores que más 10%, excepto en 1961 que experimentó un incremento de más 25%.

En la década de 1970, ocurrió un cambio importante en relación con los 22 años anteriores. El ritmo de expansión anual de los medios de pago fluctuó entre los lími-

tes de más 20% a más 30%. Excepción hecha del año 1976, que alcanzó un crecimiento de 35%, igualado únicamente por aquel obtenido en 1943 (más del 30%).

Por último nos atrevemos a decir que según los resultados anteriores dejan la enseñanza práctica de que después de un cierto período de tiempo el ritmo de expansión de los medios de pago se coloca invariablemente a un nivel superior al anteriormente alcanzado, reflejando de esta forma, la existencia real y poco estudiada de los límites al crecimiento de los medios de pago. En efecto, es un hecho cierto e indiscutible y particularmente visible a largo plazo, que las variables económicas llamadas " reales " influyen en el crecimiento del dinero. No podemos desconocer la incidencia que sobre éste tiene el aumento de la producción de bienes y servicios, el crecimiento poblacional, el incremento de los volúmenes de comercio, la ampliación de las transacciones internacionales, lo que es más complejo es poder determinar con alguna precisión la tasa de crecimiento del dinero más adecuada a las necesidades reales de la economía y el tiempo de vigencia y permanencia de la misma. La serie estudiada nos revela que el primer intervalo de expansión de M1 se mantuvo durante casi seis años, el segundo se sostuvo alrededor de 25 años, y el tercero, se manifiesta permanentemente en las últimas dos décadas.

5.4.2. Masa monetaria ampliada. En esta sección del capítulo haremos la descripción y análisis correspondiente a través de un seguimiento de la masa monetaria ampliada M2 similar al de la masa monetaria M1.

Pero primero relacionémonos un poco con la masa u oferta monetaria ampliada M2 para conocer lo más importante sobre ella.

El interés por controlar la oferta monetaria radica en adecuar el grado de liquidez a las necesidades del sistema económico, de tal manera que los sectores económicos puedan desarrollar normalmente sus actividades productivas sin crear excesos de demanda efectiva sobre la oferta agregada de bienes, y su consabido efecto adverso sobre el nivel general de precios.

En años recientes, y especialmente en los que son de nuestro interés, se ha registrado un gran auge de activos financieros de alta liquidez y rendimientos atractivos, denominados cuasi-dineros. Por la fácil sustituibilidad de estos por efectivo es conveniente incluirlos dentro de una confección más amplia de oferta monetaria como la tradicional, ya que pueden influir significativamente en el grado de liquidez disponible en la economía. Al ampliar el concepto de oferta monetaria en esta forma,

CUADRO 12. Oferta masa monetaria ampliada M2 1970-1991
(millones de pesos).

Años	M2
1970	25.052
1971	28.143
1972	35.864
1973	51.205
1974	66.705
1975	90.146
1976	125.336
1977	164.664
1978	219.879
1979	280.410
1980	409.241
1981	597.140
1982	743.654
1983	971.069
1984	1.208.422
1985	1.614.683
1986	2.247.982
1987	2.907.031
1988	3.484.074
1989	4.094.857
1990	5.282.257
1991	7.035.213

FUENTE: Informe anual gerente Banco de la República.

Cálculo: Departamento de investigaciones económicas.

se incluye no solo el efectivo fuera de bancos y los depósitos en cuenta corriente, que componen los medios de pago convencionales, M1, sino también los certificados de depósitos a términos y las cuentas de ahorro y en UPAC. Esta oferta monetaria ampliada se denomina M2.

Es preciso señalar la no existencia de un consenso en cuanto a lo que se debe incluir una definición de oferta monetaria más extensa a la tradicional, aunque se acepta como requisito indispensable el que los activos adicionales deben caracterizarse por su alta liquidez. La definición adoptada para M2 responde no solo a criterios de orden práctico, sino también al comportamiento de los cuasi-dineros escogidos, los cuales son sustitutos muy próximos al dinero.

En el Cuadro 12 nos muestra la evolución de M2 o mejor su comportamiento desde que existen estadísticas viables hasta el año 1991.

Como podemos observar en el Cuadro 12 el ritmo de crecimiento de M2 es acelerado. Esto no se debe principalmente al rápido crecimiento que han experimentado los cuasi-dineros, sino también a las medidas de orden financiero y monetario tendientes, de un lado, a estimular el ahorro y, de otro, a procurar mantener un crecimiento razona-

ble de M1.

A pesar de que existe un pequeño paralelismo entre M1 y M2, debe tenerse en cuenta que las normas vigentes para controlar la expansión de M1 difieren de las aplicadas a los distintos cuasi-dineros. Así, por ejemplo, el encaje sobre las exigibilidades a la vista y antes de 30 días es superior al que rige sobre cada uno de los cuasi-dineros, los cuales son también diferentes entre sí. Este hecho tiene una gran incidencia sobre el monto global de crédito concedido a los distintos sectores económicos, pues, como es obvio, si los cuasi-dineros a la vez que presentan elevados crecimientos, también están sujetos a una tasa de encaje inferior, el monto de recursos supeditados a un coeficiente de multiplicación se modifica significativamente. Esto puede producir cambios importantes en la demanda agregada, lo cual constituye otra razón que amerita la consideración de una oferta monetaria más ampliada en ésta época.

También merece la pena examinar los efectos que la tasa de interés ocasionó sobre el comportamiento de M2.

En primer lugar, el marcado crecimiento de los cuasi-dineros como componentes de la oferta monetaria ampliada, según se definió atrás, se debió principalmente a

los altos rendimientos ofrecidos a los ahorradores. Esto es especialmente cierto en los dos últimos años. Durante los cuales se hicieron reajustes significativos en las tasas de interés, como consecuencia de una política explícita encaminada a estimular el ahorro.

Por otra parte, una de las características básicas de los cuasi-dineros en este período (1970-1974) es su alta liquidez y por ende su gran sustituibilidad por efectivo. En este sentido la tasa de interés desempeñó un papel muy importante, cual fué el de restringir la conversión de cuasi-dineros a efectivo ya que ello implicó dejar de percibir parte de los rendimientos.

También nos atrevemos a decir que esta tendencia, en la que los cuasi-dineros están ganando terreno cada vez más a expensas de M1, es consecuencia apenas natural del superior crecimiento relativo de los depósitos en UPAC, que desde la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda han logrado captar recursos de orden muy alto.

En 1975 también se observa, un crecimiento de M2 debido a la aceleración en el ritmo de crecimiento de M1 principalmente componente de la oferta monetaria ampliada M2 y también debido al avance de los cuasi-dineros que en términos absolutos es más elevado desde 1970.

En 1976, se observa el acelerado crecimiento de M2 debido al avance de la liquidez interna principalmente por el ingreso de cuantiosos recursos de cambio extranjero.

Al finalizar 1976 la oferta monetaria ampliada llega a \$125.336.000 millones . Esta variación resulta superior en 4 puntos porcentuales a la registra en 1975, debido al mayor crecimiento de los medios de pago.

Al finalizar 1978, M2 presenta un saldo de \$219.879.000 millones, mostrando su desarrollo anual, debido al ascenso que tienen los cuasi-dineros; como son los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda el componente más dinámico, seguido con el aumento de los depósitos de ahorro y por el último con el crecimiento de los certificados de depósitos a términos en los bancos, vale la pena anotar que en este año el crecimiento de los certificados de depósitos a términos en bancos se ve afectado por el desarrollo de igual papel, pero con rendimientos superiores, emitidos por las Corporaciones Financieras, lo cual conllevó al incremento de la oferta monetaria ampliada.

Para 1980 se nota un crecimiento alto de la oferta monetaria ampliada debido a la liberación de las tasas de interés a partir del 1 de febrero a los certificados

de depósito a término del sistema bancario y de las corporaciones financieras y de Ahorro y Vivienda. Además, en el caso de la banca comercial los CDT se excluyeron de la relación capital - pasivos (Resolución 10 de enero 30) y se redujo en 15 puntos porcentuales su requisito de encaje.

En 1981 la oferta monetaria ampliada M2, muestra un valor de \$597.140 millones, debido al incremento de M1 y de los cuasi-dineros. Se obtiene así, una notable aceleración en la formación de ahorro interno a través de los sustitutos próximos al dinero. La variación anual lograda en 1981 resulta alta, dado el crecimiento anual cuando se presentó una reactivación del sistema financiero en materia de captación de ahorro; que se ve estimulada principalmente por las condiciones de competitividad de su tasa de interés, que es determinada libremente en el mercado.

En diciembre 31 de 1983 la oferta monetaria ampliada asciende a \$971.069 millones durante el año, crecimiento superior al obtenido en 1982 cuando el M2 elevó su nivel. La evolución de este grado durante 1983, refleja en buena medida el restablecimiento de la confianza del público hacia los diferentes intermediarios financieros, por cuanto los cuasi-dineros, afectados en 1981 y 1982 por la crisis financiera, presentan en 1983 una variación

positiva. De esta forma, la participación de los sustitutos inmediatos del dinero dentro de M2 sube al finalizar diciembre de 1983 incrementando automáticamente la oferta monetaria ampliada M2.

En diciembre 31 de 1984 M2 llega a \$1.208.422 millones saldo superior al de 1983.

El comportamiento de este agregado monetario a lo largo de 1984, se vió afectado por un reducido crecimiento de los cuasi-dineros durante buena parte del año.

Los depósitos de ahorro tradicionales se elevan. En cuanto a los certificados de depósitos a término de bancos y corporaciones financieras, crecieron a un ritmo menor al de 1983, pero muy por encima del de 1982. Por último los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda muestran un incremento significativamente menor al de 1983.

Cabe anotar que los depósitos en UPAC y los cuasi-dineros, registraron un menor incremento durante 1984 a causa de tres factores a saber: el carácter restrictivo de la política monetaria llevada a cabo en los últimos años, que contribuye a reducir el nivel de ahorro; la sustitución de cuasi-dineros por activos financieros

más rentables y las expectativas creadas en torno al desequilibrio observado en el mercado externo, factor que estimula la salida de capitales del país, con incidencia negativa sobre el ahorro interno.

En 1985 M2 se sitúa en \$1.614.683 millones, al crecer (34.4) con respecto 1984. Su crecimiento anual se explica, en primer término, por el avance en los depósitos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, los cuales desde 1984 tienen un mayor dinamismo, a raíz de la modificación al cálculo de la corrección monetaria puesto en marcha, con el fin de devolver la competitividad a este importante instrumento de captación de ahorro financiero.

Por su parte, los depósitos de ahorro del sistema bancario aumentan.

Los certificados de depósitos a término en el sistema bancario, Corporaciones Financieras y Caja Social aumentan; todo lo cual contribuye en el aumento de M2.

En 1991 la oferta monetaria ampliada M2 llega a \$7.035.213 millones. La variación anual que tuvo ésta en los últimos cinco (5) años se explica por el aumento de los medios de pago ya comentados, y el alza en los cuasi-dineros; también se destacan en esta variación el aumento de los

depósitos de ahorro en el sistema bancario, los depósitos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Así hemos recorrido los períodos más importantes, en cuanto al comportamiento de la oferta monetaria ampliada, concluyendo o mejor viendo en las cifras el aumento que ésta presentó durante los 21 años que estudiamos con la colaboración directa de sus componentes, como lo son los cuasi-dineros quienes jugaron quizás el papel más importante en las variaciones M2.

5.5. COMPORTAMIENTO DE LA BASE MONETARIA

En la siguiente sección de nuestro trabajo estudiaremos y analizaremos el comportamiento de la base monetaria, a través de un seguimiento de las diferentes épocas que nos hemos trazado (1948-1991).

En general, el comportamiento de la base monetaria ha sido similar al descrito anteriormente para los medios de pago. La tendencia observada es de crecimiento en progresión geométrica y de una marcada estacionalidad en el seguir de los años.

La descripción ordenada de la base monetaria y su relación con los medios de pago, facilitará la delimitación de algunas operaciones de uso común.

CUADRO 13. Base monetaria 1948-1991 (miles de pesos)

Años	Base monetaria
1948	462.923
1949	575.342
1950	569.752
1951	728.525
1952	928.244
1953	1.071.939
1954	1.344.379
1955	1.431.100
1956	1.753.683
1957	2.701.623
1958	3.116.294
1959	3.131.550
1960	2.961.682
1961	3.619.609
1962	5.020.261
1963	5.282.228
1964	7.486.936
1965	7.948.517
1966	8.874.751
1967	7.358.195
1968	8.516.635
1969	10.855.717
1970	13.382.728
1971	14.864.045
1972	18.807.640
1973	24.139.118
1974	28.017.142
1975	37.093.775
1976	52.709.549
1977	73.539.378

Cont. Cuadro 13.

Años	Base monetaria
1978	101.274.000
1979	131.966.000
1980	168.888.000
1981	205.431.000
1982	241.080.000
1983	273.677.000
1984	323.555.000
1985	407.801.000
1986	522.917.000
1987	684.693.000
1988	864.371.000
1989	1.126.384.000
1990	1.338.812.000
1991	1.205.401.000

FUENTE: Banco de la República. Departamento de Investigaciones económicas.

Por último queremos mencionar los componentes principales de la base monetaria, que a la vez han ido cambiando con el desarrollo general de la actividad económica, comercial y financiera del país.

En los primeros años de funcionamiento del Banco de la República, solo tres sectores formaron parte de la llamada base monetaria o dinero primario: el comercio exterior, los créditos al gobierno nacional, departamental y municipal y la moneda de tesorería.

Los dos primeros sectores han desempeñado un papel tradicionalmente fundamental en el crecimiento de la base monetaria.

A continuación registraremos numéricamente las variaciones de la base monetaria en el Cuadro 13, sin entrar a detallar las épocas ya que haremos una descripción general de éstas, para entender mejor el seguimiento anual de dichas variaciones y posteriormente nos encargaremos de las explicaciones correspondientes.

El análisis del crecimiento o comportamiento de dinero primario se puede adelantar con diversos criterios. Según su distribución en el tiempo, examinando que años son más o menos expansionistas y cuáles son más o menos con-

traccionistas. Igualmente el análisis puede efectuarse en términos absolutos o relativos.

El Cuadro 13 registra los cambios anuales de la base monetaria y la contribución que en ellos tienen los cambios ocurridos en los diferentes sectores componentes de la misma, considerando el cambio anual de la base igual a 100%. Sorprende un poco la irregularidad de los cambios anuales de ésta; los resultados muestran que no hay un crecimiento ordenado o por lo menos consistente a la misma. Así como de un año a otro puede existir un crecimiento muy alto en relación con el año anterior (Se han dado casos de hasta 41% de cambio anual), al año siguiente este cambio ha sido prácticamente nulo e inclusive negativo, lo que significa que el monto total de la base monetaria de un determinado año es inferior al del año inmediatamente anterior, como por ejemplo los años 1967, 1965, 1960 y algunos más, afectando por lo tanto toda la actividad económica del país.

En los últimos 10 años el crecimiento anual de la base monetaria ha sido superior al 24% con excepción de los años 1971 y 1974 en que el cambio anual fué de 13.7% y 12.7% respectivamente. Después de 1975 la variación anual ha estado siempre por encima del 30%, a pesar de la intensificación de los controles monetarios.

- SECTORES EXPANSIONISTAS Y CONTRACCIONISTA DE LA BASE MONETARIA

¿ En qué forma se han efectuado las compensaciones entre los diferentes sectores para obtener crecimientos o contracciones de la base monetaria como los descritos?.

La mejor forma de apreciar este fenómeno es acudir al Cuadro 13 que visualiza los montos respectivos.

Hasta 1956 en el cual las reservas internacionales del país, conjuntamente con el sector gobierno, fueron responsable en una alta proporción de los cambios de la base monetaria. Sin embargo, lo interesante de este hecho es que los movimientos entre dos sectores fueron en general de sentido contrario: Si por ejemplo, las reservas internacionales desempeñaban , por cualquier motivo, un papel contraccionista, entonces el gobierno ejercía un papel expansionista al acudir al Banco Central en busca de recursos para saldar su desequilibrio presupuestal. Esto sugiere, por consiguiente, una estrecha relación inversa entre los saldos positivos o negativos de las reservas internacionales del país y el papel contraccionista o expansionista del sector gobierno.

Igualmente, durante este período la influencia de los

demás sectores, tanto en la expansión como en la contracción, fueron de escasa incidencias en los cambios anuales de la base monetaria. Pueden citarse los años 1950 y 1953 en que los sectores cumplieron un papel contraccionista. Hasta 1966, encontramos en este período que el predominio de los sectores externos y gobierno en los cambios anuales del dinero primario se ve un poco reducido.

La expansión atribuye a las reservas internacionales, aunque sobrevaloradas por el hecho de ser reservas brutas, muestra una mayor contribución en los años 1959, 1960 y 1963 mientras que su participación contraccionista más notable ocurrió en 1965.

En cuanto al sector gobierno fué significativamente expansionista durante el cuatrenio 1961-1964 y notablemente contraccionista en los años de 1959 y 1965 (Ver Cuadro 13).

El año 1965 es igualmente interesante; solo un sector, el privado, ejerció un efecto fuertemente expansionista en la base, siendo compensado con los demás sectores componentes de la misma (Ver Cuadro 13).

Durante el período que consideramos comprende los últimos

26 años de series monetarias. En este intervalo se presentan algunos cambios sustanciales en relación con los periodos anteriores.

Las reservas internacionales mantuvieron su papel fundamental en los cambios de la base monetaria, entre 1979 y 1989, cuando superaron todos los cálculos previsibles. En el año 1976 el 196% de los cambios de la base tuvieron su origen en las variaciones ocurridas en las reservas internacionales, en tanto que en 1978 éstas ocasionaron una expansión de 171%. Ello a pesar de los esfuerzos efectuados para controlar su excesivo crecimiento. Luego, o sea en éstas dos últimas décadas el sector denominado bancario comenzó en ésta última década a desempeñar una función más importante en el cambio de la base monetaria.

Luego surge el sector llamado de fomento como permanentemente expansionista y es quizás el sector de más rápida expansión de todos los sectores considerados.

El sector cafetero en los últimos veinte años, a través de los saldos de empréstitos al fondo nacional del café, se ha constituido en un factor de poca importancia expansionista de la base monetaria, debido a la amortización gradual y definitiva de éstos empréstitos.

En cuanto a los fondos ganaderos y cooperativas, los depósitos previos a la importación y giros al exterior, que constituyen el sector privado, su contribución al cambio de la base monetaria ha sido la de desacelerar su crecimiento durante casi la totalidad del período analizado, mediante una permanente contracción del mismo. Solo en 1975 fué moderadamente expansionista.

Finalmente, las variaciones anuales en la moneda de tesorería siempre han sido de naturaleza expansionista, pero de muy escasa significación cuantitativa. Entre 1% y 2% a lo sumo del cambio de la base monetaria es explicado por los cambios ocurridos en la moneda metálica. Su participación en el total de la base monetaria es tan reducida, que sus variaciones afectan en poca cuantía los cambios de la base monetaria.

Un instrumento monetario de frecuente uso en los últimos años destinado a restringir el crecimiento anual de la base monetaria, es la operación de mercado abierto. Los volúmenes de dineros congelados en esta actividad permanecieron en un nivel casi constante, razón por la cual su papel contraccionista adicional fué muy limitado.

Solamente durante 1979 se incrementó grandemente la cantidad de recursos destinados a este fin, con lo cual se

logró un efecto restrictivo sobre la base monetaria.

Al respecto nos atrevemos a decir que en la forma como se obtiene el crecimiento anual de la base monetaria, constantemente hay un movimiento compensatorio entre los diferentes sectores sin que exista continuidad en el tiempo ni cierta armonía entre los mismos.

A pesar de lo anterior concluimos que durante los 43 años estudiados el sector gobierno y las reservas internacionales del país han sido los factores de mayor influencia expansionista o/y contraccionista de la base monetaria. En los últimos veinte años los demás sectores en especial el de fomento, elevaron significativamente su participación en los cambios de la misma.

De acuerdo a los métodos estadísticos aplicados a la serie cronológica de 43 años, nos ha permitido comprobar que la base monetaria ha tenido dos comportamientos claramente definidos: De 1948 a 1970, creció a una tasa anual promedio de 19% , y de 1971 en adelante a una tasa anual de 30%.

También encontramos que el hecho de que la tasa anual de crecimiento de la base monetaria haya pasado de 19% a 30% desde comienzo de 1970, coincide con la puesta en marcha de la reforma cambiaria, que introdujo el con-

CUADRO 14. El multiplicador monetario. $m = \frac{e + l}{e + r}$
 1948-1991

Años	Multiplicador
1948	1.6181
1949	1.5884
1950	1.7242
1951	1.5372
1952	1.4161
1953	1.4447
1954	1.3750
1955	1.3513
1956	1.3773
1957	1.0158
1958	1.9647
1959	1.1866
1960	1.3852
1961	2.2314
1962	2.2443
1963	2.3972
1964	2.4658
1965	2.2547
1966	2.2656
1967	2.1565
1968	1.9197
1969	1.8816
1970	1.8146
1971	1.8296
1972	1.7975
1973	1.5986
1974	1.6088
1975	1.5752
1976	1.4858

Cont. Cuadro 14.

Años	Multiplicador
1977	1.3287
1978	1.3321
1979	1.2692
1980	1.2596
1981	1.2523
1982	1.3555
1983	1.4678
1984	1.5303
1985	1.5579
1986	1.4915
1987	1.5081
1988	1.5254
1989	1.5111
1990	1.6779
1991	1.4486

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

Cálculo: Departamento de investigaciones económicas.

trol de cambios y las restantes medidas complementarias, que modificaron considerablemente el comportamiento de las reservas internacionales del país, principal componente de la base monetaria.

Los resultados mencionados nos muestran que desde finales de 1970, la base monetaria aceleró significativamente su crecimiento desde 1970, y que el mayor ritmo de expansión de la misma antecedió en varios años la llamada bonanza cafetera de 1975 y el auge experimentado por las demás exportaciones de bienes y servicios en los últimos años.

5.6. COMPORTAMIENTO DEL MULTIPLICADOR BANCARIO O DE EXPANSION

A continuación en nuestro trabajo haremos un seguimiento del multiplicador monetario o bancario, similar al de la base monetaria, para lo cual nos hemos preocupado en mostrar dicho comportamiento en un cuadro que nos enseña la variación anual del multiplicador monetario (Ver cuadro 14).

Pero primeros veámos que es el multiplicador: Este resulta de la relación entre medios de pago y la base monetaria, indica el número de veces que los establecimientos

bancarios incrementan el dinero primario, al crear depósitos en cuenta corriente a través del crédito, elevando así el nivel de los medios de pago.

Los determinantes del multiplicador son la relación entre el efectivo y los depósitos en cuenta corriente, que muestra la preferencia por liquidez, y la relación de reservas para encajes sobre depósitos en cuenta corriente. Un aumento en la preferencia por liquidez disminuye los recursos sujetos al multiplicador monetario, aunque dichos recursos siguen formando parte de los medios de pago, por otra parte un aumento de las reservas para encaje a la vez que disminuye el potencial expansionista del crédito, reduce los medios de pagos supuestos los demás factores constantes, ya que las reservas para encaje no forman parte de la oferta monetaria. Lo contrario es también válido para ambos casos. (Ver Cuadro 14).

Como podemos observar en el Cuadro 14 en la década de 1948, el multiplicador muestra una tendencia decreciente y llega a un valor mínimo de 1.3852 en 1960 después de haber alcanzado un máximo de 1.7242 en 1950. Este comportamiento explica a lo largo del mismo período la expansión secundaria como fuente de los aumentos en la oferta monetaria.

El descenso de multiplicador resulta de movimientos de sus componentes en sentidos opuestos, pues mientras la Relación de reservas para encaje sobre depósitos en cuenta corriente aumenta, la proporción de efectivo a depósitos en cuenta corriente disminuye; en los doce años mencionados.

Sin embargo, el coeficiente de reservas presenta ascensos porcentuales más altos que los descensos del cociente de efectivo. En la aludida evolución de las reservas para encaje como proporción de los depósitos en cuenta corriente, influye el aumento gradual de las tasas de encaje, ligeramente afectado en uno y otro sentido por excesos o defectos netos en la posición de encaje de los bancos de depósitos.

En la década de los sesenta, el multiplicador muestra una tendencia decreciente y llega a un valor mínimo de casi 1.70 en 1973, después de haber alcanzado un valor máximo de 2.4658 en 1964. Este comportamiento del multiplicador se explica por los movimientos de sus componentes en sentido opuesto.

También se explica este descenso porque en estos años se presentaron múltiples inversiones y posiciones negativas del encaje.

Durante 1975 éste coeficiente alcanza 1.5752 en promedio ligeramente inferior al registrado el año anterior. En términos generales se aprecian guarismos más bajos en el año que se comenta en comparación con el precedente de este período, consecuencia fundamental de requerimientos de encajes más elevados para las exigibilidades. Sin embargo, el multiplicador correspondiente es inferior, debido a la implantación del encaje marginal del 100% que refuerza la tendencia usual en este período por la mayor demanda de efectivo.

Obviamente, los excesos y defectos de encaje que muestran los establecimientos de crédito tienen incidencia sobre el comportamiento del multiplicador, pero aquellos están implícitos al calcularse la relación de reservas de acuerdo con la posición efectivamente presentada, en vez de la requerida. Es ésta una parte importante de la razón por la cual el multiplicador desciende abruptamente en el período mencionado, ya que precisamente en esos años se presentan excesos considerables de encaje. La implicación que se deriva del fenómeno descrito es el mayor grado de control que la autoridad monetaria ha adquirido sobre el comportamiento del multiplicador, dado que puede ejercer una influencia apreciable en el coeficiente de reservas. Sobre éste tiene gran incidencia la tasa de encaje legal que señala la misma autoridad monetaria.

Sin embargo, conviene señalar los movimientos estacionales, especialmente en los últimos años, producen alteraciones considerables en relación de efectivo dándole a ésta mayor preponderancia en la multiplicación de los depósitos. Por otra parte, las elevadas tasas de encaje que se tienen actualmente impiden, como ya se ha dicho, que su utilización como instrumento de control sea más ágil y amplia.

En 1976 el multiplicador experimenta una apreciable merma con relación al año precedente; el promedio anual pasa de 1.5752 a 1.4858 .

Los menores niveles del multiplicador en el presente año tienen su principal explicación en el crecimiento de las reservas del sistema bancario cuya relación con los depósitos lo afecta en forma inversa.

La tenencia, por parte de algunos bancos, de cuantiosos excesos de encaje sobre el mínimo requerido, también determina el alto volumen de reservas observado en 1976.

Igualmente, el descenso en el multiplicador monetario está condicionado, aunque en mucho menor grado, por el leve aumento en la relación de efectivo a depósitos con respecto al año anterior. Debido a los mayores ingre-

Los cafeteros, la proliferación de transacciones que se saldan en efectivo y el auge de los depósitos diferentes a los de cuenta corriente. Además, la circulación de billetes de \$500.00, entre finales de 1975 y mediados de 1976, sin duda alguna facilitó la conservación de mayores cantidades de efectivo en poder del público.

Respecto a lo anterior queremos añadir, que el análisis de las elasticidades permite deducir que el impacto sobre el multiplicador causado por las decisiones de la autoridad monetaria en cuanto a los requerimientos de encaje, ha venido creciendo en el transcurso de los últimos años.

Sin embargo, la capacidad de producir alteraciones sustanciales en el multiplicador por medio de la relación de reservas tiene serias limitaciones cuando se sitúa en niveles tan elevados como los vistos, que les restan habilidad al manejo de esta variable.

En 1978 el multiplicador presenta una nueva disminución con relación a 1976, a pesar de que no hubo aumento en las tasas de encaje, pero este hecho tiene su explicación en que en este año el encaje marginal se hizo más restrictivo.

Al final de 1979 y comienzo de 1980 el multiplicador

presenta un valor de 1.2596 que es inferior al registrado en 1979, y se explica este descenso por la congelación del encaje marginal del 100% puesta en marcha desde febrero de 1980 y a la baja en la tasa del encaje ordinario a 45% a partir de septiembre para los incrementos de exigibilidades a la vista sobre el saldo a 31 de enero de 1980.

Si se piensa en la congelación del encaje marginal a comienzos del año, era de esperarse una mayor capacidad de emisión secundaria de dinero, como resultado del incremento en los márgenes de operación que esta medida otorgaba a la banca y que evidentemente tenía que reflejarse en un momento del multiplicador promedio. A pesar de esta razón el nivel promedio de reservas a depósitos en cuenta corriente se incrementa, presionando a la baja el nivel promedio de multiplicador. El impulso en la relación promedio de reservas del sistema bancario a depósitos en cuenta corriente obedece a que simultáneamente con el desmonte del encaje marginal se elevó el encaje ordinario, dado que el incremento en los depósitos fué relativamente bajo, el requisito de encaje creció y con el coeficiente de reserva, cuyo valor al terminar el año asciende.

En 1982 el multiplicador se sitúa en 1.3355 superior

al registrado en 1981, se constituye en el más alto de los últimos cuatro años. Ello obedeció al efecto que sobre la tasa promedio de encaje tuvo la congelación del marginal realizada en 1980, y a la posibilidad que se concedió a los intermediarios financieros de liberar parte de los recursos del encaje marginal, cuando se orientasen a créditos de fomento.

A finales de 1983 el multiplicador monetario se sitúa en 1.4678 superior al alcanzado a finales de 1982 cuando llegó a 1.3355. La variación anual en este indicador es producto del descenso en el coeficiente de reserva bancaria, afectado por la liberación de la totalidad del encaje marginal a comienzos de 1983, y por elevado nivel del encaje que presenta el sistema bancario en el último día de 1983. Por su parte, la relación de efectivo sube a término de 1983, al elevarse el efectivo en poder del público en \$37.084 millones. Esta relación se sitúa como una de las más altas en los últimos cinco años, y como se ha comentado obedeció además de los factores estacionales de fin de año a la crisis de confianza que se manifestó por los problemas del Banco de Colombia.

En diciembre 31 de 1984, el multiplicador monetario se sitúa en 1.5303, superior al observado a finales de 1983,

cuando llegó a 1.4678. El movimiento anual de este indicador es producto de la reducción en el coeficiente de reservas bancarias, debido principalmente a la liberación de encaje monetario de las exigibilidades a la vista, generada, a su turno, tanto por el incremento en el encaje productivo (resoluciones 28 y 60 de 1984 de la Junta Monetaria) como por la reducción en el encaje legal.

En diciembre 31 de 1985, el multiplicador monetario se sitúa en 1.5579, superior a la de un año atrás, cuando llegó a 1.5303. Este indicador revela una tendencia creciente a lo largo de la década y alcanza su nivel más alto al concluir 1985. Su persistente elevación refleja una mayor influencia del sistema bancario en la generación del circulante, a través de la emisión secundaria, resultado del desmonete del encaje marginal y posteriormente, en 1984, de la reducción del encaje ordinario y la transformación de otros , de encaje monetario en productivo, por la inversión en los títulos de las resoluciones 28 y 60 de 1984, anteriormente mencionadas.

Durante 1989, el multiplicador monetario fué apreciablemente mayor que el de 1988, como reflejo de los menores valores en los coeficientes de efectivo y de reserva. Por el contrario, al producirse un incremento en el coe-

ficiente de reserva, el valor del multiplicador descendió (Resoluciones 1, 7 y 43 de 1989 de la Junta Monetaria).

Luego en 1991 el multiplicador monetario se sitúa en 1.4486, inferior al del año anterior que era de 1.6779. La variación anual obedece al mayor valor del coeficiente de reserva, como resultado del aumento en la reserva bancaria y del alza en los depósitos en cuenta corriente.

5.7. EL CRECIMIENTO MONETARIO Y LA INFLACION

Hay dos líneas del pensamiento económico respecto de la inflación:

a. La clásica o monetaria; que sostiene que ésta es causa exclusiva del aumento, con una velocidad de circulación constante, o sea que la mayor oferta de dinero genera un exceso de demanda por bienes que se refleja en el nivel de precios, sin embargo Montes y Cabrera en Banca y Finanzas sostienen lo contrario: Las variaciones en el nivel de precios antecedente a las variaciones de los medios y pago y que uno de los factores económicos en que incide el ritmo de crecimiento ha sido la tasa de inflación.

La teoría Keynesiana que señala como principal determinante del nivel de precios el volumen del gasto nacional, cuando se alcanza el pleno empleo, un incremento del gasto rompe el equilibrio entre la oferta y la demanda agregada. Como la capacidad de la economía permanece constante, el exceso de demanda se convierte exclusivamente en crecimiento de los precios.

Si la economía no está en plena capacidad, éste aumento del gasto genera crecimiento de los precios pero a su vez estimula la producción porque la economía cuenta con recursos ociosos que pueden ser empleados.

Cuando se analiza el IPC (Inflación) durante el período contemplado entre 1964 y 1991 y haciendo los ajustes correspondientes por el cambio de los años bases denominados por el DANE así: 1954- 1978 = IPC - 20 , de 1978 a 1984 = IPC - 40 y el último año 1989 - 1991 = IPC - 60, se haya que el IPC ha crecido a una tasa acumulativa de 8.53% siendo las variaciones más importantes o más graves las siguientes:

1963 - 35.4%

1971 - 14.7%

1973 - 25.0%

1976	-	25.9%
1979	-	28.8%
1988	-	28.8%
1990	-	32.45
1991	-	26.82%

Algunos analistas consideran que estos aumentos desproporcionados se han debido a causas coyunturales tanto externas como internas, entre las primeras tenemos:

a. El reajuste del primer shock del petróleo 1973-1974, que hizo elevar el precio de todos los productos importados como también el incremento de la tasa de interés interna, por la creación en 1972 de los UPAC.

b. La de 1976 y 1979, por el aumento de las reservas internacionales, por las heladas del Brasil y el incremento de los precios del café colombiano y sus mayores exportaciones.

c. La bonanza marimbera según el economista R. Junguito B en su artículo " la economía subterránea y la política monetaria".

d. La de los últimos años por la acción guerrillera, con voladuras de oleoductos y torres de energía, el de-

sestímulo a la producción agrícola y por ende el éxodo campesino a las ciudades.

Al analizar los medios de pagos se ven que han tenido un crecimiento sostenido. pasando entre 1963 y 1991 de \$6.922.544 a \$2.483.881 (miles de pesos), en los primeros años a partir de 1963 se tiene que M1 se duplica cada 4 años y medio hasta llegar en 1991 a dupiicarse cada 3 años, lo que indica que hay un crecimiento muy elevado de los mismos (Ver Cuadro 15 y 16).

CUADRO 15. Índice de precios al consumidor. Incremento porcentual anual nacional. (empleados- obreros 1954-1978)

Años	Indice	E.V.%	Indice	O.V.%
1954.	100.1.	0.0.	99.9	1.5
1955.	108.6.	2.5	101.7	1.8
1956.	110.2.	7.4	110.0	8.2
1957.	131.5.	19.1	133.5	21.4
1958.	142.3.	8.4	144.0	7.9
1959.	153.7.	8.0	155.1	7.7
1960.	164.4.	7.0	166.8	7.5
1961.	174.6.	6.2	176.0	5.5
1962.	186.4.	6.8	186.7	6.1
1963.	242.2.	29.9	252.8	35.4
1964.	264.6.	9.3	274.4	8.5
1965.	303.9	14.8	313.6	14.3
1966.	344.3.	13.3	353.3	12.7

FUENTE: Banco de la República.

Calculo. Departamento de investigaciones económicas

1967.	370.3.	7.6	378.0	7.0
1968.	395.2.	6.7	402.2	6.4
1969.	428.9.	8.5	437.1	8.7
1970.	459.9.	7.2	464.5	6.3
1971.	517.9.	12.6	532.9	14.7
1972.	590.7.	14.1	607.3	14.0
1973.	721.1.	22.1	759.4	25.0
1974.	905.0.	25.2	963.5	26.9
1975.	1060.9.	17.5	1.136.0	17.9
1976.	1.330.7	25.4	1.430.4	25.9
1977.	1.646.1	27.5	1849.3	29.3
1978 ₁	100.	19.8.	100	17.9

1. A partir de 1954 se calculó el índice de precios tanto para empleados como para obreros, este índice tuvo vigencia hasta dic. de 1978 y se conoció como la serie de I.P.C. - 20. Es a partir de este momento cuando comienza a calcular un índice nacional tanto para obreros como para empleados.

CUADRO 16. Índice de precios al consumidor nacional.
(ingresos medios y bajos). 1979-1991

Años	Indice	V.% acumulada.
1979	126.5	28.80
1980	162.10	25.85
1981	204.9	26.36
1982	254.25	24.03
1983	296.95	16.64
1984	350.77	18.28
1985	429.52	22.45
1986	519.49	20.95
1987	644.28	24.02
1988	825.48	28.12
1989		26.12
1990		32.36
1991		26.82

FUENTE: Banco de la República.
Cálculo . Departamentos de In.Econó.

CONCLUSIONES

En el presente trabajo se examinaron las diferentes instituciones de crédito tanto común como subsidiado, y las principales políticas económicas emanadas de la Junta Monetaria, las cuales cobijaron los diferentes sectores como lo son:

- El sector agropecuario, el sector industrial, el sector de la construcción, las políticas de comercio exterior y el crecimiento del sector financiero.

Después de haber analizado el sector agropecuario concluimos que: Fué creado con el fin de capitalizar al sector, incrementar la producción agropecuaria, fortalecer el sector externo y solucionar las deficiencias alimenticias de la población, ha cumplido parcialmente con sus objetivos. En el análisis se observa una alta concentración en el financiamiento de la agricultura moderna, básicamente destinada a la exportación y al consumo industrial. Los recursos asignados a los cultivos de tardío rendimiento son escasos y la reglamentación es inadecuada para las

características de la producción en estas actividades. Este último fenómeno es compartido por las actividades pecuarias, en las cuales también altos niveles de concentración en una actividad: leche y cría de bovinos, a pesar de la marcada insuficiencia de recursos.

La Banca vinculada al sector ha reducido la participación de sus programas con recursos ordinarios y ha concentrado sus acciones en los redescuentos del fondo financiero agropecuario, desvirtuando en parte su misión fundamental de fomento y reasignación de recursos a través de la financiación de los pequeños y medianos productores.

No obstante el esfuerzo realizado para introducir mejoras en el sistema productivo a través del financiamiento de actividades complementarias (infraestructura y adecuación), la reglamentación vigente no ha estado en función de las actividades principales que trata de fomentar. En general se puede concluir que ésta línea de crédito ha permitido mantener los niveles de productividad de la agricultura moderna, pero no ha inducido un cambio tecnológico en la ganadería, caracterizada por los más bajos niveles del sector.

Tampoco ha servido para financiar el sector de los pequeños productores y es muy posible que este instrumento

no sea adecuado para dicho propósito.

En cuanto al sector industrial la primera gran conclusión que se deriva del estudio es que las necesidades de inversión industrial serán crecientes habida cuenta de:

1. Que en la situación venida del desarrollo económico Colombiano la industria debe crecer más rápidamente sino se quiere convertir en un cuello de botella de la economía al crecimiento nacional.
2. Que dado el avance del desarrollo industrial se requiere entrar a la etapa de producción industrial, donde los requerimientos de inversión por unidad de producción son más alto.
3. Que a diferencia de la década de los sesenta y comienzos de los setenta, la industria nacional no presenta excesos de capacidad instalada que permitan un crecimiento sin mayores dosis de inversión.

La segunda gran conclusión del estudio se relaciona con las fuentes de fondos para hacer a tales demandas de inversión. En la actual década de inversión requerida para el crecimiento industrial se ha realizado fundamental con base en el crédito industrial dirigido desde la banca

central, para lo cual se montó una compleja red de fondos oficiales alrededor del Banco de la República y PROEXPO, nutrida con base tanto en recursos internos provenientes de sobretasa a las importaciones; de inversiones forzosas, de créditos externos y aún obtenidos por expansión directa de la base monetaria del país. Para los ochenta se identifica como inconveniente continuar ese proceso de crecimiento industrial fundamentado en el endeudamiento crediticio, no solo por las dificultades que éste trae consigo en el manejo de la política de estabilización, sino por razones más estructurales del riesgo creciente que ello implica sobre el sector financiero nacional en el caso de quiebras de las sociedades más grandes del país y por la concentración creciente de la industria en pocas manos, que facilita tal estrategia de desarrollo.

En referencia al sector de la construcción, conocida la función de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y los benéficos resultados de su operación, en términos de captación y canalización del ahorro hacia un sector altamente impulsor de la economía, por la cantidad de mano de obra que ocupa por demandar grandes cantidades de insumos nacionales y muy pocos importados y por último producir uno de los bienes sobre los cuales existe mayor déficit en el país: vivienda, aparece como lógica conclusión la conveniencia de estimular su crecimiento y modifi-

car los factores que a través de los años de operación del sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda, se han mostrado adversos al mismo.

Analizando esta parte, casi que parece innecesario dedicar unas pocas palabras para recalcar la importancia que tiene el sector de la construcción en la economía de las naciones. Consecuentemente resulta evidente destinar una porción importante del ahorro nacional, la correspondiente al ahorro privado, para financiar el sector de la construcción, cuya falta de crecimiento se debe a la escasez de recursos. De esta manera se estará dando al ahorro un doble y estratégico papel: Servir por una parte como sectores impulsores de la economía y por otra contribuir para suministrar viviendas urbanas, con el objeto de atender tanto las crecientes necesidades originadas en el aumento de la población como para mejorar la calidad de vida de los habitantes de los de las ciudades y por ende incrementar la fuente de empleo.

Después de haber estudiado el sector financiero podemos concluir, que la solución de los problemas que afectan hoy día el sistema bancario va más allá de las medidas de carácter monetario que puedan tomarse en el corto plazo.

Es necesario, además, ampliar el régimen de las inversiones admisibles de los bancos permitiéndoles invertir en las compañías de financiamiento comercial, modificar su relación de solvencia facilitándoles así la posibilidad de tener una mayor participación en la financiación externa de los grandes proyectos que llevará a cabo; colocar los dividendos, a través de reformas en la legislación tributaria, en una base competitiva con los rendimientos de los papeles de renta fija para facilitar su proceso de capitalización; atacar la evasión tributaria para que puedan incrementar la captación de cuasi-dinero; modificar el manejo institucional del crédito de fomento, e introducir en el mercado financiero las modificaciones necesarias para lograr un aumento importante del ahorro de mediano y largo plazo, reduciendo el volumen de transacciones del mercado extrabancario.

Creemos que es de suma importancia el proceso de llamar la atención sobre el fortalecimiento del sistema bancario para poder contar así con instituciones suficientemente sólidas y capaces de atender no solo la financiación de los grandes proyectos de desarrollo que tendrá que ejecutar el país en los años que viene, sino también la demanda masiva por servicios bancarios que se presentará en el inmediato futuro, como consecuencia del mayor desarrollo económico Colombiano.

También concluimos en el aspecto de las políticas de comercio exterior, que las características del mercado cambiario en Colombia anterior a 1967, tuvo muchos efectos perjudiciales debido al tipo de cambio libre.

Pero no solamente se había mantenido una inadecuada organización cambiaria, sino, también sobre esa organización repercutían otros factores estimulantes de la depreciación en el valor externo de la divisa nacional y del alza en el nivel general de los precios internos. La política cafetera, el desequilibrio fiscal, erradas orientaciones en la política de crédito bancario, agravaba los efectos del régimen de cambio exterior y las fallas estructurales. Era necesario cambios drásticos que afectaran todo el conjunto de la economía; de todo lo expuesto en ésta síntesis de la política de comercio exterior encontramos que se hicieron estudios en tres aspectos fundamentales: Necesidad y eficacia relativa de los controles; estímulo a la exportación y régimen de la inversión privada extranjera. En esta forma era indispensable fortalecer la balanza de pagos del país. Solo de esta manera sería posible contar con una ayuda financiera externa segura y abundante que permitiera el proceso de desarrollo a largo plazo. El espíritu del estatuto cambiario expedido en 1967 fué precisamente encontrar la solución al desequilibrio estructural del sector externo. El control de cambios

la restricción selectiva de importaciones y el fomento de las exportaciones fueron pilares del Decreto 444 de 1967. Pero, además de estas medidas consideradas indispensables para salir del desajuste permanente de la balanza de pagos, se estimuló la inversión privada extranjera.

En cuanto a la Junta Monetaria se refiere, después de haber recorrido el lapso que va desde su creación hasta su clausura; podemos concluir que su función como órgano rector de la política económica en general, tuvo más aciertos que desaciertos en la directriz de la economía colombiana; esto se demuestra por la mejor situación que presenta la economía nacional respecto a las de algunas economías latinoamericanas.

Respecto a su eliminación nos atrevemos a decir que no fué porque no cumpliera con solucionar la complejidad de los retos que la economía Colombiana ofreciera, sino por la dualidad que se presentó entre la Junta Directiva del Banco de la República y la Junta Monetaria.

GLOSARIO

CAT: Certificados de Abono Tributario.

CDT: Certificados de depósitos a término.

DTF: Depósitos a término fijo.

FFI: Fondo Financiero industrial.

FFAP: Fondo financiero agropecuario.

FMI: Fondo monetario internacional.

FIP: Fondo de inversiones privadas.

GATT: Acuerdo general sobre aranceles y comercio.

INCOMEX: Instituto Colombiano de Comercio Exterior.

MFB: Margen financiero bruto.

MFN: Margen financiero neto.

PAS: Títulos de deuda pública.

PROEXPO: Fondo de promoción de exportaciones.

BIBLIOGRAFIA

- ALVIAR, Oscar. Instrumentos dirección monetaria en Colombia. Bogotá. Talleres Gráficas Banco de la República. Agosto de 1979.
- ARANGO, Gilberto. Estructura económica Colombiana. Bogotá Editorial Norma S.A. 5ª Edición. Ampliada y actualizada. Junio de 1985.
- ASOCIACION BANCARIA. Sistema financiero colombiano. Bogotá. Editorial ANDI, #161-1982.
- ASOCIACION NACIONAL DE INDUSTRIALES. Inversión industrial Bogotá. Revista ANDI #62, 1982.
- BANCO DE LA REPUBLICA. Información del gerente. Revistas y emisiones de la institución.
- Revista varios números.
- _____ Revista Política económica varios números.
- BRAND, Salvador Oswaldo. Diccionario de economía. Plaza & Janes. Sociales. Volumen 8.
- CASTRO, José. Régimen de comercio exterior. Editorial publicitaria. Bogotá.
- COLOMBIA, 20 años del régimen de comercio exterior. Banco de la República. 1987. p. 65-80-241-250-313-342.

FRIEDMAN, Milton y Rose. Libertad de elegir. Ediciones Grijalvo S.A. Barcelona. Buenos Aires, México, D.F. p. 345 - 391.

GAVIRIA CADAVID. Fernando. Moneda, Banca y Teoría Monetaria. Bogotá. Talleres gráficas del Banco Popular. 3ª edición. 1981.

INSTITUTO COLOMBIANO DE COMERCIO EXTERIOR. INCOMEX. Consejo directivo de comercio exterior. Resoluciones. Revistas INCOMEX. Volumen 17 N° 5. Mayo de 1984.

INTRODUCCION AL ANALISIS ECONOMICO. El caso Colombiano, Banco de la República. 1987. p. 128-140 a 154.

KEYNES J.M. Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. México. Editorial. Fondo de Cultura Económica. 1971. p. 115-150, 158, 328.

KURUHARA K. Teoría monetaria y política pública. Bogotá. Fondo de Cultura económica. 4ª impresión. 1977.

NEWLYN. W.T. Teoría monetaria. México, Fondo de Cultura Económica, 1974. p. 92-210.

SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Informes.