



ENSAYOS

sobre política económica

Controles monetarios y distorsiones estadísticas

Grupo de Estudios del Departamento de
Investigaciones Económicas del Banco de la
República

Revista ESPE, No. 1, Art. 06 Marzo 1982
Páginas 149-170



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

CONTROLES MONETARIOS Y DISTORSIONES ESTADISTICAS

Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas
del Banco de la República.

I — INTRODUCCION

La rápida acumulación de reservas internacionales que se inició en Colombia a finales de 1975, y que prosiguió de manera ininterrumpida durante el resto de la década, forzó a las autoridades monetarias a adoptar medidas de control sin precedentes, tanto por su intensidad como por su larga aplicación. Entre ellas merecen destacarse, de una parte, la implementación del encaje marginal de 100% sobre exigibilidades a la vista inferiores a treinta días durante el período febrero 1977-enero 1980 y, de otra parte, el sistema de inversiones forzosas a que fueron sometidos algunos sectores generadores de divisas con el fin de diferir la monetización de estos incrementos en las reservas internacionales. En el momento de ser adoptadas, estas medidas eran imprescindibles. Se estima que sin ellas la oferta monetaria podría haberse duplicado durante 1977 (1), con lo cual la inflación, que ya registraba niveles del orden de 50% a mediados de ese año, se habría acelerado violentamente.

Las anteriores medidas, acompañadas de otra serie de intervenciones que buscan desacelerar el ritmo de crecimiento de la demanda agregada, alcanzaron con éxito los objetivos de carácter coyuntural que se buscaban:

“... la tasa anual de crecimiento del índice de precios del consumidor obrero llegó a 13,1% en junio (de 1977), cifra que corresponde al nivel más bajo registrado desde agosto de 1972. . . Los peligros de un proceso inflacionario acelerado se habían despejado y la tasa de inflación registraba uno de los niveles más bajos de América del Sur. . . La rápida disminución de la inflación no había afectado negativamente la actividad económica. . . El crecimiento del PIB en 1977 fue similar al de 1976 y en 1978 se esperaba un ritmo superior; la tasa de desempleo descendió de 10,2% a 9,7% entre marzo de 1977 y abril de 1978” (2).

Al éxito del plan de estabilización de la economía colombiana contribuyeron especialmente el excelente rendimiento de las cosechas internas de 1978 y el positivo ambiente comercial por el que atravesaban las economías capitalistas occidentales; pero no cabe duda que el tratamiento de choque produjo resultados positivos en el corto plazo.

Sin embargo, el sistema financiero doméstico, sobre el cual recayó gran parte del peso del programa, experimentó una serie de efectos de más largo plazo al intentar adaptarse a las condiciones de estrechez crediticia imperantes a partir de 1977. Debido a ello, la capacidad de control efectivo de la autoridad monetaria sobre los agregados monetarios se vio seriamente mermada.

(1) Sarmiento, Eduardo “Estabilización de la Economía Colombiana: diciembre 1976, junio 1978”. *Revista del Banco de la República*. Vol. LI, No. 610, Bogotá, agosto de 1978, pp. 1108-1121.

(2) *IBID*, p. 1120.

El último hecho antes descrito, así como las acciones que se han tomado con miras a recuperar el control monetario perdido, constituyen el tema central de este documento. Este tema de "las innovaciones financieras" reviste gran actualidad ya que tiende a difundirse cada día más entre las economías capitalistas de Occidente. Dicho fenómeno bien puede ser interpretado como la reacción del sistema financiero ante un exceso de control monetario.

Ante una situación inflacionaria que se agudiza a escala mundial y que tiende con enorme frecuencia a ser enfrentada con medidas de tipo monetario, resulta de sumo interés explorar el grado de control efectivo que se posee en este campo. De lo contrario, los intentos por operar sobre la demanda agregada a través de las acciones del banco central, se estarán haciendo con mayor incertidumbre de la que normalmente se acompaña toda decisión de política monetaria.

II — LAS INNOVACIONES FINANCIERAS Y EL CONTROL DE LOS AGREGADOS MONETARIOS (3)

El rápido proceso inflacionario que acompañó durante la década de los setenta a las economías capitalistas del hemisferio occidental ha conducido a que se operen profundos cambios en el comportamiento de los agentes económicos que tratan de amoldarse a esta situación de continuo y rápido crecimiento de los precios. Dentro de los agentes que acusaron cambios de comportamiento debemos destacar las empresas del sector privado, que se volvieron mucho más conscientes del costo de oportunidad de sus saldos monetarios y procedieron a manejar más eficientemente su tesorería (4).

En el caso particular de los Estados Unidos, la situación descrita en el párrafo anterior, urdida a decisiones administrativas encaminadas a lograr un mayor nivel de competencia entre las instituciones del sector financiero norteamericano, propiciaron lo que la literatura económica ha llamado "las innovaciones financieras". En efecto, el nivel deseado de depósitos a la vista por parte de los particulares ha tendido a disminuir, por lo cual parte de dichos recursos se desviaron hacia las nuevas operaciones financieras que se caracterizan por su alto nivel de liquidez y su atractivo rendimiento. Como consecuencia de estas sustituciones entre activos líquidos, que van en detrimento de los depósitos a la vista, se ha tendido a subestimar el grado de liquidez deseado por nuestros agentes económicos, ya que esta liquidez se ha medido tradicionalmente a través del valor de los medios de pago. Es claro que esto repercute negativamente sobre el control de la expansión secundaria que deseaba emprender la autoridad monetaria.

(3) Para la elaboración de esta sección se han consultado especialmente los siguientes trabajos: a) Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República. "Los Controles Administrativos y las Variables Monetarias". Documento de trabajo No. 58. Diciembre de 1979. b) Bernal, Oliver Luis. "Medios de Pago y Crédito Bancario". Documento de Trabajo No. 3. Banco de la República, DIE. Enero de 1980. c) Montes N., Fernando. "Los Indicadores Monetarios Tradicionales y la Liquidez de la Economía". Documento de Trabajo No. 25. Banco de la República, DIE. Bogotá, mayo de 1980.

(4) "Defining Money for a Changing Financial System" *Quarterly Review*, FRBNY. Primavera de 1979. Véase igualmente: J. H. Kalchbrenner. "Innovaciones recientes en los Mercados Financieros, y su relación con la demanda monetaria agregada". *Monetaria*, CEMLA, Vol. No. 1, enero-marzo, 1979.

La actitud de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal ha sido la de aceptar como un hecho irreversible la implantación de las "innovaciones financieras", tras lo cual optaron por redefinir los agregados monetarios.

Nótese que las innovaciones del sector financiero en Estados Unidos son el resultado de una mayor competencia entre las instituciones del sector y de un manejo más eficiente de los fondos líquidos de las empresas como consecuencia del mayor ritmo inflacionario mundial. En el caso colombiano estas no parecen ser las razones principales que iniciaron el proceso de "innovación financiera"; aun cuando, pueden ser importantes para su permanencia, como se verá más adelante.

a) Evolución de la economía colombiana y la política económica (1976-1980).

La economía colombiana durante el último lustro de la década de los setenta se caracterizó por una gran acumulación de divisas producto de los altos precios internacionales del café. Así, mientras a finales de 1976 las reservas internacionales netas ascendían a US\$ 1.166 millones, a septiembre de 1980 habían sobrepasado los US\$ 5.000 millones. Es indudable que esta gran acumulación de reservas puso en grave peligro la estabilidad monetaria del país, lo cual obligó a las autoridades a tomar drásticas medidas para contrarrestar una explosiva expansión de la demanda agregada (5) (véase cuadro 1).

La estrategia que se diseñó fue la siguiente: De una parte, se consideraba importante aprovechar la coyuntura cafetera para terminar de consolidar la posición de balanza de pagos que se había iniciado con la imposición del control de cambios y el estímulo a la diversificación de exportaciones en 1967. Pero, a su vez, era indispensable, social y políticamente, controlar una desmedida expansión de los medios de pago y, por ende, de la demanda agregada, lo cual hubiese tenido un efecto explosivo sobre la relativa estabilidad de precios que siempre había caracterizado a la economía colombiana.

La prioridad dada a este objetivo se comprende cuando todos los analistas del desarrollo económico colombiano, desde la gran depresión hasta la década de los setenta, han coincidido en que el principal obstáculo al desarrollo ha sido el crónico déficit de balanza de pagos, excepto en el período 1952-54 (6). Adicionalmente se calcula que Colombia debería efectuar pagos por importaciones de hidrocarburos por valor de US\$ 4.800 millones durante la década de los ochenta, lo cual refuerza la argumentación en favor de la acumulación de divisas. De allí que no se consideró pertinente adoptar el enfoque monetarista de la balanza de pagos que sostenía que "las presiones inflacionarias se podrían controlar únicamente mediante una reducción de los precios relativos internacionales, que estimularía la demanda por importaciones hasta eliminar el superávit cambiario. Propósito que se podría adelantar por medio de una reducción general de los aranceles, una revaluación del peso o una liberación del cambio" (7). Además, dicha política habría ocasionado, como consecuencia de las importaciones masivas de bienes y de la revaluación del tipo de cambio, un gran daño al

(5) Véase: Banco de la República. *La Acumulación de Reservas Internacionales y la Política Monetaria - El Caso de Colombia 1976-1978*. Documento presentado por el Banco de la República en la XXVIII Reunión de Gobernadores de los Bancos Centrales Latinoamericanos. Caraballeda, Venezuela. 20-24 mayo 1979.

(6) Este período se caracterizó también por altos precios internacionales del café.

(7) Eduardo Sarmiento P. Op. cit. 1.111.

sector industrial nacional, y, por ende, al nivel de empleo urbano. Todo esto significaba un retroceso en la difícil tarea de consolidar la diversificación de exportaciones. Adoptar dicha política también habría implicado sacrificar las metas de largo plazo, por controlar los efectos de un fenómeno coyuntural, como se catalogaba entonces la bonanza de los precios internacionales del café y el incremento de las exportaciones del sector servicios. De allí, que se adoptara una política económica que aceptara mayores ritmos de inflación que en el pasado, pero dentro de un rango social y políticamente tolerable, que se estimó entre un 20 y 30% anual.

Para no superar estos niveles de inflación era necesario adoptar una política monetaria restrictiva, que adecuara a estos propósitos el nivel de liquidez de la economía (8). Se podría pensar que socialmente la política monetaria óptima hubiera sido aquella cuyas medidas afectaran fundamentalmente a los sectores causantes de la expansión del medio circulante, o sea que su costo recayera básicamente sobre el sector cafetero y de servicios. Pero esta alternativa, de una parte, no era viable políticamente (9) y, de otra, el gobierno de aquel momento no compartía la tesis expuesta (10). Por esta razón se optó por una línea intermedia en la cual algunas de las medidas afectaban directamente a los sectores expansionistas, pero otra serie de restricciones afectaban a la actividad económica en general.

(8) Adicionalmente, se tomaron algunas medidas para estimular el sector real de la economía, especialmente a través del crédito subsidiado con destino al sector agropecuario cuyos productos tienen una alta incidencia sobre el comportamiento del índice de precios al consumidor.

(9) Hay que recordar que en Colombia tal vez el gremio más poderoso e influyente política y económicamente es el cafetero.

(10) Un desarrollo de las ideas expuestas en el párrafo se encuentra en: Ocampo, José Antonio y Rebéiz, Edgar. "Bonanza Cafetera y Economía Concertada". *Desarrollo y Sociedad* No. 2, julio 1979. CEDE, Universidad de los Andes.

Dentro de las medidas que afectaron a los sectores expansionistas se destaca el uso del llamado "certificado de cambio". Este consiste "...en un título representativo de dólares de los Estados Unidos, el cual se exige para toda compra o venta de divisas, a manera de paso intermedio entre la venta de divisas al banco central y la consecución de los pesos correspondientes, o entre la entrega de pesos y la obtención del giro en moneda extranjera cuando se trata de una importación o de un pago de deuda" (11). El título puede tener distintas características de negociabilidad y plazo, lo cual permitió que en los momentos de gran afluencia de divisas se pudiera diferir hasta tres y cuatro meses su conversión a moneda nacional. El certificado de cambio se aplicó desde abril de 1977 y recayó básicamente sobre el sector cafetero y de servicios, siendo el instrumento más importante para controlar la liquidez primaria hasta mediados del segundo semestre de 1979.

Otras medidas para controlar la liquidez primaria recayeron sobre el sector importador y el sector público. A los primeros se les exigió la constitución de un depósito previo para la nacionalización de las mercancías en una cuantía promedio del 35% del valor de las mismas. Este incremento permitió congelar recursos por un valor cercano al 7% de la base monetaria durante el período 1977-79.

En lo que respecta al sector público, este tuvo durante el período en cuestión los niveles más bajos de endeudamiento neto. Esto implica una disminución del gasto real del gobierno, especialmente aquel destinado a la inversión.

Lamentablemente, todas estas medidas de control a la base monetaria no eran suficientes para lograr la meta fijada en cuanto al crecimiento de los medios de pago, por lo cual la autoridad monetaria se vio en la necesidad, desde un principio, de adoptar también estrategias conducentes a limitar la expansión secundaria del dinero, o sea, disminuir el multiplicador del dinero base.

Para tal fin, durante el año 1976 se elevó gradualmente el encaje ordinario sobre los depósitos en cuenta corriente hasta situarlo en 46,5%. Por otra parte, se impusieron encajes que representaban entre un 20 y 25% de los depósitos a término de instituciones financieras no bancarias.

Dado que la expansión del dinero base continuaba siendo exagerada por la creciente afluencia de divisas, en febrero de 1977 se estableció un encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente sobre exigibilidades en moneda extranjera de los bancos. Como era de esperarse, esta medida tuvo un efecto contundente para disminuir el multiplicador del dinero base. En el cuadro 2 se aprecia dicha baja, desde 1,49 en diciembre de 1976, hasta 1,27 en diciembre de 1979. Hasta febrero de 1980, fecha del desmonte del encaje marginal, se habían congelado \$ 45.500 millones. Es indudable que solo gracias a esta medida, al menos en corto plazo, se logró mantener el crecimiento promedio de los medios de pago en 28% anual. Pero era de esperarse que un uso tan amplio y prolongado del encaje marginal tuviera profundos efectos sobre el comportamiento del sector financiero y una repercusión negativa sobre la efectividad de dicho instrumento.

(11) Banco de la República, *La Acumulación*. . . . Op. cit. p. 11.

CUADRO 2

Multiplicador del dinero base

Diciembre de:	Multiplicador
1975	1,56
1976	1,49
1977	1,36
1978	1,33
1979	1,27

Fuente: Banco de la República.

b) Efectos de la política económica y las "innovaciones financieras".

Todo proceso inflacionario genera una pugna distributiva entre los sectores económicos que tratan de mantener su participación en el ingreso nacional. Dicha pugna tiende a reproducir y perpetuar el proceso inflacionario. De allí, que la efectividad de la política monetaria se puede medir por su capacidad de obligar a los diversos sectores de la economía a aceptar cierta distribución del ingreso nacional. O sea, la política monetaria no es neutral en la pugna distributiva que genera todo proceso inflacionario (12).

En el caso colombiano resulta claro que el gobierno nacional cedió a las presiones políticas del sector cafetero, permitiendo así que este incrementara su participación en el ingreso nacional. Esto es así no solo porque se partió del concepto de que el producto de la bonanza de los precios internacionales del café era propiedad de los cafeteros, sino porque se les favoreció elevando sensiblemente el precio interno de la carga.

Ante esta situación, era de esperarse que los sectores afectados negativamente no permanecieran pasivos frente a la acción de la autoridad monetaria y trataran de evadir los controles impuestos.

El caso particular del sector financiero es muy ilustrativo. La imposición del encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente afectaba directamente las ganancias de los bancos, pues el crecimiento de dichas cuentas no se traduciría en mayor cantidad de recursos prestables, por el contrario, les generaba costos adicionales de administración (13). Además, la situación se caracterizaba por un encaje promedio superior al 50%; y creciente por efecto del marginal, que hacía cada vez menos rentables para los bancos comerciales los depósitos en cuenta corriente (DCC) (véase el cuadro 3). Por esta razón, los bancos trataron de inducir un cambio en la composición del portafolio del sector privado no bancario con el objetivo de reducir al máximo los DCC.

(12) Ocampo, José Antonio y Cabrera, Mauricio. "Precios Internacionales, tasa de Cambio e Inflación". En *Inflación y Política Económica*. Ed. Mauricio Cabrera. Asobancaria 1980.

(13) Es de anotar que a los bancos se les computaba como encaje marginal los recursos que destinaron al crédito de fomento agrícola impulsado por los programas estatales. Aun cuando la rentabilidad de estas operaciones era baja respecto de las demás operaciones bancarias, la alternativa era mantener congelados los recursos sujetos a encaje marginal. Esto explica el éxito relativo de la política de crédito selectivo que acompañó las medidas del encaje marginal.

Así, en la medida en que las expectativas del sector financiero eran de una larga permanencia de la medida del encaje marginal, los intermediarios empezaron a ingeniar fórmulas, muchas de ellas legales, para evadir los controles de la autoridad monetaria. Así, el uso prolongado de tan drásticos controles administrativos dio origen a las "innovaciones financieras", con la grave secuela de que en el futuro los controles monetarios tradicionales en Colombia serían poco efectivos. Era el resultado de cambios cualitativos operados en el sector financiero.

CUADRO 3

Coficiente de reserva

1975 Junio	0,451
Diciembre	0,431
1976 Junio	0,534
Diciembre	0,485
1977 Junio	0,580
Diciembre	0,543
1978 Junio	0,607
Diciembre	0,586
1979 Junio	0,633
Diciembre	0,650
1980 Junio	0,692

Fuente: Banco de la República.

c) Tipos de "innovaciones financieras" y sus efectos sobre la política y los agregados monetarios.

Mientras en los Estados Unidos se puede hablar de "innovaciones financieras" como producto de un manejo eficiente de los fondos líquidos por parte de las empresas y del cambio en la legislación que indujo una mayor competencia entre las instituciones del sector, en Colombia no sucede lo mismo. En efecto, en Colombia el fenómeno ha obedecido al excesivo control administrativo, especialmente al ejercido a través del encaje marginal. Por otra parte, también influyó el control sobre las tasas de interés pasivas que podían pagar los intermediarios financieros, ya que, en general, ponían en desventaja a los bancos comerciales frente a las demás instituciones del sector.

Dentro de las innovaciones financieras en Colombia se destacan: i) las cuentas convenio; ii) las ventas de cartera; iii) el mandato comercial.

i) Las Cuentas convenio - Cuando se estableció el encaje marginal sobre los depósitos en cuenta corriente (DCC), los bancos empezaron a presionar a sus clientes para que alteraran la composición de su portafolio. Esto es, que de DCC fuesen trasladados recursos hacia depósitos de ahorro, cuyo nivel de encaje efectivo era cerca de un 80% inferior al de DCC. Dado que el nivel deseado de la liquidez de la economía no podía ser variado por los bancos en el corto plazo, estos debieron establecer el compromiso de realizar traslados automáticos de los depósitos de ahorro hacia los depósitos en cuenta corriente según las necesidades de liquidez de sus clientes.

Esta operación era altamente ventajosa para los cuentahabientes, pues obtenían un rendimiento que les protegía sus depósitos en un período inflacionario, a la vez de que mantenían su nivel inicial de liquidez inmediata. Por otra parte, en algunas ocasiones los bancos condicionaron la aprobación de créditos para sus clientes a la constitución previa de una cuenta convenio. Con respecto al banco comercial, salta a la vista la conveniencia de tener recursos con encaje del 20% y no del 100%.

Es de anotar que esta operación tiene repercusión sobre el nivel de la tasa de interés. En efecto, mientras la captación de recursos por depósitos en cuenta corriente solo tiene costos administrativos, los depósitos de ahorro tienen además que pagar intereses (14). Por esta razón si los bancos quieren mantener el margen de intermediación deben elevar las tasas activas de interés.

En lo que respecta a las cuentas monetarias es claro que esto revelaría un cambio en la función de demanda por dinero. El nivel tradicional de DCC resulta inferior, ocasionando una caída en los medios de pago. Sin embargo, la liquidez de la economía no está disminuyendo, sino registrando un cambio en la composición de su portafolio. De esta manera, la política monetaria de control a la expansión secundaria pierde efectividad. Finalmente, es de anotar que las cuentas convenio están prohibidas por la legislación colombiana.

ii) Venta de cartera - Esta operación tiene base legal y fue concebida originalmente para que los bancos con defectos transitorios de liquidez pudieran adquirir recursos de los bancos con excesos transitorios de liquidez. Así, se suponía que esta operación se realizaría exclusivamente dentro del sistema bancario.

Sin embargo, las restricciones monetarias mencionadas indujeron a los bancos a vender cartera a particulares, que estos compran en general con recursos provenientes de los depósitos en cuenta corriente del mismo banco. En esta forma, reducen el encaje requerido liberando así recursos prestables. La operación la contabilizan los bancos en las cuentas de orden del balance. De otra manera, la venta de cartera se contabiliza como un activo contingente y a su vez crea un rubro llamado "responsabilidad venta de cartera" como un pasivo contingente.

La venta de cartera puede ser a la vista o a término, siendo la segunda más atractiva para los bancos, razón por la cual paga intereses más altos. La ventaja de los bancos en esta operación proviene de dos fuentes: la primera, de un margen que proviene de la diferencia entre los intereses que cobra el banco al prestatario y el interés que paga a quien compra la cartera y, la segunda, de la disminución del encaje requerido que se obtiene cuando el cliente compra cartera con DCC del mismo banco. Los recursos liberados del encaje, al ser prestados, producirán al banco los intereses de mercado.

En lo que respecta a los cuentahabientes, es una manera adicional de ganar intereses sobre recursos que antes permanecían improductivos en los depósitos en cuenta corriente. Es de anotar que si bien la venta de cartera goza de liquidez casi inmediata en aquellas operaciones que se pactan pagaderas a la vista, es todavía mayor la de las cuentas convenio. En efecto, en el segundo caso, a medi-

(14) En el período en referencia era 18% anual liquidada sobre saldos mínimos trimestrales.

da que el cuentahabiente va girando en contra de su cuenta corriente, el banco se ocupa de trasladar de la cuenta de ahorros los recursos necesarios para cubrir los cheques girados. En otras palabras, es como tener una cuenta corriente con interés. Por el contrario, aun cuando la compra de cartera se realice con pacto de recompra en cualquier momento, cuando el cuentahabiente quiera su dinero tendrá que realizar y esperar un trámite mientras le acreditan de nuevo los recursos en su cuenta corriente. Es decir, la venta de cartera es ligeramente menos líquida que las cuentas convenio.

El efecto de la venta de cartera sobre el indicador tradicional de la liquidez de la economía, los medios de pago, es que estos tienden a subestimar los saldos por transacciones que desean mantener los agentes económicos en razón de que generalmente estas ventas de cartera se financian con recursos provenientes de depósitos en cuenta corriente. Por otra parte, esta operación permite a los bancos expandir el crédito más allá de lo que la política monetaria considera conveniente, lo cual es equivalente a reducir el encaje promedio, entorpeciendo así los esfuerzos para regular el crecimiento de la liquidez global de la economía.

iii) Mandato comercial - Esta operación se realiza con base en una figura existente en el Código de Comercio, consistente en la posibilidad de que una persona encomiende a otra un dinero para que sea utilizado con un destino específico, como puede ser el prestarlo a una tercera persona. Esta operación, que se realiza a través de las secciones fiduciarias de los bancos, tiene la gran ventaja, para estos, de no estar sujeta a encaje ni a control alguno.

Es probable que los recursos utilizados en este tipo de operación no provengan, en general de depósitos en cuenta corriente, sino de recursos de ahorro propiamente dichos, pues la liquidez de la operación resulta ser menor que la de los dos casos anteriores, ya que el banco actúa como un simple intermediario entre oferentes y demandantes de dinero.

El efecto del mandato comercial sobre los indicadores de la liquidez debe ser reducido, siempre y cuando sea correcto el argumento de la procedencia de los recursos descrita en el párrafo anterior. En este caso, parece que la distorsión se concentra en los cuasi-dineros y, por consiguiente, en la oferta monetaria ampliada (M_2). Empero, esta operación tiene un efecto expansionista sobre la liquidez global de la economía, ya que de haber permanecido como cuasi-dineros hubieran tenido que realizar un cierto encaje legal. De nuevo se encuentra otra operación que socaba el poder de la autoridad monetaria para regular los agregados monetarios.

d) Evolución de los indicadores monetarios y una cuantificación de la subestimación (15).

En el cuadro 4 se observa el crecimiento de M_1 en años completos, mes del año t al mismo mes del año $t + 1$, durante el periodo 1975-79. Se aprecia cómo a partir de 1976, cuando comienza la bonanza del sector externo, empieza a aumentar sostenidamente la tasa de crecimiento de los medios de pago. Este fenómeno tiende a revertirse a mediados de 1977, cuando la autoridad moneta-

(15) Sección basada en Montes, Fernando. Op. cit. Capítulo II.

ria comenzó a utilizar con máximo vigor todos los instrumentos monetarios a su alcance. Específicamente, en febrero de 1977 se adopta el encaje marginal y en abril del mismo año se introduce el certificado de cambio que difería la monetización de las divisas; los dos instrumentos más importantes de la política de estabilización. En el período enero 1978-diciembre 1979, la tasa de crecimiento de M_1 tiende a decrecer, con excepción del último trimestre de 1978. Fue el comportamiento de M_1 durante 1979 el que puso en alerta a la autoridad monetaria sobre la posible distorsión en este indicador. En efecto, era precisamente en este año cuando se podía esperar un aumento importante en la tasa de crecimiento de M_1 dado el crecimiento de las reservas internacionales netas (véase cuadro 5).

Debemos resaltar que la única medida contraccionista de importancia tomada en 1979 fue la implementación de las operaciones de mercado abierto del Banco de la República a través de la venta de títulos de participación, cuyas características de rentabilidad lo hacían altamente competitivo en el mercado. Este inicio de operaciones de mercado abierto solo operó el último trimestre del año y captó alrededor de \$ 7.000 millones (4% de la base). Pero, dada la sustituibilidad entre activos, la contracción neta efectiva de los títulos de participación fue de \$ 3.500 millones, ya que lo restante provino de recursos que antes se destinaban a invertir en certificados de cambio, otro instrumento contraccionista gubernamental (16). Esto para anotar su limitada participación en la neutralización de la expansión ocasionada por el incremento en reservas, el cual ascendió alrededor de \$ 70.000 millones en 1979.

CUADRO 4

Cambios porcentuales de los medios de pago

(Variaciones en años completos)

Mes	1975	1976	1977	1978	1979
Enero	19,4	27,9	36,3	26,0	28,7
Febrero	17,5	30,2	31,5	28,3	29,8
Marzo	19,8	28,4	33,6	29,4	22,9
Abril	16,2	30,6	37,3	28,5	23,9
Mayo	18,6	29,5	39,0	30,0	21,4
Junio	20,7	29,9	44,1	25,4	25,0
Julio	19,4	30,5	42,3	26,2	24,7
Agosto	22,8	27,7	41,1	28,6	24,5
Septiembre	26,2	26,9	38,9	31,6	23,9
Octubre	29,9	28,0	35,9	30,1	25,8
Noviembre	27,5	31,9	31,2	29,5	22,6
Diciembre	27,8	34,7	30,4	30,4	24,3

Fuente: Banco de la República.

(16) Ver: Gómez, Hernando José y Montenegro, Armando. "Operaciones de Mercado Abierto y Comportamiento del Certificado de Cambio septiembre-diciembre de 1979". Revista del Banco de la República. Mayo, 1980.

CUADRO 5

Incremento de las reservas internacionales netas

Año	Millones de US\$	Tasa de cambio promedio (1)
1975	117,8	32,96
1976	618,6	36,32
1977	663,8	37,96
1978	658,2	41,00
1979	1.625,2	44,00

(1) Tasa de compra promedio.

Fuente: Banco de la República.

Analizando en el cuadro 6 el comportamiento de los depósitos en cuenta corriente del sistema bancario, se observa que presentan una evolución semejante a la de M_1 . La tasa de crecimiento en año completo de los DCC comienza a crecer a partir de mayo de 1975, cuando se situaba en 16,6% y alcanza su punto máximo en julio de 1977, 43,6%. A partir de esa fecha se reduce su tasa de crecimiento para situarse en un promedio de 27% durante 1978. Pero en 1979, cuando se esperaba que la tasa promedio de crecimiento de los DCC fuera al menos semejante a la del año anterior, se encuentra que a partir de marzo esta disminuye, situándose en un crecimiento promedio del 22,2% durante el resto del año.

Gracias a los indicadores anteriores se pudo detectar la existencia de un grave problema de distorsión en los agregados monetarios. Dentro de los trabajos que han tratado de cuantificar la subestimación se encuentran los de Olver Bernal (17) y Fernando Montes (18). Este último propone cuantificar directamente la subestimación de los medios de pago mediante una regresión de M_1 contra la base monetaria (B) y el coeficiente de encaje (r = reservas/depósitos) para el período 1970-77, en el cual se supone no existían las innovaciones financieras. Los resultados fueron los siguientes:

$$M_1 = 13536.61 + 1.4474B - 18858.81r$$

$$(33.57) \quad (-1.75)$$

$$R^2 = .989 \text{ D.W.} = .45 \text{ Rho} = .806$$

(17) Bernal, Olver, Op. cit.

(18) Montes, Fernando, Op. cit.

CUADRO 6

Variaciones porcentuales en año completo de los depósitos en cuenta corriente del sistema bancario

Mes	1975	1976	1977	1978	1979
Enero	16,7	26,5	38,8	21,3	26,7
Febrero	14,9	28,5	34,1	25,1	26,8
Marzo	19,1	28,6	34,7	25,2	21,8
Abril	15,3	27,8	38,4	27,2	21,6
Mayo	16,6	29,2	38,4	30,9	17,1
Junio	19,8	28,8	42,8	25,3	22,3
Julio	18,4	27,7	43,6	24,6	22,8
Agosto	22,1	29,8	38,8	25,6	23,5
Septiembre	27,1	26,7	36,4	30,0	23,1
Octubre	30,9	26,7	35,0	29,9	25,2
Noviembre	27,5	33,5	27,6	29,4	21,0
Diciembre	26,3	33,3	24,3	29,5	23,8

Fuente: Fernando Montes N. "Los indicadores monetarios tradicionales y la liquidez de la economía". Documento de Trabajo No. 25. Mayo de 1980.

Como se observa en la ecuación, los coeficientes presentan los signos esperados y además un magnífico ajuste. Así, el siguiente paso fue proyectar los medios de pago para 1978 y 1979, utilizando datos reales sobre el valor de B y r. La diferencia entre el M_1 real y el estimado correspondía a la distorsión. En el cuadro 7 se observa el nivel de la subestimación, que para diciembre de 1979 fue del orden de \$ 24.100 millones. Esto significaría que la tasa de crecimiento de M_1 durante 1979 no fue 24,3%, que es el dato oficial, sino de 29,2% (véase cuadro 8).

Para corroborar el orden de magnitud de la subestimación se comparó con el estimativo realizado por Olver Bernal (19), quien hizo el cálculo directamente a través de los balances de los bancos. Por este procedimiento alternativo se llega a una subestimación del orden de los \$ 15.000 millones (véase cuadro 9). Esto es, menor a lo calculado por Fernando Montes. La diferencia se explica por los supuestos utilizados en cada trabajo. Sin embargo, es evidente que la subestimación se sitúa alrededor de los \$ 20.000 millones.

Se poseen algunas estadísticas sobre las innovaciones financieras. Por ejemplo, en el cuadro 10 se podrá observar que para diciembre de 1979 las ventas de cartera ascendían a \$ 16.149,2 millones. Para la misma fecha, los recursos canalizados a través del mandato comercial se estimaban en \$ 3.890 millones. Esto permite comprobar el orden de magnitud de las distorsiones obtenidas por los métodos antes comentados.

(19) Op, cit.



CUADRO 7

Subestimación de M₁

(Millones de pesos)

Ecuación: $M_1 = 13.536.61 + 1.4474B - 18.858.81r$

	M ₁ Observado	M ₁ Estimado	Subesti- mación	Subesti- mación promedio (trimestral)
1978 Enero	101.202	105.638	4.436	
Febrero	101.454	103.883	2.429	
Marzo	104.846	108.988	4.142	3.669
Abril	106.815	110.738	3.923	
Mayo	110.134	115.441	5.307	
Junio	113.543	117.797	4.254	4.495
Julio	114.100	122.526	8.426	
Agosto	116.473	122.016	5.543	
Septiembre	119.617	128.024	8.407	7.459
Octubre	120.159	128.734	8.575	
Noviembre	124.988	133.530	8.542	
Diciembre	134.885	148.461	13.576	10.231
Promedio anual				6.463
1979 Enero	130.289	139.445	9.165	
Febrero	131.682	140.376	8.694	
Marzo	128.879	139.235	10.356	9.402
Abril	132.370	142.536	10.166	
Mayo	133.661	141.966	8.305	
Junio	141.949	151.888	9.939	9.470
Julio	142.265	156.045	13.780	
Agosto	145.039	157.912	12.873	
Septiembre	148.182	160.477	12.295	12.983
Octubre	151.148	165.741	14.593	
Noviembre	153.238	166.738	13.500	
Diciembre	167.637	191.739	24.102	17.398
Promedio anual				12.313

Fuente: Fernando Montes N. "Los indicadores monetarios tradicionales y la liquidez de la economía". Documento de Trabajo No. 25. Mayo de 1980.

CUADRO 8

Variación porcentual de M₁ en año completo

Año	M ₁ Observado	M ₁ Ajustado
1978 Enero	26,0	30,7
Febrero	28,3	31,4
Marzo	29,4	34,6
Abril	28,5	33,2
Mayo	30,0	36,2
Junio	25,4	30,1
Julio	26,2	35,5
Agosto	28,6	34,8
Septiembre	31,6	40,9
Octubre	30,1	39,4
Noviembre	29,5	38,3
Diciembre	30,4	43,5

Año	M ₁ Observado	M ₁ Ajustado
1979 Enero	28,7	32,0
Febrero	29,8	35,1
Marzo	22,9	27,8
Abril	23,9	28,7
Mayo	21,4	23,0
Junio	25,0	28,9
Julio	24,7	27,4
Agosto	24,5	29,4
Septiembre	23,9	25,3
Octubre	25,8	28,7
Noviembre	22,6	24,9
Diciembre	24,3	29,2

Fuente: Fernando Montes N. "Los indicadores monetarios tradicionales y la liquidez de la economía". Documento de Trabajo No. 25. Mayo de 1980.

CUADRO 9

Ajustes estadísticas monetarias (diciembre de 1979)

(Millones de pesos)

I - Cuentas de orden en M/N	368.101
II - Actividad bancaria neta	158.472 (1)
III - Total operación bancaria en M/N	526.573
IV - Ajuste cuentas de orden (III x .659)	347.012 (2)
V - Ajuste colocaciones (III x .250)	131.643 (3)
VI - Colocaciones Caja Agraria	28.539
VII - Total colocaciones ajustadas	160.182
VIII - Relación (M ₁ /colocaciones)	1.145 (4)
IX - M ₁ ajustado (VII x VIII)	183.409
X - M ₁ observado	167.637
XI - Subestimación (IX - X)	15.772

Fuente: Fernando Montes N. "Los indicadores monetarios tradicionales y la liquidez de la economía". Documento de Trabajo No. 25. Mayo de 1980. (1) La actividad bancaria neta se define como el total de activos menos: las disponibilidades para encaje, las inversiones del encaje, inversiones obligatorias y los activos en moneda extranjera (disponibilidades en M/E + deudores varios en M/E). (2) Las cuentas de orden se multiplican por su participación promedio (1976-78) dentro del total de operación bancaria en M/N (cuentas de orden en M/N + actividad bancaria neta). (3) Las colocaciones se ajustan por su participación promedio (1976-78) dentro del total de operación bancaria en M/N. (4) Promedio de esta relación en las dos últimas semanas de diciembre en los años 1974-77.

CUADRO 10

Cartera vendida

1979	Millones de pesos
Julio	5.533,6
Septiembre	9.354,8
Diciembre	16.149,2

Fuente: Banco de la República.

La principal crítica que se puede hacer a quienes argumentan que estas distorsiones representan una subestimación de M_1 es que, si bien el fenómeno en principio fue forzado por el sector financiero, el público terminó por acostumbrarse a estas innovaciones financieras, lo cual representa una modificación de la función de demanda por dinero. Es decir, las empresas adquirieron conciencia del costo del dinero, por lo cual se tornaron más eficientes en el manejo de su tesorería. Por esta razón, aun cuando se desmontaran las medidas monetarias que condujeron al proceso de innovación financiera, los medios de pago no se ajustarían enteramente a las proyecciones de los trabajos mencionados, pues la demanda por M_1 como proporción de la riqueza total ha disminuido (20).

III — LA POLITICA MONETARIA FRENTE A LAS INNOVACIONES FINANCIERAS²

a) Medidas tendientes a eliminar las "distorsiones monetarias"

Como se vio en la primera parte de este trabajo, la evolución del sector externo ocasionó un incremento sustancial en el volumen de reservas internacionales y determinó que la política económica se orientara, en gran parte, a tratar de minimizar los efectos expansionistas que dicho incremento podía tener sobre la demanda agregada y los precios. La bonanza del sector externo fue vista desde un principio como un fenómeno transitorio. Ante este diagnóstico resultó aconsejable permitir una acumulación de las reservas internacionales para amortiguar una posible caída de los ingresos externos en el mediano plazo. Por tanto, se consideró que el control cambiario vigente en el país debía mantenerse y utilizar los instrumentos monetarios y fiscales para contrarrestar la expansión doméstica.

Así, el esfuerzo realizado en el campo monetario y crediticio fue fundamental. Sin embargo, su margen de acción se fue debilitando a causa de la intensa y prolongada utilización de controles y del surgimiento de las denominadas "innovaciones financieras", introducidas por el sistema con el propósito de eludir los controles. De igual manera, el auge del llamado mercado extrabancario contribuyó a la pérdida parcial de un control monetario efectivo.

(20) La argumentación anterior es válida si se mantienen los actuales niveles de tasas de interés. Si ellas bajan, el público estará menos inducido a los traslados, debido a los costos de transacción implícitos en usar los sustitutos de M_1 en vez de M_1 misma. Ver J. Tobin "The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash". En *Essays in Economics* Volumen 1: *Macroeconomics*. Markhan Publishing Company. Chicago, 1971.

El uso prolongado del encaje marginal mostró de manera clara la necesidad de acudir a otras herramientas para restringir la liquidez de la economía. Por esta razón el énfasis que se ha dado a las operaciones de mercado abierto, con la colocación de los títulos de participación del Banco de la República desde finales de 1979 y en lo que va corrido del presente año. Las operaciones de mercado abierto son generalmente reconocidas como el instrumento de control monetario más efectivo y menos propenso a generar distorsiones en el mercado financiero. Se buscó, entonces, por medio de estas, congelar excesos de liquidez que pudieran generar presiones inflacionarias.

Con el fin de lograr este objetivo, los rendimientos de los títulos-valores con que se opere deben ser lo suficientemente atractivos para competir con los de activos alternativos. Tasas muy inferiores a las vigentes en el mercado financiero impedirían el éxito de las operaciones de mercado abierto y la congelación de los excesos de liquidez. Sin embargo, la rigidez institucional impuesta a las tasas de interés tendían también a crear problemas similares a los originados con el encaje marginal. Ello se debe a que la fijación institucional de las tasas de interés, en especial cuando existen presiones inflacionarias intensas, tiende a producir una desintermediación financiera para eludir los controles administrativos.

En esta forma, las autoridades monetarias se vieron enfrentadas a la disyuntiva de mantener los controles, con el peligro de acentuar el proceso de desintermediación de la banca comercial, o recuperar el control monetario con el uso de instrumentos diferentes. Se optó por la segunda alternativa, con el convencimiento de que de un menor grado de control nominal implicaría un mayor control efectivo.

Al comenzar 1980, la Junta Monetaria determinó suspender la medida del encaje marginal para nuevos depósitos en cuenta corriente y procedió a congelar las captaciones hechas por este instrumento desde febrero de 1977. De esta forma se desmontó parcialmente un instrumento de gran importancia en el manejo monetario de los últimos años, pero que, dada su prolongada vigencia, había introducido serias distorsiones en el funcionamiento de los bancos y, por tanto, en el significado de los agregados monetarios. El efecto contraccionista neto del encaje marginal ascendió a \$ 45.509,5 millones; o sea, un valor equivalente al 59% de las reservas para encaje del sistema bancario en la fecha de su desmonte.

En cuanto a las tasas de interés, las autoridades permitieron la libre determinación del interés de los certificados de depósito a término de los bancos, corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial, así como la de los préstamos hechos con recursos provenientes de su colocación. En esta medida se buscan varios objetivos simultáneamente.

En primer lugar, se reconocía que las tasas máximas permitidas legalmente estaban siendo evadidas por procedimientos indirectos como la reciprocidad, las comisiones y los cobros de intereses anticipados. En segundo lugar, se buscaba canalizar hacia el mercado financiero institucional aquellos recursos que se habían desviado hacia el sector extrabancario a causa de rendimientos diferenciales favorables a este último. En tercer término, se esperaba avanzar hacia el logro de cierto equilibrio entre la oferta de recursos prestables y la demanda por crédito. Finalmente, se pretendió

armonizar el funcionamiento efectivo del sistema financiero con las intervenciones del Banco de la República en el mercado monetario.

Las decisiones tomadas en materia de encajes y tasas de interés reflejaban el convencimiento de las autoridades en el sentido de que una regulación efectiva, apoyada en mecanismos administrativos, solo es posible por períodos cortos cuando se trata de corregir desajustes temporales. Controles demasiado prolongados inducen a los intermediarios y a los particulares a idearse sistemas para que el costo y el volumen de crédito reflejen las realidades del mercado.

Tanto el encaje marginal como los límites establecidos a las tasas de interés dieron comienzo a un claro fenómeno de desintermediación financiera, que además de distorsionar los agregados monetarios, tendía a debilitar los instrumentos de control monetario. Con los cambios efectuados a comienzos del presente año, se pretendió corregir la aludida desintermediación y, por ende, facilitar la implementación de la política económica.

b) Razones para la subsistencia de las "distorsiones" (21).

Los estudios citados anteriormente sobre las distorsiones del sistema bancario demuestran que los estrictos controles monetarios habían inducido al rápido crecimiento de las "innovaciones financieras". Se esperaba que la relajación de los controles serviría de incentivo para que estas se reversionaran. Sin embargo, en junio de 1980, cinco meses después de las medidas sobre liberación de tasas de interés de los certificados de depósito a término, la venta de cartera ascendía a casi \$ 17.000 millones, y en agosto superaba los \$ 20.000 millones. Es claro que continuaron existiendo incentivos para las ventas de cartera, o impedimentos para su reversión legal. Seguramente coexistieron ambos factores.

El cuadro 11, con las salvedades que se hacen a continuación, sugiere que el problema pudo deberse a las diferentes rentabilidades. Dadas las tasas de interés efectivas vigentes en el mercado, la venta de cartera, desde el punto de vista de los bancos, resultaba ser, en principio, más rentable que la captación de depósitos.

CUADRO 11

Rentabilidades* brutas de métodos alternativos de captación

Tasa de interés activa de mercado	Rentabilidades brutas				
	CDT	Depósitos cuenta corriente	Venta de cartera a la vista	Venta de cartera a plazo fijo	Depósito ahorro o cuentas convenio
40	-2,1	15,1	14,5	2,5	13,5
45	1,6	16,8	19,0	7,0	16,9
50	4,2	18,5	23,5	11,5	20,3

* Rentabilidad medida como porcentaje de captaciones.

Nota: Cálculos hechos con base en la estructura de encajes vigentes entre febrero y septiembre de 1980.

(21) Sección basada en varios memorandos internos elaborados por miembros del Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República.

Antes de analizar estas cifras, conviene hacer algunas observaciones sobre el significado de las mismas. En primer lugar, estos resultados se refieren a rentabilidades brutas, es decir no contemplan los costos de captación y manejo administrativo de los bancos (excepto los costos financieros, i. e. tasas pasivas pagadas a los dueños de los recursos). Ello explica, sin duda, parte de la dispersión observada. Por su velocidad de rotación, resulta claro que los costos de manejo de los depósitos en cuenta corriente (DCC) y la venta de cartera a la vista deben ser superiores a los certificados de depósito a término o a la venta de cartera a plazo. Asimismo, la mayor estabilidad de estos dos rubros, vis a vis los dos primeros, hacen que su utilización por parte de los bancos sea menos riesgosa en términos de eventuales caídas de depósitos. Por ello, los DCC y la venta de cartera a la vista tienen un costo implícito difícil de estimar (y seguramente variable de banco a banco) que depende de la volatilidad de los mismos. Así, desde el punto de vista de rentabilidades bancarias, consideradas en un sentido amplio (22), las dispersiones del cuadro 11 son menos grandes de lo que a primera vista podría parecer. No obstante, algunas de ellas son lo suficientemente marcadas como para poder afirmar que aún en términos netos continúan existiendo.

En segundo lugar, el cuadro anterior supone que los bancos operan con "unidad de caja" y que por tanto no varían su tasa de colocación según la proveniencia de los recursos que se estén prestando. En otras palabras, lo que se está asumiendo es que el banco presta a una sola tasa (o dentro de un margen estrecho) pero que toma depósitos o adquiere pasivos a tasas muy dispersas. En principio, este supuesto parece razonable ya que difícilmente puede defenderse de lo contrario (i. e. que el banco tiene una amplia diversidad de tasas de colocación, correspondientes a las distintas tasas de captación).

Hechas las observaciones anteriores sobre la naturaleza de las cifras del cuadro 11, se discuten las mismas a la luz del tema central de esta sección: el efecto que las medidas de liberación tomadas en enero de 1980 pudieron haber tenido sobre las llamadas "distorsiones" que se venían observando en los agregados monetarios.

La primera observación que merece resaltarse es que, dada la actual estructura de encajes, de inversiones forzosas y las tasas de interés efectivamente reconocida hoy sobre CDT (23), la tasa activa de mercado debe ser del orden de 50% anual. Un interés inferior reduciría a cero la rentabilidad de los CDT, lo cual sería incompatible con el alto ritmo de crecimiento que ha mostrado esta modalidad de captación a lo largo de 1980 (98% entre enero y septiembre). Por esta razón, la última línea del cuadro 11 parece ser la más relevante para las comparaciones de rentabilidades brutas.

La rentabilidad bruta de los depósitos en cuenta corriente es superior a la de los CDT en cerca de quince puntos. Aunque la diferencia en términos netos seguramente es inferior, el margen es lo suficientemente amplio para poder afirmar que, en el margen, un peso captado a través de DCC es mucho más atractivo, desde el punto de vista del banco, que \$ 1 obtenido vía CDT. En vista de ello,

(22) Es decir si se miraran rentabilidades netas (castigadas por el factor riesgo) y no simplemente rentabilidades brutas.

(23) En los cálculos se utilizó 36% anual efectivo, que es una tasa representativa de las condiciones actuales del mercado financiero, según lo permiten corroborar las encuestas realizadas por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República.

si las medidas de enero habrían de hacer "aflorar" recursos "escondidos", el incentivo era para que lo hubieran hecho a través de DCC y no a través de CDT (24). Esto se debió al comportamiento de las tasas de interés activas y pasivas del sistema bancario (como lo ilustra la anterior nota de pie de página), pero es un hecho al cual se enfrentaba, a mediados de 1980, la autoridad monetaria: el "aflore" de los recursos "escondidos" no podría razonablemente producirse vía CDT. Las cuentas corrientes parecían ser un vehículo más apropiado para ello. Esta conclusión la respalda, además la consideración siguiente: recordemos que existen dos tipos principales de venta de cartera, una que puede denominarse "a la vista" y la otra que es "a plazo fijo". La primera es un buen sustituto de DCC, ya que es reversible cuando el cliente lo requiera. La segunda es un sustituto más cercano a los CDT por sus plazos y rendimientos ofrecidos. A su vez, "a la vista" parece ser la operación predominante, de modo que si un volumen importante de recursos "escondidos" fueran a "aflorar", lo harían a través de un sustituto cercano como los DCC. Podría pensarse que los fondos que estuvieran en venta de cartera a término aparecerían a través de CDT pero, como se dijo, estos son menos importantes que los primeros.

Las condiciones del mercado se desarrollan de tal manera que, en todo caso, la venta de cartera de ambos tipos estaba incentivada tal como se desprende de las cifras del cuadro 11.

Ciertamente las medidas de enero hicieron menos atractiva esta operación, ya que antes de ellas las operaciones de los bancos a través de DCC tenían, en el margen, una rentabilidad bruta nula y probablemente negativa en términos netos. Pero los altos niveles de encaje y las altas tasas de interés pasivas evitaron que se desestimularan las ventas de cartera.

Adicionalmente a las razones ya expuestas, existe otro motivo por el cual las operaciones de venta de cartera continuaban siendo favorecidas: el punto de vista de los depositantes. El costo de oportunidad de mantener recursos líquidos improductivos era, y es hoy en día, muy alto. Las diversas "innovaciones financieras" (o "distorsiones") han acostumbrado a los cuentahabientes grandes a obtener remuneración por su liquidez. Así, el tenedor de depósitos busca que estos le sean retribuidos. Entonces la venta de cartera le conviene no solo al banco, sino también al cliente, el cual asegura obtener intereses sobre sus depósitos gracias a la competencia existente entre todos los bancos. Esta competencia se ve aumentada por las corporaciones de ahorro y vivienda, donde los depósitos de ahorro (indexados), gracias a su alto grado de liquidez, constituyen prácticamente una cuenta corriente con intereses.

En resumen, las medidas de rebajas en el canje y de libertad de tasas de interés sobre operaciones con CDT, impuestas en enero de 1980, no bastaron para eliminar las prácticas mediante las cuales los intermediarios financieros buscaban eludir las medidas de control vigentes. Ello parece obedecer a que las rentabilidades relativas de distintas operaciones inducían este comportamiento.

(24) Esto resulta claro hoy en día dada la tendencia observada a lo largo del año en las tasas de interés. Sin embargo, si su evolución no hubiera sido la misma, un resultado diferente podría haberse observado. Por ejemplo, si la tasa de captación no hubiera registrado el ascenso que ha tenido, sino que se hubiera estabilizado en 28-30% anual efectivo, una tasa activa de 36% habría igualado los rendimientos netos de los DCC y los CDT (asumiendo ocho puntos de costo adicional para DCC por manejo y riesgo).

c) **Nuevas medidas adoptadas con miras a eliminar las "distorsiones"**

Consciente de la persistencia de las "distorsiones" en los agregados monetarios, especialmente en el crecimiento de las ventas de cartera, la Junta Monetaria adoptó a mediados de septiembre una serie de medidas encaminadas a desestimular estas prácticas. De manera general puede afirmarse que las nuevas normas atacaban el problema de dos maneras. En primer lugar, se restringió a través de medidas coercitivas la venta de cartera a particulares. En segundo término, se modificaron los encajes sobre pasivos en cuenta corriente y a término con el fin de inducir a los bancos a mostrar una menor preferencia por estimular estas operaciones.

Las medidas coercitivas consistieron en obligar a los intermediarios financieros a presentar las ventas de cartera dentro del cuerpo del balance y como una exigibilidad sujeta a encaje. (Antes venían siendo contabilizadas como una cuenta de orden, y consideradas como un pasivo contingente). Con ello se desestimulan claramente las ventas de cartera, tanto a particulares como entre intermediarios. No obstante, estas últimas no resultaban inconvenientes para el manejo de la política monetaria y, por el contrario, habían seguido de tiempo atrás como mecanismo para trasladar excesos temporales de liquidez de algunas instituciones a otras con deficiencias de liquidez. Resultaba conveniente por tanto asegurar que un mecanismo alternativo siguiera cumpliendo esta función. Por ello, simultáneamente con las normas sobre venta de cartera, se eliminó el encaje vigente sobre depósitos interbancarios, así como su contabilización en la reducción capital/pasivos.

Las reducciones en los encajes sobre depósitos a la vista y a término de (50 a 45% los primeros, y de 15 a 10% los segundos) buscan disminuir las diferencias entre rentabilidades brutas presentadas en el cuadro 11. Con ello se persigue que disminuya el incentivo para que los bancos modifiquen la composición de sus pasivos como venía sucediendo de tiempo atrás.

Las medidas anteriores son demasiado recientes para poder evaluar sus resultados en este momento. Resulta claro que las ventas de cartera a particulares, el más serio de los fenómenos de desintermediación que se han tratado a lo largo de este trabajo, deben disminuir drásticamente. No obstante, mientras exista la actual estructura de tasas de interés, por una parte, y de encajes elevados, por la otra, es muy posible que el sistema financiero continúe diseñando mecanismos similares a los que aquí se han descrito. Una menor acumulación de reservas en los meses venideros aliviaría las presiones monetarias, lo cual, a su vez, permitiría reducir aún más el encaje sobre exigibilidades a la vista. Asimismo, en la medida que continúe cediendo el proceso inflacionario, como lo ha venido haciendo a lo largo de 1980, tenderán a bajar las tasas de interés domésticas. Ello tendría el efecto de reducir los incentivos para diseñar otras innovaciones, permitiendo un mayor grado de control monetario a la autoridad.

IV -- RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. La economía colombiana se caracterizó en el periodo 1976-80 por el rápido crecimiento de las reservas internacionales netas producto de la bonanza exportadora de café y servicios. Debido al control de cambios existente desde 1967, el aumento en las divisas se tradujo en una gran expansión de la base monetaria y de los medios de pago. Dada la limitada capacidad del sector real pa-

ra dar una respuesta en el corto plazo a un súbito aumento de la demanda agregada. Esta situación amenazaba con desencadenar un rápido proceso inflacionario.

2. En vista de los serios problemas, sociales y políticos, que conlleva una espiral inflacionaria, el gobierno decidió aplicar una restrictiva política monetaria, tanto sobre el dinero primario como sobre el multiplicador del dinero base. Las dos medidas que más se destacaron fueron las siguientes: en primer lugar el certificado de cambio, que difería la monetización de las divisas hasta tres y cuatro meses, afectando directamente a los sectores causantes de la expansión del dinero base, y, en segundo lugar, dada la imposibilidad política de gravar más a los sectores expansionistas, se impuso un encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente a partir de enero de 1977.

3. La excesiva duración del encaje marginal, que solo vino a eliminarse en febrero de 1980, motivó que el sector financiero evadiera los controles monetarios mediante las llamadas "innovaciones financieras". Dicha reacción se entiende en razón de la pugna redistributiva que causa el proceso inflacionario, donde ningún sector quiere perder su participación en el ingreso nacional.

4. Las "innovaciones financieras" tenían como principal objetivo inducir al sector privado no bancario a reducir sus saldos en cuenta corriente, ofreciendo a cambio atractivos rendimientos y gran liquidez para aquellos recursos provenientes de depósitos en cuenta corriente. Como es lógico, para los bancos dicha reorganización del portafolio era altamente rentable.

Los principales tipos de innovaciones financieras fueron: i) cuentas convenio que consisten en traslados automáticos de depósitos de ahorro a depósitos en cuenta corriente; ii) venta de cartera de bancos a particulares, con el objeto de reducir el encaje requerido; iii) mandato comercial, por medio del cual el banco pone en contacto dos clientes particulares, uno superavitario y otro deficitario, realizándose una operación crediticia sin encajes, y ganando el banco una comisión por ser el agente intermediador.

5. Todas estas operaciones tenían como efecto: debilitar los instrumentos tradicionales de control monetario, dar una mayor liquidez a la economía, poniendo en peligro la política de estabilización, y falsear parte de los indicadores de la liquidez de la economía, específicamente los medios de pago (M_1), la oferta monetaria ampliada (M_2) y el crédito total de la economía.

Algunos intentos de medir la subestimación de los medios de pago coinciden en afirmar que, para diciembre de 1979, su monto era del orden de los \$ 20.000 millones, es decir un 12% inferior al valor observado de M_1 .

6. Frente a esta situación, la autoridad monetaria decidió utilizar preferencialmente las operaciones de mercado abierto, en vez de continuar con inefectivos controles administrativos. Además, existía el convencimiento de que un menor grado de control nominal redundaría en un mayor grado de control efectivo. Así, desde mediados del segundo semestre de 1979, se rediseñó el título de

participación del Banco de la República y, desde febrero de este año, se determinó desmontar el encaje marginal y liberar algunas tasas de interés para detener las llamadas "innovaciones financieras", especialmente la venta de cartera y el mandato comercial.

7. Pero el relajamiento de los controles no fue suficiente para desincentivar las operaciones llevadas a cabo mediante las llamadas "innovaciones financieras". Por el contrario, la venta de cartera había crecido, entre enero y agosto de 1980, en un 25%. Esto parece obedecer, principalmente, a las diferentes rentabilidades de los recursos captados a través de depósitos en cuenta corriente y CDT respecto de las "innovaciones financieras". En el caso de los DCC es un claro resultado del alto encaje que allí se mantenía hasta septiembre de 1980 (un 50%).

8. Por último, la autoridad monetaria decidió, a finales de septiembre, reducir nuevamente el encaje ordinario a 45% y someter las ventas de cartera a este mismo encaje. Ello se hizo por considerarse que la venta de cartera con garantía de recompra constituye para el intermediario financiero una exigibilidad a la vista y no un pasivo contingente.