



ENSAYOS

sobre política económica

El proceso de liberación del mercado financiero colombiano

Juan Carlos Jaramillo.

Revista ESPE, No. 1, Art. 01, Marzo 1982
Páginas 7-19



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.

EL PROCESO DE LIBERACION DEL MERCADO FINANCIERO COLOMBIANO*

Juan Carlos Jaramillo

I – INTRODUCCION

El sector financiero colombiano registró una rápida tasa de crecimiento durante el período 1970-1978. De acuerdo con las cifras de las cuentas nacionales, el área de las finanzas creció a un ritmo que dobló al del resto de la economía. Lo anterior puede observarse en el cuadro siguiente que muestra las tasas anuales del sector como un todo, así como las de sus principales subsectores.

CUADRO 1

Sector financiero 1971-1978

Tasas anuales de crecimiento

Sector y subsector	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Total sector financiero (1)	15.9	11.0	8.1	15.4	13.9	10.0	9.7	15.9
Bancos	15.0	9.7	9.1	7.6	18.6	8.7	9.3	5.5
Seguros	13.9	10.1	4.1	21.8	-2.8	13.7	1.7	25.6
Otras instituciones	25.1	23.8	11.9	42.7	19.6	3.9	11.2	37.7
Producto interno bruto	5.8	7.8	7.1	6.0	3.8	4.6	4.9	8.9

(1) Incluye también compañías de finca raíz cuya participación es mínima. Fuente: Banco de la República - Cuentas Nacionales.

En la última fila del cuadro anterior se incluyen, con propósitos comparativos, las tasas de crecimiento del producto interno bruto. Mientras que el crecimiento promedio del sector durante 1970-1978 fue de 12,3% anual, la economía como un todo lo hizo a un ritmo de 6,1%. Como consecuencia de esto, el sector financiero aumentó sistemáticamente su participación dentro del PIB de 3,4% al comenzar la década a 5,5% en 1978 (precios corrientes). No existen aún cifras definitivas para 1979 y 1980, pero la evidencia parcial indica que la tendencia anterior se ha mantenido.

El acelerado desarrollo del sector se debió, en cierto grado, a acciones de política encaminadas hacia otorgar un mayor grado de libertad operativa del sistema, y hacia desarrollar nuevas instituciones con el propósito de proveer financiación a sectores específicos de la economía. El rápido crecimiento financiero fue también un resultado normal y previsible dentro de una economía que experimentó, un desarrollo ágil de su sector real, y una tendencia creciente a monetizar la enorme mayoría de sus transacciones.

El panorama anterior es un proceso más o menos común, y bien conocido, en ciertas etapas del desarrollo de la mayoría de los países occidentales. El mismo plantea, sin embargo, una serie de

* Documento de trabajo No. 07, de febrero de 1981. El autor agradece los comentarios de Roberto Junguito, José Antonio Ocampo y Francisco J. Ortega.

problemas que se originan en el retraso que se presenta entre el desarrollo financiero y el institucional. Este último tiende a quedarse atrás respecto al primero. Por consiguiente el manejo de la política financiera en general y el de la política monetaria en particular, se tornan cada vez más difíciles y complejos. Esta situación persiste hasta que los cambios institucionales apropiados ocurran, o se hagan ocurrir, de manera que la brecha comience a cerrarse de nuevo.

El propósito del presente documento es el de analizar algunas facetas de este fenómeno en la economía colombiana, las cuales han adquirido importancia en años recientes y, en algunos casos, aún persisten. Lo que se presenta en las páginas siguientes no pretende, en forma alguna, cubrir toda la gama de cambios que se han presentado en el sistema financiero durante la última década. Se trata de analizar los principales, así como algunas de las medidas que se han adoptado con miras a acomodar el marco institucional existente a las condiciones económicas cambiantes. Se hace énfasis especial en los desarrollos de 1980, cuando los problemas del sector y los intentos por solucionarlos fueron más prominentes.

II – FASES DE DESARROLLO FINANCIERO 1970-1980

La década 1970-1980 puede dividirse en cinco subperíodos principales desde el punto de vista de la evolución del sector financiero. El primero va desde comienzos de la década hasta fines de 1972. La estructura vigente durante los años sesenta se mantiene básicamente inalterada durante este lapso. El segundo se extiende de 1972 a 1974 y se caracteriza por la introducción del llamado sistema "UPAC", mediante el cual se crean instrumentos de captación de recursos que aseguran una tasa de interés real positiva. El tercer período se inicia a mediados de 1974 y dura hasta finales de 1976. Es en esta época cuando se inicia la reforma financiera que busca otorgar cierta libertad al mercado de crédito y a las tasas de interés, tratando de eliminar, simultáneamente, el uso crónico de los recursos de emisión para financiar el crédito interno. El cuarto subperíodo abarca los años 1977, 1978 y 1979, durante los cuales la rápida acumulación de reservas internacionales plantea serios problemas de inestabilidad monetaria, lo cual exige la adopción de medidas de restricción en extremo severas. Finalmente el último período abarca los últimos meses de 1979 y el año 1980, cuando los esfuerzos se concentran en desmontar el engranaje de controles establecidos a lo largo de los tres años precedentes y se intenta retornar hacia mercados financieros más libres. Se analizan a continuación los desarrollos más relevantes acaecidos en estos cinco subperíodos.

1. **1970-1972.** La estructura financiera es básicamente aquella de los años sesenta. Las tasas de interés se mantienen bajo controles administrativos, tanto por el activo como por el pasivo. El racionamiento del crédito prevalece y el Banco Central es fuente fundamental de recursos financieros domésticos, en especial del crédito de fomento subsidiado. Existe un reducido número de activos financieros, y los mercados secundarios para ellos son prácticamente inexistentes. El papel de la tasa de interés, tanto en la captación de recursos como en la distribución del crédito, es reducido (1). La descripción hecha por Shaw sobre mercados financieros reprimidos es una buena caracterización de la situación prevaleciente. Prolifera el llamado mercado extrabancario sobre el cual no es posible imponer controles ni conocer su tamaño con cierto grado de precisión.

(1) La excepción la constituye el intento de algunas compañías textiles de penetrar el mercado de capitales mediante la emisión de bonos de renta fija y largo plazo.

2. **1972-1974.** Hacia finales de 1972 se produjo un cambio de enorme importancia y de amplias repercusiones en el mercado financiero colombiano. El gobierno, con el propósito de canalizar recursos hacia la construcción de vivienda urbana, autorizó la creación de las llamadas corporaciones de ahorro y vivienda. Su principal característica consistió en que se les permitió operar con cuentas, tanto activas como pasivas, manejadas en unidades de poder adquisitivo constante (UPAC). La "indexación" se estableció de acuerdo con las variaciones en el índice de precios al consumidor (2). Se fijó para las operaciones de estas instituciones una tasa de interés real positiva constante, permitiendo que la tasa nominal fluctuara con la inflación. Debido a que la gran mayoría de las tasas de interés, ofrecidas por los demás activos financieros institucionales, estaban sujetas a límites máximos, los nuevos intermediarios cuyos depósitos garantizaban tasas de interés reales positivas, rápidamente ganaron una amplia participación en el mercado.

La creación del sistema UPAC no debe interpretarse como un intento deliberado por corregir las distorsiones existentes en el mercado de capitales ocasionadas por los prolongados controles ejercidos sobre la tasa de interés. Obedeció, más bien, a requerimientos del sector real, dada la estrategia de desarrollo adoptada, cual era impulsar el sector de la vivienda. La necesidad de proveer financiación abundante a la misma, hizo necesario crear un sistema que pudiera captar recursos ágilmente. Las corporaciones de ahorro y vivienda se crearon con este propósito. No fueron, sin embargo, parte de una reforma financiera integral como la que habría de intentarse en 1974-1975. La puesta en marcha del UPAC "se hizo no por la urgencia que había de reestructurar el sector financiero, ni tampoco por la necesidad de contar con un mercado de capitales amplio. . . fue el resultado de las prioridades adoptadas por el sector real donde se le asignaba a la construcción el papel preponderante" (3). Puede incluso decirse que el UPAC incrementó las distorsiones ya existentes al limitarse "el libre funcionamiento del mercado y marginarse la competencia por el ahorro con destino al resto de la economía" (4).

Desde finales de 1972 hasta mediados de 1974, las corporaciones de ahorro y vivienda canalizaron recursos hacia el sector de la construcción por valor cercano a los \$ 9.000 millones (5). Se ha discutido mucho sobre qué cuantía de estos fondos era ahorro neto y qué proporción provino de la liquidación de otros activos financieros. Dadas las características de los depósitos UPAC es seguro que una parte importante de las captaciones del sistema provino de la sustitución entre activos, aunque no puede desconocerse que la tasa de interés real positiva pudo tener algún impacto favorable sobre el flujo de ahorro neto (6).

El sistema UPAC resultó, sin duda, exitoso en canalizar recursos financieros hacia los intermediarios especializados. Creó, sin embargo, al menos dos desequilibrios que deben mencionarse, por ellos mismos y por la influencia que tuvieron posteriormente en la formulación de políticas concernientes al sector financiero.

(2) El método de cómputo de la llamada "corrección monetaria" se estableció finalmente como un promedio móvil de las variaciones en el índice de precios al consumidor.

(3) Ortega, Francisco. "Política Monetaria y Sector Financiero", *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1979, p. 1310.

(4) *Ibid.*, p. 1310.

(5) Para apreciar la magnitud de esta transferencia de fondos, basta anotar que hacia mediados de 1974 M_1 ascendía aproximadamente a \$ 40.000 millones.

(6) La cuantificación en este campo se dificulta enormemente debido, sobre todo, a la existencia de un mercado "extrabancario" cuya magnitud se desconoce (pero sobre el cual hay indicios de que era cuantitativamente importante en 1972-1974). En la medida que recursos que antes fluían hacia dicho mercado se hubieran desviado al sistema UPAC, las captaciones de este último sobreestimarían el flujo de ahorro financiero neto adicional.

El primero fue el de generar un exceso temporal de oferta de fondos prestables para la construcción de vivienda. Esto se debió a factores fundamentales: a) El flujo de recursos hacia las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) fue sumamente grande y súbito, debido al alto rendimiento ofrecido por los depósitos UPAC vis-a-vis el resto del mercado. El sistema, recién creado, no estaba en condiciones de hacer préstamos con la misma celeridad. Los excesos de liquidez fueron absorbidos por el Banco de la República, a través del FAVI, el cual reconocía a las CAV la corrección monetaria y un pequeño interés real. b) La demanda por recursos "indexados" demoró en desarrollarse. Después de muchos años de crédito subsidiado a la vivienda, existía un natural recelo a la adquisición de deuda con tasas reales positivas. Sólo en la medida que las fuentes subsidiadas desaparecieron, y que el público comprendió que ello era un hecho definitivo (7), no se expandió la demanda por crédito UPAC.

El segundo desequilibrio, que demoró en presentarse, fue el siguiente: una vez establecido firmemente el nuevo sistema, los recursos comenzaron a fluir rápidamente hacia el sector de la vivienda. Al suceder esto, se crearon cuellos de botella en las industrias productoras de materiales de construcción, las cuales se habían desarrollado para niveles de producción inferiores a los que la nueva demanda implicaba. Este fenómeno inició una espiral creciente en los costos de construcción, la cual se vio reforzada más tarde por otra serie de factores, que aún hoy subsisten, y que están relacionados con la creciente demanda por finca raíz como método de protección de la riqueza contra la inflación.

Los desequilibrios anteriores habrían de llevar a las autoridades a introducir una serie de ajustes en el sistema UPAC durante el subperíodo que se analiza a continuación.

3. 1974-1976. Al instalarse el nuevo gobierno hacia mediados de 1974, se inició un proceso de reforma sustancial al sistema financiero vigente. Se buscó mediante la misma una relativa liberalización del mercado y una menor dependencia del crédito doméstico de los recursos primarios del Banco de la República. Asimismo se intentó reducir la gran dispersión existente entre los rendimientos de los distintos activos del mercado y se inició un desmonte lento de regulaciones al sistema, a fin de permitir una mayor injerencia de las señales del mercado en la distribución del crédito (8).

Uno de los primeros pasos dados en esta dirección fue imponer un máximo a la corrección monetaria pagada por los depósitos UPAC. Aunque aparentemente ello constituía un movimiento en la dirección contraria a la liberalización buscada, se consideró indispensable imponer dicho tope con el fin de inducir un mayor grado de competencia entre las diversas formas de captación de recursos. Dentro de este mismo enfoque, se optó por elevar las tasas de interés de depósitos de ahorro y a término. Lo mismo se hizo con los dos principales bonos oficiales que circulaban en el mercado, quitándosele simultáneamente a sus intereses el carácter de exención tributaria de la que hasta entonces gozaban. Nótese que el gobierno se abstuvo de permitir una libertad de tasas pasivas de interés. Buscó más bien elevarlas y disminuir su dispersión. Se consideró necesario moverse sólo de manera gradual hacia tasas libres. Estos fueron los primeros pasos.

(7) Como se verá más adelante, a la postre se regresó al sistema de tasas de interés fijas para la vivienda.

(8) La reforma iniciada a fines de 1974 obedeció solo a la concepción del nuevo gobierno respecto a un mercado financiero más ágil, sino también a la necesidad imperiosa de introducir reformas al sistema cuyas regulaciones se habían diseñado para tasas de inflación relativamente bajas. Al acelerarse el proceso inflacionario las tasas fijas de interés eran cada vez más negativas en términos reales. Era fundamental ir corrigiendo este problema.

De otra parte, el acceso de los bancos comerciales y de otros intermediarios financieros al crédito del Banco de la República se restringió severamente, forzándolos así a realizar una más activa competencia por los fondos provenientes del ahorro doméstico. Se elevó la tasa de redescuento y se hicieron más severas las sanciones impuestas por desencajes. Estas medidas buscaban eliminar una de las fuentes permanentes de inestabilidad monetaria en Colombia, cual era la excesiva dependencia del crédito doméstico de aquel extendido por el Banco de la República.

Los dos grupos de medidas que se acaban de discutir, más que imponer restricciones, lo que buscaban era ordenar y racionalizar el mercado financiero doméstico, haciéndolo menos dependiente, para su desarrollo, de la emisión primaria. Simultáneamente, se adoptaron medidas conducentes a proveer un mayor grado de injerencia a la acción del mercado en la distribución del crédito. Para ello se eliminaron gran parte de las inversiones forzosas que debían realizar los intermediarios institucionales, y se liberó la tasa de interés activa correspondiente al crédito bancario ordinario. Como ya se dijo, las tasas pasivas de los principales activos financieros se mantuvieron, no obstante, controladas.

Fue durante este período que se hicieron los primeros intentos de llevar a cabo operaciones de mercado abierto, utilizando los pagarés de emergencia económica —PAS—. Su éxito fue limitado, por cuanto la estrechez del mercado monetario dio pie para que los principales demandantes de los papeles gubernamentales intentaran manipular los precios, y por tanto los rendimientos. (Esta experiencia habría de determinar la forma cómo, a partir de 1979-1980, se efectuarían este mismo tipo de operaciones). Lo que se observó entonces, y sigue siendo válido hoy en día, es que las condiciones del mercado distaban mucho de aquellas ideales que caracterizan a la "competencia perfecta". Por consiguiente, intentar colocar documentos de deuda del gobierno a través de remates no resulta factible, sin que se corra el riesgo de que unos pocos agentes económicos se agrupen y determinen, unilateralmente, las tasas de interés de mercado.

Finalmente, fue también en este período que el gobierno llevó a cabo una vasta reforma tributaria. Se esperaba que la misma contribuiría sensiblemente a eliminar la utilización crónica del crédito del Banco de la República por parte del gobierno. Este acceso a los recursos de emisión había sido una de las causas principales de inestabilidad monetaria durante los años cincuenta y sesenta. Como veremos más adelante, el gobierno ha logrado, en efecto, abstenerse de incrementar el crédito interno concedido por el Emisor, pero por razones independientes de la reforma tributaria (9).

4. 1977-1979. La llamada "Bonanza cafetera" (probablemente mejor denominada "Bonanza del sector externo"), la cual se inició a finales de 1975 y se prolongó a lo largo de cinco años, cambió el panorama tradicional de la economía colombiana, el cual había sido dominado por la escasez crónica de reservas internacionales. Dada la política de mantener el tipo de cambio, los problemas monetarios tuvieron también un origen diferente: la necesidad de emitir para adquirir el volumen creciente de divisas que ingresaban al país (10). Se cambió también, como consecuencia, la orientación que se le podía dar a la política financiera.

(9) Inicialmente fue posible reducir el déficit gubernamental, que en los primeros años de la década había sido financiado con empréstitos externos. Sin embargo, varios cambios introducidos a la reforma tributaria y dificultades administrativas para implementarla plenamente, hicieron que la misma hubiera perdido efectividad. Véase, Sarmiento Eduardo, "Interpretación de la Política Monetaria en la Década del 70", *Carta Financiera - ANIF*, Bogotá, junio de 1979, pp. 8-32.

(10) Esto no quiere decir que las fluctuaciones del sector externo no hubieran planteado anteriormente problemas monetarios. Sin embargo, la magnitud del creciente flujo de divisas y de acumulación de reservas fue tal, que el origen esencial de los aumentos en la base se puede atribuir casi en su totalidad al sector externo.

En el transcurso de los cinco últimos años, las reservas internacionales del Banco de la República se incrementaron de un nivel del orden de US\$ 400 millones a cerca de US\$ 5.400 millones. Los impactos monetarios que produjo esta acumulación, forzaron a las autoridades económicas a adoptar una serie de severas medidas de contracción que habrían de influir, decisivamente el desarrollo del sector financiero durante la parte final de la década. Estas medidas, y sus efectos constituyen el tema central de esta sección. Antes de analizarlas, conviene recordar brevemente el problema que tenía que ser enfrentado mediante las mismas.

Para poder comprender el manejo monetario del periodo 1976-1979, resulta fundamental recordar que al iniciarse el auge externo, la mayoría de los analistas consideraron que el fenómeno era estrictamente transitorio y que, dado su origen, no representaba una mejora de la posición competitiva de la economía colombiana frente al resto del mundo (11). Ante este diagnóstico, la política coyuntural debía acomodarse a las necesidades de más largo plazo de la economía. Por consiguiente, permitir que se acumularan reservas era una posición lógica a pesar de los problemas de índole monetario que ello acarrearía (12). Aceptada, entonces, la necesidad de acumular reservas, la política económica debía contribuir a generar los recursos de ahorro interno que permitieran financiar dicha acumulación. Este fue el más importante objetivo de las principales medidas económicas del periodo. Se actuó en todos los frentes: el monetario, el cambiario, el fiscal, el de comercio exterior. El esfuerzo realizado fue tal que, hacia fines de 1979, la mayoría de los instrumentos de control habían sido utilizados al máximo (13). A continuación se analizan aquellas determinaciones que influyeron más directamente al sector monetario y financiero. Dos de ellas, por su alcance y magnitud se constituyeron en los pilares básicos de la política de estabilización: el encaje marginal del 100% y la introducción del certificado de cambio.

El encaje marginal del 100% sobre los incrementos en depósitos a la vista se impuso al comenzar 1977 (14). Era una medida de emergencia que buscaba eliminar la expansión secundaria de la rápida monetización de reservas. Se esperaba, asimismo, que fuera transitoria, por cuanto la experiencia pasada había mostrado las dificultades que en el mediano plazo generaba este tipo de restricción. La entrada de divisas a ritmos muy superiores a los egresos se mantuvo por un tiempo bastante superior al previsto. Por ello no fue posible eliminar el encaje sino hasta tres años más tarde. Entre tanto, los intermediarios financieros desarrollaron una serie de mecanismos, algunos de ellos ilegales, que le permitieron evadir de manera parcial la restricción que se intentaba imponer. Así, paulatinamente la autoridad del ramo comenzó a perder su discrecionalidad sobre el manejo de la liquidez de la economía. Lo que se había presentado era una disminución en la demanda de dinero, como consecuencia del diseño, por parte de los intermediarios, de mecanismos alternativos de mantener liquidez. Iba en su provecho diseñarlos, por cuanto con ello se eludían los altos encajes. El público disminuyó su demanda de dinero al encontrar, en el mercado, activos que eran sustitutos muy cercanos al mismo y que ofrecían rendimientos atractivos (15).

(11) Ocampo, J. A. y E. Reveiz, "Bonanza Cafetera y Economía Concertada", en *Economía Cafetera*, CEDE, Bogotá, 1978; Jaramillo J. C., "Sector Externo 1977", *Revista del Banco de la República*, marzo 1979; Wiesner D. Eduardo, "Devaluación y Mecanismos de Ajuste en Colombia", en *Financiamiento Externo* - 1978, Asociación Bancaria, Bogotá, 1978; (Ortega, F., *Op. cit.* p. 1311).

(12) El hecho de que, ex-post, el crecimiento de las reservas se hubiera prolongado por cinco años puede quizás servir de argumento para afirmar que la apreciación de transitoriedad resultó equivocada. No puede, sin embargo, decirse que por ello la política económica estuvo mal enfocada.

(13) Banco de la República, *Revista*, "Notas editoriales", diciembre de 1979.

(14) Se permitió computar como encaje, durante 1977, aquellas operaciones denominadas "de fomento", a fin de irrigar ampliamente con crédito, sectores económicos considerados prioritarios.

(15) Estos mecanismos han sido discutidos ampliamente en "Controles Monetarios y Distorsiones Estadísticas", *Revista del Banco de la República*, Vol. LIII No. 637, Bogotá, noviembre 1980, pp. 1609-1620.

El encaje marginal, en la medida que fue efectivo, limitaba la expansión crediticia de la banca comercial. El origen del problema monetario estaba, sin embargo, en la rápida expansión de la base. Era necesario, entonces, actuar sobre ésta. Ello se hizo restringiendo el crédito doméstico del Banco Emisor, a lo cual contribuyó decididamente el sector público al disminuir su ritmo de inversión, pudiendo así mantener altísimos niveles de depósitos en el Banco Central. Se acudió también a los depósitos de importación. Estos cumplían un doble papel: congelaban recursos primarios y, dado su mecanismo, resultaban ser un medio para acelerar los giros corrientes hacia el exterior.

Las operaciones de mercado abierto parecían ser el mecanismo monetario ideal para limitar el crecimiento de la base. Sin embargo, para que pudieran ser efectivas, era necesario que se llevaran a cabo con tasas de interés de mercado las cuales, dadas las expectativas de inflación reinantes, eran muy superiores a las vigentes, que estaban sujetas a control. Para tener éxito con las operaciones de mercado abierto había que eliminar por lo menos algunos de los límites impuestos a las tasas de interés. El gobierno no consideró conveniente tomar este paso. Se optó, entonces, por una variante ingeniosa: los certificados de cambio.

Los certificados de cambio son un papel financiero, en cierto sentido bonos de corto plazo, utilizados por el Banco de la República para adquirir las divisas provenientes de exportaciones de bienes y servicios. Son entregados a quien vende esas divisas y el receptor tiene tres opciones para convertirlos a moneda local: a) Venderlos inmediatamente al Banco de la República, a la tasa de cambio del día, pero con un descuento sobre su valor nominal. b) Venderlos al Banco de la República a su vencimiento, al tipo de cambio vigente entonces, por el 100% del valor nominal. c) Venderlos en el mercado abierto con un descuento que varía según las condiciones de oferta y demanda. En el primer caso no hay congelación de recursos primarios, pero el vendedor incurre en una penalización al liquidar sus divisas. En los otros dos casos se genera un ahorro financiero durante el período de vigencia del certificado. Lo que se buscó, entonces, fue postergar la monetización de los ingresos de divisas colocando, en forma forzosa, un título valor en el mercado. Quienes generaban el ahorro representado en los certificados vigentes eran directa o indirectamente, aquellos sectores que originaban la expansión a través de reservas (16).

Los certificados se constituyeron rápidamente en sustitutos de otros instrumentos financieros. Estos últimos, cuyas tasas de rendimiento estaban reguladas, enfrentaron entonces una fuerte competencia a la cual no podían responder. Para evitar sustituciones masivas, el Banco de la República cambió en varias ocasiones los plazos de maduración y los descuentos con que adquiría certificados no vencidos. En esta forma se sujetó también a un límite de rendimiento de estos papeles. No obstante, para evitar la monetización acelerada de divisas, dicho rendimiento, aunque limitado, tuvo que ser mantenido alto. Fue en cierta forma, un paso hacia un régimen de tasas de interés más libres.

Otro cambio de importancia ocurrido durante este periodo fue la forma de financiar a los llamados fondos de fomento. Desde muchos años atrás, el Banco de la República ha venido administrando estos fondos, cuyo objetivo es canalizar recursos, generalmente subsidiados, hacia ciertos secto-

(16) Se excluyeron inicialmente de este mecanismo las divisas provenientes de la mayoría de las exportaciones menores. En 1979 se excluyó el café, pero al repuntar de nuevo los precios externos volvió a quedar incluido. A fines de 1980, ante la caída de los precios internacionales, volvió a ser excluido.

res económicos básicos. Había existido siempre un exceso de demanda crónico por estos créditos, las fuentes de recursos de los cuales eran sistemáticamente insuficientes. Ello había llevado a utilizar emisión primaria para satisfacer la demanda, lo cual a su vez se había convertido en un origen importante de inestabilidad monetaria en Colombia. Se decidió, por lo tanto, hacer un esfuerzo importante para obtener recursos no inflacionarios a través de la emisión de títulos valores a tasas de interés competitivas. Como resultado, los fondos de fomento no utilizan ya emisión primaria (17). Se vieron forzados, no obstante, a elevar sus tasas de interés a fin de cubrir los mayores costos financieros. No son hoy en día una fuente de inestabilidad monetaria, pero para que ello fuera posible se hizo indispensable reajustar sus tasas de interés (18).

En resumen, el período 1976-1979 se caracterizó por la imposición de fuertes controles al sistema financiero, debido a la necesidad de restringir la demanda agregada ante el creciente ingreso de divisas. Se comenzó a observar, sin embargo, que la larga implantación de estos controles inducía a los intermediarios a diseñar mecanismos para eludirlos en forma cada vez mayor y que se impulsaban los mercados paralelos de dinero. Finalmente, aunque se intentó mantener por debajo de su nivel de equilibrio a la estructura de tasas de interés resultó evidente que, sin elevarla, el manejo monetario se hubiera dificultado aún más. Estas consideraciones determinaron en buena parte los derroteros seguidos en materia de política financiera desde finales de 1979. Resulta conveniente recalcar que el manejo financiero reciente no es independiente de lo ocurrido en 1977-1979. Por el contrario los acontecimientos de este período restringieron la gama de alternativas de política que podrían implantarse al finalizar la década (19).

5. **1979-1981.** Hacia mediados de 1979 se previó que las reservas internacionales seguirían creciendo rápidamente durante al menos otro año (20). Las autoridades monetarias habían utilizado, más allá de sus límites prácticos, los pocos instrumentos de control que tenían a su disposición. Además, resultaba claro que las finanzas del Estado no podían mantener su papel contraccionista por más tiempo, y que la reactivación de la inversión pública sería imprescindible. Nuevos instrumentos de manejo debían ser diseñados para enfrentar el aumento previsible de la liquidez doméstica. Las operaciones de mercado abierto eran la escogencia obvia, pero su implantación se dificultaba debido a las restricciones existentes sobre las tasas de interés pasivas del sistema financiero (21), y debido a la estrechez del mercado monetario que en 1975 había limitado el éxito en la colocación de papeles del gobierno en el mercado libre.

El primer paso lo dio el Banco de la República al emitir los llamados "títulos de participación", ofreciendo rendimientos altamente competitivos dadas las condiciones de mercado del momento. La colocación se hizo a tasas fijas y no a través de subastas que determinarían un precio de "merca-

(17) La única excepción es quizás el Fondo de Desarrollo Eléctrico. Se está buscando que éste se financie, también, de manera no inflacionaria.

(18) Aún se mantiene un importante elemento de subsidio en estas tasas, debido a que algunas importantes fuentes de recursos de los fondos son inversiones forzosas del sistema financiero, en bonos de bajo rendimiento emitidos por dichos fondos.

(19) En otros términos, en general toda política restrictiva tiene sus costos. Algunos de estos no se causan inmediatamente sino con el tiempo. Por ello resulta difícil independizar lo que se hace en un momento dado de los derroteros de política del pasado.

(20) En realidad mantuvieron su crecimiento acelerado durante otro año y medio. En febrero de 1981 aún aumentaban, aunque se prevé que en este año lo harán muy moderadamente, en contraste con el quinquenio anterior.

(21) Recuérdesse que las tasas activas se habían liberado en su mayoría desde 1976.

do". La experiencia de 1975 aconsejaba en contra de este sistema, ante la posibilidad de agrupación por parte de los principales compradores. La idea era, más bien, ajustar la tasa de captación según las necesidades de contracción monetaria que se fueran presentando. Se emitieron títulos a 15, 30, 60 y 90 días, con rendimientos mayores para los menos líquidos. El Banco de la República recompraba, además, los títulos antes de su maduración penalizando el rendimiento (22).

El nuevo instrumento fue bastante exitoso. Los primeros títulos se comenzaron a colocar en septiembre de 1979 y al finalizar el año habían congelado cerca de \$ 7.000 millones (5,4% de la base monetaria). A pesar de su éxito, o más bien a causa de él, los títulos de participación provocaron reacciones adversas en el mercado financiero. Con cierta razón, los intermediarios se quejaban de su imposibilidad de competir con el Banco de la República mientras sus tasas pasivas estuvieran sujetas a control. Se afirmaba que se estaban produciendo traslados masivos de recursos hacia el Banco de la República. En realidad ello no alcanzó a ocurrir, en términos netos, debido al rápido incremento de la liquidez que estaban produciendo las reservas internacionales (23). Además, se optó por emitir los títulos con denominación mínima de \$ 200.000, de manera que no se presentara competencia por los recursos de ahorradores pequeños y medianos. M_2 continuó creciendo durante el último trimestre del año, lo cual indica que a través de las operaciones del Banco Emisor se estaba solamente drenando la liquidez creciente. No obstante, resultaba claro que, en un plazo más largo, sí podrían presentarse sustituciones importantes mientras las tasas de captación de los intermediarios se mantuvieran controladas. La evidencia del pasado señalaba que así sería (24).

Al comenzar 1980, la Junta Monetaria decidió introducir una serie de cambios fundamentales al mercado monetario y financiero. Los dos más importantes fueron la liberación de ciertas tasas pasivas reconocidas por el sector financiero y la eliminación del encaje marginal del 100% vigente desde tres años atrás (25).

La liberación de las tasas de interés de los certificados de depósito a término, se efectuó a fin de permitir a los intermediarios competir con el mercado, aún en presencia de los títulos de participación, y de los demás papeles del Emisor. Las tasas subieron inicialmente, lo cual era lógico, dado que se había eliminado el control que las mantenía a niveles reales negativos. Su nivel se situó alrededor de 36% efectivo (26). Las tasas activas también subieron, aunque la información al respecto es fragmentaria, de manera que resulta difícil precisar en qué cuantía.

El permitir una mayor libertad en la tasa de interés, refleja el convencimiento de la autoridad monetaria de que es imposible mantenerlas congeladas a niveles inferiores a la tasa esperada de infla-

(22) Esta es una característica que ha sido difícil de eliminar en el mercado financiero doméstico. El problema se origina en los aún débiles mercados secundarios. Fortalecer estos últimos debe convertirse en un objetivo prioritario de la política financiera.

(23) Gómez Hernando J. y Armando Montenegro "Operaciones de Mercado Abierto y el Comportamiento del certificado de cambio durante el último trimestre de 1979", *Revista del Banco de la República*, mayo de 1980.

(24) Ruiz, A. y D. Schlesinger, "Tasas de Interés y Exenciones Impositivas: El Caso Colombiano", *Revista del Banco de la República*, mayo de 1975.

(25) En realidad se "congeló" el encaje marginal a los niveles vigentes el 31 de enero. Los incrementos en depósitos entraban a encajar a una tasa del 50%. Esta última fue luego reducida a 45%.

(26) La inflación registrada en el año estuvo cercana a 26%.

ción. Si se insiste en así fijarlas, se acentuará la tendencia — que ya en 1978-1979 se observaba — hacia canalizar los fondos prestables a través del mercado no institucional (o extrabancario, como con frecuencia se le denomina), donde los controles son difíciles, si no imposibles de aplicar. Se produciría, si no una desintermediación financiera, una “desinstitucionalización” de la misma. Los problemas que esto causa en el área del control monetario son bien conocidos (27). La idea era que en la medida que disminuyera el ritmo de inflación, las tasas de interés de mercado deberían bajar. Existen diferentes opiniones acerca de este punto, las cuales reflejan diversos énfasis en factores de oferta y demanda. Aquellos que insisten en los primeros, arguyen que los altos costos financieros, ocasionados por altas tasas de interés, acelerarían el ritmo de inflación y que, por tanto, esperar que bajen las tasas libres, bajo estas condiciones, es utópico. La autoridad monetaria, por el contrario, ha enfatizado tres puntos básicos: a) que las altas tasas de interés son necesarias para desacelerar el crecimiento de la demanda agregada y por tanto la inflación (28); b) que las tasas libres facilitan el control de M_1 , ingrediente básico de la política de estabilización; c) que las tasas de interés determinadas según las fuerzas de mercado asignan más eficientemente los recursos y que, por consiguiente, desaceleran el crecimiento de los costos reales de producción. Finalmente hay quienes insisten que mientras se mantenga la actual estructura de encajes y de inversiones forzadas las tasas de interés no podrán bajar significativamente.

La segunda medida de importancia adoptada a comienzos de 1980 fue la eliminación de encaje marginal, para los incrementos en los depósitos a la vista que se presentaran a partir de enero 31. Se impuso un encaje de 50%. Fue un paso importante tendiente a liberar el sistema de los rígidos controles que se le habían impuesto por tres años. Se buscaba que los intermediarios, quienes habían diseñado diversas innovaciones con el propósito de evadir los altos encajes, regresaran a las formas tradicionales de intermediación. Se buscaba también bajar los costos de captación del sistema lo cual quitaría presión a las tasas de interés.

Hacia mediados del tercer trimestre del año fue posible hacer una evaluación del efecto de las medidas de liberación. Los certificados de depósito a término habían crecido a ritmos sin precedentes. Otras formas tradicionales de intermediación — depósito de ahorro y el sistema UPAC — se desarrollaban asimismo, de manera satisfactoria. Se decidió, no obstante aumentar ligeramente sus tasas de interés — controladas — a fin de permitirles competir mejor con los CDT. Al finalizar 1980 pudo observarse que los recursos canalizados a través del sistema financiero institucional habían crecido a la tasa más alta de las últimas décadas. Ello a pesar de la activa participación del Banco de la República en el mercado a través de sus títulos. Se mostraba, así, que en la medida que existiera posibilidad de competencia a través de tasas de interés, las operaciones de mercado abierto eran posibles, sin afectar la labor normal de los intermediarios. El mercado extrabancario vio reducida su participación y seguramente formas de mantener riqueza, tales como la adquisición de finca raíz, tuvieron auge mucho menor al de años anteriores.

(27) No todos los analistas aceptan esto. Algunos insisten en la necesidad más bien de extender e incrementar los controles administrativos. Ello desconoce la habilidad demostrada sistemáticamente — que tienen los agentes económicos para evadir los controles. Supone además que las imperfecciones del mercado financiero le impiden al mismo asignar los recursos con mayor eficiencia que a través de vías administrativas. El debate es viejo, y está lejos de ser resuelto. Para una exposición de este punto de vista véase: Sarmiento, E. “La Política Económica del Gobierno”, documento fotocopiado presentado en la Primera Reunión del Foro Económico Nacional, Bogotá, febrero de 1981.

(28) Esta afirmación implica que el proceso inflacionario actual es causado por exceso de demanda y/o que puede remediarse mediante políticas de restricción al gasto. Ambas cosas son cuestionables.

De otra parte, se hizo evidente que las innovaciones financieras desarrolladas por los bancos no se habían desestimulado, a pesar de la no existencia del encaje marginal. El alto encaje aún vigente, resultaba ser un incentivo poderoso para buscar formas distintas de intermediación. Ello implicaba una pérdida en la capacidad de control monetario por parte de la autoridad del ramo. Resultaba por lo tanto imprescindible parar el proceso. Dadas las condiciones monetarias del momento, ello no podía hacerse exclusivamente reduciendo los encajes. Se corría el peligro de un grave desbordamiento monetario. Se optó entonces por una solución intermedia: limitar administrativamente las innovaciones y, simultáneamente reducir en un pequeño margen el encaje para desincentivarlas. Al finalizar el año resultó claro que esta solución había sido exitosa (29). La principal innovación, las ventas de cartera a particulares, había prácticamente desaparecido. La experiencia indica, sin embargo, que este puede ser un resultado transitorio. En la medida que los encajes tengan los niveles actuales, se presenta un poderoso incentivo para evadirlos. Dirigir el sistema hacia tasas de encaje promedio más bajas deberá, por tanto, ser un objetivo de mediano plazo de la política financiera. Ello será factible en la medida que la presión ejercida por las reservas internacionales disminuya, lo cual seguramente ocurrirá a partir del presente año.

III — EL PROBLEMA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO (30)

La elevación de las tasas de interés ha presentado el fenómeno, conocido y previsible, de movimientos de flujos de capital externo, atraídos por el diferencial entre el costo doméstico y foráneo del crédito. En principio es posible eliminar dicho diferencial mediante una devaluación acelerada del peso. Sin embargo, no siempre esta alternativa resulta factible. Es el conocido problema que se plantea cuando se busca lograr más de un objetivo con un solo instrumento. Específicamente, en la medida que se desee utilizar el ritmo de devaluación para lograr ciertos objetivos de comercio exterior, o de estabilidad interna de precios, la variación de la tasa de cambio resultante, bien puede diferir de aquella necesaria para eliminar los diferenciales entre el costo interno y externo del crédito.

Esta situación se presentó en varias oportunidades a lo largo de los últimos años, siendo especialmente acentuada en 1976-1977 y en 1979. (En 1980 la elevación de los tipos de interés en los mercados internacionales ayudó a eliminarla). Como consecuencia, ha sido imprescindible adoptar medidas de control directo a las entradas de capital (31). Ello se ha hecho en diversas formas. Se han restringido drásticamente los permisos para traer capital de trabajo de origen externo. Se han impuesto plazos máximos para efectuar giros al exterior por concepto de importaciones. Se ha penalizado la entrada de ingresos por servicios al mantenerse vigente para estos el certificado de cam-

(29) Se creó, sin embargo, un problema monetario serio al verse los bancos forzados a revertir rápidamente estas operaciones. Un análisis detallado de esta coyuntura se encuentra en Gómez, Hernando, "El Comportamiento de la Oferta Monetaria y las Innovaciones Financieras en 1980", documento de Trabajo preliminar, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República, Bogotá, junio 1981.

(30) En esta sección se esbozan, apenas, las dificultades creadas por los movimientos de capital de corto plazo. Un análisis detallado es materia de otro trabajo actualmente en elaboración.

(31) Varios analistas han sugerido que la estrategia óptima en 1977 habría sido una revaluación abrupta del peso, seguida por un ritmo de devaluación más acelerado que cerrara la brecha entre los costos internos y externos del crédito. Sobre este punto véase: Perry, Guillermo; Roberto Junguito y Nohra de Junguito, "Endeudamiento externo en Colombia en la década de los setenta", documento presentado en el Seminario Internacional sobre Relaciones Financieras Externas y su Impacto en las Economías Latinoamericanas, CIEPLAN, Santiago de Chile, Marzo de 1981.

La verdad es que se han estudiado poco las implicaciones macroeconómicas de una estrategia, como la propuesta. No resulta claro, sobre todo, cuáles pueden ser sus efectos inflacionarios.

bio. Se ha exigido la comprobación del origen de los diversos ingresos cambiarios. Estas medidas han sido efectivas en controlar los ingresos de capital externo, pero existe conciencia de que en ocasiones han sido evadidas (32) de manera legal e ilegal. El difícil manejo en este campo subsistirá, en todo caso, mientras los diferenciales sean elevados.

La entrada de recursos externos tiene dos orígenes. En primer lugar lo que podría calificarse simplemente como "dinero caliente"; este depende esencialmente del diferencial de tasas de interés (33). En segundo lugar están los fondos traídos al país para suplir las insuficiencias de crédito doméstico. Estos dependen de qué tan rápido se estén expandiendo las diversas fuentes internas de fondos. En un mercado "perfecto" esta distinción sería irrelevante. Sin embargo para las circunstancias que rigen en el país, es útil separar los conceptos. La forma de eliminar los dos tipos de flujos, dado que no hay fluidez total en el mercado financiero, es distinta.

Algunos han sostenido que la solución radica en abrir las compuertas del crédito externo y, simultáneamente liberar el tipo de cambio (34). Analizar las ventajas y desventajas de esta opción no se hará aquí en aras de la brevedad. Basta decir que, bajo las actuales circunstancias, no sería ni política, ni institucionalmente una solución viable. La solución, de corto plazo, al menos, está en vigilar de cerca el cumplimiento de las normas impuestas para controlar estos flujos. En un término más largo, una baja en el ritmo inflacionario, si se lograra, deberá hacer disminuir las expectativas de inflación y, por ende las tasas internas de interés. Ello solucionaría la entrada de los flujos de "dinero caliente". Los originados en la escasez de crédito interno, si persisten, deberán manejarse mediante mecanismos de control, en la medida que se insista en lentos crecimientos del crédito doméstico. Si este, por el contrario, se expande, deberán disminuir las presiones por este concepto (35).

IV — RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. El mercado financiero colombiano se expandió continuamente a lo largo de la década de los setenta. Ello obedeció no sólo al normal desarrollo de la economía, sino también a medidas adoptadas para liberarlo.

(32) Véase Jaramillo, J. C. y F. Montes N. "El Comportamiento del Endeudamiento Privado Externo para la financiación de Importaciones". *Revista del Banco de la República*, Bogotá, mayo de 1978.

(33) Aparte del diferencial de tasas de interés (corregido por la devaluación esperada) hay además un componente importante de riesgo. Este último es función de la variabilidad de la devaluación, por una parte, y por otra de la estabilidad o inestabilidad político-institucional del país.

(34) Carrizosa, Mauricio "Dinero, Política Monetaria y Tasas de Interés". En *Boletín Mensual*, Bolsa de Bogotá, octubre de 1980.

(35) Durante los primeros meses se ha notado poca presión en este campo. A ello han contribuido dos factores: las altas tasas de interés externas y expectativas de devaluación acelerada. Cuánto tiempo persistan estos factores es difícil de predecir; sin embargo están fuera de control de las autoridades y no puede contarse con ellos para eliminar los flujos de capital.

2. El proceso de liberación financiera se inició en 1974 y se extendió inicialmente hasta finales de 1976. Tuvo que interrumpirse a consecuencia de los severos controles monetarios que hizo necesarios la bonanza externa. A partir de 1979 se reanuda el proceso como medio para recuperar el control monetario que parecía estarse perdiendo.

3. Se ha observado que la imposición de controles administrativos demasiado severos y prolongados los hace, a la postre, inefectivos. La liberación del mercado financiero ha buscado lograr un mayor control efectivo mediante un menor control nominal.

4. La experiencia de años recientes ha demostrado plenamente que, en la medida que se permita cierta flexibilidad en las tasas de interés, es factible la intervención del Banco Central en el mercado abierto, sin entorpecer el desarrollo de la labor de intermediación.

5. Las tasas de interés domésticas se han mantenido relativamente altas. Ello ha causado algunos problemas, debido al diferencial que se presenta entre las tasas internas y externas de interés.

6. Se ha tratado de evitar el problema anterior mediante el manejo del tipo de cambio. Ello no ha sido siempre posible, sin embargo, debido a que la devaluación debe hacerse compatible con otros objetivos.

7. En el corto plazo, si se desea llevar a cabo políticas monetarias contraccionistas, la única solución factible a los problemas originados en los movimientos son los controles directos, por cuanto una liberación de la tasa de cambio no resulta factible.