

**Comentarios  
y Reseñas Bibliográficas**

Esta sección de *Coyuntura Andina* incluye, comentarios libres sobre temas económicos de actualidad y reseñas bibliográficas. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad de quienes firmen las notas y no compromete en modo alguno la posición de FEDESARROLLO.

## Comentario

### **Perspectivas de control monetario: Tasas de interés más altas, revaluación o mercado libre de divisas**

La actual política de restricción monetaria ha sido atacada por los diferentes sectores productivos del país porque, al aumentar las tasas de interés, conduce a una inflación de costos; para evitar ésta se ha sugerido expandir el crédito por medio de la eliminación del encaje marginal del 100% por considerarse que éste ha sido inoperante.

El argumento sobre la inflación de costos supone que todos los sectores y empresas del país conseguían crédito "barato" antes de las medidas de restricción, lo cual no es cierto; es bien sabido que muchas empresas, en particular las más pequeñas, tienen poco acceso al mercado institucional del crédito y recurren al mercado extrabancario para financiar sus actividades, donde se cobran tasas de interés más altas. Es elemental que si la tasa de inflación sube, quien otorga un préstamo trate de defenderse contra la pérdida de poder adquisitivo de su dinero a través de un aumento en la tasa de interés; también es razonable que el prestatario trate de conseguir dinero a tasas de interés a las cuales no estaría dispuesto a ser prestamista.

En resumen, el problema se reduce a determinar entre cuáles grupos de colombianos se transfieren ingresos. En general, es difícil obtener que entre los miembros del sector privado un grupo transfiera directamente ingresos a otro a cambio de nada. Por lo tanto, nada más indicado que acudir al Banco de la República para que éste otorgue el crédito, pues así ninguno pierde, ya que, se cree, el gobierno y el Banco tienen una capacidad ilimitada para crear recursos de la nada. Sin embargo, cuando el Banco emite un billete de 100 pesos, por ejemplo, puede adquirir bienes y servicios cuyo valor (100 pesos) es mayor que el costo de producir ese billete. De la misma manera, si el Banco no cobra interés al dar un préstamo (o lo cobra muy bajo) entonces está transfiriendo ingresos al sector receptor de ese préstamo, el cual le permite adquirir bienes y servicios en una suma igual a los intereses que le han dejado de cobrar (en relación con la tasa de interés del mercado); en la medida en que en el país la oferta de bienes y servicios esté fija, lo que es razonable suponer para el corto plazo, los beneficiados con el préstamo podrán aumentar su consumo a costa del menor consumo de aquellos que no han recibido préstamos.

Esto ilustra que, de hecho, algún sector de la comunidad, distinto al del gobierno y el Banco, está transfiriendo recursos a otro(s) sector(es); por lo tanto, no debe extrañarnos cuando aquellos que han recibido este tipo de beneficios se quejan de la "escasez" de crédito.

En cuanto a la sugerencia de eliminar el encaje marginal del 100% porque éste ha sido inoperante se puede decir que la mayor prueba de su efectividad es el coro de demandas para que se elimine. El encaje marginal ha sido operante en el sentido de evitar una expansión de los medios de pago mayor de la que efectivamente ocurrió; tal como se puede deducir del Cuadro No. 1, en ausencia del encaje marginal la expansión de los medios de pago hubiera sido de 51.275 millones de pesos entre diciembre de 1976 y septiembre de 1978, lo que habría significado para esta última fecha un nivel de medios de pago de 130.658 millones de pesos en vez de los 119.617 millones de pesos que efectivamente había. De lo que no debe caber duda es de que si el encaje marginal del 100% se mantiene llegará un momento en el cual el multiplicador monetario será igual o muy cercano a uno y sus efectos contraccionistas cesarán; cuando eso suceda el crecimiento en los medios de pago será igual a la expansión primaria o, en otras palabras, al crecimiento de la base monetaria. En el Cuadro No. 1 se puede ver la disminución en el valor de éste último a partir de 1977, cuando fue establecido el encaje marginal del 100%.

La posibilidad de reducir la tasa de expansión de la cantidad de dinero por medio de manipulaciones en el encaje ha llegado casi a su límite; de ahora en adelante, la Junta Monetaria tendrá que concentrar su atención en el control de la base monetaria pues, aunque no lo quiera, no hay otra alternativa si es cierto que desea evitar que la inflación y el crecimiento de los medios de pagos no superen ciertos topes (sobre el primero el gobierno no ha hecho ningún planteamiento claro al respecto, mientras que sobre el segundo tope en reciente discurso ante la asamblea de ANIF en Medellín el Ministro de Hacienda mencionó el 25% anual como una tasa razonable de expansión en la cantidad de dinero; en vista de esto, debería esperarse una tasa de inflación entre el 18% y el 20% anual, según las expectativas de crecimiento del producto interno bruto sean de 7% ó 5% al año).

Para poder llevar a cabo su programa de inversión pública, ante perspectivas de un crecimiento desbocado de la base monetaria, el gobierno tendrá que contro-

**Cuadro No. 1**  
**MEDIOS DE PAGO, BASE MONETARIA Y MULTIPLICADOR**  
**MONETARIO**

	Medios de Pago (Millones de pesos)	Base Monetaria (Millones de Pesos)	Multiplicador
1974	46113	28671	1.6084
1975	58915	37747	1.5608
1976	79383	53426	1.4859
1977 Marzo	80996	54617	1.4939
Diciembre	103503	74865	1.3825
1978 Enero	101710	71008	1.4324
Septiembre	119617	87934	1.3603
1979 Mayo	—	—	1.3800

**Fuente:** *Revista del Banco de la República*, Noviembre de 1978, Cuadro 3, 1.1; 3. 1.3; 3. 1.5 para 1974-78 y Banco de la República *Situación Monetaria y Cambiaria*, mayo 1979 para 1979.

lar las fuentes de crecimiento de ésta, a saber: el crédito doméstico, las reservas internacionales y los pasivos no monetarios del Banco de la República. El crédito doméstico lo componen el crédito al gobierno nacional, a los bancos comerciales, a entidades de fomento como el Fondo Financiero Agropecuario (FFA) y el Fondo de Inversiones Privadas (F.I.P.), y al sector privado no bancario como la Federación Nacional de Cafeteros. La acumulación de reservas internacionales ocurre porque las entradas de divisas son superiores a las salidas. Finalmente, el Banco tiene pasivos no monetarios con el sector privado y con entidades de fomento; en este caso, por ejemplo, una venta de títulos de divisas al sector privado (pasivo no monetario) implica una reducción en el dinero en circulación.

Para controlar el crecimiento del crédito doméstico se requiere limitar la expansión de los préstamos de fomento y los créditos al gobierno nacional y al sector privado no bancario; para lograr esto la Junta Monetaria tiene que administrar la concesión del crédito o subir la tasa de interés para hacer que la demanda por el crédito del Banco de la República sea igual a la oferta de crédito congruente con las metas de expansión monetaria.

En vista de las perspectivas de crecimiento de las reservas internacionales, si este crecimiento se acentúa con alzas permanentes en el precio internacional del café, y el gobierno no está dispuesto a reducir el gasto público o esterilizar con operaciones de mercado abierto los aumentos en la oferta monetaria, no hay muchas alternativas diferentes a las de revaluar el peso o permitir mayor libertad en el mercado de divisas. Esta última posibilidad puede llevarse a cabo con el actual régimen de certificados de cambio por medio de la suspensión de la garantía del Banco de la República para comprar y vender divisas a una tasa de cambio determinada; el sistema podría operar de dos maneras, las cuales están contempladas en el Decreto Ley 444 de 1967 (artículos 18, 19, 24 y 25), a saber: 1) Cada tenedor de dólares los vende al Banco de la República, quien expide certificados de cambio que se transan libremente en el mercado; quien necesite dólares adquiere certificados de cambio en el mercado y los vende al Banco de la República a cambio de dólares; 2) Cada tenedor o comprador de dólares va a un banco o establecimiento de crédito y recibe o entrega pesos a cambio de dólares que se cotizan libremente en el mercado; estos intermediarios, a su vez, podrán liquidar periódicamente el saldo entre las compras y ventas de certificados de cambio con el Banco de la República. La única diferencia entre las dos operaciones es que la primera tiene un costo de transacción más alto que la segunda, pero ambas deben conducir, en sustancia, al mismo resultado.

Puesto que el gobierno tiene otro objetivo como es el de promover las exportaciones menores, probablemente se vea obligado a dar un tratamiento diferente a éstas; así, es posible que las dos formas sugeridas anteriormente no se establezcan tal como se plantea, sino que funcione un régimen de tasas de cambio diferenciales. Vale la pena anotar que en ninguno de los dos esquemas planteados el Banco de la República emitirá dinero a cambio de dólares, mientras que si la política de promover las exportaciones menores se mantiene será necesario emitir dinero para comprar las divisas generadas por ellas.

La tercera alternativa para controlar la expansión monetaria consiste en hacer operaciones de mercado abierto. Para hacer estas operaciones se requiere emitir papeles cuyo rendimiento sea atractivo, y ello implica subir "la" tasa de interés pues, en las actuales circunstancias, muy pocos querrán adquirirlos a tasa inferior a la de inflación más un rendimiento real sobre ellos. Por lo general, siempre ha existido mucha reticencia a hacer operaciones de mercado abierto por un sinnúme-



ro de razones que van desde la puramente contable de que el Banco de la República no puede perder dinero hasta la de no ser competencia por fondos para el sector privado. El argumento de que el Banco de la República no puede tener pérdidas, aunque fuera correcto, no es válido para la situación actual y veamos por qué: 2.800 millones de dólares en reservas internacionales colocados en el mercado internacional a un módico 5 % anual rinden 140 millones de dólares que sirven, sin contar las ganancias por devaluación del peso, para pagar intereses por 5.600 millones de pesos al año; ello permitiría, por ejemplo, hacer operaciones de mercado abierto por valor de 25.000 millones de pesos al año aproximadamente, si se paga una tasa de interés del 25 % anual sobre los papeles emitidos. Los datos publicados muestran que la base monetaria era de unos 100.000 millones de pesos en diciembre de 1978, y si ella aumentara al 25 % anual los cálculos anteriores indicarían que este crecimiento puede esterilizarse con operaciones de mercado abierto, sin una pérdida para el Banco de la República. Más aún, como la base monetaria ha de crecer durante el año, la magnitud de las operaciones necesarias para estabilizar **parte** del crecimiento de la base monetaria es inferior a lo calculado. Así, para un crecimiento deseado de la base monetaria del 20 % solo se requeriría esterilizar un 5 % ó 10 % de ésta si ella crece al 25 % ó 30 % anual repectivamente.

Es bastante probable que la alternativa de revaluación nominal sea considerada utópica. Sin embargo, ya se ha revaluado el peso para las divisas provenientes de exportaciones de café, textiles y cueros al colocarlas debajo el régimen de los certificados de cambio. Es más, la revaluación del peso en términos reales **ocurrirá** ya sea porque se revalúe nominalmente o porque el nivel general de los precios suba al no poderse controlar una expansión excesiva de los medios de pago; medidas como tratar de acelerar los pagos al exterior no tienen mucho efecto mientras no existan los **estímulos económicos** para hacerlo —como se ha comprobado en diversas ocasiones—. El problema parece ser entonces en cuánto tiempo decide el gobierno revaluar: en un día o en un período bastante más largo —y, probablemente, por un monto mayor del necesario con la revaluación nominal—.

La revaluación es una solución para la actual coyuntura inflacionaria, y no hay razón para que perjudique el crecimiento de las exportaciones colombianas a mediano y largo plazo; las perspectivas de problemas en balanza de pagos a mediados de la década de los ochenta pueden enfrentarse nuevamente con la política de devaluación gradual del peso que ha existido durante los últimos doce años.

La conclusión que se saca del análisis anterior es bastante obvia: si el gobierno quiere reducir la tasa de inflación no tiene alternativas distintas a las de subir el promedio de las tasas de interés, modificar su política cambiaria —ya sea a través de una mayor libertad cambiaria o revaluando el peso nominalmente—, o evitar la expansión en el crédito doméstico. Debemos recordar, sin embargo, que existen otros objetivos adicionales de política económica que probablemente no serán descartados porque varíen las condiciones cambiarias del país. Por lo tanto, es posible que los objetivos se cumplan a medias en vista de la imposibilidad práctica de realizarlos totalmente por la sencilla razón de que existen más objetivos que instrumentos de política.

**Jorge García García**