

# **POLITICA MONETARIA Y MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA**

**Mauricio Avella G.  
(Compilador)**



**CENTRO DE INVESTIGACIONES PARA EL DESARROLLO**

## *CONTENIDO*

PRESENTACION.....	7
-------------------	---

### *PRIMERA PARTE*

#### LA POLITICA MONETARIA

##### CAPITULO I

INDEXACION, MANEJO MONETARIO Y POLITICA MACROECONOMICA. Juan Carlos Jaramillo Franco, Armando Montenegro Trujillo.....	13
--	----

##### CAPITULO II

INTERPRETACION DE LA POLITICA MONETARIA EN LA DECADA DEL SETENTA. Eduardo Sarmiento Palacio.....	51
---	----

##### CAPITULO III

LA CRISIS FINANCIERA DE LOS SETENTA: UN PLAN PARA CONJURARLA. Antonio Hernández Gamarra.....	93
---	----

### *SEGUNDA PARTE* EL MERCADO DE CAPITALES

##### CAPITULO I

NOTAS SOBRE LA RECIENTE EVOLUCION ECONOMICA E INSTITUCIONAL DEL SECTOR FINANCIERO. Francisco Ortega Acosta.....	107
---	-----

**CAPITULO II**

**LAS TASAS DE INTERES Y EL AHORRO FINANCIERO EN COLOMBIA. Mauricio Carrizosa Serrano..... 137**

**CAPITULO III**

**MERCADO DE CAPITALES. Eduardo Sarmiento Palacio..... 217**

**CAPITULO IV**

**INFLACION, FINANCIAMIENTO Y CAPITALIZACION EMPRESARIAL. Juan Camilo Restrepo Salazar, Juan Guillermo Serna Valencia, Manuel Gilberto Rosas Díaz..... 245**

## PRESENTACION

Esta compilación reúne siete artículos escritos en el último decenio en relación con la política monetaria y el mercado de capitales en Colombia. En los primeros años setentas se abrió un período de retos y realizaciones en el campo de la política monetaria y la intermediación financiera. A la diversidad y complejidad de los acontecimientos, sin precedentes en las décadas anteriores, se unió la fecundidad de los instrumentos de regulación financiera.

La economía arribó a los setentas con tasas de crecimiento elevadas, dentro de un marco de expansión del comercio mundial y de apertura de las fuentes financieras internacionales. Los visos alentadores de este panorama quedaron comprometidos por un proceso inflacionario cuya persistencia en niveles que doblaron los de los años sesentas se extendió hasta los primeros ochentas. Las autoridades debieron enfrentar la nueva problemática al tiempo que avanzaban en la tarea de estimular un desarrollo de la intermediación financiera a tono con las exigencias del crecimiento. Los escenarios se hicieron más complejos al sobrevenir una ampliación intempestiva de los ingresos externos particularmente de los originados en las exportaciones cafeteras. El auge externo se extendió más allá de las previsiones gubernamentales antes de sobrevenir la "destorcida" de los precios del café, y el cierre de los mercados vecinos cuya dinámica había garantizado el despegue de las exportaciones menores a finales de los sesentas. Las autoridades se encontraron con estas perspectivas cambiantes del sector externo antes de enfrentar un horizonte desapacible en el cual se combinaron el deterioro del sector externo, la recesión generalizada de la actividad económica, el agravamiento de los desequilibrios fiscales, y finalmente la crisis de los mecanismos de la intermediación financiera cuyo fortalecimiento se había buscado en los primeros años setentas. Estos episodios rodearon las políticas financieras diseñadas y puestas en marcha a lo largo de una década.

Para destacar los aportes de los ensayos reeditados, el libro se ha dividido en dos partes: la primera abarca varios tópicos relacionados con la política monetaria y la segunda el tema del mercado de capitales. La argumentación rebasa las exposiciones tradicionales de los objetivos e instrumentos de las políticas, explorando el ámbito institucional, las limitaciones en el terreno de las decisiones y la presencia de factores de presión en la orientación de las medidas. El factor común de los ensayos no es la homogeneidad sino la diversidad de los enfoques. En esta multiplicidad de caminos sobresale el interés de los autores por resaltar los aspectos institucionales que afectan el sentido y la eficacia de las herramientas monetarias.

En el trabajo "Indexación, manejo monetario y política macroeconómica", Jaramillo y Montenegro se ocupan de un tema que los textos corrientes de política monetaria mantienen en reserva; se trata de la beligerancia de los grupos de poder por mejorar su participación en la distribución de la riqueza a través de políticas monetarias y de asignación selectiva del crédito. En un sentido más amplio los autores incursionan en los argumentos de endogeneidad de la oferta monetaria y en los dilemas que frecuentemente abruman a las autoridades en el diseño de las políticas.

En su "Interpretación de la política monetaria en la década del setenta", Eduardo Sarmiento estudia el curso de las políticas monetarias en dicho período. El autor revisa los propósitos de las políticas y las herramientas empleadas a lo largo de la década, en situaciones diferentes, para concluir que "la política monetaria no puede reducirse a reglas mecánicas ni ignorar la evolución de la economía. Debe ser el resultado de un diagnóstico general sobre las condiciones económicas y ejecutarse dentro de un programa coordinado con el resto de la política". Esta apreciación de Sarmiento resume la principal enseñanza de un artículo que tiene ganado un espacio en la docencia de la política monetaria en las escuelas de economía.

Antonio Hernández plantea la controversia alrededor de las implicaciones del marco institucional en la estabilidad monetaria y en la solidez del sistema financiero, en un artículo intitulado "La crisis financiera de los setenta: un plan para conjurarla". La confusión entre el dinero y el crédito habría desembocado en inconsistencias en el proceso de regulación monetaria, y la atención prácticamente exclusiva a los fenómenos de la coyuntura habría desdibujado los perfiles de una política financiera de largo plazo. A juicio del autor, estos elementos estarían conduciendo a una situación crítica en la cual la política financiera "ni sea sana, ni sea equitativa, ni sea estable, ni haga a la economía relativamente invulnerable a los fenómenos externos, ni sea eficaz y, lo peor de todo, que no sea una política democrática". Tales deficiencias de la política estarían configurando, según Hernández, una

crisis financiera cuya superación exigiría un replanteamiento de los mecanismos de regulación monetaria y de asignación sectorial del crédito.

En "Notas sobre la reciente evolución económica e institucional del sector financiero", Francisco J. Ortega recorre la evolución de la intermediación financiera privada en los setentas. El ensayo se concentra en los avances institucionales de la intermediación, llamando la atención sobre los alcances logrados en materia de movilización del ahorro interno. El autor sintetiza los aportes de la reforma financiera de 1974 al desarrollo del mercado de capitales en Colombia, y termina con una evaluación de los efectos producidos sobre el esquema institucional de intermediación por la política monetaria restrictiva aplicada en la segunda mitad de los setentas. Según Ortega, uno de los efectos indeseados y negativos de aquella política fue la alteración de la estructura institucional de las captaciones y el estímulo al surgimiento de instituciones apartadas de las vías tradicionales de asignación del crédito. De aquí que el autor concluya que una de las lecciones más ricas de la política monetaria de finales de los setentas sea la prioridad que aquella debe darle "al orden institucional del sector financiero".

Un examen minucioso de la evolución de las tasas de interés en Colombia a partir de 1950 es realizado por Mauricio Carrizosa en un trabajo que lleva como título "Las tasas de interés y el ahorro financiero en Colombia". El autor discute la afirmación de las "altas tasas de interés" a la luz de las estadísticas del último cuarto de siglo y de algunas comparaciones internacionales. Un punto central del ensayo es la controversia que plantea a los argumentos que propugnan por el control administrativo de las tasas de interés; a cambio de tales medidas discrecionales que podrían desembocar en distorsiones del mercado financiero, el autor señala el camino de políticas macroeconómicas complementarias para abatir los niveles excesivos de las tasas de interés, como "disminuir el gasto excesivo, disminuir la demanda excesiva por crédito, y fomentar la oferta de crédito acudiendo a mecanismos diferentes de la tasa de interés misma. Estos tres elementos necesariamente deben formar parte de cualquier intento de controlar los intereses".

Un esfuerzo de caracterización del mercado de capitales en Colombia fue adelantado por Eduardo Sarmiento en uno de los capítulos de su libro "Funcionamiento y control de una economía en desequilibrio". El autor destaca la preferencia por la liquidez como un distintivo propio de una economía en la cual las alternativas especulativas y el control de empresas por grupos económicos compiten con las opciones tradicionales de inversión productiva. Otra característica, que no es independiente de la anterior, es la existencia de elasticidades de sustitución muy bajas entre los activos financieros, configurando un