

EVOLUCION Y MANEJO MONETARIO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 1986

I. Introducción

Los medios de pago registraron en promedio, durante el primer trimestre del presente año, una tasa de crecimiento anual del 32%. En el mismo período de 1984 y 1985 ese guarismo fue del orden de 22%. Este aumento significativo en el ritmo de crecimiento monetario ha estado ligado, como era previsible, al comportamiento del sector externo. Pero, además, ha mostrado una serie de características que merecen examinarse con algún detenimiento. Entre ellas se destaca el comportamiento de las cuentas corrientes, y el de la relación de éstas con el efectivo en poder del público, con sus consecuentes implicaciones sobre el multiplicador monetario. Estos hechos, la abundante liquidez que han generado, sus implicaciones macroeconómicas y las medidas que se están adoptando para hacerles frente, constituyen el tema central de estas Notas.

II. El cambio en la coyuntura externa

En 1982 las reservas internacionales descendieron US\$ 740 millones. En 1983 y 1984 lo hicieron en US\$ 1.812 y US\$ 1.283 millones respectivamente. A lo largo de 1985, la caída de reservas se detuvo como resultado del programa de ajuste económico iniciado desde fines de 1984. No obstante, la altas expectativas de devaluación siguieron presionando los activos denominados en moneda extran-

jera. Concretamente, los certificados de cambio se constituyeron en válvula de escape a estas expectativas. Al hacerlo, proporcionaron un mecanismo de restricción monetaria importante. En el año 1985 su efecto contraccionista superó los \$ 72.000 millones (22% de la base monetaria). Así, entonces, aunque las reservas dejaron de tener un impacto restrictivo sobre la base monetaria, las expectativas del sector externo continuaron ejerciendo un efecto monetario contraccionista a través de los certificados de cambio.

La situación anterior se modificó sustancialmente al comenzar 1986. Al producirse un descenso marcado en el ritmo de la devaluación, las expectativas respecto a la tasa de cambio se modificaron con bastante rapidez. Indicador de ello ha sido la rápida caída en la demanda por certificados de cambio, cuyo saldo en dólares descendió de US\$ 420 millones al finalizar 1985 a US\$ 270 millones en marzo. Esto sucedía al tiempo que las reservas internacionales aumentaban US\$ 150 millones en el trimestre. Estos dos fenómenos, asociados con el cambio en las circunstancias del sector externo, implicaron por sí solos fuerzas expansionistas del orden de los \$ 54.000 millones en el trimestre (13% de la base monetaria de fines de 1985). Naturalmente, en estos tres meses se han presentado otros efectos contraccionistas de la base, propios de los primeros meses del año. No obstante, la marcada modificación de las expectativas cambiarias se destaca como la gran diferencia, en lo referente a los agrega-

dos monetarios, del primer trimestre de 1986 frente a los mismos períodos de 1983, 1984 y 1985.

El comportamiento anteriormente descrito se ha reflejado en las tasas anuales de crecimiento de los medios de pago que se señalaron en la introducción de estas Notas. En lo que hace referencia a la base monetaria, su tasa anual de crecimiento se ha colocado alrededor del 33%, índice excesivamente elevado, el cual debe disminuirse para alcanzar las metas de inflación que ha señalado el gobierno. Posteriormente comentaremos las medidas de política que se están ejecutando a fin de lograr la reducción mencionada. En esta sección, para terminar, explicaremos cómo la dinámica de los agregados monetarios durante este año ha sido diferente de la de años anteriores, dando lugar a los altos índices de crecimiento a que hemos aludido.

La base monetaria en Colombia tiene un comportamiento estacional muy marcado. En términos generales, la evolución típica de este agregado puede describirse de la siguiente manera: durante las últimas semanas del año (aproximadamente desde mediados de noviembre) la base se expande fuertemente; en las primeras cinco o seis semanas del año siguiente se contrae nuevamente, (aunque en cuantía menor a la expansión de fines del año anterior); por último, durante el resto del año se mantiene relativamente estable. En el cuadro 1 se aprecia muy claramente este fenómeno cíclico durante el lapso 1981-1986.

Al observar el cuadro 1 resulta claro cómo en los períodos cambiarios críticos (1983 y 1984) más del 80% de la expansión de fin de año se contraía a comienzos del siguiente, en buena parte mediante la caída de reservas. En 1984-1985 el impacto es menos marcado al estar bajo relativo control la situación cambiaria. Sin em-

bargo los certificados de cambio continúan ejerciendo un cierto efecto contractionista. La relación contracción/expansión cae a 67%.

CUADRO 1
Base monetaria 1981-1986
(Millones de pesos)

Año	(1) Expansión en las últimas seis semanas del año	(2) Contracción en las primeras cinco semanas del año siguiente	(3) Contracción/ Expansión (2)/(1) x 100
1981-82	34 937	-22 155	63.4%
1982-83	40 953	-32 968	80.5%
1983-84	54 817	-45 177	82.4%
1984-85	96 202	-64 376	66.9%
1985-86	114 507	-65 982	57.6%

En el presente año, al invertirse los efectos monetarios de las variables del sector externo, el indicador baja a 57%. Resulta interesante señalar cómo, si en 1986 el efecto expansionista de los certificados de cambio no se hubiera presentado, el índice contracción/expansión habría sido del orden de 63% y el crecimiento anual promedio de la base se habría situado en 30% en vez del 33% efectivamente observado. Asimismo, a marzo 31, la base estaría creciendo al 22% y no al 31% como efectivamente sucedió.

III. Otros factores que afectan los agregados monetarios

En la sección anterior señalábamos cómo el cambio en la coyuntura externa es, sin duda, el fenómeno más significativo que explica el comportamiento de los agregados monetarios durante el primer trimestre del año. En el cuadro 2 presentamos los rubros más importantes que afectaron la base monetaria durante el período enero-marzo de 1986, y para propósitos comparativos se incluyen las cifras correspondientes a 1984 y 1985.

CUADRO 2
Variaciones de algunos determinantes importantes de la Base Monetaria *
I Trimestre 1984-1985-1986

Rubro	Valores en \$ millones			% de la base a diciembre 31 del año anterior		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986
Principales activos						
Reservas (efecto cantidad)	-53 073	-12 676	29 574	-19.2	-3.9	7.2
Crédito neto tesoral	31 494	24 051	17 145	11.4	7.3	4.2
Crédito a bancos	303	-2.442	-10.377	0.1	-0.7	-2.5
Crédito al Fondo de Garantías	—	—	19 431	—	—	4.7
Crédito fondos financieros	-4 454	-6 019	-16 263	-1.6	-1.8	-3.9
Créditos otros intermediarios (1)	-8 887	-45 595	-72 917	-3.2	-13.9	-17.7
Principales pasivos						
Obligaciones sector privado	1 316	11 470	24 087	0.5	3.5	5.8
Títulos Banco de la República	8 494	18 409	21 496	3.1	5.6	5.2

(1) Caja Agraria, B.C.H., Corporaciones Financieras, FAVI. * El aumento en los activos expande la base monetaria; el incremento en los pasivos la disminuye.

A. Reservas

De acuerdo con lo señalado en la sección II, el cambio más marcado en el comportamiento de la base durante el presente año, frente a los primeros trimestres de 1984 y 1985 es el comportamiento de las reservas. En 1986 han sido *expansivas* en el equivalente al 7.2% de la base de fines del periodo anterior. En los años precedentes habían *contraído* en cuantías equivalentes al 19% y 4% de las respectivas bases al término del ejercicio inmediatamente anterior.

B. Gobierno

El crédito a la Tesorería ha sido expansivo este año, aunque en proporciones muy inferiores a las de 1984 y 1985. Normalmente la Tesorería produce este efecto en los primeros meses del año, debido a que los recaudos de impuestos se concentran en meses posteriores. En consecuencia, el gobierno reduce sus depósitos en el Emisor (como sucedió este año), o hace uso de cupos autorizados en el Banco de la República (al igual que en 1985), o combina uso de crédito con baja de depósitos (como en 1984).

C. Bancos

El crédito otorgado a los bancos aparece como negativo en \$ 10.000 millones durante el primer trimestre de este año, frente a un comportamiento virtualmente neutro en los años anteriores. Esto refleja cancelaciones del cupo extraordinario en cuantía similar, hechas por los bancos con recursos otorgados por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, quien a su vez recibió crédito del Banco de la República. El monto de este último fue del orden de \$ 19.000 millones. Eliminando este cruce de operaciones, se desprende, entonces, que el apoyo a los bancos en 1986, con recursos primarios, ha sido del orden de \$ 9.000 millones (2.2% de la base monetaria).

D. Fondos Financieros

Los Fondos Financieros (FIP, FFI, FFAP, FCE, etc.) son tradicionalmente contraccionistas en el primer trimestre del año, debido, en gran parte, al comportamiento estacional del crédito agropecuario. En 1986 este fenómeno se acentúa reflejando una disminución relativa del uso de recursos del FFAP, la cual parece

obedecer a que los intermediarios financieros han otorgado créditos para siembras con fondos propios, en vista de la abundante liquidez que ha registrado el sistema.

E. Otros Intermediarios

La variación del "crédito a otros intermediarios financieros" refleja, fundamentalmente, el comportamiento del FAVI, que durante el trimestre tuvo un efecto contraccionista de casi \$ 75.000 millones. El tamaño de este fenómeno, y su peligroso potencial de expansión, hace que este rubro merezca particular atención. Los \$ 75.000 millones de contracción pueden dividirse en tres componentes básicos:

	Millones
a) Baja en el crédito a las CAV	\$ 12.000
b) Aumento en el encaje de las CAV.	7.000
c) Excesos de liquidez de las CAV	56.000
TOTAL	\$ 75.000

El primer renglón no es otra cosa que el repago de créditos otorgados a las corporaciones en diciembre para ayudarles a sobrellevar los tradicionales retiros de depósitos de fin de año. Es un componente estacional con poco potencial desestabilizador en el corto plazo. El segundo es el encaje que deben mantener las CAV en el FAVI. En vista de la gran liquidez predominante, no es previsible que esta suma salga a circulación ya que las corporaciones seguramente se mantendrán encajadas. El tercer rubro, cuyo monto asciende a \$ 56.000 millones, representa un enorme potencial de expansión cuyo control no está, dentro de las normas actuales, en manos de las autoridades monetarias. El sistema de ahorro y

vivienda, en la medida que colocara estos recursos en nuevos créditos, ampliaría la base monetaria en cerca de 16%. El fenómeno de los excesos de liquidez de las corporaciones de ahorro y vivienda no es nuevo; fue motivo de algunos ajustes introducidos al sistema en los años de 1983 y 1985. Sin embargo, en esta ocasión es parte de una situación de excesos de liquidez en todo el sistema financiero, acerca de la cual comentaremos adelante.

F. Obligaciones Sector Privado

Según se observa en el cuadro 2, este renglón ha venido adquiriendo gran importancia como elemento regulador de la expansión. En este año ha jugado un papel contraccionista equivalente al 5.8% de la base monetaria. El componente principal de las obligaciones con el sector privado son los depósitos de giro. Estos consisten en la obligación de constituir un depósito con un mínimo de 20 días de antelación a la realización de un giro al exterior. En la medida que las restricciones de divisas se han reducido, ha sido posible estimular los giros, especialmente los que se realizan por concepto de importaciones. Ello ha aumentado el saldo de estos depósitos a \$ 74.000 millones a marzo 31, con un efecto contraccionista neto de casi \$ 25.000 en el año. El éxito de este instrumento como mecanismo de control monetario obedece en buena parte a la posición que han mantenido las autoridades monetarias en el sentido de no permitir excepciones a esta norma.

G. Operaciones con Títulos del Banco de la República

Durante el trimestre contrajeron \$ 21.000 millones; este fue, sin embargo, el resultado de tendencias distintas en los tres tipos de títulos con que opera el Banco: certificados de cambio, títulos canjeables y títulos de participación. Como anotábamos atrás, los certificados de cambio

tuvieron un comportamiento fuertemente expansionista en el trimestre, (\$ 25.000 millones, suma que por coincidencia es igual a la contracción lograda a través de depósitos de giro). La contracción se logró gracias a la colocación de títulos canjeables (\$ 16.000 millones) y títulos de participación (\$ 30.000 millones). La adquisición de canjeables la realizó casi en su totalidad la Federación de Cafeteros, como parte del acuerdo logrado entre el gobierno y el gremio en noviembre del año pasado. Asimismo, de los \$ 30.000 millones captados a través de títulos de participación, \$ 14.000 millones fueron suscritos por la Federación, en cumplimiento del acuerdo cafetero de este año. Los otros \$ 16.000 millones fueron colocados entre los bancos a través de operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco de la República, a las cuales nos referiremos detenidamente más adelante.

Resumiendo lo analizado dentro de esta sección, se reafirma la observación acerca de cómo el comportamiento del sector externo ha sido el factor que más claramente cambió la tendencia de los agregados monetarios este año. No obstante, han existido fuerzas contraccionistas compensatorias, provenientes de distintos rubros, dentro de los que se destacan los excesos de liquidez de las CAV congelados en el FAVI. Estos constituyen un peligroso potencial de expansión para los próximos meses. Se destaca también el efecto regulador de la base monetaria que ha sido generado por el ahorro cafetero, en cumplimiento de los convenios llevados a cabo entre el gremio y el gobierno.

IV. Los excesos de liquidez en la economía

En la Sección II analizamos el comportamiento estacional que característicamente exhiben los agregados monetarios en Colombia. De acuerdo con lo allí discu-

tido, se ha vuelto un fenómeno relativamente normal (aunque no por ello conveniente) el que en las primeras semanas del año haya cierta abundancia de liquidez. Lo que ha caracterizado a 1986, en contraste con los últimos años, ha sido la duración de esa liquidez abundante. Esto se refleja en diversos indicadores sobre los cuales resulta ilustrativo comentar.

A. FAVI

Ya hemos señalado el origen de estos recursos y comentado acerca de su potencial expansionista. En 1985, también a comienzos de año, se acumularon este tipo de excesos, los cuales se redujeron significativamente en el segundo y tercer trimestre, aunque en los primeros tres meses fueron bastante estables. En contraste, durante el período enero-marzo de 1986, los excesos de liquidez de las CAV han presentado oscilaciones muy marcadas, con variaciones que en ocasiones han alcanzado hasta \$ 20.000 millones en una semana. Esta gran volatilidad, que se registra también en otros agregados como la posición de encaje de los bancos, es indicio de que la economía no ha logrado absorber la gran liquidez existente. Son reflejo, con frecuencia, de operaciones de muy corto plazo destinadas a buscarle rentabilidad a recursos que el sistema no ha podido colocar. (Estos sobrantes de la liquidez generada en diciembre, por falta de elementos contraccionistas del mercado, se han ido a las CAV, por el mecanismo de negociaciones de cartera entre bancos y corporaciones de ahorro). El Banco de la República, al intervenir en el mercado mediante los títulos de participación, ha buscado no sólo reducir el tamaño de los excesos de liquidez sino evitar sus movimientos masivos entre instituciones, ofreciendo una alternativa rentable y que le introduzca orden al mercado. El comportamiento de los excesos de liquidez de las CAV se vio asimismo afectado por excesos temporales de recursos de origen cafetero. Al entrar

a operar plenamente los acuerdos con el gremio, las fluctuaciones así originadas se han reducido notoriamente.

B. Posición de encaje de los bancos

Durante el primer trimestre del año, el sistema bancario mostró de manera casi ininterrumpida, excesos de encaje, que en ocasiones se acercaron a los \$ 30.000 millones. Como consecuencia, las tasas del mercado interbancario registraron una caída precipitada en el período, y las tasas de interés de los CDT se situaron por debajo de los límites que, mediante intervención directa, impuso el gobierno en enero. Esta situación se debió a dos factores: a) el volumen de recursos prestables superó ampliamente la demanda de crédito; b) la reciente experiencia le indicaba al sector financiero que la liquidez de comienzos de año era efímera. Por lo tanto, hubo prudencia a fin de no colocar los recursos sobrantes, salvo en operaciones de muy corto plazo. Parte importante de los mismos quedaron como exceso de encaje. Como mecanismo temporal de obtener rentabilidad sobre los excesos de liquidez, algunas instituciones financieras realizaron operaciones con las CAV, mediante las cuales los recursos excedentes se canalizaban hacia el FAVI, como señalamos en el literal anterior. Mediante la emisión de títulos de participación se procuró evitar este tipo de operaciones, permitiendo al sistema colocar sus excedentes en forma más clara en el Banco de la República.

C. Inversiones Voluntarias de los Bancos

Durante el trimestre las inversiones voluntarias de los bancos se triplicaron, al pasar de \$ 12.500 millones en diciembre, a más de \$ 40.000 en marzo. Este es otro reflejo del fenómeno que hemos venido describiendo, e incluye las colocaciones que hizo el Banco de la República

de títulos de participación entre los intermediarios financieros. Las inversiones voluntarias las realiza el sistema en papeles bastante líquidos, evitando así los bancos el riesgo de colocar recursos a plazos más amplios (180 días) durante los cuales pueden presentarse estrecheces de liquidez en el sistema.

D. Tasas de Interés

Durante el trimestre, las tasas de interés mostraron la situación de liquidez abundante. Quizás la señal más significativa de este hecho ha sido el que las tasas de interés, tanto de captación como de colocación, se situaron por debajo de los límites máximos impuestos por el gobierno a mediados de enero. En el cuadro 3 se presentan las tasas de captación y colocación semana por semana, durante el primer trimestre de 1986, de acuerdo con información de la Superintendencia Bancaria.

CUADRO 3
Tasas de interés de captación y colocación
I Trimestre 1986 (1)
(Porcentajes efectivos anuales)

Periodo	Captación	Colocación
Diciembre 30-Enero 3 . . .	35.57	44.08
Enero 7-10	35.71	45.48
Enero 13-17	35.44	44.33
Enero 20-24	35.03	43.27
Enero 27-31	32.36	41.99
Febrero 3-7	30.95	39.89
Febrero 10-14	30.99	39.83
Febrero 17-21	30.94	39.97
Febrero 24-28	30.84	40.12
Marzo 3-7	30.87	39.52
Marzo 10-14	30.57	39.95
Marzo 17-21	30.56	39.44
Marzo 24-28	31.06	40.06

(1) Promedios de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial. Fuente: Superintendencia Bancaria.

Otro indicador de liquidez abundante es el comportamiento de la tasa de interés interbancaria. Para operaciones de muy

corto plazo (1 día) se situó en niveles en ocasiones inferiores al 12%, y por lo general entre 20% y 22%. Infortunadamente, la información sistemática y completa sobre esta tasa es inexistente. No obstante, un indicador sobre su nivel nos lo proporcionan las tasas a las cuales se realizaron colocaciones de títulos de participación de corto plazo. En el cuadro 3A se presentan estas tasas desde el 12 de marzo, cuando se inició la colocación de estos papeles.

CUADRO 3A
Tasas de interés de los títulos de participación
Marzo 1986
(Porcentajes efectivos anuales)

Fechas	Plazos		
	7 días	15 días	30 días
Marzo 12-14 ...	s.m.	s.m.	23.19
Marzo 17-21 ...	s.m.	22.00	21.94
Marzo 25-26 ...	17.32	20.83	s.m.

s.m.: sin movimiento.

Otros indicadores señalan también, de manera clara, la liquidez abundante del sistema. Es así como los depósitos en cuenta corriente, que en los últimos años venían creciendo a tasas del orden de 22% en promedio, lo hacían al finalizar marzo al 32%. Los certificados de depósito crecían al 34% anual, los depósitos de ahorro al 37% y las cédulas hipotecarias al 45%. Desde la época de auge del sector externo en la década pasada no se observaban crecimientos generalizados tan altos. Ello ha permitido una cierta moderación en las tasas de interés, y ha generado crédito en las cuantías que se han demandado. Sin embargo, la situación descrita no sólo puede dar pie para presiones inflacionarias adicionales, sino que en la forma abrupta como se ha presentado, le introduce cierto desorden al mercado financiero y no constituye un impulso eficaz para su normal desenvolvimiento.

La amplia liquidez imperante se ha debido, como hemos visto, a que mecanismos que en años anteriores obraban en sentido contraccionista, este año no lo han hecho, o peor, han funcionado en el sentido opuesto. No obstante, estrictamente hablando, el origen de la alta liquidez no es sólo la falta de contracción, sino la expansión de los agregados monetarios que se generó a fines del año pasado. Al comenzar noviembre de 1985, la oferta monetaria no había crecido respecto a diciembre de 1984. En noviembre, solamente, creció 7.4% y en diciembre un 21% adicional. Paralelamente, el crecimiento de la base monetaria fue nulo hasta noviembre, y en el solo mes de diciembre creció casi \$ 85.000 millones (26%). Esta es la liquidez que el sistema no ha podido absorber, en parte, por la velocidad con que se generó. Sin embargo, constituye un potencial de expansión que debe ser neutralizado a fin de lograr las metas monetarias que ha previsto el programa económico. *En años pasados, el comportamiento del sector externo ayudó a lograr esa neutralización; en este año, la acción decidida de la política monetaria debe cumplir este cometido.*

V. Otros cambios importantes en el comportamiento de la expansión monetaria

La situación de abundante liquidez ha estado asociada con dos cambios importantes en el sector financiero. El primero es el surgimiento de los llamados depósitos de ahorro a plazo; el segundo, un cambio inesperado en la tendencia secular de la relación entre efectivo y cuentas corrientes que, como se sabe, afecta la capacidad de expansión secundaria de los bancos.

A. Cuentas de Ahorro a Plazo

El surgimiento de los depósitos de ahorro a plazo parece ser el resultado de la competencia dentro del sistema financiero

por recursos de muy corto término a través de rendimiento. Hasta ahora, la posibilidad de captar del público depósitos a la vista con rendimiento había estado prácticamente limitado al sistema UPAC. Ello produjo, a lo largo de los años, una sustitución por parte del público, de depósitos en cuenta corriente en los bancos a depósitos UPAC en las CAV. Ciertamente estos últimos no ofrecen la conveniencia de ser girables por medio de cheques. Sin embargo, en la medida que la liquidez de un individuo no vaya a ser utilizada todos los días, la dificultad del retiro personal de recursos UPAC se puede ver compensada con la corrección monetaria que se abona diariamente. Los depósitos en cuenta corriente legalmente no pueden pagar intereses, y los de ahorro de los bancos deben hacerlo sobre saldos mínimos trimestrales. Ello no garantiza rendimiento cuando los recursos se mantienen por poco tiempo. A su vez los CDT, con mayor rendimiento que el UPAC, no son liquidables antes de los 90 días; y, no resultan útiles, por tanto, para mantener fondos de corto plazo. En este frente, entonces, el UPAC carecería de competencia.

La ventaja de los depósitos UPAC se incrementó en la medida que las corporaciones de ahorro y vivienda introdujeron servicios adicionales para uso de sus clientes: horarios extendidos; cajeros automáticos; transferencias de fondos. El sistema bancario, menos innovativo y más lento en el cambio, se demoró en ofrecer el mismo tipo de atractivos. Así, hacia finales de 1985, los depósitos UPAC superaron por primer vez a los de cuenta corriente. Mientras los primeros crecían a tasas del 40%, los segundos lo hacían a la mitad, 20%. Más recientemente las CAV dieron un paso adicional hacia ofrecer un servicio que se asemeja a cuentas corrientes con remuneración: la posibilidad de realizar pagos en ciertos almacenes, supermercados y gasolineras con la tarjeta del cuentahabiente UPAC.

Esta competencia por los recursos a la vista llevó a los bancos a ofrecer crecientemente los depósitos de ahorro a plazo, contemplados en el artículo 115 de la Ley 45 de 1923. Mediante dicho mecanismo los recursos "ociosos" de un cuentahabiente son mantenidos en un depósito con intereses. Al cabo del plazo acordado son trasladados a la cuenta corriente. Así, los bancos se han movido, también, hacia cuentas corrientes remuneradas. El fenómeno no es nuevo, en Estados Unidos, por ejemplo, las llamadas cuentas "Now" y similares, son cuentas corrientes, con ciertas restricciones, pero con intereses. En nuestro propio medio, ciertas innovaciones financieras, que proliferaron en la década pasada, también constituía un paso en esta dirección. Dicha tendencia está reflejando las preferencias del mercado, tanto de los intermediarios como de los depositantes, y existiendo inflación resulta bastante lógica. No obstante, este paso tiene ciertas implicaciones que merecen analizarse cuidadosamente. Aquí esbozaremos algunas de ellas.

1. *Costos de Intermediación.*— La tendencia anotada podría traer consigo un incremento en los costos de intermediación, en la medida que el peso relativo de las demás fuentes de recursos de los bancos se mantenga inalterado. Esto se deriva del simple hecho de que fondos que antes no se remuneraban, ahora sí lo hacen. No obstante, es posible que mediante este mecanismo los bancos entren a depender proporcionalmente menos de recursos costosos como los CDT. Además, mediante este mecanismo los bancos reducen el encaje efectivo. El resultado final dependerá de qué tanto crezcan los depósitos de ahorro a plazo y qué tanto sustituyan CDT bancarios. No obstante, el que se estén ofreciendo tasas de orden del 21% anual indica que los costos pueden estarse elevando.

2. *Inversiones Forzosas.*— Las inversiones forzosas de bajo rendimiento impues-

tas a los bancos en los años 60 y 70 eran financieramente viables en la medida que una alta proporción de las fuentes bancarias, cuentas corrientes, no tenían costo financiero. En tanto que esto se ha modificado desde mediados de los años setenta, las inversiones forzosas se han convertido en una carga creciente para el sistema. El paso hacia depósitos en cuenta corriente remunerados incrementaría esta dificultad. Ello, sin embargo, no necesariamente lleva a la conclusión de que debe impedirse este desarrollo, en la medida que resulte viable remunerar las inversiones forzosas a niveles más realistas.

3. *Costos de la Contracción.*— Uno de los mecanismos de control monetario más usuales en el país ha sido el encaje sobre cuentas corrientes. La viabilidad de este mecanismo se ha basado, en gran medida, en que al no tener las cuentas corrientes costos financieros, es posible establecer encajes no remunerados sobre las mismas. En cuanto esto deje de ser cierto, se dificulta la no remuneración del encaje. Es por este motivo que el FAVI remunera los encajes de las corporaciones de ahorro y vivienda, y que se reconocen intereses a los encajes sobre CDT de bancos y corporaciones financieras.

4. *Variables de Control Monetario.*— La sustituibilidad entre diversos tipos de activos financieros introduce serias dificultades al control monetario. Un manejo eficiente debe procurar evitar excesos o defectos de dinero en la economía. Ello se logra colocando la oferta de dinero en niveles similares a la demanda por el mismo. No obstante, en la magnitud en que agregados monetarios diversos, como las cuentas UPAC, o las de ahorro o plazo, se constituyan en sustitutos efectivos del dinero, la demanda por este último pierde parte de su estabilidad. De esta manera se hace aún más compleja la tarea de igualar oferta y demanda de dinero.

B. La Relación de Efectivo

La relación de efectivo es un indicador de la proporción de los medios de pago que el

público desea mantener en forma de billetes y moneda metálica. Alternativamente, una relación análoga, la de efectivo a depósitos en cuenta corriente indica cuanto se desea mantener en la forma de moneda y billetes por cada peso que se guarda en depósitos de cuenta corriente. Estos dos indicadores, que por definición se mueven siempre en la misma dirección, mostraron una clara tendencia decreciente hasta finales de 1974. Ello era de esperarse, por cuanto en la medida que se expandía el sistema financiero, y se generalizaban cada vez más las tenencias de cuentas corrientes, la gente mantenía menos monedas y billetes.

A partir de 1975, la tendencia mencionada de la relación de efectivo se modificó abruptamente, y se inició un aumento casi ininterrumpido en la misma, hasta finales de 1985. Diversos estudios han mostrado que ese fenómeno estuvo íntimamente asociado con la aparición de sustitutos a las cuentas corrientes, tal como discutimos en el numeral anterior. No obstante este año, aunque la evidencia es aún fragmentaria, parece estar rever- sando esta tendencia. (El análisis de las cifras del primer trimestre se dificulta por el hecho de que la semana santa en 1986 coincide con el cierre trimestral. En semana santa, por las fiestas y el cierre bancario, sube la demanda por efectivo; no obstante, eliminando este efecto la tendencia de la variable es decreciente, la cual continúa en abril de acuerdo con los datos existentes, véase Cuadro 4).

CUADRO 4
Evolución del coeficiente de efectivo (1)
Promedio I Trimestre: 1974-1986

(Porcentajes)			
Año	Valor	Año	Valor
1974	29.9	1981	38.1
1975	31.6	1982	41.0
1976	31.5	1983	42.5
1977	31.2	1984	42.5
1978	33.8	1985	46.6
1979	35.9	1986	44.1
1980	38.7	1986 (abril 26)	42.2

(1) Efectivo/cuentas corrientes.

Si la tendencia descrita se mantiene, las dificultades monetarias de este año pueden aumentarse. En efecto, en la dimensión en que caiga la demanda relativa por efectivo, se incrementa la capacidad de expansión secundaria de los bancos. Un ejemplo extremo aclara este punto: si la totalidad de la emisión primaria (efectivo) fuera mantenida en esa forma por la gente, los bancos no recibirían recursos, ya que nadie estaría depositando sus billetes en ellos. La capacidad multiplicativa de los bancos, a través del crédito, sería cero. En la medida que parte del efectivo sea depositado, crece la capacidad multiplicativa (expansión secundaria) de los bancos. Por lo tanto, al bajar la demanda por efectivo respecto a la de cuentas corrientes, sube el multiplicador de la base monetaria. (Comparando con 1985, el multiplicador ha aumentado en cerca de 2%, a pesar de los excesos de encaje que han existido en el trimestre). Bajo estas circunstancias, la expansión primaria, o de la base monetaria, debe ser *menor* para lograr una meta dada en los medios de pago. En consecuencia, si esta tendencia se mantiene será necesario un esfuerzo contraccionista aún mayor este año.

VI. Políticas de Control Monetario

Quizás el elemento más importante del control monetario previsto para 1986, es el pacto suscrito entre el sector cafetero y el Gobierno Nacional para neutralizar el impacto monetario de los excedentes generados por los ingresos cafeteros. A este tema nos referimos extensamente en las Notas Editoriales del mes pasado. Hasta mediados de abril se habían contraído alrededor de \$ 70.000 millones dentro de los cuales se incluyen créditos transitorios, \$ 19.000 millones, hechos por el Fondo Nacional del Café a los proyectos de Betania y Carbocol, con el fin de que estos cancelaran deuda externa. Dichos recursos serán repagados al FNC tan pronto se desembolse el primer tramo del crédito "Jumbo". Al producirse ese repago,

el Fondo depositará esos recursos en el Banco de la República. A lo largo del año, y dependiendo de la evolución de los precios externos del café, mediante el acuerdo cafetero se espera neutralizar monetariamente alrededor de \$ 200.000 millones.

Un segundo elemento de la política monetaria ha sido la normalización de los giros al exterior, para lo cual se levantaron algunas restricciones administrativas. La más importante es la eliminación de los plazos mínimos de giro. Como se recordará, estos se impusieron en el segundo semestre de 1984 cuando el recorte, por parte de la banca internacional, de líneas externas de corto plazo, amenazaba la estabilidad cambiaria del país. Esta situación cambió sustancialmente, gracias al programa de ajuste de 1985 y al acuerdo logrado con los bancos respecto al crédito externo para el país. Además, este año, los mayores ingresos cafeteros hacían aún más redundantes estos plazos. De allí que la Junta Monetaria hubiera autorizado a los importadores girar el valor de sus compras externas cuando lo desearan. Ello ha facilitado los giros al exterior, disminuyendo el endeudamiento externo de corto plazo y moderando el ritmo de acumulación de reservas. Al hacerlo, se logra un efecto contraccionista de la base monetaria.

Los mayores giros al exterior han generado un efecto contraccionista adicional, al cual hicimos referencia en la Sección II. Se trata de los depósitos previos al giro. Mediante este sistema, para hacer un pago al exterior, el valor del mismo debe depositarse por lo menos 20 días antes en el Banco de la República. Al aumentarse los giros, y gracias también al incremento en la tasa de cambio, se han contraído unos \$ 25.000 millones por encima de lo ya congelado a diciembre de 1985. Elemento fundamental para el éxito en el uso de este instrumento es su universalidad, es decir que se aplica a todos los giros, de todos los sectores.

El instrumento más activo de política contraccionista, en este año, lo cons-

tituirán las operaciones de mercado abierto realizadas con títulos de participación. La colocación de estos papeles se suspendió desde finales de 1982, razón por la cual al poco tiempo dejaron de circular. La Junta Monetaria consideró necesario revivir este mecanismo, ante las dificultades monetarias que se vienen vislumbrando. Su objetivo es doble. En primer lugar, buscan contraer la base monetaria a cuantías acordes con las metas de expansión anual de la misma. En segundo término, se pretende ofrecer al sistema financiero un mecanismo idóneo y ordenado para manejar sus excesos de liquidez, evitando así los traslados súbitos y erráticos entre instituciones a que ya hicimos referencia.

En el mes de marzo, el Banco de la República inició operaciones con títulos de participación, inicialmente sólo entre intermediarios financieros. Más tarde amplió su colocación al público en general. A marzo 31 se habían colocado alrededor de \$ 16.000 millones en el mercado, a tasas que fluctuaron de acuerdo con las condiciones del mismo en el momento de la

colocación (Véase Cuadro 3A). Para ello, el Banco ha adoptado una posición mucho más activa en el mercado, interviniendo directamente en el mismo como un participante más, en contraste con la forma un tanto pasiva con que lo había hecho en otras épocas. Para ello ha iniciado un proceso de reorganización interna y ha venido realizando estudios a fin de efectuar su intervención en el mercado abierto en forma más ágil y técnica que en el pasado.

Las operaciones de mercado abierto tienen la ventaja de absorber liquidez, sin generar traumatismos a los intermediarios financieros, debido a su carácter voluntario. Reconocen las condiciones imperantes en el mercado y no recargan el peso de la contracción arbitrariamente sobre un sector u otro. De allí que se insistirá, en lo posible, en utilizar esta forma de contracción, para enfrentar la situación monetaria actual, sin recurrir a alternativas como el encaje, cuyos efectos generan no sólo distorsiones, sino que son difíciles de absorber actualmente por el sector financiero.

VIDA DEL BANCO

Veinte años de apoyo a la actividad musical

Con un concierto del clavicembalista colombiano Rafael Puyana, la Sala de Conciertos de la Biblioteca Luis-Angel Arango de Bogotá, inició, el 5 de este mes, la celebración de sus veinte años de funcionamiento, evento que se extenderá a lo largo de todo el año con la realización de importantes actividades. Como se recuerda, esta Sala fue inaugurada por el Banco de la República el 25 de febrero de 1966, con un inolvidable concierto del organista Carl Weinrich, dando comienzo a una nueva etapa en el desarrollo cultural colombiano.

Como parte central de la celebración de este aniversario, el 5 de marzo se abrió, en el foyer de la Sala de Conciertos de Bogotá, una exposición permanente de instrumentos musicales "José Ignacio Perdomo Escobar", integrada por más de 60 instrumentos de origen asiático, europeo y algunos de la organología colombiana donada, en su mayoría, por la familia de Monseñor Perdomo, y constituida por pianos, violines, clavicordios, violoncelos, quenás, tiples, charangos, tambores y muchos más.

La citada conmemoración, se ha concebido como la plataforma de lanzamiento de importantes programas y la consoli-

dación de los ya existentes. Entre los nuevos merece destacarse la "Retrospectiva de la Sala de Conciertos", programa que permitirá escuchar en las salas de audición musical la grabación en vivo de los conciertos que se realicen en la Sala de la Luis-Angel; la publicación de un catálogo que describe la historia de la Sala a través de los 800 conciertos que se han realizado en ella, además de programas como: el denominado "Orquesta para la Juventud"; la recuperación del Fondo de Partituras, específicamente las de autores colombianos, y la transmisión en directo, por la Radiodifusora Nacional de Colombia, de los conciertos de la Sala de la Luis-Angel Arango.

Martha Senn, Teresa Gómez, Blanca Uribe, Harold Martina, Marina Tafur, Luis Biava, Rodrigo Valencia, entre otros, serán los más destacados protagonistas de esta celebración, la cual también se hará extensiva a otras salas del Banco, en distintas ciudades del país.

Las últimas dos décadas se han traducido en un apoyo permanente a la actividad musical del país, por parte del Emisor. En tal sentido, cabe relevar los programas de descentralización que van desde la construcción y adecuación de sedes, que en cada ciudad se convierten en el eje de los hechos culturales, hasta la

financiación de becas en el exterior, y la presentación de intérpretes en un gran número de sitios. Es así como en la actualidad, el país cuenta con otras 16 salas musicales en las ciudades de Santa Marta, Barranquilla, Cartagena, Medellín, Bucaramanga, Pereira, Manizales, Girardot, Ibagué, Popayán, Pasto, Ipiales, Valledupar, Cali, Cúcuta y Villavicencio, y seis salas de audiciones grabadas en Bogotá, Manizales, Pereira, Ibagué, Pasto y Medellín. La de Popayán está próxima a inaugurarse. Adicionalmente, el Banco ha venido conformando un completo archivo fonográfico, realizado con la colaboración de la Emisora HJCK, y compuesto por más de diez mil discos, dos mil cassettes y un importante número de cintas.

Asimismo, el Banco de la República le ha permitido al país apreciar en vivo los más reconocidos intérpretes nacionales e internacionales: Jean Pierre Rampal, Ravi Shankar, Lionel Hampton, Friederich Golde, Paul Tortelier, Cristina Walevska, Nelson Freire, Claudio Arrau, Iván Drenikov, María Stader, entre otros.

Estas actividades, sumadas a programas como el de las clases magistrales con los artistas visitantes, hacen que la tarea se proyecte en el más importante de los sentidos: el de la formación de nuevos músicos colombianos.