

## NOTAS EDITORIALES

**Evolución de los agregados monetarios.** El análisis de la evolución de la cantidad de dinero en la economía en los últimos meses muestra de manera elocuente el grado de interrelación entre los diferentes objetivos e instrumentos de política económica. Los conocidos problemas cambiarios que se traducen en el descenso de las reservas internacionales, la recesión económica, y las dificultades en el campo fiscal han tenido un reflejo directo e inmediato en el volumen de medios de pago. La explicación de estos hechos y de las medidas de política que han caracterizado esta interesante etapa de nuestra historia económica constituye el objeto central de estas notas. Al final se incluyen algunas reflexiones sobre las posibilidades de lograr una sostenida reactivación económica por medio de una política monetaria expansiva.

El primer vistazo a las cifras monetarias del país muestra que los medios de pago en circulación (efectivo más depósitos en cuenta corriente) han descendido 4.9% en lo que va corrido de este año y solo se han incrementado en un 18.5% con respecto a sus niveles a finales del mes de mayo de 1982 (Cuadro 1). Esta situación se explica fundamentalmente por el descenso de la base monetaria (19.5%) en los primeros cinco meses de 1983, el cual no ha sido contrarrestado completamente por un importante incremento en el multiplicador monetario (16.4%), que ha sido inducido por las autoridades para tratar de compensar los efectos contraccionistas de los movimientos en la base y restablecer la normalidad en el sistema bancario.

CUADRO 1

### Medios de pago y sus determinantes (M<sub>1</sub>)

A fin de:	Medios de pago (M <sub>1</sub> )	Base monetaria	Multiplicador
Mayo 1982.....	261.288	191.081	1.338
Diciembre 1982.....	325.699	243.758	1.336
Mayo 1983.....	309.614	196.286	1.557

Fuente: Banco de la República.

Un estudio detenido de la evolución de las cifras monetarias pone de presente cuatro grandes causas en sus movimientos más importantes: a) aquellos eventos macroeconómicos que tienen reflejo directo en variaciones de la base monetaria: el descenso de las reservas internacionales y el déficit fiscal; b) el incremento de los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda en el Banco de la República; c) los esfuerzos de las autoridades monetarias por expandir la liquidez de la economía, principalmente por medio de la reducción de los encajes, las operaciones de mercado abierto y la creación de cupos de crédito a sectores afectados por la recesión económica; y d) los movimientos de la cantidad de dinero que resultan de los cambios en las preferencias de los agentes económicos, quienes han reducido su demanda por liquidez, principalmente a causa de la recesión económica y de las variaciones de los rendimientos de algunos activos. El resumen de los principales movimientos de la base monetaria se incluye en el Cuadro 2.

**Principales factores que explican la variación  
de la Base Monetaria**

(Diciembre 31 de 1982 - Junio 3 de 1983)

(Millones de pesos)

1. Movimiento total de la Base Monetaria .....	-47.472
<hr/>	
2. Efectos contraccionistas .....	70.278
a. Caída en reservas internacionales netas .....	30.843
b. Incremento neto en operaciones FAVI (1) .....	21.462
c. Incremento en los depósitos de giro .....	11.237
d. Otros .....	6.736
<hr/>	
3. Efectos expansionistas .....	22.806
a. Crédito neto sector público .....	13.036
b. Crédito bruto a bancos (2) .....	3.531
c. Disminución operaciones con títulos del Banco de la República .....	6.239

(1) Comprende suscripción de Títulos FAVI por parte de las CAV. (2) Incluye utilización de los cupos para liquidez, bonos de prenda, cupos especiales de crédito, etc. Fuente: Banco de la República.

*La caída de las reservas y el déficit fiscal.* A lo largo de la historia, las consecuencias monetarias de la evolución del sector externo y de la financiación de los déficit fiscales han tenido un peso predominante en el manejo monetario del país. En las circunstancias actuales estos factores obran en direcciones encontradas. El sector externo es altamente contraccionista, y el sector público deficitario y expansivo. Las autoridades han diseñado políticas para restablecer el equilibrio, en el campo externo con las medidas que comentamos en las notas de marzo, y en el campo fiscal por medio de una reforma en dicha área, que es conocida por la opinión pública.

La teoría y la práctica de la política monetaria indican que el manejo cambiario da lugar a que los eventos del sector externo tengan un efecto directo sobre la cantidad de dinero en la economía. Los superávits y las bonanzas crean excesos de liquidez, y los déficit dan lugar a movimientos contraccionistas en la base monetaria. Ante estas situaciones, las autoridades tienen la alternativa de utilizar las herramientas a su alcance, especialmente, los encajes y las operaciones de mercado abierto, para compensar los movimientos de las reservas y evitar cambios bruscos en la cantidad de dinero, cuyos efectos traumáticos sobre la actividad económica son bien conocidos.

Las reservas internacionales han ocasionado un descenso de \$ 30.843 millones en la base monetaria (Cuadro 2). Entre diciembre 31 de 1982 y 31 de mayo del presente año las reservas en dólares han descendido en US\$ 857.3 millones, causando una contracción elevada, que ha sig-

nificado especialmente menores ingresos monetarios para los exportadores de bienes y servicios, pues como es bien conocido, la caída de reservas tiene como causa fundamental la disminución de los ingresos en la cuenta corriente y no mayores egresos cambiarios.

Por otra parte, en la actualidad el tamaño del déficit fiscal obliga a su financiación por medio de la expansión monetaria en una importante proporción, ya que, hasta el momento, los instrumentos de financiación por medio de la emisión de deuda privada interna no han sido suficientemente desarrollados. Por lo tanto, hasta cuando los numerosos mecanismos que ha puesto en marcha el gobierno para reordenar las finanzas públicas, tales como la colocación de los títulos de ahorro nacional, tengan pleno efecto, será necesario crear liquidez primaria para atender buena parte de la financiación del desequilibrio fiscal.

En contraste con lo que sucede en el sector externo, la financiación del déficit fiscal ha tenido importantes efectos expansivos en lo que va corrido del año. Este hecho se puede apreciar en el cuadro 2, donde se observa que el crédito neto a la Tesorería ha ascendido a \$ 12.049 millones cuyo componente más importante fue el préstamo de \$ 7.000 millones en el mes de marzo, con cargo al cupo de crédito especial.

*Incremento de los depósitos en el FAVI.* Es bien conocido de la opinión pública que una de las prioridades del actual gobierno ha sido la construcción masiva de viviendas con destino a los estratos de población con menores ingresos. Por tal motivo se incrementó en octubre del año anterior (Decreto 2929) el rendimiento de los ahorros UPAC, con el objeto de estimular la captación de las CAV y canalizar mayores cantidades de ahorro hacia el sector de la construcción de viviendas. Simultáneamente, los Decretos 2928 de 1982 y 1325 de 1983 ordenaron a las CAV asignar sus nuevos recursos prioritariamente hacia la construcción de viviendas de las clases menos pudientes, de acuerdo a los objetivos del gobierno nacional.

El incremento en la corrección monetaria causó un rápido y espectacular aumento en las captaciones de las corporaciones de ahorro y vivienda en un 31.9% durante los primeros cinco meses del año. Sin embargo, hay tres razones que han podido dificultar la inmediata colocación de los nuevos recursos. En primer término, el aumento de los recursos prestables ha sido significativo, y ha ocurrido, inicialmente, con mayor dinamismo que su colocación en el

mercado. En segundo término, tanto los constructores como los intermediarios han tenido que estudiar proyectos y créditos diferentes a los que estaban habituados a desarrollar, pues en el pasado la mayoría de sus actividades no se concentraban alrededor de la vivienda popular, tal como lo han ordenado las nuevas disposiciones del gobierno. En tercer término es muy probable que la demanda de vivienda haya estado deprimida como consecuencia de la recesión económica, y que por esta causa, la demanda por crédito haya mostrado un comportamiento semejante. Por estos motivos, las mayores captaciones de las CAV se han orientado, temporalmente, a adquirir los títulos de exceso de liquidez que emite el Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI—.

Tal como se aprecia en el cuadro 2, el efecto contraccionista de estos depósitos en el FAVI ha sido bastante considerable (—\$ 21.462 millones) y representan el 45.21% de la contracción de la base en el período en estudio. Sin embargo, la evidencia sobre el ritmo reciente de desembolsos en las corporaciones de ahorro y vivienda muestra claramente que este factor contraccionista desaparecerá en los próximos meses. Existen ya alentadores signos sobre la evolución de la demanda de vivienda y, adicionalmente, un número creciente de proyectos de construcción ha sido aprobado y ya comienza a recibir crédito para su desarrollo y culminación.

*Política de encajes, operaciones de mercado abierto y cupos de crédito.* Ante el panorama contraccionista creado por el sector externo y la necesidad de controlar el crecimiento del déficit fiscal, las autoridades han recurrido moderadamente a la utilización de tres tipos de herramientas que incrementen la liquidez en la economía: la reducción de encajes, que estimula la expansión secundaria de dinero; el desmonte de operaciones de mercado abierto con carácter contraccionista; y la apertura de cupos de crédito primario con destino a sectores específicos, especialmente en favor de aquellas actividades afectadas con severidad por la recesión económica y por la contracción del sector externo.

El encaje ha sido, por su eficacia, el instrumento de política que han utilizado las autoridades del país con mayor frecuencia. Este es un instrumento que incrementa o reduce rápidamente las posibilidades de expansión monetaria que tiene lugar en el sector financiero, con la cualidad de tener aplicabilidad general. Es de-

cir, ante una elevación de los encajes, por ejemplo, los intermediarios, diseminados en toda la economía del país, deben reducir la cantidad de fondos prestados a sus numerosísimos clientes, de acuerdo con sus criterios de asignación del crédito. Por lo tanto, las autoridades no tienen que decidir directamente cuáles son los sectores o los agentes que sufrirán reducción en su liquidez. Los mercados, con todas sus imperfecciones, parecen cumplir más eficientemente esta labor. Por estos motivos los encajes han sido los instrumentos, por excelencia, de la política monetaria en Colombia. Solo quizás las operaciones de mercado abierto tienen mayores ventajas, pues además de su carácter general, operan directamente sobre la base monetaria y no introducen las limitaciones prácticas a las operaciones del sector financiero, en la forma que lo hacen los encajes.

La reducción del encaje marginal (Resolución 1/83 J.M.) y la nivelación de los encajes ordinarios han dado lugar al importante descenso del coeficiente de reservas en 14.4 puntos en el curso de un año (cuadro 3). Este hecho ha permitido el incremento del multiplicador monetario a 1.577 a finales de mayo, nivel superior al alcanzado en los últimos seis años en el mismo período.

CUADRO 3

Evolución del multiplicador

	Multiplicador	Coefficiente reserva	Coefficiente efectivo
Mayo 1982 .....	1.368	62.0	41.3
Mayo 1983 .....	1.577	47.6	43.3

Fuente: Banco de la República.

La reducción en las operaciones de mercado abierto, que se realizan por medio de la colocación de documentos tales como los títulos canjeables y los títulos de participación, ha tenido el propósito de evitar contracciones adicionales en la base monetaria. Este hecho, junto con la eliminación del descuento a los certificados de cambio que se entregan a los exportadores de servicios, han dado lugar a un crecimiento monetario de \$ 6.239 millones, tal como se puede apreciar en el cuadro 2.

Las medidas sobre encajes y operaciones de mercado abierto se han complementado con la apertura de cupos de crédito que han buscado explícitamente la orientación de crédito, en algunos casos para reactivar sectores específicos

y, en otros, para auxiliar actividades afectadas seriamente por la recesión económica. Así, los motivos de la creación de estos cupos muestran claramente que ellos son, a juicio de las autoridades monetarias, instrumentos que se utilizan solo en situaciones excepcionales, tales como las que atraviesan en la actualidad varios sectores de la economía. Aunque se espera que la utilización de estas líneas de crédito sea gradual y moderada, evitando el desborde monetario que causaría su inmediata colocación en el mercado, es evidente que su apertura compromete el futuro de la creación de liquidez en la economía, en forma importante. Por lo tanto las autoridades seguirán la evolución de estos rubros con gran atención y cuidado.

*Demanda de dinero y posibilidades de reactivación por medio de instrumentos monetarios tradicionales.* Han existido en estos meses movimientos contraccionistas en los medios de pago cuyas causas también tienen que buscarse en la menor demanda de dinero en la economía. Es importante registrar que la reciente experiencia monetaria en Colombia muestra que en el mercado de dinero, como en cualquier otro, la demanda es un factor decisivo y que la oferta no determina completamente el volumen de los medios de pago. Las medidas de política económica sobre encaje, operaciones de mercado abierto y la apertura de cupos de crédito, deben confrontarse con los deseos y preferencias del público, para comprender la evolución de la cantidad de dinero en la economía. En este contexto, por ejemplo, los objetivos de buscar la reactivación económica por medio del incremento de la cantidad de dinero, pueden verse frustrados por las decisiones de los distintos agentes económicos de deshacerse de los saldos monetarios y sustituirlos por activos líquidos cercanos al dinero.

A partir de los trabajos de Keynes se ha estudiado la preferencia por liquidez como la demanda por un activo más, dentro de los **portafolios** de los distintos agentes económicos. Como tal, la demanda por dinero depende en forma inversa de los rendimientos de sus sustitutos, y directamente de la riqueza de sus poseedores, y del nivel de ingreso. Esta última variable determina las necesidades de liquidez para realizar transacciones entre los distintos agentes económicos.

De acuerdo con estos planteamientos, se encuentra, por ejemplo, que la reducción en las tasas de interés, inducida por las medidas de política económica y por el descenso del ritmo de

inflación, da lugar a que los agentes económicos disminuyan sus esfuerzos por evitar los costos de oportunidad de sus saldos de efectivo y de sus depósitos en cuentas corrientes, los cuales no devengan rendimientos. Si simultáneamente se eleva el rendimiento esperado de otros activos líquidos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, los agentes realizan sustituciones tratando de eliminar pesos de sus **portafolios**. Debe observarse que el resultado final de estas operaciones depende de la magnitud de los cambios en los rendimientos relativos de los distintos activos.

Adicionalmente, se debe mencionar que un aspecto fundamental para entender la evolución de la cantidad de dinero en la economía en la actualidad, lo constituye la menor demanda de dinero para realizar transacciones que ha sido ocasionada por la recesión económica. Esta puede ser una de las causas más importantes de la lenta utilización de los cupos de crédito dirigidos hacia sectores afectados por el ciclo económico.

Ante estas situaciones, las autoridades monetarias deben obrar con mucha cautela, pues la creación excesiva de liquidez, por encima de la demanda de dinero, puede dar lugar a que los distintos agentes traten de deshacerse de algunos de sus saldos monetarios, incrementando su demanda por otros activos, y no por los bienes y servicios, cuya producción contribuye a la reactivación económica. Las relaciones entre la política monetaria y el incremento de la producción y el empleo se tratan a continuación.

Vale la pena terminar estas notas con algunas reflexiones sobre las posibilidades de realizar una rápida reactivación económica por medio de incrementos en la cantidad de liquidez en la economía, por reducciones en los encajes, o incrementos considerables en los cupos de liquidez dirigidos a algunos sectores de la economía. Al respecto existen (en la mente de los analistas) dos teorías opuestas, cuyo contenido de una u otra forma han tenido influjo en las discusiones recientes sobre la actualidad económica y sobre las cuales es preciso hacer algunos comentarios.

En primer término, se debe recordar aquellas teorías ingenuas, que se refieren a economías cerradas (por aislamiento internacional o por omnipotentes controles administrativos), que suponen que el incremento en la cantidad de dinero induce una reducción importante en las tasas de interés, y estas, a su vez, estimulan sig-

nificativamente el consumo y la inversión, y de este modo elevan de inmediato el producto y el empleo. Según estas tesis, por supuesto, la política monetaria tiene el poder de lograr, por sí sola, la reactivación económica que necesita el país.

En segundo término, existe la teoría que postula que las tasas de interés domésticas tienden a reflejar, cercanamente, el nivel de las tasas externas más la devaluación esperada. Cuando esto sucede, y se decide incrementar la cantidad de dinero en la economía, se reducen solo pasajeramente las tasas de interés internas, por cuanto, ante esta baja, los agentes deciden sustituir deuda externa por interna y prefieren invertir en activos en el exterior que resultan relativamente más favorables. El consecuente movimiento contraccionista de las reservas internacionales disminuye la liquidez en la economía e induce nuevamente al ascenso en las tasas de interés. En resumen, los incrementos monetarios no contribuyen a la reactivación, pues la tasa de interés solo se reduce temporalmente, y el resultado cierto es la pérdida de reservas. De acuerdo con este punto de vista, la política monetaria es impotente para afectar la producción y el empleo.

Ambas teorías pecan de serias simplificaciones. La primera niega los aspectos externos de una economía abierta o exagera los poderes de los controles administrativos para aislar los mercados; adicionalmente, sobreestima el poder reactivador de los descensos de las tasas de interés, especialmente cuando numerosos estudios econométricos han mostrado la baja elasticidad de la demanda agregada a esa variable. La segunda, en cambio, al plantear la perfecta movilidad de capitales, niega tanto las fricciones y rigideces de los mercados, como la existencia práctica de los controles del estatuto cambiario. Para refutar esta última tesis, basta señalar que en ciertos periodos de la historia reciente, las tasas de interés internas y externas, una vez ajustadas por la devaluación, han mostrado algunos movimientos en sentido contrario.

En nuestro concepto, la verdad se encuentra entre los dos enfoques que hemos descrito. Evidentemente la existencia del control cambiario permite aislar dentro de cierto rango, los mercados interno y externo, y por tal motivo la política monetaria no resulta completamente inútil para afectar la demanda agregada. Sin embargo, la evidencia sobre la forma como algunos agentes pueden sustituir, aun dentro de los

controles, pesos por dólares, da una clara señal a las autoridades sobre las limitaciones que existen para lograr la reactivación económica por medio de incrementos en la oferta monetaria, por encima de los deseos por liquidez de los distintos agentes económicos. Si se emiten más pesos de los deseados por los agentes, estos tratarán de deshacerse de buena parte de ellos sustituyéndolos por activos (o disminuyendo pasivos) denominados en moneda extranjera. Estos movimientos tienen más fortaleza cuando existen incentivos derivados de expectativas de devaluación elevadas. Estos hechos, tienden a reducir la efectividad de los controles y a acelerar la pérdida de reservas.

Por estas razones, las autoridades han utilizado los instrumentos de política monetaria en forma moderada y selectiva, aprovechando la existencia de capacidad instalada ociosa que podría hacer que un aumento de la demanda actuara más sobre la oferta que sobre los precios, y teniendo siempre en mente que una de las prioridades de política económica es el mantenimiento de la cantidad de reservas del país.

**Situación monetaria.** Al finalizar mayo de 1983 los medios de pago (M1) alcanzan un valor de \$ 309.614 millones, cifra superior en \$ 6.443 millones (2.1%) a la registrada en el mes anterior e inferior en \$ 15.964 millones (4.9%) a la obtenida en diciembre de 1982. En año completo, este indicador aumenta \$ 48.326 millones, 18.5%.

La evolución de los medios de pago durante el mes es consecuencia principalmente del mayor valor del multiplicador monetario, que pasa de 1.5371 a 1.5774, mientras que la base monetaria presenta una reducción de \$ 950 millones (0.5%) al situarse en \$ 196.286 millones en mayo de 1983. El avance en el multiplicador es resultado de una disminución en el coeficiente de reserva bancaria de 0.5030 a 0.4757, al reducirse en \$ 4.430 millones el encaje monetario de la banca, frente a un aumento de \$ 2.962 millones en los depósitos en cuenta corriente. Esta situación determina un defecto de \$ 5.354 millones en la posición de encaje de estas entidades al último día del mes.

Por su parte, el descenso mensual de la base monetaria se origina fundamentalmente por el incremento de \$ 3.609 millones en los depósitos constituidos para tramitar licencias de cambio para giros al exterior y de \$ 448 millones en los depósitos previos a la nacionalización de mer-

cancias. A su vez el financiamiento neto al sector público contribuye con \$ 993 millones al

menor valor de la base monetaria debido al aumento de sus disponibilidades en el Emisor.

### Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

	1983		Variación	
	Abril	Mayo*	Absoluta	%
Base monetaria (A-B+C) .....	197.236	196.286	-950	-0.5
A-Activos del Banco de la República .....	406.927	412.650	5.723	1.4
1- Reservas internacionales netas .....	257.913	260.024	2.111	0.8
2- Crédito doméstico .....	148.530	152.380	3.850	2.6
a) Crédito neto Tesoral .....	(40.436)	(40.972)	(536)	(1.3)
b) Crédito neto sector público (resto) .....	(-6.700)	(-8.229)	(-1.529)	(-22.8)
c) Crédito bruto bancos .....	(23.075)	(24.440)	(1.365)	(5.9)
d) Crédito bruto entidades de fomento (2) .....	(86.850)	(90.355)	(3.505)	(4.0)
e) Crédito bruto sector privado (3) .....	(4.869)	(4.842)	(-27)	(-0.6)
3- Otros activos netos .....	484	246	-238	-49.2
B-Pasivos no monetarios .....	213.998	220.750	6.752	3.2
1- Obligaciones en moneda extranjera bancos .....	529	665	136	25.7
2- Obligaciones entidades de fomento .....	105.680	108.619	2.939	2.8
3- Obligaciones sector privado .....	20.346	24.892	4.546	22.3
4- Obligaciones con títulos del Banco de la República .....	66.659	65.399	-1.260	-1.9
5- Obligaciones externas a largo plazo .....	21.027	21.418	391	1.9
6- Tenencias interbancarias .....	-243	-243	—	—
C-Moneda de Tesorería .....	4.307	4.386	79	1.8

(1) Las cuentas en moneda extranjera ajustadas se contabilizan a la tasa de cambio promedio de compraventa de divisas de cada fecha. (2) Comprende: Caja Agraria, Banco Central Hipotecario, corporaciones financieras y fondos financieros. (3) Comprende: Federación Nacional de Cafeteros, fondos ganaderos, cooperativas y otros. \* Cifras provisionales.

Los movimientos contraccionistas anteriormente mencionados, se ven parcialmente compensados por el incremento de \$ 2.111 millones en las reservas internacionales, que se explica por el efecto precio que se genera sobre el saldo en dólares al valorar las reservas a un tipo de cambio mayor como producto de la devaluación. Además, se registra una disminución de \$ 1.260 millones en la colocación de los títulos con los cuales el Banco de la República interviene en el mercado monetario, al redimirse en \$ 324 millones los certificados de cambio, y en \$ 2.940 millones los títulos canjeables, en tanto que los títulos de participación crecen \$ 2.004 millones. Asimismo, se presenta un avance de \$ 1.091 millones en la financiación de recursos hacia el sistema bancario, fundamentalmente por la utilización de los cupos especiales de crédito \$ 3.017 millones, y que en parte se ve neutralizado por las cancelaciones de \$ 1.161 millones en el redescuento de bonos de

prenda así como de \$ 765 millones de lo obtenido por los cupos ordinario y extraordinario. Finalmente, el FAVI se muestra expansionista, ante la reducción de \$ 344 millones en los títulos del FAVI por parte de las CAV, que corresponden en su mayor parte a la redención de títulos de excesos de liquidez.

Con relación a las operaciones de los fondos financieros administrados por el Emisor, cabe destacar el avance global de \$ 3.368 millones en las disponibilidades del FFAP, FIP, FFI y FDE durante el mes de mayo, recursos que contribuyen igualmente a incrementar los descuentos de estos fondos en \$ 3.334 millones.

La oferta monetaria ampliada (M<sub>2</sub>), se sitúa en \$ 799.837 millones a finales de mayo, al aumentar \$ 25.680 millones (3.3%) durante el mes, \$ 56.183 millones (7.6%) en lo corrido del año, y \$ 148.299 millones (22.8%) en año completo.

### Oferta monetaria (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de mayo	Medios de pago (M <sub>1</sub> )			Cuasi-dineros (CD) *			Oferta monetaria ampliada (M <sub>2</sub> ) **		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1978	109.929	6.2	31.3	92.497	31.9	46.5	202.426	16.6	37.8
1979	132.760	-1.6	20.8	112.124	11.6	21.2	244.884	4.0	21.0
1980	170.268	1.6	28.3	149.561	18.6	33.4	319.829	8.9	30.6
1981	215.331	0.5	26.5	261.954	22.2	75.1	477.285	11.3	49.2
1982	261.288	0.6	21.3	390.250	15.7	49.0	651.538	9.1	36.5
1983	309.614	-4.9	18.5	490.223	17.3	25.6	799.837	7.6	22.8

(1) Cifras provisionales. \* Incluye depósitos de ahorro, certificados de depósito y depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda. \*\* Incluye M<sub>1</sub> más cuasi-dineros.

La variación mensual de M<sub>2</sub>, se explica principalmente por los incrementos de \$ 19.237 millones (4.1%) en los cuasi-dineros, cuyo monto asciende a \$ 490.223 millones en la fecha comentada, y de \$ 6.443 millones (2.1%) en los medios de pago. En esta forma, los sustitutos próximos del dinero aumentan su participación dentro de la oferta monetaria ampliada de 60.8% a 61.3% en el período analizado.

Los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda siguen siendo el activo financiero más dinámico dentro de estas captaciones, al crecer \$ 8.035 millones 3.7% en el mes, y pre-

sentar un saldo de \$ 225.715 millones, que representa el 46% del total de los cuasi-dineros. Por su parte, los certificados de depósito a término tanto de bancos como de corporaciones financieras, presentan en conjunto un aumento por \$ 8.947 millones (5.3%) con respecto al mes anterior, al llegar a \$ 176.404 millones, suma que explica el 36% del total de activos de alta liquidez. Por último, los depósitos de ahorro del sistema bancario, se incrementan \$ 2.256 millones (2.6%) al situarse su saldo en \$ 88.104 millones, valor que corresponde al 18% del total de estos activos financieros.

### Cuasi-dineros (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de mayo	Depósitos de ahorro			Certificados de depósito a término			Depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda			Total cuasi-dineros		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1978	26.778	10.8	44.6	28.071	30.2	56.8	37.648	54.2	40.9	92.497	31.9	46.5
1979	36.798	9.3	37.4	29.117	-8.7	3.7	46.209	32.2	22.7	112.124	11.6	21.2
1980	47.412	3.0	28.8	32.892	22.3	13.0	69.257	30.2	49.9	149.561	18.6	33.4
1981	61.725	5.7	30.2	92.580	27.2	181.5	107.649	29.3	55.4	261.954	22.2	75.1
1982	74.285	1.8	20.3	162.423	14.4	75.4	153.542	25.3	42.6	390.250	15.7	49.0
1983	88.104	4.2	18.6	176.404	9.4	8.6	225.715	31.0	47.0	490.223	17.3	25.6

(1) Cifras provisionales.

Al finalizar el mes de mayo del presente año, el crédito en moneda nacional del sistema bancario asciende a \$ 381.201 millones, saldo superior en \$ 19.051 millones (5.3%) al de un mes atrás y en \$ 82.088 millones (27.4%) al presentado para igual fecha del año anterior. El avance que experimentan las colocaciones de la banca en el presente mes, es resultado de los incrementos de \$ 14.729 millones en la cartera, de \$ 2.097 millones en inversiones voluntarias y de \$ 2.225 en deudores varios. El 90.8% de las colocaciones bancarias corresponden a préstamos y descuentos, de los cuales \$ 105.442 millones, 27.7% están respaldados con recursos provenientes de las líneas especiales de crédito del Banco de la República y de los fondos

financieros, que continúan aportando en forma importante crédito al sector productivo de la economía.

### Crédito bancario (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de mayo	Cartera			Colocaciones*		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1978	94.050	7.6	35.7	102.270	9.5	33.7
1979	108.567	1.1	15.4	119.714	2.9	17.1
1980	128.202	3.9	18.1	145.263	6.6	21.3
1981	193.900	6.9	51.2	219.779	10.8	51.3
1982	268.777	6.3	38.6	299.113	7.8	36.1
1983	346.052	8.2	28.8	381.201	9.1	27.4

(1) Cifras provisionales. \* Incluyen cartera.

**Situación cambiaria.** Transcurridos los cinco primeros meses del año, el nivel de las reservas internacionales se sitúa en US\$ 4.035 millones, con disminución de US\$ 857 millones respecto al saldo en diciembre 31 de 1982. Dicho resultado obedece a un movimiento negativo de US\$ 912 millones en la cuenta corriente frente a uno positivo de US\$ 55 millones en los movimientos de capital. No obstante, es importante señalar que durante mayo, el déficit en cuenta corriente, US\$ 54 millones, es notablemente inferior al de los meses precedentes, cuyo promedio se sitúa en US\$ 214 millones.

Los ingresos corrientes ascienden hasta mayo 31, a US\$ 1.396 millones, con decrecimiento de US\$ 495 millones, 26%, respecto al mismo período de 1982; producto del menor valor de los ingresos por servicios y transferencias, exportación de bienes y capital petróleo. En mayo, alcanzan US\$ 358 millones, cifra que se compara favorablemente con el promedio mensual del período enero-abril, US\$ 259 millones, al presentarse una notable recuperación de los ingresos por ventas externas de café.

En cifras acumuladas hasta mayo 31, las exportaciones de servicios y transferencias totalizan US\$ 369 millones, con descenso de US\$ 290 millones respecto a 1982, siendo este movimiento, el principal factor de declinación de los ingresos atrás comentado, en particular debido a la menor dinámica del rubro de turismo —que se reduce en US\$ 105 millones— como reflejo de la difícil situación que afrontan las fronteras por las políticas cambiarias adoptadas por los países vecinos. Dicho fenómeno, sin duda, explica también parte del descenso de US\$ 75 millones que registra la partida de servicios personales. Además, influye la caída de US\$ 100 millones en los ingresos provenientes de los intereses devengados por la inversión de las reservas internacionales en el exterior.

En cuanto a los reintegros por exportaciones de bienes, suman US\$ 908 millones, de los cuales US\$ 548 corresponden a café y US\$ 360 a exportaciones menores. Los primeros presentan una ligera disminución de US\$ 15 millones respecto al mismo período del año anterior, básicamente atribuible a una baja en la cotización internacional del grano, pues su promedio para los cinco primeros meses se sitúa en US\$ 1.26 por libra para la variedad "otros suaves" en el mercado de Nueva York frente a US\$ 1.44 por libra correspondiente al mismo lapso de 1982. En mayo se observa un ligero repunte, al situarse en US\$ 1.28 la libra y como se expresó

antes, los reintegros se elevan sensiblemente, llegando a US\$ 182 millones. Expresados en volumen, los despachos registran un aumento de 329.000 sacos durante lo corrido del año y de 556.000 al comparar el año completo.

**Exportaciones de café**  
(Miles de sacos de 60 kilogramos)

	Enero-mayo			Año completo **		
	1981	1982	1983 *	1981	1982	1983 *
Estados Unidos .....	849	664	803	2.220	1.570	1.871
Europa .....	2.613	2.572	2.710	6.451	6.316	6.452
Otros .....	514	312	364	1.046	744	863
Total .....	3.976	3.548	3.877	9.717	8.630	9.186

\* Datos preliminares. \*\* Junio 1o. a mayo 31. Fuente: Federación Nacional de Cafeteros de Colombia.

Los reintegros por venta de productos diferentes a café son inferiores en US\$ 150 millones a los de la misma fecha del año anterior, reflejando la persistencia de condiciones desfavorables de demanda en los mercados externos y en particular en las naciones vecinas. A su vez la partida de capital petróleo, en la cual se consolidan las ventas de divisas al Banco de la República por parte de compañías petroleras que operan en el país, muestra descenso de US\$ 49 millones con relación al mismo período de 1982, en razón a menores requerimientos de pesos por tales empresas, sin que este hecho signifique un descenso en producción. Por último y en contraste con los movimientos negativos de los rubros anteriores, las compras de oro presentan avance, al pasar de US\$ 75 millones a US\$ 83 millones, las correspondientes al período enero-mayo de 1982 y 1983, respectivamente. Esto se debe al aumento en la cotización promedio del metal, que durante el lapso considerado llega a US\$ 437.92 la onza troy, frente a US\$ 333.34 del año anterior, mientras el volumen acumulado de adquisiciones, 197.000 onzas troy, es levemente inferior al del año pasado.

En lo referente a los egresos corrientes, hasta mayo totalizan US\$ 2.308 millones, suma inferior en US\$ 95 millones, 4.0% a la obtenida en similar lapso del año precedente, como reflejo de menores pagos por importaciones, US\$ 177 millones, así como a la disminución de US\$ 15 millones en las compras internas de petróleo y gas natural. Tales movimientos se compensan parcialmente por las mayores erogaciones de servicios, que pasan de US\$ 766 millones en los primeros cinco meses de 1982 a US\$ 862 millones en el presente año. Merece destacarse el

crecimiento de los intereses por concepto de deuda pública externa, y del renglón de viajes y pasajes. Cabe anotar que luego de su transitorio desbordamiento de marzo, los egresos han retornado de sus niveles promedio observados desde fines de 1982, de aproximadamente US\$ 425 millones mensuales, alcanzando en mayo un valor de US\$ 412 millones.

### Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta mayo 31		
	1981	1982	1983 (1)
<b>I—Ingresos corrientes</b> .....	<b>2.084.3</b>	<b>1.891.4</b>	<b>1.395.7</b>
Exportaciones .....	1.187.8	1.072.8	908.4
Café .....	633.2	563.0	548.0
Otros productos .....	554.6	509.8	360.4
Compras de oro (2) .....	111.1	75.2	82.7
Capital petróleo .....	43.3	84.8	35.4
Servicios y transferencias .....	742.1	658.6	369.2
<b>II—Egresos corrientes</b> .....	<b>2.307.7</b>	<b>2.403.2</b>	<b>2.307.5</b>
Importaciones .....	1.597.2	1.463.9	1.287.1
Petróleo para refinación y gas natural .....	49.9	173.6	158.6
Servicios y transferencias .....	660.6	765.7	861.8
<b>III—Superávit o déficit corriente</b> .....	<b>-223.4</b>	<b>-511.8</b>	<b>-911.8</b>
<b>IV—Movimiento neto de capital</b> .....	<b>188.4</b>	<b>72.4</b>	<b>54.5</b>
<b>V—Variación reservas brutas (III + IV   o VII - VI)</b> .....	<b>-35.0</b>	<b>-439.4</b>	<b>-857.3</b>
<b>VI—Saldo reservas brutas diciembre año anterior</b> .....	<b>5.419.7</b>	<b>5.633.1</b>	<b>4.892.6</b>
<b>VII—Saldo reservas brutas</b> .....	<b>5.384.7</b>	<b>5.193.7</b>	<b>4.035.3</b>

(1) Cifras preliminares. (2) Netas de ventas internas para usos industriales.

Por su parte, los movimientos financieros registran un saldo positivo de US\$ 54 millones, cifra inferior en US\$ 18 millones a los obtenidos el año precedente, debido principalmente a mayores pagos efectuados por el sector oficial, los cuales de US\$ 58 millones en 1982, pasan a US\$ 107 millones en el presente año.

En lo atinente a los principales desarrollos de política, en el mes de mayo cabe destacar el traslado de otras 99 posiciones arancelarias de la lista de libre importación a la de licencia previa. Esta medida, dictada por Resolución 30 del Consejo Directivo de Comercio Exterior, se inscribe dentro de los lineamientos trazados el año pasado en el sentido de orientar la política de importaciones hacia el logro simultáneo de un objetivo de adecuada protección a la industria nacional y de un cauteloso manejo de las reservas internacionales.

De otro lado, en cuanto a las exportaciones, se han mantenido y perfeccionado algunos incentivos, particularmente los otorgados con

criterio de facilitar el comercio con ciertas regiones, en especial el realizado con la Cuenca del Caribe. Así, las ventas a dicha área gozan de una subvención de transporte para compensar las dificultades que existen en tal servicio hacia algunos países de la zona.

Finalmente, la Dirección de Aduanas redujo de US\$ 2.000 a US\$ 500 el cupo de mercancías que pueden introducir del extranjero los viajeros, tanto turistas como tripulantes, buscando con ello coadyuvar a la restricción en la utilización de las divisas, limitando aquellas que puedan resultar prescindibles para el país.

**Conferencias internacionales.** La insostenible carga de la deuda externa de América Latina fue el principal tema de la Reunión de Personalidades, que por iniciativa del Presidente del Ecuador, doctor Oswaldo Hurtado, se celebró en Bogotá entre el 19 y el 21 de mayo, bajo la coordinación de las Secretarías del SELA y la CEPAL.

En dicho foro los expertos analizaron la crisis económica internacional y sus repercusiones en América Latina, puestas en evidencia en los crecientes déficit en las balanzas de pagos, elevados índices inflacionarios, altas tasas de desempleo e imposibilidad casi generalizada para atender el servicio de la deuda externa contraída. Al mismo tiempo, delinearon las bases de una respuesta del subcontinente frente a la situación anterior, las cuales serán sometidas a consideración de los gobiernos regionales.

La recesión de los principales países industriales, manifiesta en forma discontinua desde comienzos de la década del setenta pero agudizada dramáticamente en años recientes, ha traído consigo un descenso del comercio mundial acompañado de un deterioro de los precios de los principales bienes primarios exportados y del resurgimiento de prácticas proteccionistas. Dichos fenómenos, junto con los onerosos cargos por concepto de crédito externo en una situación de excesivo endeudamiento, han sido los principales elementos de debilitamiento de la balanza de pagos de los países latinoamericanos en los años recientes. Ante tal estado de cosas, varios países han optado por aplicar mecanismos de ajuste recesivos, con su secuela de contracción de la actividad productiva, desempleo, e inconformidad social.

Como se recuerda, la abundancia de liquidez internacional durante el período 1974-1981 fue aprovechada por algunas naciones, tanto

dentro de estrategias de desarrollo basadas en un decidido apoyo al sector productivo, como de concepciones de apertura económica y financiera hacia el resto del mundo. Además, en varios casos, los recursos externos se utilizaron como medio para contrarrestar los efectos de la crisis internacional y los aumentos en el precio del petróleo. Si bien el acceso generoso a tales recursos permitió a algunos países elevar sus niveles de crecimiento, ello implicó un ascendente y acelerado requerimiento de fondos para atender el servicio, habida consideración de la creciente importancia de los intermediarios financieros en los mercados de capitales y del endurecimiento consiguiente de las condiciones de los créditos, hasta desembocar en las críticas situaciones de las principales naciones: México, Brasil y Argentina.

De otra parte, resulta ahora claro que los países exportadores de petróleo de la región, no supieron manejar con acierto sus mayores ingresos externos, al suponer que los precios del hidrocarburo se mantendrían, o aun aumentarían. Dichos países permitieron que sus gastos gubernamentales crecieran en exceso y no pusieron diques a sus crecientes importaciones, en especial de bienes de consumo. La caída de los precios del petróleo en un contexto de elevado endeudamiento, contribuyó a generar incertidumbre y a propiciar la fuga de capitales en anticipación a evidentes crisis cambiarias.

Del contexto anterior se desprende la complejidad de las tareas que debe enfrentar la comunidad latinoamericana para resolver su grave situación de pagos y la seria recesión interna. En este sentido, de la Reunión de Personalidades, se derivaron importantes planteamientos relacionados principalmente con la renegociación de la deuda externa regional y de la urgencia de concebir y poner en práctica nuevos y originales modelos de desarrollo.

En lo referente a las gestiones encaminadas a reprogramar los pagos de la deuda externa de los países latinoamericanos, los expertos señalaron la necesidad de buscar fórmulas que pongan fin a los procesos aislados y constantemente renovados de renegociación para reemplazarlos por mecanismos basados en plazos más largos y términos menos onerosos de los que han imperado hasta ahora. La experiencia reciente ha demostrado en efecto, que frente a las dificultades de pagos de los países de la llamada "periferia", la banca privada ha aceptado reprogramar la deuda a fin de minimizar sus

propios riesgos, pero ello en forma renuente, demasiado restrictiva, a plazos cortos y con elevados intereses y comisiones, lo cual lleva implícita la perspectiva en espiral del proceso y, en cierta medida, una perpetuación del problema.

De otra parte, en la reunión de Bogotá se esbozaron algunos planteamientos que deberían ser tenidos en cuenta en las estrategias de desarrollo que implementen los países, señalando la necesidad de cimentar el proceso de acumulación de capital primordialmente en recursos internos, lo cual exigiría una mayor austeridad, en especial por parte de los estratos de mayores ingresos y de los gobiernos. En este sentido cabe subrayar la necesidad de restringir los programas de defensa, los cuales no constituyen el aumento de la capacidad productiva y además tienen un alto contenido importado.

La eficiencia de un nuevo estilo de desarrollo deberá estar enfocada al aumento de los niveles de ocupación de la fuerza laboral y del aprovechamiento de la capacidad productiva existente. También será necesario incentivar la producción de bienes exportables y de la sustitución de importaciones, lo cual elevará la actividad económica, el empleo y la disponibilidad de divisas indispensables para regular el servicio de la deuda.

La notable desigualdad de la distribución del ingreso y la riqueza ha sido uno de los problemas estructurales persistentes de América Latina. En consecuencia, la nueva política deberá promover un reparto más equitativo de los frutos de crecimiento económico y una mayor igualdad de oportunidades para los distintos grupos sociales.

Finalmente, aparte de las medidas internas y externas necesarias para aliviar la situación existente, la cooperación latinoamericana también juega un papel decisivo, principalmente en el ámbito del comercio entre las agrupaciones regionales. Promover el desarrollo y la diversificación de estos esquemas contribuirá a lograr un mayor grado de seguridad colectiva, hacer posible un crecimiento apoyado en los mercados y en la producción regional, y lograr acciones mejor coordinadas frente a terceros.

**Vida del Banco de la República.** Durante el presente mes se creó el Departamento Técnico Industrial, asignado a la Subgerencia Industrial, con el fin de dotar al Banco de una área que desarrolle las actividades de asesoría, investigación aplicada y análisis físico-químico de sus diferentes estamentos. Además de pro-

pende por el logro de una mayor seguridad, eficiencia y alta tecnología en las labores internas, adelantará estudios sobre la metalurgia precolombina, autenticidad de la orfebrería prehispánica y de asesoría a las fundaciones administradas por el Banco.

También durante mayo aprobó la reestructuración del Departamento de Construcciones, con el propósito de facilitar el desarrollo de las edificaciones y fortalecer su manejo administrativo. Esta reestructuración contempla

desde la creación de un registro de firmas previamente calificadas y clasificadas según su especialidad, experiencia, capacidad de contratación, etc., hasta la ejecución de contratos para las distintas etapas del proceso. Con este reordenamiento de actividades se pretende agilizar la ejecución de las obras, y sobre todo, evitar los cuantiosos sobrecostos que se venían presentando en las obras del Banco. Se espera que, gracias a todo ello, la ejecución presupuestal sea más rigurosa.

