

NOTAS

EDITORIALES

Política monetaria. Las medidas monetarias adoptadas en los primeros días del mes de febrero, constituyen un tema de relevante importancia que merece ser analizado en las presentes notas, correspondientes al mes de enero.

Hacia comienzos de año era evidente que los esfuerzos realizados por las autoridades en materia de control monetario habían logrado su objetivo al reducir, de manera significativa, el crecimiento de los medios de pago durante 1981. Este resultado, importante en sí mismo como elemento que ha contribuido a quebrar las expectativas inflacionarias imperantes, ofrecía, además, posibilidades para un manejo más flexible de la política monetaria durante 1982. Asimismo, las perspectivas monetarias para el presente año se muestran favorables, por cuanto se prevé que algunos rubros tradicionalmente expansionistas de la base no tendrán dicho efecto. En consecuencia, las autoridades consideraron propicia esta coyuntura para poner en vigencia una serie de medidas que constituyen una respuesta concreta a las inquietudes expuestas por diversos voceros en la reunión de concertación del año pasado, con respecto al crédito y a las tasas de interés.

Las medidas promulgadas están encaminadas al logro de dos objetivos simultáneos: En primer término, suministrar mayores volúmenes de crédito al sector privado. En segundo término obtener en 1982 un crecimiento más uniforme de los medios de pago frente al registrado en los años anteriores, gracias a los efectos graduales que los mismos tendrán sobre la base monetaria.

Es bueno recalcar que las medidas no constituyen un cambio drástico en la orientación general de la política monetaria y crediticia. Tampoco deben interpretarse como un abandono de la lucha contra la inflación. Por el contrario, frente a perspectivas monetarias relativamente favorables, lo que persiguen es utilizar mecanismos diferentes a los estrictamente administrativos, para generar las fuerzas económicas que redunden en una mayor disponibilidad de recursos. La incidencia gradual que tendrán sobre los agregados monetarios asegura que no se producirá un desbordamiento de los medios de pago con peligrosas consecuencias inflacionarias. Por consiguiente, tales medidas, al liberar un volumen importante de recursos deberá traducirse en una reducción de las tasas de interés, y, por ende, en un estímulo a la inversión, producción y empleo.

Conviene recordar que los excesivos niveles registrados por las tasas de interés han obedecido a diversos factores entre ellos altos costos de intermediación inducidos por el encaje marginal: dificultades para acudir al redescuento ordinario con recursos de última instancia, durante momentos de deficiencias temporales de liquidez; y crecimiento excesivamente lento de la oferta monetaria durante algunos períodos. Por tanto, se persiguen solucionar en lo posible estos problemas al reducir el encaje marginal congelado, reestructurar el acceso al cupo ordinario en el Banco de la República y generar un crecimiento gradual y estable de los agregados monetarios.

De manera general las medidas en cuestión han sido diseñadas para operar median-

te cuatro mecanismos pero todos ellos tendientes a fortalecer la financiación del sector privado ya sea mediante el crédito de fomento o a través de los recursos de libre disposición. También persiguen solventar las deficiencias temporales de liquidez del sistema bancario y debilitar las presiones alcistas sobre la tasa de interés.

A continuación se analizan las características principales de las medidas del 10 de febrero, señalando sus objetivos, alcances, mecanismos y limitaciones y se presentan cuantificaciones de sus efectos monetarios globales.

Encaje marginal. Dentro de las disposiciones promulgadas quizás la de mayor trascendencia es la liberación de cerca de \$ 5.500 millones congelados hasta el momento como parte del encaje marginal. Sin embargo, dicho proceso no se cumplirá de manera brusca ni indiscriminada. La Resolución 4 de 1982 de la Junta Monetaria dispone que estos recursos podrán utilizarse de acuerdo con el desarrollo de los programas del Fondo Financiero Agropecuario, de Desarrollo Eléctrico, de Inversiones Privadas y Financiero Industrial. Concretamente y a nivel de los bancos comerciales la liberación de parte del encaje marginal representará el aporte de recursos propios de estas entidades en el apoyo de las operaciones que deben corresponder específicamente al redescuento de nuevas operaciones de crédito de fomento. El valor de redescuentos, necesario para adelantar en su totalidad la descongelación parcial del encaje marginal, se ajusta plenamente a los presupuestos de crédito de dichos fondos financieros, así como a las disponibilidades de recursos programados para 1982.

En resumen, solo en la medida que se dirijan recursos hacia sectores prioritarios, el encaje marginal se irá descongelando de manera paulatina a lo largo del año, lo cual es plenamente congruente con los programas de estos fondos para 1982. Mediante el aporte de los \$ 5.500 millones, el crédito adicional dirigido se podrá incrementar en cerca de \$ 30.000 millones, aumento que se ajusta a las metas crediticias adoptadas previamente por la Junta Monetaria.

Depósitos de importación. En materia de depósitos previos a la nacionalización de las mercancías, se optó por reducirlos del 35% al 20% para la importación de bienes de utilización inmediata, y por eliminarlos en el caso de los bienes de capital. Además, se suprime el requerimiento de garantías bancarias para la realización de pagos parciales con cargo a los depósitos previos y se otorga mayor flexibilidad a los plazos vigentes para efectuar giros al exterior. Estas modificaciones con la reducción en el monto de los depósitos aliviará los costos promedios del sector importador y se reducen sustancialmente las trabas a que está sometido el comercio exterior colombiano.

El efecto monetario de la disposición que al cabo de los doce meses ascendería a los \$ 4.000 millones, también tendrá lugar en forma gradual. Lo anterior ocurrirá en la medida que los depósitos actualmente existentes se utilicen para hacer giros por concepto de las respectivas importaciones y hasta el monto en que su saldo se sitúe en niveles acordes con el más bajo requisito del depósito previo a la nacionalización. Finalmente, vale la pena destacar la agilización de pagos al exterior que se presentará en la medida en que los depósitos ya constituidos, puedan girarse sin la adquisición de la garantía bancaria mencionada, en especial en el caso de los correspondientes a los bienes de capital y el efecto de la creación de un sistema de castigo para el incumplimiento de plazos.

Cupo ordinario. El mercado monetario se vio beneficiado por las modificaciones introducidas en lo referente al acceso de los bancos comerciales al cupo ordinario de crédito del Banco de la República. Dicho acceso se había limitado transitoriamente desde 1978 para enfrentar solamente las caídas súbitas de depósitos, y no contemplaba la posibilidad de que un banco acudiera a dicho cupo para subsanar deficiencias transitorias de liquidez originadas por otras razones. Bajo la nueva modalidad, similar a la existente con anterioridad a la emergencia de 1978, los bancos pueden recurrir a este cupo en casos diferentes a las caídas imprevistas de los depósitos, pero no podrán incrementar sus colocaciones mientras hagan uso de estos recursos. En síntesis se trata simplemente de

poner en práctica un mecanismo para cubrir situaciones esporádicas de iliquidez, evitando que el mismo produzca presiones exageradas sobre las tasas de interés. El Banco de la República tiene, en todo caso, discrecionalidad para autorizar las utilizaciones con cargo al cupo ordinario y permanecerá vigilante para evitar que se intente convertir este en fuente permanente de recursos por parte de cualquier entidad bancaria.

Endeudamiento privado externo. Finalmente caben algunas observaciones respecto a la política de endeudamiento externo. Aunque el endeudamiento privado externo está autorizado explícitamente por el estatuto cambiario vigente, desde hace varios años la Junta Monetaria ha venido vigilando muy estrictamente, y en ocasiones restringiendo de manera severa, esta fuente de recursos, excepto cuando se trata del financiamiento de importaciones.

Ello ha sido necesario para evitar la virtual pérdida de control monetario que podría implicar una total libertad en la entrada de recursos de esta naturaleza. La Resolución 6 de 1982 de la Junta Monetaria ha buscado reducir en cierto grado las restricciones existentes en este campo. Dicha norma, al permitir el endeudamiento externo para un número limitado de actividades, reconoce las limitaciones que enfrentan los demandantes de crédito de mediano y largo plazo de cierta envergadura, dentro del estrecho mercado de capitales colombiano.

Así, el endeudamiento privado externo para gastos en moneda local ha sido autorizado para compañías mineras, empresas de ingeniería, el sector textil, la construcción de hoteles y las empresas nacionales productoras de bienes de capital. Se ha buscado con ello otorgarle facilidades crediticias a sectores o subsectores económicos, que por la naturaleza de sus actividades no están en condiciones de beneficiarse de la expansión de recursos generados por las demás medidas que se han comentado, excepto las empresas productivas de bienes de capital que tienen acceso a ambos tipos de recursos. La apertura de estos créditos ha consultado además dos criterios adicionales: primero, el descenso esperado en las reservas internacionales en 1982 permitiría un ritmo mode-

rado de endeudamiento privado externo adicional, sin crear presiones monetarias no deseadas; segundo, el hecho de que por su envergadura algunas de las financiaciones requeridas por estos sectores, frente al tamaño del sector financiero actual, difícilmente pueden ser cubiertas por los intermediarios domésticos.

De otra parte una mayor posibilidad de endeudamiento externo no debe considerarse como inconveniente, máxime cuando los niveles de Colombia en esta materia son significativamente inferiores con respecto al promedio registrado por los países de América Latina. En efecto, la deuda externa como porcentaje del PIB en el caso colombiano apenas se situó en 12.4% para 1980, mientras para el conjunto de Latinoamérica dicho coeficiente ascendió a 18.0%. Además, el servicio de la deuda como porcentaje del PIB y de las exportaciones alcanza 2.4% y 14.1% para Colombia y a 4.2% y 31.3% para América Latina.

En resumen, la apertura de crédito externo para un número limitado de actividades es congruente con la política seguida hasta ahora en este aspecto. La decisión de permitir estas financiaciones obedece a las previsiones actuales respecto al crecimiento en reservas, y al hecho de que el mercado de capitales doméstico no está capacitado para atender la demanda de estos créditos, en los montos y plazos que las actividades beneficiadas los requieren.

Situación monetaria. Al concluir el mes de enero de 1982 los medios de pago ascienden a \$ 256.392 millones, valor inferior en \$ 3.317 millones (1.3%) al registrado a fines de diciembre de 1981 y superior en \$ 48.349 millones (23.2%) si se compara con el de igual período de 1981.

La disminución de la oferta monetaria durante el mes obedece al descenso de \$ 15.604 millones (7.5%) en la base monetaria, mientras el multiplicador monetario crece de 1.2536 en 31 de diciembre a 1.3384 el 30 de enero, debido a que se normaliza la elevada preferencia por efectivo, fenómeno este que se presenta a fin de año.

La contracción mensual del dinero base es resultado fundamentalmente de la cancelación de \$ 4.114 millones realizada por la

banca al emisor de lo obtenido por los cupos ordinario y de baja en depósitos, y de \$ 3.986 millones abonados por las corporaciones de ahorro y vivienda a los préstamos recibidos del FAVI. Se presentan además incrementos en la suscripción de títulos del FAVI por parte de estas últimas entidades, al invertir \$ 2.044 millones en títulos de encaje y \$ 410 millones en los autorizados por la Resolución 30 de 1979 de la Junta Monetaria para invertir sus excesos de liquidez. Contribuyen

también a la reducción de la base monetaria el avance de \$ 1.469 millones en los depósitos constituidos con el fin de tramitar licencias de cambio para giro al exterior; de \$ 692 millones en los depósitos previos a la nacionalización de mercancías; la adquisición de títulos canjeables en cuantía de \$ 2.498 millones por parte de la banca; y la baja de \$ 943 millones en el crédito neto al sector público por crecimiento en sus disponibilidades en el Banco de la República.

Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

	1981 Dic. 31*	1982 Ene. 30*	Variación	
			Absoluta	%
Base monetaria (A—B+C)	207.164	191.560	-15.604	-7.5
A—Activos del Banco de la República, ajustados	343.720	338.734	-4.986	-1.5
1. Reservas internacionales netas	286.940	291.063	4.123	1.4
2. Crédito doméstico	57.357	49.822	-7.535	-13.1
a) Crédito neto a la Tesorería	(-15.255)	(-14.689)	(666)	(3.7)
b) Crédito neto al sector público (Resto).....	(-19.072)	(-20.581)	(-1.509)	(-7.9)
c) Crédito bruto a bancos comerciales.....	(13.330)	(9.511)	(-3.819)	(-28.6)
d) Crédito bruto a entidades de fomento (2).....	(74.771)	(71.217)	(-3.554)	(-4.8)
e) Crédito bruto al sector privado (3)	(3.583)	(4.364)	(781)	(21.8)
3. Otros activos netos	-577	-2.151	-1.574	...
B—Pasivos no monetarios, ajustados	138.704	149.590	10.886	7.8
1. Obligaciones en moneda extranjera bancos	678	855	177	26.1
2. Obligaciones entidades de fomento	64.458	70.564	6.106	9.5
3. Obligaciones sector privado	13.987	16.011	2.024	14.5
4. Obligaciones con títulos del Banco de la República	43.920	46.252	2.332	5.3
5. Obligaciones externas a largo plazo	15.904	16.151	247	1.6
6. Tenencias interbancarias	-243	-243	—	—
C—Moneda de Tesorería	2.148	2.416	268	12.5

(1) Las cuentas en moneda extranjera ajustadas se contabilizan a la tasa de cambio promedio de compraventa de divisas en 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. ... Su variación no es significativa. * Cifras provisionales.

Contrarresta parte de los efectos anteriores el aumento de \$ 4.123 millones en las reservas internacionales netas, consecuencia del superávit en cuenta corriente que arroja la balanza cambiaria y del resultado positivo en los movimientos de capital.

Con relación a las operaciones de los principales fondos financieros administrados por el Banco de la República, se observa un notable avance mensual en sus disponibilidades el cual corresponde básicamente al ajuste de la inversión de la Ley 5ª que financian al FFAP, \$ 782 millones, y al aumento en la colocación de títulos nominativos reglamentados por la Resolución 39 de 1978 de la Junta Monetaria en la banca y en las corporacio-

nes financieras, lo que permite incrementar en \$ 1.143 millones los recursos del FDE.

El multiplicador monetario, por su parte, aumenta durante el mes por efecto de la mayor capacidad de expansión secundaria motivadas por el regreso de efectivo al sector bancario al disminuir la demanda por liquidez con respecto a diciembre, lo cual origina una disminución de 0.6415 a 0.4247, en el coeficiente que relaciona el efectivo y las cuentas corrientes. También incide en el mayor valor del multiplicador, la reducción de 0.6679 a 0.6398 que entre diciembre y enero expresa el porcentaje de encaje monetario que mantiene la banca.

Oferta monetaria (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de enero	Medios de pago (M ₁)			Cuasi-dineros (CD) *			Oferta monetaria ampliada (M ₂) **		
	Saldo	Variaciones %		Saldo	Variaciones %		Saldo	Variaciones %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1977.....	78.857	-0.7	32.9	53.889	6.9	57.9	132.696	2.3	42.0
1978.....	101.202	-2.2	28.3	75.970	8.3	41.1	177.172	2.0	33.5
1979.....	129.454	-4.0	27.9	107.083	6.6	41.0	236.537	0.5	33.5
1980.....	165.205	-1.4	27.6	132.118	4.7	23.4	297.323	1.2	25.7
1981.....	208.043	-2.9	25.9	229.478	7.0	73.7	437.521	2.1	47.2
1982.....	256.392	-1.3	23.2	352.886	5.0	53.8	609.278	2.3	39.3

* Incluye depósitos de ahorro, certificados de depósito y depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda. ** Incluye M₁ más cuasi-dineros. (1) Cifras provisionales.

La oferta monetaria ampliada que agrupa M₁ y los sustitutos próximos del dinero alcanza a \$ 609.278 millones, monto superior en \$ 13.540 millones (2.3%) al de diciembre de 1981 y en \$ 171.757 millones (39.3%) al de un año atrás. La variación mensual de M₂ se explica por la evolución de los cuasi-dineros que crecen \$ 16.857 millones (5.0%), mientras que los medios de pago, tal como se comentó anteriormente, se contraen \$ 3.317 millones (1.3%). En esta forma la participación de los últimos respecto a la oferta monetaria ampliada desciende de 43.6% a 42.1%. Dentro de los cuasi-dineros se desta-

can los certificados de depósito a término del sistema bancario y de las corporaciones financieras que acumulan \$ 149.663 millones, con aumento de \$ 8.568 millones (6.1%) en el mes, razón por la cual representan el 42.4% de los cuasi-dineros. Los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda avanzan \$ 10.649 millones (8.7%) y totalizan \$ 132.858 millones, valor equivalente al 37.7% de los cuasi-dineros. Por su parte la participación de los depósitos tradicionales de ahorro del sistema bancario es de 19.9% ya que disminuyen \$ 2.360 millones, situando su saldo en \$ 70.365 millones.

Cuasi-dineros (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de enero	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
1977.....	16.937	0.1	39.3	14.061	7.3	114.0	22.841	12.2	48.6	53.839	6.9	57.9
1978.....	24.544	1.5	44.9	22.753	5.5	61.8	28.673	17.5	25.5	75.970	8.3	41.1
1979.....	33.630	-0.1	37.0	31.981	0.3	40.6	41.472	18.6	44.6	107.083	6.6	41.0
1980.....	45.907	-0.3	36.5	25.877	-3.8	-19.1	60.334	13.4	45.5	132.118	4.7	23.4
1981.....	57.876	-0.9	26.1	79.356	9.0	206.7	92.246	10.8	52.9	229.478	7.0	73.7
1982.....	70.365	-3.2	21.6	149.663	6.1	88.6	132.858	8.7	44.0	352.886	5.0	53.8

(1) Cifras provisionales.

Al finalizar el primer mes de 1982 las colocaciones del sistema bancario registran un valor de \$ 279.180 millones, guarismo superior en \$ 1.731 millones (0.6%) al del mes anterior y en \$ 75.758 millones (37.2%) al de igual fecha de 1981. A través del redescuento de operaciones productivas el Banco de la República y los fondos financieros por él administrados contribuyen con \$ 68.266 millones, o sea el 24.5% del total de las colocaciones.

Crédito bancario (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de enero	Cartera			Colocaciones *		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1977.....	60.984	-0.3	29.7	67.599	1.9	32.4
1978.....	87.582	0.2	43.6	94.401	1.0	39.6
1979.....	104.322	-2.8	19.1	114.396	-1.7	21.2
1980.....	118.752	-3.8	13.8	135.190	-0.8	18.2
1981.....	179.691	-0.9	51.3	203.422	2.5	50.5
1982.....	251.725	-0.5	40.1	279.180	0.6	37.2

(1) Cifras provisionales. * Incluyen cartera.

Situación cambiaria. Al concluir enero del presente año las operaciones de cambio extranjero determinan un avance de US\$ 22 millones en las reservas internacionales, situándose su nivel en US\$ 5.655 millones. Este resultado es consecuencia tanto del superávit de US\$ 8 millones que registran las transacciones en bienes y servicios, como del saldo neto positivo de US\$ 14 millones en los movimientos financieros.

Los ingresos de la cuenta corriente totalizan en el mes anotado US\$ 422 millones, con aumento de 12% respecto al mismo período de 1981, mientras las erogaciones solo avanzan en 4% ascendiendo a US\$ 414 millones. En el comportamiento de los primeros inciden especialmente los mayores reintegros de café y de algunos servicios, en tanto que las compras de oro señalan disminución.

Las entradas de divisas por ventas de café suman US\$ 144 millones, guarismo superior en 6.9% al de un año atrás, consecuencia de la recuperación que se viene observando desde fines del año precedente en la cotización internacional del grano. Es así como en enero el precio promedio para la variedad "otros suaves" se sitúa en US\$ 1.44 la libra, muy superior al de hace un año cuando era de US\$ 1.28. En cuanto al destino geográfico de las exportaciones de la rubiácea, Europa continúa absorbiendo la mayor parte, 77.4%, seguida por los Estados Unidos con 13.7%, mientras el 8.9% se dirige a otros mercados.

Exportaciones de café
(Miles de sacos de 60 kilogramos)

	Hasta enero 31			Año completo **		
	1980	1981	1982 *	1980	1981 *	1982 *
Estados Unidos ..	352	344	50	3.783	3.048	1.516
Europa	696	835	281	6.686	7.009	5.855
Otros	38	43	32	819	1.020	934
Total	1.086	1.222	363	11.288	11.077	8.305

* Cifras preliminares, ** De febrero 1º a enero 31. Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

Las ventas al exterior de los demás productos inician el año con un ligero avance de 1.6% respecto a 1981, totalizando US\$ 82 millones al finalizar enero. Por su parte, los ingresos por servicios y transferencias ascienden a US\$ 165 millones, destacándose como los rubros más dinámicos los correspondientes a turismo y otros.

Las compras de oro efectuadas por el Banco de la República —descontadas las ventas para usos industriales— llegan a US\$ 16 millones, inferiores en US\$ 12 millones a

las de un año atrás. Este comportamiento es motivado en gran parte por la sensible baja en la cotización del metal, cuyo promedio entre enero de 1981 y el mismo mes del presente año pasa de US\$ 557.39 la onza troy a solo US\$ 383.21. En términos de volumen las adquisiciones totalizan 40.300 onzas, cifra también inferior a la del año anterior cuando fueron de 49.400.

El avance antes anotado de 4% en los egresos corrientes se debe al incremento de las erogaciones por concepto de servicios, en especial los correspondientes a cancelación de intereses de la deuda pública externa, así como al mayor valor de las compras internas de crudo y gas natural efectuadas por ECOPETROL. Estos movimientos compensan el descenso que se observa en los giros por importación de bienes, los cuales pasan de US\$ 288 millones en enero de 1981 a US\$ 230 en igual mes del presente año.

Según se comentó anteriormente los movimientos de capital arrojan saldo positivo de US\$ 14 millones, debido principalmente a ingresos netos de US\$ 12 millones con destino al sector oficial. Sin embargo, el superávit total de esta cuenta resulta US\$ 29 millones inferior al registrado un año atrás, debido a una disminución en los préstamos dirigidos al sector privado. Cabe destacar que en el mes reseñado el gobierno nacional contrató un nuevo crédito por US\$ 200 millones, destinado a financiar diversos programas de obras públicas que se adelantan en cumplimiento del Plan de Integración Nacional.

Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta enero		
	1980	1981	1982 (1)
I. Ingresos corrientes	469.9	376.6	421.8
Exportaciones	282.7	215.3	225.9
Café	199.9	134.2	143.5
Otros productos	82.8	81.1	82.4
Compras de oro (2)	9.7	27.6	15.5
Capital petróleo	7.8	9.8	15.5
Servicios y transferencias ..	169.7	123.9	164.9
II. Egresos corrientes	356.8	399.4	414.1
Importaciones	264.1	288.1	229.9
Petróleo para refinación y gas natural	21.8	15.2	49.1
Servicios y transferencias ..	70.9	96.5	135.1
III. Superávit o déficit corriente	113.1	-22.8	7.7
IV. Movimiento neto de capital	55.4	62.1	13.9
V. Variación reservas brutas (III + IV ó VII - VI)	168.5	39.3	21.6
VI. Saldo reservas brutas diciembre año anterior	4.112.9	5.419.7	5.633.0
VII. Saldo reservas brutas ...	4.281.4	5.459.0	5.654.6

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