

# NOTAS

## EDITORIALES

### Política sobre tasas de interés

Durante los últimos años las tasas de interés reales han venido experimentando niveles excesivamente elevados, fenómeno que se tradujo en evidentes perjuicios para el desarrollo de la actividad productiva nacional. Por tal razón, la actual administración se propuso como objetivo prioritario la baja de las tasas de interés y, para lograr esta meta, las autoridades decidieron actuar simultáneamente en varios frentes, tomando medidas tanto de tipo administrativo como económico. A tal efecto, se ordenó reducir en tres puntos los rendimientos de los certificados de depósito a término de los bancos oficiales, y se invitó a la banca privada a adoptar gradualmente una conducta en similar sentido. Al mismo tiempo, se estableció una rebaja del interés de los bonos de prenda, así como en los rendimientos de algunos papeles que coloca el Banco de la República en el mercado. De otra parte, se estableció la rebaja en algunos puntos de las tasas de redescuento y, finalmente, se crearon incentivos para la utilización del crédito externo, con el fin de percibir en forma más directa el efecto de la reducción de tasas de interés en el exterior y también para atenuar algunas restricciones que incidían sobre la oferta de fondos prestables.

**Diagnóstico.** Elemento fundamental en el diseño de estas medidas, es el diagnóstico para identificar las causas del problema. En lo referente al fenómeno inflacionario se contemplan dos grandes aspectos: el primero de carácter monetario, sobre el cual merece resaltarse la importante presión ejercida por el déficit fiscal, y el segundo, constituido por las expectativas de inflación cuyo origen no es exclusivamente de carácter monetario sino resultado de un proceso de incremento continuo en los precios, fenómeno que refleja numerosas tensiones entre los diversos segmentos de la sociedad. Por tan-

to, como es de conocimiento público, las autoridades han diseñado una política de control a la inflación que contempla los dos aspectos mencionados. De un lado, una política monetaria que permita la reactivación económica, mediante el otorgamiento de adecuados volúmenes de crédito para el buen desempeño de la producción, sin introducir nuevas presiones inflacionarias, y en cuya base se encuentra la adopción de medidas tendientes a subsanar el déficit fiscal. En segundo lugar, una política concertada de ingresos y salarios con la participación de los sindicatos, los empresarios y el gobierno. Esta, como es lógico, debe contemplar la regulación de determinados precios en la economía. De otra parte, se ha precisado que un elemento adicional para lograr la disminución del crecimiento de los precios es obtener la reducción de elevadas tasas de interés, las cuales presionan los costos financieros de las empresas, y más tarde, debido a numerosas imperfecciones en el mercado, se trasladan a los precios finales de los bienes y servicios. Por estas razones la disminución de los costos del dinero, además de estimular los niveles de inversión y empleo, es un elemento fundamental en la estrategia anti-inflacionaria de la actual administración. En este orden de ideas, y como lo ha ilustrado el señor Presidente de la República, las tasas de interés altas tienen origen no solo en los factores económicos que dependen de la oferta y demanda de fondos prestables, sino también en factores administrativos sujetos a la discrecionalidad de las autoridades y de los intermediarios financieros.

Dentro del ámbito administrativo, cabe señalar que el sector financiero se caracteriza por presentar una estructura de mercado en la cual sobresalen importantes elementos oligopólicos. En este esquema, los costos del crédito se determinarían adicionando una tasa de ganancia a los costos administrativos y financieros de los

intermediarios. Obviamente, en tanto mayor sea la imperfección del mercado más elevada podrá ser la fijación de dicha tasa de ganancia. Paralelamente, la pugna por asumir el control de importantes porciones del mercado conduce a los intermediarios a ofrecer altas tasas de captación cuyos niveles, por esta razón, presentan inclusive algunas rigideces que impiden su baja, aun en casos en que se presenten excesos de fondos prestables. Este tipo de comportamiento, como se señaló, es parte sustantiva de las consideraciones que ha tenido la actual administración, respecto al fenómeno inflacionario. Por otra parte, las autoridades determinan también por la vía administrativa y de acuerdo con los objetivos de política económica, algunos costos de los intermediarios financieros que luego estas trasladan al valor de los créditos. Entre los últimos, se encuentran las tasas de redescuento que cobra el Banco de la República por el acceso del sistema financiero a los cupos ordinario y extraordinario.

Es preciso insistir en que las decisiones de carácter administrativo, refuerzan o aminoran los efectos de tipo económico, factores estos últimos que en el caso de las tasas de interés nominales dependen de las condiciones de abundancia o escasez relativa de recursos en el mercado de dinero y de las expectativas inflacionarias y de las tasas externas. De esta manera, es evidente que en una situación de severa contracción monetaria se presenten importantes presiones que favorecen el incremento de las tasas de interés. Por el contrario, en circunstancias de una coyuntura recesiva como la que vive el país en la actualidad y de moderada expansión monetaria, se presentan condiciones propicias para el descenso de las tasas de interés dado que los mayores volúmenes de liquidez permiten atender mejor las presiones por el crédito disponible. Si en forma conjunta con esta situación favorable en el mercado de dinero se utilizan adecuadamente los instrumentos administrativos en poder del Estado, en concordancia con acciones que induzcan a los intermediarios a utilizar su capacidad de manejo en favor del objetivo de reducir las tasas de interés, es posible asegurar que esta meta tenga éxito.

Hechas las anteriores consideraciones, las autoridades han diseñado una estrategia encaminada a la baja efectiva del tipo de interés, orientada en primer lugar a reducir las presiones sobre los recursos crediticios, por medio del incremento de la oferta de fondos pres-

tables. En segundo lugar, se han atacado las fuerzas alcistas que operan del lado de los altos costos financieros de los intermediarios, por medio de decisiones de tipo administrativo.

**Decisiones de política.** A continuación se presenta un análisis de la naturaleza y alcance de cada una de las decisiones adoptadas en esta materia.

*Tasas de interés de la banca oficial.* Quizás la decisión más importante del conjunto de medidas dirigido a lograr la reducción de los niveles de interés, es la disminución en tres o más puntos de las tasas de captación de los certificados de depósito a término de los bancos oficiales hasta situarlos en el 27% máximo. Esta medida implica el reconocimiento de la importancia que tiene en el sector financiero la banca oficial, es decir, la gran capacidad de este sector para poder influir en las tasas de interés de captación y colocación, por medio de su poder de mercado, de tal forma que la banca privada se verá precisada a adaptarse a las nuevas condiciones. Conceptualmente se deben cumplir algunos requisitos para que este modelo sea viable. En primer término, es necesario disponer de una considerable porción del mercado y, además, resulta conveniente que la estructura de costos de este sector le permita influir sobre los precios del mercado.

En Colombia la primera condición se cumple en forma clara, pues según lo afirmara el señor presidente en su discurso del 9 de noviembre de 1982, "la banca oficial, sin incluir el BCH y el IFI, representa el 45% del financiamiento en pesos de los bancos, y maneja el 43% de los depósitos en cuenta corriente y el 38% del conjunto de exigibilidades globales del sistema bancario. No hay duda, entonces, de que la tasa única de la banca oficial tendrá tal influencia en el mercado de capitales que se constituirá en la tasa básica para definir la que se emplee en las transacciones del resto del sistema financiero".

Además, a raíz de la reciente crisis financiera, la posición de la banca oficial se consolidó en forma notable debido a la seguridad que ofrecen sus operaciones, pues los agentes económicos son conscientes de que el riesgo implícito en cualquier operación financiera es un elemento muy importante que debe ser adicionado a los rendimientos esperados. Por estas razones la banca oficial ha crecido en forma importante en el presente año, y está en capacidad de cumplir eficientemente las nuevas funciones que le han sido asignadas.

En cuanto a los costos del sistema bancario oficial, puede afirmarse que estos son similares a los de los bancos privados y además no reparan utilidades. Este hecho, por tanto, facilitará que los primeros asuman una posición de liderazgo en la reducción de las tasas de interés de la economía. Debe anotarse, además, que todos los esfuerzos que emprendan los bancos oficiales para reducir sus costos de operación incrementarán aún más su capacidad de determinar el costo del crédito en el mercado financiero y, por tanto, esta iniciativa es realmente aconsejable y se debe propiciar.

Una vez promulgadas las medidas sobre tasas de interés es de esperar que tengan lugar importantes movilizaciones de recursos. Inicialmente, cuando los bancos oficiales reduzcan las tasas de captación de los certificados de depósito a término, deberán apoyarse en las ventajas que ofrecen por seguridad y servicios para que la banca privada, que estaría en capacidad de recibir inicialmente un mayor volumen de recursos, debido a los rendimientos relativos favorables, no aumente sus captaciones en detrimento de la banca oficial. Al mismo tiempo, es de esperar que los bancos oficiales se enfrenten a un exceso de demanda por crédito por ser este relativamente más barato. Existen, sin embargo, numerosos factores que influirán para evitar que se configuren estas situaciones y asegurar la baja en las tasas de interés. De una parte, los bancos oficiales continuarán captando depósitos por el factor de la seguridad que ya se vio ofrecen estas entidades, lo cual es garantía para los ahorradores, y, por lo tanto, aquellos podrán seguir canalizando un importante volumen de recursos para atender las demandas crecientes de los clientes. Adicionalmente, la tradicional expansión de la liquidez característica del fin de año, y el desmonte gradual de algunas medidas promulgadas en el pasado, irrigará importantes volúmenes de liquidez en la economía y contribuirá de manera efectiva al descenso de las tasas de interés.

Ahora bien, aunque determinadas condiciones económicas son indispensables para que opere la reducción de las tasas de interés del mercado, ellas resultan insuficientes para que se produzca la baja, pues a causa de las imperfecciones del mercado financiero existe una serie de factores administrativos que ejerce gran influencia en su determinación. El Presidente de la República consciente de que parte fundamental del proceso de reducción de las tasas de

interés deberá apoyarse en la banca privada, en su discurso a los representantes de este sector, el 15 de noviembre, los invitó a actuar en consecuencia: "Quiero indicarles que cuando se hayan superado las dificultades de liquidez que padecen algunas instituciones privadas, el gobierno espera que ninguna de ellas funde sus políticas de crecimiento de depósitos, en mantener tasas de captación más altas que las de las instituciones oficiales; y espera también que al reducir las tasas de captación, bajen las de colocación. No habría razón para que ello no ocurriese. Pero si llegase a ocurrir, es sabido que el gobierno está dotado de mecanismos complementarios para corregir la situación".

La actual administración ha reiterado que sin la colaboración de la banca privada la reducción de las tasas de interés será difícil. Por ello le atribuye a este sector importancia fundamental dentro de este proceso, y espera contar con su respaldo positivo para complementar las iniciativas puestas en práctica por la banca oficial. Las autoridades reconocen que dada la estructura del mercado financiero, no es posible reducir los costos del dinero por medio de condiciones económicas exclusivamente, y, por lo tanto, es preciso utilizar algunas decisiones administrativas y en consecuencia, esperan tal como lo han anunciado recientemente los bancos privados, que se registren reducciones significativas en las tasas de colocación y de captación a comienzos de 1983. Por ello están preparados para cooperar activamente en el proceso de irrigación de liquidez a fin de evitar que se presenten obstáculos de este tipo en la reducción de las tasas de interés.

*Rendimientos de los papeles del Emisor.* Desde 1979 los títulos de participación han constituido el instrumento más importante utilizado por el Banco de la República en las operaciones de mercado abierto, con fines de control monetario. En el presente año, sin embargo, dicho instrumento se ha utilizado para elevar la liquidez de la economía, en procura de que un mayor volumen de recursos a un costo razonable se oriente hacia la inversión y el consumo.

Por este motivo, dentro del conjunto de medidas que se comentan, se consideró conveniente reducir las tasas nominales de colocación de los títulos de participación, en esta oportunidad del 27.0% al 24.0%. Además, se ha suspendido temporalmente la colocación de estos títulos, pues a pesar de la reducción mencionada, la seguridad institucional de esta clase de papeles

los hacía sumamente atractivos. Las decisiones tomadas en relación con los títulos de participación, son en consecuencia prueba evidente de la voluntad de las autoridades de lograr objetivos concretos en materia de tasas de interés, y del deseo de liberar un volumen considerable de recursos para ser transferido por medio de los intermediarios financieros hacia los sectores productivos.

Dentro de este contexto general de disposiciones "administrativas", las autoridades también decidieron rebajar los intereses que devengan los títulos canjeables por certificados de cambio, del 12% al 9%. Puesto que estos títulos son representativos de dólares norteamericanos, su rendimiento nominal debe adicionarse con la tasa de devaluación durante un período determinado. Es preciso señalar que este título, por sus características, puede ser un sustituto cercano de las inversiones, que en el marco, del control de cambios, se realizan en moneda extranjera y que devengan un rendimiento equivalente a la tasa de interés externa más la devaluación del peso. Si la rentabilidad del título canjeable o del certificado de cambio y en general de la tasa de interés doméstica fueran sustancialmente menores a la externa, se podrían presentar traslados de capital hacia el exterior, con el consecuente deterioro de la balanza cambiaria del país.

Finalmente, vale la pena anotar que las autoridades estimaron necesario mantener el rendimiento de los títulos agroindustriales por ser documentos a mediano término sin liquidez primaria. Como es de conocimiento general, las captaciones efectuadas a través de dichos papeles se destinan al otorgamiento de crédito de fomento a la agricultura y a la industria, sectores estos que por estar severamente afectados por la recesión económica, requieren urgentemente de estos recursos para su recuperación y crecimiento. Por consiguiente, el mantenimiento de la rentabilidad de estos títulos responde entonces a este importante objetivo macroeconómico.

*Tasas de interés de los cupos del Emisor.* El Banco de la República facilita liquidez primaria a los bancos comerciales y a otros intermediarios financieros por medio del acceso a tres cupos de crédito, a saber: el cupo por baja de depósitos creado por las autoridades para sortear situaciones de iliquidez estacional; el ordinario que se destina a conjurar dificultades de liquidez transitoria y, finalmente, el cupo extraordinario, al cual pueden tener acceso

aquellas entidades con problemas de liquidez ocasionados por serios desequilibrios en su estructura financiera.

El costo para los intermediarios por la utilización de estos cupos en el Banco de la República, de acuerdo con un criterio de sano manejo monetario, no está diseñado para que estos se constituyan en una fuente permanente de crédito. Deben constituir solamente un recurso para atender necesidades especiales y transitorias de liquidez. Es decir, las tasas de redescuento no deben registrar niveles que induzcan a los intermediarios a buscar fondos del banco central para otros fines, so pena de que este instrumento pueda constituirse en un factor de inestabilidad monetaria. No obstante, las tasas de redescuento deben ser un instrumento flexible de política monetaria, de tal forma que, cuando sea necesario, las autoridades puedan utilizarlo para alcanzar los objetivos de facilitar el uso de esta fuente, como en el caso de la crisis financiera reciente. Por consiguiente, en desarrollo de este criterio de política, se decidió reducir los costos financieros para los intermediarios que se ven obligados a hacer uso de estos cupos, y, por tanto, se redujo un elemento de presión sobre el mercado que hubiera impedido reducir efectivamente las tasas de colocación. Así, entre octubre 31 y noviembre 30 del año en curso, la tasa correspondiente al cupo ordinario y extraordinario se redujo en dos puntos. En el primer caso de 29% a 27% y, en el segundo, de 30% a 28%. La tasa cobrada por el Banco de la República por utilización de cupo extraordinario a su vez experimentó una reducción muy importante, del 36% a 28% en el mismo lapso.

*Tasas de interés de los bonos de prenda.* Los bonos de prenda han sido un instrumento diseñado para lograr la estabilidad de los precios de algunos productos agrícolas, que se ven sujetos a fuertes oscilaciones ocasionadas por la estacionalidad de las cosechas. Por medio de este mecanismo, el Banco de la República redescuenta los bonos prendarios que respaldan las mercancías depositadas en los almacenes generales de depósito. Las mercancías más favorecidas por estas líneas de crédito han sido los insumos para la fabricación de aceites vegetales, algodón, arroz y, últimamente, debido a la crisis del sector textil, se ha incluido a las telas crudas de algodón, etc.

Los altos costos de almacenamiento han sido un factor negativo para los productores agrícolas y para los industriales que utilizan materias

primas de origen agrícola, especialmente en las actuales circunstancias recesivas cuando se observan importantes excesos de oferta en estos sectores. La escasez de crédito y las tasas de interés han contribuido a deteriorar aún más la difícil situación de estos agentes. A comienzos del mes de noviembre, la tasa de interés nominal para estas operaciones ascendía a 30%.

Ante esta situación las autoridades monetarias por medio de la Resolución 61 de noviembre 8 de 1982, rebajaron las tasas de interés que pagan los usuarios de los bonos de prenda al 24%, manteniendo condiciones favorables de rentabilidad para los intermediarios financieros que redescuentan los bonos. Adicionalmente, se establecieron medidas especiales para el algodón, debido a la situación por la que atraviesan los productores de la fibra, derivadas tanto de la precaria situación de la industria textil como de los bajos precios que imperan en los mercados internacionales. En efecto, la tasa de interés nominal para los créditos respaldados por depósitos de algodón se redujo del 30% al 21% anual.

*Recursos de crédito externo.* En general, los agentes económicos del país pueden endeudarse en el interior o en el exterior, de acuerdo con los rendimientos relativos de esas operaciones y a las normas sobre la materia establecidas en el Estatuto Cambiario y en sus posteriores reglamentaciones. A lo largo del tiempo, las políticas sobre crédito externo se han orientado teniendo principalmente en cuenta las disponibilidades de divisas del país y sus efectos monetarios. En la actual coyuntura, caracterizada por el efecto contraccionista de la caída en el nivel de activos internacionales del país, con la consiguiente reducción de la liquidez de la economía, resultaba conveniente adoptar en forma moderada medidas que coadyuvaran a compensar la pérdida de las reservas y que, al mismo tiempo, aliviaran las presiones sobre los recursos domésticos.

Una forma particular de endeudamiento en el exterior es el crédito que reciben los importadores para el pago de sus operaciones. En la medida en que se permite mayor amplitud para esta clase de endeudamiento, se sustituyen recursos crediticios internos por los provenientes de fuentes externas y, en consecuencia, se liberan fondos prestables para otros sectores de la economía. Según lo previsto por las autoridades, la reducción de las presiones de la demanda por crédito interno representa una importante contribución a la baja general de tasas de inte-

rés. Por esta razón la Junta Monetaria, en virtud de la Resolución 63 de 1982, elevó el plazo para el pago de importaciones de productos de utilización inmediata a nueve meses, cuando antes de esa medida ese lapso era solo de seis meses. En esa forma, los importadores podrán mantener pasivos en el exterior a costos relativamente ventajosos, política esta que contribuye al proceso de reducción de las tasas de interés en el mercado doméstico y, al mismo tiempo, evita el deterioro de las reservas internacionales en magnitudes importantes.

*Rendimientos de la UPAC.* Los comentarios acerca de la política del gobierno con relación a las tasas de interés, quedarían incompletos si no se considera el incremento de los rendimientos de los ahorros UPAC, que se produjo en las primeras semanas de la presente administración. En efecto, mediante Decreto 2929 de octubre 11 de 1982 se aumentaron los rendimientos de esos ahorros mediante la elevación de la corrección monetaria en dos puntos. Estos hechos son consistentes con la política central del gobierno nacional de promover la construcción de vivienda popular, financiada en buena parte con recursos captados por las corporaciones de ahorro y vivienda. Igualmente, es importante anotar que los rendimientos efectivos de los depósitos en UPAC, no constituyen en manera alguna obstáculo para el programa de reducción general de las tasas de interés, pues su rentabilidad está en la actualidad por debajo de la de la mayoría de los instrumentos de captación del mercado financiero y, por tanto, aún existe un amplio margen para la reducción de las tasas de interés. Así pues, con la elevación de la corrección monetaria se eliminó parte del diferencial que existía si se comparaban el rendimiento de la UPAC con el de otros papeles del mercado, y que iba en perjuicio del ahorro a través del sistema de valor constante.

De otro lado, vale la pena mencionar que las reformas introducidas al sistema UPAC en virtud del Decreto 2928 de octubre de 1982 contemplan, por primera vez desde que fue creado, claros aspectos redistributivos. En efecto, dicha norma establece una tasa de interés diferencial según el valor de la vivienda financiada, de acuerdo con las siguientes escalas: de 0 a 1.000 UPAC, 6,0% más la corrección; de 1.000 a 5.000 UPAC, 7,5% más la corrección; y de 5.000 a 15.000 UPAC, 9,5% más la corrección monetaria. Además, es indispensable aclarar que los porcentajes que son financiados decrecen a medida que el valor de la vivienda es mayor.

En síntesis, las políticas recientes adoptadas en materia de tasas de interés responden a una clara concepción de las autoridades, según la cual su determinación si bien depende de factores económicos puede ser influida por factores administrativos. Como afirmó el señor Presidente de la República en su discurso del 9 de noviembre pasado: "para el gobierno, la regulación de la tasa de interés se debe hacer empleando aquellos instrumentos de carácter económico que efectivamente produzcan los efectos deseados sobre esta importante variable. De lo contrario, la regulación por simples resoluciones o decretos, sin el respaldo de acciones específicas de carácter económico, se convertirá posiblemente en una decisión de simple contenido formal". Por otra parte, en su intervención ante los representantes del sector financiero, expresó: "la reducción que estamos impulsando no obedece, por tanto, a la creencia ingenua de que el gobierno pueda, por simples actos administrativos, señalar cualquier nivel a las tasas de interés. Responde sí al convencimiento de que estas dependen no solo de factores económicos que determinan sus niveles máximos y mínimos, sino a factores administrativos que el gobierno puede modificar; y a factores de gerencia financiera que cada institución señala con libertad". En atención a este último aspecto y dados los acontecimientos en el sector financiero de reciente ocurrencia, los cuales fueron descritos en detalle en las notas editoriales del mes pasado, la actual administración ha tomado iniciativas tendientes a establecer una reforma financiera que sienta las bases para un manejo del ahorro público y que responda a las necesidades del desarrollo.

Para terminar, puede afirmarse que las medidas adoptadas por la actual administración en materia de tasas de interés y que se enmarcan dentro de los dos grandes enunciados descritos anteriormente, ya han surtido efectos positivos. Al respecto, diez de las mayores corporaciones financieras privadas del país han respondido favorablemente la petición presidencial de reducción de sus respectivas tasas de interés pasivas, y es así como dichas entidades se comprometieron a ajustar el nivel de sus intereses de captación del tal manera que el 31 de enero del año próximo sea de 27%; igualmente, garantizaron que las tasas correspondientes a colocación se modificarían en armonía con la reducción en las primeras. Por otra parte, cabe señalar que de acuerdo con la encuesta realizada semanalmente por el Banco de la República

en bancos y corporaciones financieras privadas, la tasa de interés efectiva de los certificados de depósito a término ha mostrado claros signos de reducción. Es de esperarse que cuando se produzcan los ajustes necesarios en el sector privado, esta experimentará mayores bajas.

Así pues, las autoridades son optimistas respecto al logro del objetivo de regular las tasas de interés en la economía. En cualquier caso, si estas no llegasen a reducirse en la forma esperada, el Estado cuenta, como se ha señalado en repetidas ocasiones, con importantes instrumentos que le permitirán lograr su cometido.

**Situación monetaria.** Al culminar noviembre de 1982 los medios de pago ( $M_1$ ) alcanzan un valor de \$ 285.392 millones, cifra que supera en \$ 10.623 millones, 3.9%, a la registrada en el mes de octubre y en \$ 47.766 millones, 20.1%, a la correspondiente en igual fecha del año anterior. Su comportamiento en lo corrido del año, presenta un crecimiento de 9.9% inferior a las tasas observadas para periodos similares en los últimos años. El crecimiento mensual de  $M_1$  se debe fundamentalmente al avance de \$ 11.794 millones (6.0%) en el dinero base, en parte contrarrestado por el descenso de 2.1% en el multiplicador monetario al pasar de 1.4094 en octubre a 1.3804 en el presente mes.

Entre los efectos expansionistas de la base monetaria, se destacan durante el mes el avance de \$ 15.061 millones en las operaciones netas del sector público con el emisor, de los cuales solo \$ 5.370 millones tienen efectos monetarios, pues los \$ 9.691 millones restantes corresponden a un pagaré del gobierno que respalda el traslado de parte de la cartera vigente del Fondo de Desarrollo Eléctrico a la Financiera Eléctrica Nacional, de acuerdo con lo dispuesto por la Ley 4a. de 1982. También se observa la utilización de \$ 2.150 millones de recursos por parte de la banca, con cargo al cupo extraordinario del emisor. Contribuyen, igualmente, al avance del dinero primario, la redención de \$ 3.037 millones en títulos de participación y el aumento de \$ 4.759 millones en las reservas internacionales en pesos lo que básicamente corresponde al superávit registrado durante el mes en los movimientos de capital.

Los efectos expansionistas de la base son neutralizados en forma parcial por el aumento en las disposiciones del FAVI, \$ 2.948 millones; de este valor, \$2.360 millones corresponden a los títulos autorizados por la Resolución 30 de 1979 de la Junta Monetaria, en los que

las corporaciones de ahorro y vivienda invierten sus excesos de liquidez y \$ 654 millones a los representativos de encaje. Además, se producen cancelaciones de la banca comercial de lo obtenido por cupo ordinario, \$ 866 millones, rescuento de bonos de prenda, \$ 143 millones y cupo de crédito autorizado por la Resolución 28 de 1977 de la Junta Monetaria, \$ 135 millones.

Con relación a las operaciones de los fondos financieros es de destacar el incremento de \$ 408 millones en las disponibilidades del FFAP, al tiempo que aumenta su cartera en \$ 914 millones. En general los fondos financieros se muestran autofinanciados y con recursos suficientes para atender sus diferentes programas de crédito.

### Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

	1982		Variación	
	Oct. 31*	Nov. 30*	Absoluta	%
<b>Base monetaria (A—B+C)</b>	<b>194.949</b>	<b>206.743</b>	<b>11.794</b>	<b>6.0</b>
<b>A—Activos del Banco de la República</b>	<b>370.780</b>	<b>385.563</b>	<b>14.783</b>	<b>4.0</b>
1— Reservas internacionales netas	276.241	281.000	4.759	1.7
2— Crédito doméstico	96.840	106.883	10.043	10.4
a) Crédito neto Tesoral	(3.162)	(15.782)	(12.620)	(399.1)
b) Crédito neto sector público (Resto)	(—21.640)	(—19.199)	(2.441)	(11.3)
c) Crédito bruto bancos	(20.118)	(20.596)	(478)	(2.4)
d) Crédito bruto entidades de fomento (2)	(89.495)	(82.858)	(—6.637)	(—7.4)
e) Crédito bruto sector privado (3)	(5.705)	(6.846)	(1.141)	(20.0)
3— Otros activos netos	—2.301	—2.320	—19	—0.8
<b>B—Pasivos no monetarios</b>	<b>178.964</b>	<b>182.071</b>	<b>3.107</b>	<b>1.7</b>
1— Obligaciones en moneda extranjera bancos	368	426	58	15.8
2— Obligaciones entidades de fomento	77.054	79.962	2.908	3.8
3— Obligaciones sector privado	12.888	12.778	—110	—0.9
4— Obligaciones con títulos del Banco de la República	70.132	70.090	—42	—0.1
5— Obligaciones externas a largo plazo	18.765	19.058	293	1.6
6— Tenencias interbancarias	—243	—243	—	—
<b>C—Moneda de Tesorería</b>	<b>3.133</b>	<b>3.251</b>	<b>118</b>	<b>3.8</b>

\* Cifras provisionales. (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.

Por su parte, el descenso del multiplicador monetario anotado anteriormente se explica por el ascenso de 0.5872 a 0.6121 en el coeficiente de reserva, lo que da lugar a una recuperación de \$ 5.298 millones en la posición de encaje del sistema bancario, con relación a la registrada a fin de octubre.

La oferta monetaria ampliada (M<sub>2</sub>) alcanza en noviembre de 1982 un saldo acumulado de \$ 698.922 millones, superior en \$ 11.856 millo-

nes (1.7%) al registrado el mes anterior; en \$ 103.184 millones (17.3%) al de diciembre; y en \$ 148.501 millones (27.0%) en año completo.

De la variación mensual de M<sub>2</sub> el 90% se origina en el incremento de medios de pago durante el mes y el 10% restante corresponde a \$ 1.233 millones (0.3%) de crecimiento en los cuasidineros los cuales llegan a \$ 413.530 millones en la fecha comentada.

### Oferta monetaria (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de noviembre	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
1977	96.553	21.6	33.9	71.048	41.0	47.2	167.601	29.2	39.2
1978	124.989	20.8	29.5	102.437	46.0	44.2	227.426	31.0	35.7
1979	153.238	13.6	22.6	125.687	25.1	22.7	278.925	18.5	22.6
1980	195.311	16.5	27.5	195.799	55.2	55.8	391.110	33.2	40.2
1981	237.626	10.9	21.7	312.795	45.9	59.8	550.421	28.4	40.7
1982	285.392	9.9	20.1	413.530	23.1	32.2	698.922	17.3	27.0

(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 cuasidineros.

Dentro de los cuasi-dineros se destaca durante el mes el avance de \$ 3.970 millones (2.4%) en los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda, al arrojar un saldo de \$ 169.918 millones, cifra equivalente al 41.1% del total de activos financieros de alta liquidez. En cuanto a los certificados de depósito a término del sistema bancario y de las corporaciones financieras, presentan en conjunto una reducción de

\$ 2.719 millones (1.6%) con respecto al mes anterior situando su saldo en \$ 163.382 millones, valor que da lugar a una participación dentro del total de cuasi-dineros de 39.5%. Igualmente los depósitos tradicionales de ahorro del sistema bancario, registran en el presente mes un descenso de \$ 18 millones (0.02%), al arrojar un saldo de \$ 80.230 millones, valor que constituye el 19.4% de los cuasi-dineros.

### Cuasi-dineros (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de noviembre	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	22.605	33.6	46.2	20.902	59.5	78.9	27.541	35.3	30.3	71.048	41.0	47.2
1978	31.368	29.7	38.8	31.037	43.9	48.5	40.032	64.0	45.4	102.437	46.0	44.2
1979	42.353	25.9	35.0	26.988	-15.3	-13.0	56.346	61.2	40.8	126.687	25.1	22.7
1980	52.619	14.3	24.2	59.199	120.1	119.4	83.981	57.8	49.0	195.799	55.2	55.8
1981	66.683	14.2	26.7	122.498	68.3	106.9	123.614	48.5	47.2	312.795	45.9	59.7
1982	80.230	10.3	20.3	163.382	15.8	33.4	169.918	39.0	37.5	413.530	23.1	32.2

(1) Cifras provisionales.

Por su parte, las principales operaciones crediticias del sistema bancario registran aumento mensual de \$ 5.109 millones (1.5%), variación que sitúa el saldo de colocaciones en \$ 341.917 millones para finales de noviembre. En año completo estas operaciones se incrementan en \$ 85.111 millones (33.1%). Del total de colocaciones \$ 309.933 millones corresponden a cartera, recursos que en un 30.4% están respaldados con líneas especiales de crédito del Banco de la República y de los fondos financieros, que orientan básicamente financiación hacia actividades prioritarias de la economía.

### Crédito bancario (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de noviembre	Cartera		Colocaciones*			
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1977	83.588	36.7	43.1	90.459	36.4	40.7
1978	104.423	19.5	24.9	113.559	21.5	25.5
1979	120.566	12.3	15.5	134.478	15.6	18.4
1980	159.591	29.3	32.4	180.305	32.3	34.1
1981	229.060	26.3	43.5	256.806	29.4	42.4
1982	309.933	22.6	35.3	341.917	23.2	33.1

(1) Cifras provisionales. \* Incluyen cartera.

**Situación cambiaria.** Al finalizar noviembre las operaciones de cambio extranjero efectuadas por el Banco de la República, dan lugar

a una variación negativa en los activos internacionales de US\$ 825 millones, producto de transacciones corrientes deficitarias en US\$ 1.274 millones, aminoradas por ingresos netos de capital en US\$ 449 millones. Como resultado, las reservas internacionales se sitúan en un nivel de US\$ 4.808 millones.

Los ingresos corrientes acumulados en los once meses ascienden a US\$ 3.932 millones, inferiores en 11% a los registrados en igual período de un año atrás. La baja en los ingresos captados es reflejo de menores entradas en los rubros de servicios y exportación de bienes, básicamente de productos diferentes al café, así como de la caída en el valor de las compras de oro; movimientos en parte compensados por avances logrados en transferencias y en el rubro de capital petróleo.

En lo atinente a los reintegros por exportaciones de café consolidan en 1982, hasta noviembre, US\$ 1.339 millones, cifra ligeramente inferior a la de igual lapso del año precedente; en términos de volumen igualmente descienden en 3.7%. De otro lado, la cotización internacional de la variedad "otros suaves" presenta un promedio en el mes de US\$ 1.38 por libra, que si bien resulta inferior al logrado en el pasado mes de octubre —US\$ 1.41— se mantuvo sin mayores fluctuaciones en lo corrido del mes.

### Exportaciones de café

(Miles de sacos de 60 kilogramos)

	Enero-noviembre			Año completo **		
	1980	1981	1982 *	1980	1981	1982 *
Estados Unidos .....	2.982	1.694	1.520	3.294	2.023	1.582
Europa .....	6.639	5.725	5.712	7.166	5.932	6.344
Otros .....	977	847	729	996	916	828
<b>Total .....</b>	<b>10.598</b>	<b>8.266</b>	<b>7.961</b>	<b>11.456</b>	<b>8.871</b>	<b>8.754</b>

\* Datos preliminares. \*\* Diciembre 1o. a noviembre 30. Fuente: Federación Nacional de Cafeteros de Colombia.

El comportamiento de las exportaciones menores sigue siendo poco dinámico, logrando en el período en análisis reintegros por US\$ 1.095 millones, con descenso de US\$ 117 millones respecto a los obtenidos un año atrás. La merma en este rubro de ingresos refleja en medida importante, descensos en las exportaciones de rubros como el azúcar, arroz, algodón, lo mismo que de textiles y sus manufacturas.

Hasta noviembre las compras de oro, ascienden a US\$ 148 millones, acusando descenso de US\$ 74 millones frente a igual período de 1981. La baja obedece por un lado, al deterioro de los precios internacionales del metal, los cuales de un promedio de US\$ 464 la onza troy en el período enero-noviembre 1981, disminuyen a US\$ 369 en los mismos meses del presente año y por otro al descenso en 61.314 onzas troy registrada por el volumen adquirido.

Una declinación de US\$ 386 millones presentan las entradas por servicios, excluyendo las transferencias, en el período bajo análisis; causales principales de esta desmejora han sido tanto la baja en los ingresos percibidos del exterior por rendimiento de las inversiones como la reducción en lo captado a través del rubro turismo. Como se dijo anteriormente, dentro de la cuenta corriente solo se registra avance en capital petróleo y transferencias, con incrementos de US\$ 74 y US\$ 70 millones respectivamente.

En lo relativo a los egresos corrientes, se consolidan los once meses del año con un ligero incremento de 1% (US\$ 49 millones), al cotejarlos con los de igual período del año preceden-

te, avance explicable por una parte, por las mayores erogaciones para atender el pago de importación de servicios, US\$ 272 millones, a causa de mayores giros de intereses por concepto de deuda externa pública y privada, como de la tendencia creciente que presentó durante el año el rubro de viajes, el que finalmente consolida crecimiento de US\$ 106 millones; y por otra, a la variación positiva de US\$ 201 millones por concepto de compras de petróleo y gas natural, como reflejo de un mayor precio de adquisición. Compensan estos mayores gastos, las menores salidas ocasionadas por importación de bienes, en cuantía de US\$ 424 millones, correspondiendo un 45% a baja en los giros efectuados a través del rubro de petróleo y derivados.

### Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta noviembre 30		
	1980	1981	1982 (1)
<b>I—Ingresos corrientes .....</b>	<b>5.060.9</b>	<b>4.404.4</b>	<b>3.931.7</b>
Exportaciones .....	2.996.5	2.590.7	2.433.2
Café .....	1.738.2	1.379.3	1.338.5
Otros productos .....	1.257.3	1.211.4	1.094.7
Compras de oro (2) .....	277.0	222.0	148.1
Capital petróleo .....	77.0	81.8	156.1
Servicios y transferencias .....	1.711.4	1.509.9	1.194.3
<b>II—Egresos corrientes .....</b>	<b>4.476.7</b>	<b>5.156.5</b>	<b>5.205.8</b>
Importaciones .....	3.174.3	3.488.7	3.065.2
Petróleo para refinación y gas natural .....	107.4	142.7	343.5
Servicios y transferencias .....	1.195.0	1.525.1	1.797.1
<b>III—Superávit o déficit corriente .....</b>	<b>584.2</b>	<b>-752.1</b>	<b>-1.274.1</b>
<b>IV—Movimiento neto de capital .....</b>	<b>525.4</b>	<b>835.6</b>	<b>449.0</b>
<b>V—Variación reservas brutas (III + IV ó VII - VI) .....</b>	<b>1.109.6</b>	<b>83.5</b>	<b>-825.1</b>
<b>VI—Saldo reservas brutas diciembre año anterior .....</b>	<b>4.112.9</b>	<b>5.419.7</b>	<b>5.632.9</b>
<b>VII—Saldo reservas brutas .....</b>	<b>5.222.5</b>	<b>5.503.2</b>	<b>4.807.8</b>

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

En lo que respecta a la cuenta de capital, sus ingresos netos totalizan US\$ 449 millones, provenientes básicamente de operaciones de los sectores privado y oficial, con participación del 63% y 37% respectivamente. Es de anotar que el acumulado enero-noviembre 1982, es inferior en US\$ 387 al registrado en igual lapso del año anterior.