

NOTAS

EDITORIALES

Tasas de interés. En el mes de julio las tasas de interés de captación del sistema bancario y de las corporaciones financieras registran su nivel más bajo en lo corrido del año, confirmando la tendencia decreciente, aunque con algunas oscilaciones, que se viene presentando desde el mes de febrero. Son tres las causas que pueden explicar este fenómeno. En primer lugar, las tasas de interés en los mercados internacionales han mostrado últimamente una tendencia a la baja; puesto que Colombia es un país integrado al comercio internacional, no puede estar aislada de los fenómenos que están asociados con este, como son la inflación en el resto del mundo y los flujos internacionales de capitales. Por estas razones, la tasa de interés doméstica está estrechamente correlacionada con la tasa de interés del mercado internacional, existiendo un nivel mínimo o piso para la primera, constituido por la suma de la tasa de interés externa más la tasa de devaluación. A partir del mes de agosto del año pasado, tiempo en el cual la tasa preferencial y la tasa de los CDT en los mercados financieros de los Estados Unidos alcanzaron su punto más alto durante el año, 20.5% y de 18.2%, respectivamente, se ha presentado una tendencia decreciente en estas tasas a tal punto de que a finales de julio del presente año la tasa preferencial se redujo a 15% y la tasa de captación de los CDT a 11%. Es de esperarse que estas tasas si-

gan descendiendo en la medida en que la política económica del gobierno norteamericano continúe orientándose a reducir los gastos gubernamentales con el propósito de reducir el déficit fiscal, lo cual permitirá que las tasas de interés de dicho país tiendan a la baja, con el consiguiente efecto favorable sobre las tasas domésticas.

En segundo lugar, han influido en la tendencia descrita las medidas adoptadas por la Junta Monetaria en los meses de febrero y mayo, las cuales fueron comentadas en las notas editoriales de los meses correspondientes y, posteriormente, en las notas semestrales del mes de junio. Como se decía en su oportunidad, las decisiones fueron adoptadas cuando las previsiones monetarias de las autoridades mostraron que, sin peligro alguno de incrementar las presiones inflacionarias, era posible elevar el grado de liquidez en la economía y, también, crear las condiciones que redujeran los costos de intermediación financiera para presionar las tasas de interés a la baja. Por consiguiente, la mayor liquidez resulta, en primer lugar, de los ajustes referentes a los depósitos previos los cuales disminuyen el saldo de estos en el período de febrero-julio en \$ 4.365 millones; adicionalmente, la eliminación del encaje sobre las exigibilidades en moneda extranjera contribuye a liberar recursos por \$ 1.690 millones hasta

julio 31, mientras que la utilización del encaje marginal como aporte de recursos propios con destino a operaciones de crédito de fomento ha permitido hasta el presente la descongelación de \$ 716.6 millones. Finalmente, es conveniente mencionar que la reducción de las tasas de interés de dos de los títulos mediante los cuales el Banco de la República realiza operaciones de mercado abierto, los títulos canjeables por certificados de cambio y los títulos de participación, contribuye también a presionar las tasas de interés a la baja al reducirse la rentabilidad de las operaciones de aquellos intermediarios que venían colocando sus excesos de liquidez en estos documentos.

Como tercer y último factor explicativo de la tendencia decreciente en las tasas de interés se puede citar el exceso de liquidez que muestra el sistema financiero como se desprende de las operaciones de distintos agentes con títulos del Banco de la República, entre los cuales hay que destacar las inversiones de algunos intermediarios financieros en títulos canjeables por certificados de cambio y en títulos de participación; las primeras suman \$ 3.721 millones mientras las segundas llegan a \$ 6.430 millones. Ahora bien, aunque los excesos de liquidez se vienen presentando desde hace algún tiempo, la respuesta a la baja de las tasas de interés no ha sido inmediata por algunas características propias del sector financiero. En primer lugar, al tratarse de un mercado en el cual normalmente han existido excesos de demanda por crédito, los excesos de recursos del sistema fueron interpretados inicialmente por parte de los intermediarios financieros, como un fenómeno transitorio. En segundo lugar, frente a estas expectativas y el grado de competencia imperfecta entre los distintos intermediarios, ninguno de ellos pudo estar dispuesto a reducir las tasas de interés de captación por el temor de perder su participación en el mercado de recursos, tal como se comentó en las notas del mes de junio. Sin embargo, la certeza de que la mayor abundancia relativa de liquidez no es transitoria y el fenómeno relacionado con los costos inherentes a una lenta colocación, se traducen en la reducción de las tasas de captación que hemos anotado.

Las autoridades monetarias deben continuar observando este proceso con especial atención para tomar, si es preciso, medidas adicionales que acentúen estas tendencias.

Tasas efectivas de interés de los Certificados de Depósito a Término — Noventa días

1982 Febrero	1	40.5
Febrero	8	39.9
Febrero	15	39.5
Febrero	22	38.7
Marzo	1	38.7
Marzo	8	38.6
Marzo	15	38.1
Marzo	22	38.1
Marzo	29	38.2
Abril	5	38.8
Abril	12	38.6
Abril	19	38.6
Abril	26	38.4
Mayo	3	39.0
Mayo	10	38.8
Mayo	17	38.8
Mayo	24	38.1
Mayo	31	38.6
Junio	7	39.6
Junio	14	39.1
Junio	21	38.8
Junio	28	38.2
Julio	5	37.9
Julio	12	38.4
Julio	19	37.9
Julio	26	37.6
Agosto	2	37.4

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República - Encuesta Tasas de Interés de los CDT a noventa días, agosto 2 de 1982.

Situación monetaria. Al finalizar julio de 1982 los medios de pago (M_1) alcanzan un saldo de \$ 273.282 millones, valor que representa una disminución de \$ 2.795 millones (1.0%) frente al mes anterior, y un aumento de \$ 13.573 millones (5.2%) si se compara con el registrado en diciembre de 1981. En año completo la oferta monetaria se incrementa en \$ 53.878 millones, cifra equivalente a una tasa anual de 24.6%.

Durante el mes comentado la evolución de los medios de pago tiene su origen en el descenso de \$ 7.034 millones (3.5%), que experimenta el dinero base. Esta disminución la determinan principalmente los avances en la suscripción de títulos de participación, \$ 3.189 millones; las mayores inversiones realizadas por la banca en la suscripción de títulos canjeables por certificados de cambio que aumentan \$ 2.908 millones; y, finalmente, por el incremento de \$ 2.556 millones en los certificados de cambio en circulación. Igualmente inciden en la disminución de la base, el aumento de \$ 1.085 millones en la suscripción de títulos autorizados por la Resolución 30 de 1979 de la Junta Monetaria, en la cual las corporaciones de ahorro y vivienda pueden invertir sus excesos de liquidez, y la

cancelación por parte de la banca de \$ 948 millones de lo obtenido por cupo ordinario. Por último, las reservas internacionales netas, que desde 1976 se habían constituido en el principal factor de expansión primaria de dinero, se

presentan en este mes como el elemento de mayor contracción monetaria al descender \$ 5.519 millones, como consecuencia del déficit en la cuenta corriente que no alcanza a ser compensado por los ingresos de capital.

Oferta monetaria (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de julio	Medios de pago (M ₁)			Cuasi-dineros (CD) *			Oferta monetaria ampliada (M ₂) **		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1977	90.406	13.9	42.8	68.405	35.8	65.9	158.811	22.4	51.9
1978	114.100	10.2	26.2	97.353	38.8	42.4	211.453	21.8	33.1
1979	142.265	5.5	24.7	116.578	16.0	19.7	258.843	10.0	22.4
1980	170.069	1.5	19.5	159.436	26.4	36.8	329.505	12.2	27.3
1981	219.404	2.4	29.0	276.783	29.1	73.6	496.187	15.7	50.6
1982	273.282	5.2	24.6	403.222	20.0	45.7	676.505	13.6	36.3

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

Los movimientos contraccionistas de la base, están parcialmente neutralizados por la reducción de depósitos del sector público en el emisor, lo que explica el avance de \$ 3.970 millones en las operaciones netas del Banco de la República con el gobierno. De otro lado, se produce la utilización por parte de la banca de \$ 2.300 millones con cargo al cupo de crédito extraordinario, para sustentar situaciones específicas de

iliquidez. Se observa además, la redención por \$ 1.190 millones de títulos de encaje del FAVI por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda, de acuerdo con lo dispuesto por el Decreto 1858 de junio 25 de 1982. Esta norma autoriza a tales entidades a reducir en dos puntos el encaje sobre cuentas de ahorro de valor constante, a razón de un punto mensual a partir del 1o. de julio.

Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

	1982*		Variación	
	Jul. 3	Jul. 31	Absoluta	%
Base monetaria (A+B+C)	202.845	195.811	-7.034	-3.5
A—Activos del Banco de la República	356.944	360.477	3.533	1.0
1— Reservas internacionales netas	291.903	286.384	-5.519	-1.9
2— Crédito doméstico	66.254	75.427	9.173	13.8
a) Crédito neto Tesoral	(275)	(3.169)	(2.894)	(. . .)
b) Crédito neto sector público (Resto)	(-29.434)	(-28.358)	(1.076)	(3.7)
c) Crédito bruto bancos	(12.607)	(14.454)	(1.847)	(14.7)
d) Crédito bruto entidades de fomento (2)	(78.592)	(81.723)	(3.131)	(4.0)
e) Crédito bruto sector privado (3)	(4.214)	(4.439)	(225)	(5.3)
3— Otros activos netos	-1.213	-1.334	-121	-10.0
B—Pasivos no monetarios	156.898	167.544	10.646	6.8
1— Obligaciones en moneda extranjera bancos	682	405	-277	-40.6
2— Obligaciones entidades de fomento	73.425	75.074	1.649	2.2
3— Obligaciones sector privado	14.184	14.445	261	1.8
4— Obligaciones con títulos del Banco de la República	51.159	59.814	8.655	16.9
5— Obligaciones externas a largo plazo	17.691	18.049	358	2.0
6— Tenencias interbancarias	-243	-243	—	—
C—Moneda de Tesorería	2.799	2.878	79	2.8

* 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. (. . .) No es posible calcular variación o su explicación no es significativa.

Con relación a las operaciones de los fondos financieros administrados por el emisor, el FFAP y el FIP incrementan sus recursos en \$ 559 millones y \$ 186 millones, respectivamente, durante el mes de julio, lo que conduce el total de disponibilidades a \$ 38.041 millones y \$ 4.322 millones, en su orden. Estos dos fondos incrementan su cartera en \$ 928 millones y \$ 154 millones respectivamente, en razón a que cuentan con recursos suficientes para mantener un ágil proceso de desembolsos con cargo a redescuentos.

La variación mensual de M_1 , refleja tanto el efecto de la mencionada reducción en la base monetaria, como la neutralización parcial del mismo por el mayor valor del multiplicador monetario, que aumenta de 1.3610 a finales de junio a 1.3957 en 31 de julio. Esta variación obedece a una baja en el coeficiente de reserva bancaria que pasó de 0.6236 a 0.6018 durante

el mes. Se presenta así, una disminución de \$ 4.212 millones en la reserva bancaria que determina una desmejora de \$ 3.750 millones en la posición de encaje del sistema bancario en el último día del mes, con relación a la observada al finalizar junio.

La oferta monetaria ampliada, que considera además de los medios de pago los sustitutos próximos del dinero, alcanza un monto de \$ 676.505 millones, inferior en \$ 411 millones (0.1%) al saldo del mes de junio y superior en \$ 180.318 millones (36.3%) al de julio del año precedente. La variación mensual de M_2 se origina básicamente en el incremento de \$ 2.384 millones (0.6%) en los cuasi-dineros cuyo monto asciende a \$ 403.222 millones en la fecha comentada y a la disminución del 1% en los medios de pago. Los cuasi-dineros continúan aumentando así su participación en el total de M_2 al pasar de 59.1% a 59.6% durante el mes.

Cuasi-dineros (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de julio	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	20.661	22.1	49.6	19.510	48.8	109.2	28.234	38.7	56.1	68.405	35.8	65.9
1978	28.937	19.7	40.1	28.940	34.2	48.3	39.476	61.7	39.8	97.353	38.8	42.4
1979	38.679	14.9	33.7	28.402	-10.9	-1.9	49.497	41.6	25.4	116.578	16.0	19.7
1980	48.618	5.6	25.7	36.060	34.1	27.0	74.758	40.5	51.0	159.436	26.4	36.8
1981	64.061	9.7	31.8	99.093	36.2	174.8	113.629	36.5	52.0	276.783	29.1	73.6
1982	77.141	6.1	20.4	169.126	19.9	70.7	156.955	28.4	38.1	403.222	20.0	46.7

(1) Cifras provisionales.

Los certificados de depósito a término tanto de las corporaciones financieras como de los bancos, continúan siendo el activo financiero de mayor dinámica dentro del conjunto de los cuasi-dineros. Estos logran un incremento de \$ 2.178 millones (1.3%) en el mes y alcanzan un saldo de \$ 169.126 millones, lo cual representa el 41.9% del total de estos activos. Por su parte, los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda registran un monto de \$ 156.955 millones, que equivale a 38.9% de los cuasi-dineros, y alcanzan un aumento de solo \$ 234 millones en el mes. Por el contrario, los depósitos tradicionales de ahorro del sistema bancario experimentan un descenso mensual de \$ 28 millones y presentan al terminar julio un valor de \$ 77.141 millones, equivalente al 19.1% del total de activos de alta liquidez.

Concluido el séptimo mes el año, el saldo acumulado de las colocaciones del sistema bancario asciende a \$ 319.541 millones en el que se incluyen cartera, inversiones voluntarias y deudores varios en moneda nacional. Este valor supera en \$ 8.260 millones (2.7%) al registrado un mes atrás y en \$ 94.975 millones (42.3%) al de igual fecha de 1981. El avance que experimentan las operaciones crediticias de la banca, es resultado de la gran dinámica que en la formación del ahorro interno vienen mostrando los sustitutos próximos del dinero manejado por estas entidades, fundamentalmente en la captación de recursos a través de los certificados de depósito a término. El 89% de las colocaciones bancarias corresponde a préstamos y descuentos de los cuales \$ 78.146 millones corresponden a recursos provenientes

de las líneas especiales de crédito del Banco de la República y de los fondos de fomento por él administrados. Estos recursos pretenden reactivar continuamente las operaciones que realizan los sectores básicos de la economía nacional.

Crédito bancario (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de julio	Cartera			Colocaciones*		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1977	71.550	17.0	39.1	78.206	17.9	38.5
1978	95.584	9.4	33.6	103.976	11.3	33.0
1979	110.552	3.0	15.7	122.978	5.7	18.3
1980	131.157	6.3	18.6	151.067	10.9	22.8
1981	198.652	9.5	51.5	224.567	13.2	48.7
1982	285.233	12.8	43.6	319.542	15.2	42.3

(1) Cifras provisionales. * Incluyen cartera.

Situación cambiaria. En lo corrido del año, hasta el 31 de julio, las operaciones de cambio extranjero efectuadas en el Banco de la República consolidan un déficit global de US\$ 470 millones, resultado de un saldo negativo de US\$ 771 millones en la cuenta corriente y de uno positivo de US\$ 301 millones en los movimientos de capital. Como consecuencia, el saldo de las reservas internacionales, que en 31 de diciembre del año precedente alcanzaba US\$ 5.633 millones, desciende al finalizar el mes de julio a US\$ 5.163 millones.

Los ingresos en cuenta corriente, en los primeros siete meses del año consolidan US\$ 2.561 millones, monto este inferior en 10% al de igual lapso de 1981, debido a la baja que observan los servicios, las exportaciones de bienes, y las compras de oro. En los primeros influye, de una parte, el notable descenso que registra el rubro de turismo, en particular por la sensible baja de las transacciones fronterizas, y de otra, el menor valor de los intereses percibidos por concepto de la inversión de las reservas colocadas en el exterior, caída motivada por la disminución tanto del monto invertido, como de las tasas de interés vigentes en los mercados financieros internacionales. Entre enero y julio de este año, los flujos por concepto de intereses llegan a US\$ 315 millones, suma inferior en US\$ 61 millones a la de similar período del año precedente.

En lo que respecta a los reintegros por exportación de bienes, totalizan US\$ 1.500 millones, de los cuales US\$ 791 millones corresponden a

café y US\$ 709 a otros productos. Los primeros descienden US\$ 54 millones respecto a los obtenidos en igual lapso de 1981, diferencia que puede atribuirse principalmente a los desfases y rezagos que se producen entre las exportaciones físicas y el reintegro de las divisas, ya que el volumen exportado, 5.1 millones de sacos de sesenta kilogramos, es similar al de los primeros siete meses del año anterior. A su vez, en el período enero-julio del presente año la cotización en el mercado de Nueva York, promedia mensualmente US\$ 1.44 por libra, para la variedad "otros suaves", superior a la de US\$ 1.24 obtenida en igual período del año precedente.

Debe señalarse sin embargo, que en el último mes los precios internacionales del grano revelan una tendencia declinante, llegando a promediar, la citada variedad, US\$ 1.33 la libra, el más bajo registrado durante el presente año. Como consecuencia de este fenómeno, el promedio móvil de quince días para la cotización indicativa establecida en el Pacto de Londres, estuvo por debajo de US\$ 1.20 la libra, dando lugar a una segunda disminución de la cuota de exportación, en cuantía de un millón de sacos de sesenta kilogramos a nivel mundial, y de 214.531 sacos en lo que respecta a Colombia. De esta manera la cuota exportable acordada inicialmente en 8.6 millones de sacos para el año cafetero 1981-1982, queda reducida a un volumen de alrededor de 8.2 millones de sacos, deducido también el primer reajuste, que fue de 232.000 sacos.

Exportaciones de café

(Miles de sacos de 60 kilogramos)

	Enero-julio			Año completo **		
	1980	1981	1982 *	1980	1981	1982 *
Estados Unidos	2.192	1.064	982	3.617	1.994	1.673
Europa	4.481	3.441	3.642	7.331	5.923	6.559
Otros	667	607	517	928	958	855
Total	7.340	5.112	5.141	11.876	8.875	9.087

* Datos preliminares. ** Agosto 10. a julio 31. Fuente: Federación Nacional de Cafeteros de Colombia.

Los reintegros por exportaciones de otros productos expresan disminución de 8% respecto a los del año precedente, en particular por el escaso dinamismo que registran los rubros de tejidos de algodón, confecciones, azúcar y algodón.

Por su parte, las compras de oro, que en el período enero-julio del año pasado ascendían a US\$ 151 millones, totalizan en igual lapso del presente ejercicio solo US\$ 95 millones, debido principalmente a la baja que experimenta la cotización del metal. Esta pasa de un promedio mensual de US\$ 486.3 a US\$ 346.4 la onza troy entre los lapsos considerados de 1981 y 1982, respectivamente. De otra parte, las compras del Banco de la República en esos periodos también expresan baja en volumen, al pasar de 301.000 a 277.200 onzas troy.

Los anteriores movimientos de los ingresos, se encuentran parcialmente compensados por el avance que presenta el rubro de capital petróleo, al aumentar en US\$ 47 millones. Se confirma con estos resultados el mayor dinamismo que vienen desarrollando las compañías petroleras extranjeras, en actividades de exploración y perforación, labor que contribuirá en el mediano plazo a solucionar las deficiencias de la producción de hidrocarburos en el país.

En cuanto a los egresos corrientes, hasta el 31 de julio del año en curso, totalizan US\$ 3.332 millones, suma que supera a la de igual fecha de 1981 en US\$ 86 millones, no obstante los pagos por importaciones de mercancías, renglón de mayor participación en esta cuenta, acusar disminución de US\$ 197 millones.

Los otros dos componentes o sean las compras internas de petróleo crudo y gas natural y las erogaciones por servicios, muestran aumento relativamente alto US\$ 283 millones, los primeros por el alza en los precios de adquisición, y los segundos principalmente por el incremento que reflejan los giros por intereses. Esta remuneración a los capitales del exterior origina pagos durante el año de US\$ 576 millones.

Por su parte, en la disminución de los egresos por importaciones de mercancías influyen los menores pagos por concepto de combustibles, los cuales bajan de US\$ 316 millones en los pri-

meros siete meses de 1981 a US\$ 196 millones en el actual ejercicio. Este descenso se explica por una mayor utilización del sistema de importaciones no reembolsables por parte de ECOPETROL, el cual sustituye el pago con cargo a las reservas, por cancelación de las compras con recursos propios provenientes de sus exportaciones de derivados.

Finalmente, las operaciones netas de capital ascienden, como se anotó anteriormente, a US\$ 301 millones hasta el 31 de julio, monto similar al obtenido en igual período de 1981, cuando totalizaban US\$ 314 millones. En el presente año se observa un mayor dinamismo de los recursos financieros netos destinados al sector público, que muestran avance de US\$ 66 millones sobre los de un año atrás, mientras los dirigidos al sector privado, por el contrario, decaen en US\$ 29 millones. Estas variaciones, junto con las de otros movimientos de divisas, consolidan un descenso de US\$ 13 millones en la financiación neta.

Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta julio 31		
	1980	1981	1982 (1)
I—Ingresos corrientes	3.154.8	2.857.8	2.560.8
Exportaciones	1.926.0	1.617.6	1.500.3
Café	1.139.3	844.9	791.2
Otros productos	786.7	772.7	709.1
Compras de oro (2)	159.3	151.3	95.0
Capital petróleo	40.5	60.3	107.3
Servicios y transferencias	1.029.0	1.028.6	853.2
II—Egresos corrientes	2.670.3	3.245.9	3.331.6
Importaciones	1.896.8	2.203.7	2.006.4
Petróleo para refinación y gas natural	79.1	92.5	226.4
Servicios y transferencias	694.4	949.7	1.098.8
III—Superávit o déficit corriente	484.5	-388.1	-770.8
IV—Movimiento neto de capital	236.4	313.9	300.7
V—Variación reservas brutas (III + IV ó VII — VI)	720.9	-74.2	-470.1
VI—Saldo reservas brutas diciembre año anterior	4.112.9	5.419.7	5.632.9
VII—Saldo reservas brutas	4.833.8	5.345.5	5.162.8

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