

NOTAS

EDITORIALES

Desarrollos de la política económica. Uno de los rasgos más sobresalientes del manejo económico, en el pasado inmediato, ha sido la tendencia hacia la eliminación de controles administrativos en aquellos campos donde su prolongada vigencia mostraba señales de estar generando efectos nocivos sobre el normal desenvolvimiento de la economía. Al obrar en tal dirección no se ha buscado en forma alguna disminuir, *per-se*, la injerencia del Estado dentro del proceso económico. Por el contrario, se ha adoptado más bien una actitud pragmática que le ha permitido eliminar o sustituir aquellos controles que habían perdido su eficacia o que sus efectos indirectos resultaban contraproducentes.

La congelación del encaje marginal y la elevación en cinco puntos del encaje promedio, desde finales del mes de enero, reflejan de manera clara este enfoque. Como se había comentado en pasadas entregas de estas mismas notas, la restricción a la expansión secundaria del crédito, mantenida durante tres años, indujo con el tiempo a los bancos de depósito a utilizar ciertos mecanismos o innovaciones financieras que, de una parte, restaban efectividad a la política monetaria y, de otra, distorsionaban los agregados monetarios de manera tal que, lentamente, los indicadores tradicionales de liquidez habían perdido su significado. Además, de haber continuado este comportamiento del sector financiero se habría tal vez perjudicado seriamente el normal desarrollo de aquellas instituciones que las estaban poniendo en práctica. Por lo tanto, el viraje de política adoptado durante el semestre sienta las bases para el retorno hacia una situación en la cual los

bancos comerciales y las corporaciones financieras, como entidades básicas del sector, sean quienes lleven a cabo el proceso de intermediación como ha sido tradicional. Se impidió así que se acentuara un proceso de desinstitucionalización de la actividad financiera.

El uso prolongado del encaje marginal como pieza central de manejo monetario hizo que este perdiera efectividad como instrumento de control, y mostró de manera clara la imperiosa necesidad de acudir a otras herramientas para restringir la liquidez interna. De ahí el énfasis que ha recibido la colocación de títulos de participación como operación de mercado abierto desde finales de 1979. En este cambio se refleja también el actual enfoque de la política económica.

Las operaciones de mercado abierto son generalmente reconocidas como el instrumento de control monetario más efectivo y menos propenso a generar distorsiones en el mercado financiero. Como es sabido, se ha buscado por medio de ellas colocar títulos valores en el mercado, recogiendo y congelando excesos de liquidez que puedan generar presiones inflacionarias. A fin de lograr este objetivo, los rendimientos de dichos títulos valores deben ser lo suficientemente atractivos para competir con activos alternativos. Resulta claro, entonces, que la tasa de interés que ofrezcan los títulos de participación debe ser competitiva con las demás vigentes en el mercado. Tasas muy inferiores habrían impedido la captación de los excesos de liquidez. Sin embargo, la rigidez institucional impuesta a las tasas de interés del mercado financiero tendía también a crear problemas similares a los originados con el encaje marginal. Estos se

acentuaron aún más con la presencia de los papeles del Banco de la República. De allí en parte, la decisión de liberar parcialmente las tasas de interés.

La fijación institucional de tasas de interés, en especial cuando existen presiones inflacionarias intensas, tiende a producir un proceso de desintermediación financiera, para eludir los controles administrativos. La competencia del Banco de la República, mediante las operaciones de mercado abierto, de haberse conservado la rigidez de los tipos de interés, habría intensificado aún más ese proceso. La liberación de algunas tasas, llevada a cabo a partir de febrero buscaba, por lo tanto, impedir las desviaciones comentadas. El dinamismo observado durante los últimos meses en las captaciones con certificados de depósitos a término, demuestra que la medida logró los objetivos propuestos. La desintermediación que se habría producido sin ella, la cual mostraba claros síntomas de existir desde 1978, habría dificultado enormemente el manejo monetario y, a la postre, lo habría hecho prácticamente imposible.

Lo anterior sirve, entre otras cosas, para aclarar el origen de los niveles actuales de las tasas de interés y su carácter transitorio. Más que la colocación de tal o cual papel, estas tasas reflejan las fuerzas subyacentes en el mercado financiero, las cuales determinan las tasas de interés. Las más importantes de estas fuerzas son quizás la inflación y las expectativas existentes respecto al comportamiento futuro de los precios. Es por esto que los esfuerzos hechos en el pasado para regular administrativamente las tasas de interés no dieron los resultados deseados. Las fuerzas del mercado, a pesar de la existencia de controles, hacían que el costo del dinero siempre estuviera muy por encima de las tasas de interés fijadas por la autoridad monetaria. Procedimientos como la adición de comisiones, donaciones y demás reciprocidades otorgadas por los intermediarios financieros se convirtieron en la forma usual de exceder los límites establecidos.

En materia de política cambiaria se puso en práctica durante el transcurso del semestre un conveniente ritmo de devaluación. Se buscaba con ello contrarrestar, así fuera solo parcialmente, dos desajus-

tes cuya existencia resultaban inconvenientes, tanto para el manejo económico, como para la evolución normal del sector exportador no tradicional. El primero de estos era la diferencia existente entre las tasas de interés domésticas y las externas. Ello resultaba en un estímulo a las entradas de capital financiero de corto plazo no registradas, las cuales reflejaban, entre otros fenómenos, retrasos en los pagos por importaciones. Dichos flujos financieros eran indeseables en momentos en que la gran acumulación de recursos externos amenazaba la estabilidad de precios y dificultaba la política monetaria. El tipo de cambio, al disminuir el diferencial efectivo de tasas de interés produjo el efecto deseado al desalentar los ingresos de divisas de corto plazo. En efecto, como se analiza de manera detallada en la sección sobre situación cambiaria de estas mismas notas, se observó en el período una visible aceleración en los giros por importaciones y por servicios, logro este claramente deseable dada la coyuntura externa. Además, también se redujeron de manera muy apreciable el ingreso de capitales extranjeros especulativos como se desprende al deducir de los ingresos por servicios de la balanza cambiaria, los intereses producidos por las reservas internacionales. Al finalizar el semestre la alta tasa de crecimiento registrada desde la segunda mitad de 1979 había bajado drásticamente, con lo cual puede afirmarse que los flujos de capital especulativos se habían reducido en una forma sustancial.

El segundo desajuste es el de precios. Aunque es de todos conocido el aumento en el ritmo de inflación internacional, este no ha alcanzado niveles de las alzas de precios domésticos. Bajo estas circunstancias, las exportaciones colombianas pierden competitividad en los mercados mundiales, a no ser que los ajustes en el tipo de cambio les compensen dicha pérdida. Durante el semestre se logró mantener la competencia de nuestros productos en el mercado internacional. Los costos de producción domésticos (medidos de acuerdo con el índice de precios al por mayor) crecieron a un ritmo anual cercano al 25%. Los precios internacionales lo hicieron a tasas promedias del orden del 14%. La devaluación se mantuvo en un nivel cercano al 13% anual. Así, los ingresos reales de las

exportaciones por unidad vendida debieron, en promedio, incrementarse ligeramente en el primer semestre con respecto al de finales de 1979.

Es evidente que la consolidación de los mercados externos y la competitividad de nuestras exportaciones menores, ha representado el esfuerzo de varios años, que es preciso seguir preservando, máxime cuando a nivel mundial tienden a resurgir las prácticas proteccionistas. De ahí que la revaluación nominal del peso al encarecer los productos colombianos en el exterior disminuiría el valor en dólares de nuestras exportaciones menores, y la tasa de monetización del dólar exportado sería evidentemente menor. En pocas palabras, habría un menor ingreso tanto en dólares como en pesos, lo cual demuestra el efecto perjudicial de una revaluación sobre las exportaciones no tradicionales. La viabilidad de esta política merece reflexiones muy profundas. En la práctica después de una revaluación nominal del peso deberá pasar algún tiempo para volver a conquistar los mercados tan difícilmente conseguidos. No hay que olvidar, por otra parte, que la menor tasa de devaluación del peso, comparada con la tasa de inflación interna, es ya de por sí una revaluación del peso en términos reales. Este tipo de revaluación ha ocurrido en nuestro medio como lo confirma la experiencia del pasado. Obviamente, una revaluación de la tasa de cambio nominal, agravaría aún más este fenómeno.

Como se acaba de reseñar, el manejo cambiario contribuye a eliminar dos brechas, una de precios y otra de tasas de interés, lo cual apoya el logro de objetivos de estabilidad cuya importancia es inobjetable. Sin embargo, esta política tiene un costo en términos de inflación que no puede menospreciarse. Ello genera reacciones por parte de aquellos sectores que se ven adversamente afectados, y que intentan no perder participación en el ingreso nacional. Dichos grupos hacen frecuentemente uso del sistema de precios para defender sus intereses. Como bien lo señalaba en días pasados el jefe del Departamento Nacional de Planeación, esta actitud no constituye "una conspiración maquiavélica por subvertir el orden económico o político por parte de los estamentos o intereses económi-

cos, sociales y sindicales". Es una reacción normal y legítima dentro de un proceso democrático y de libertades. Hay conciencia, entonces, de los costos implícitos de la devaluación. Se consideró durante el semestre que se reseña, que los beneficios que traería esta política eran superiores a dichos costos. La tasa de inflación registrada en el período así lo confirma.

Existe otro factor que merece ser tenido en cuenta al analizar la política cambiaria. Se trata del impacto de la misma sobre la protección arancelaria efectiva que recibe la industria nacional. En la medida que el tipo de cambio real se mantenga estable o ligeramente creciente, como sucedió durante el primer semestre, la protección ofrecida por una estructura arancelaria constante no varía. El proceso de liberación del sector externo, que busca incrementar las importaciones de manera gradual, se podría ver súbitamente acelerado en caso de presentarse una revaluación real del peso. El manejo del tipo de cambio debe tomar en consideración este factor a fin de no colocar a la producción nacional de manera abrupta frente a una competencia externa exagerada. La política cambiaria debe orientarse de manera consecuente.

En el campo internacional cabe destacar que, luego de varios meses de señales ambiguas y contradictorias, los indicadores económicos norteamericanos señalan que definitivamente dicha economía entró durante el pasado semestre en un ciclo recesivo. Según parece, además, dicha recesión será más profunda y prolongada de lo que inicialmente se supuso. Dado el tamaño del mercado norteamericano dentro del contexto de la economía mundial, puede esperarse una sensible baja en el ritmo de actividad económica en los demás países desarrollados de Occidente. De producirse este hecho, cosa que parece bastante segura, los países en desarrollo, entre ellos el nuestro, recibirán un impacto negativo predecible. Basta recordar los efectos que sobre nuestra economía produjo la recesión mundial de 1974-75. Igualmente, la menor actividad económica que presenta en estos momentos Venezuela, por razones ajenas a la coyuntura mundial, traerá también importantes repercusiones sobre la economía

colombiana, debido a la enorme importancia que tiene dicho mercado en la colocación de nuestras exportaciones no tradicionales.

Lo anterior resulta especialmente relevante en materia del manejo del tipo de cambio y de la incidencia de esta política sobre los niveles de precios. El uso de la política cambiaria como instrumento de estabilización podría resultar contraproducente dada la actual coyuntura internacional. Un desestímulo a las exportaciones menores, particularmente las de manufacturas, cuando la demanda internacional por las mismas podría verse disminuida tendría efectos negativos. Desde luego, no debe exagerarse el efecto del tipo de cambio sobre la actividad exportadora. No obstante, es un elemento que tiene cierta influencia sobre la misma y, por tanto, aumenta en importancia cuando otro elemento, la demanda externa, se ve adversamente afectada.

La política adoptada en materia de precios internos de los combustibles es otro tema de los lineamientos generales de la política económica antes esbozado. Como es bien sabido, de varios años para acá, Colombia se ha convertido en un importador neto de hidrocarburos a precios internacionales en continuo ascenso. Ante la elevación de costos que esto implica, se hacía indispensable incrementar los precios internos de los derivados del petróleo, salvo que se optara por una política de subsidios crecientes al consumo de derivados energéticos. Esta última no resultaba aconsejable por dos razones principales. En primer lugar, porque se le estarían enviando señales al mercado conducentes a incrementar el consumo cuando, dada la coyuntura petrolera mundial, lo aconsejable es su disminución. En segundo término, porque la carga para el Estado de otorgar este subsidio se habría convertido rápidamente en algo insostenible, salvo si se recurría al funesto expediente de financiarlo con emisiones primarias, y en tal evento el control monetario habría perdido gran parte de su autonomía. De nuevo, entonces, se reconoció la inconveniencia de mantener una inflexibilidad institucional, a pesar de los problemas que dicha actitud podría implicar en la lucha contra la inflación.

Con respecto a la política seguida en el área de las finanzas gubernamentales, se destacan dos hechos al analizar la evolución del primer semestre del año. El primero de ellos fue la presentación ante la opinión nacional del Plan de Integración Nacional, al cual se hizo referencia en la entrega pasada de estas notas. El segundo, la instalación de la comisión para el estudio de las finanzas gubernamentales, la cual procurará ofrecer recomendaciones específicas para racionalizar el gasto público y hacer más eficiente el funcionamiento del aparato gubernamental. Siendo el PIN el plan de inversiones públicas más ambicioso que se haya propuesto para el país, las sugerencias de la comisión serán de invaluable utilidad para poder llevar a cabo de manera eficaz dichas inversiones y para orientar el financiamiento de las mismas, minimizando las presiones inflacionarias que el plan pudiera generar.

El papel de la inversión pública durante el segundo semestre, como elemento acelerador de la actividad económica, será muy importante. Como se anotó, existen claros síntomas de recesión dentro de las economías de algunos de nuestros principales compradores en los mercados internacionales. Por esta razón, la puesta en marcha de las inversiones contempladas en el Plan de Integración Nacional, aparte de sus favorables implicaciones de largo plazo sobre la modernización de la infraestructura productiva del país, servirá para mantener estable el nivel de la demanda agregada. Con ello se disminuyen las probabilidades de que el esperado estancamiento de las economías occidentales afecte de manera adversa al país.

Situación monetaria. Al finalizar junio, los medios de pago registran un saldo acumulado de \$ 175.769 millones, superior en \$ 8.133 millones (4.9%) al de final de 1979, variación que constituye el incremento semestral más bajo de los observados en iguales períodos de los últimos años. En año completo el crecimiento de M_1 es del orden de los \$ 33.821 millones (23.8%), que también representa un desarrollo muy favorable si se compara con los registros de los cinco años precedentes. La evolución semestral antes anotada se ori-

gina en un avance de \$ 4.490 millones en la base monetaria, así como también de la recuperación del multiplicador monetario, el cual pasa de 1.270 en diciembre de 1979, a

1.288 hacia finales de junio de 1980, avance que comienza a reflejar la congelación del encaje marginal del 100% realizada a comienzos del presente año.

Oferta monetaria

(Millones de pesos y porcentajes) (1)

Fin de junio	Medios de pago (M ₁)			Cuasi-dineros (CD)*			Oferta monetaria ampliada (M _s)**		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1975.....	48.245	4.6	20.8	27.990	34.4	66.0	76.235	13.9	34.2
1976.....	62.534	6.1	29.6	39.773	24.7	42.1	102.307	12.7	34.2
1977.....	88.346	11.3	41.3	64.801	29.5	62.9	153.147	18.3	49.7
1978.....	113.543	9.7	28.5	94.966	35.4	46.6	208.509	20.1	36.1
1979.....	141.949	5.2	25.0	113.907	14.3	19.9	255.856	9.1	22.7
1980.....	175.769	4.9	23.8	152.051	21.3	33.5	327.820	11.9	28.1

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

El dinero base por su parte, se ve afectado por la gran afluencia de divisas provenientes de exportación tanto de bienes como de servicios, que han dado lugar a un incremento de \$ 27.779 millones (16.6%) en las reservas internacionales, con su consiguiente efecto sobre el crecimiento de la liquidez interna. Buena parte de esta creación primaria de dinero se ha contrarrestado con las operaciones de mercado abierto, las cuales muestran un crecimiento de \$ 9.542 millones en el semestre. Es así como se logra neutralizar aquellos excesos de liquidez ocasionados por la acumulación de reservas mediante la colocación de títulos de participación, títulos canjeables y certificados de cambio, que en conjunto constituyen un 25.3% del total de la base monetaria, al registrar un saldo de \$ 34.532 millones al finalizar junio.

Dentro de las operaciones anteriores se destaca la colocación de los títulos de participación, que explica el 76% de la contracción efectuada mediante la intervención con títulos en el mercado monetario, al registrar esta clase de activo financiero un incremento de \$ 7.239 millones (102.4%) de enero a junio de este año. Es de anotar que este importante instrumento de control monetario ha sido

objeto de una evaluación permanente por parte de la autoridad monetaria con el objeto de ir ajustándolo a las condiciones del mercado y a los propósitos de estabilidad monetaria. Uno de estos ajustes fue la implantación del sistema de oferta, puesto en práctica desde mediados del mes de mayo del año en curso para que las fuerzas del mercado se reflejen en su tasa de rendimiento. Por medio de este mecanismo se han captado recursos, hasta finales del mes de junio, por un valor superior a los \$ 650 millones, cifra que puede considerarse muy satisfactoria si se tiene en cuenta su reciente implantación.

Las medidas sobre liberación de tasas de interés y de congelación del encaje marginal del 100%, antes comentadas, además de favorecer la captación de recursos por parte del sistema financiero institucional, lo que se traduce a su vez en mayor crédito bancario, han estimulado también la canalización de ahorro interno para financiar las actividades de fomento. Una evidencia de ello es el logro de la autofinanciación de los fondos financieros, evitándose de esta forma la utilización de recursos de emisión para sustentar las necesidades de recursos del sector real.

Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos)

	Dic. 29 1979*	May. 31 1980*	Jun. 28 1980*	Variación año corrido	
				Absoluta	%
Base monetaria (A—B+C)	131.996	133.345	136.486	4.490	3.4
A—Activos del Banco de la República, ajustados	212.680	233.415	238.762	26.082	12.3
1. Reservas internacionales netas	167.282	191.592	195.061	27.779	16.6
2. Crédito doméstico	43.825	42.436	43.920	95	0.2
a) Crédito neto a la Tesorería	(—7.136)	(—8.105)	(—7.036)	(100)	(1.4)
b) Crédito neto al sector público	(—16.076)	(—17.135)	(—17.902)	(—1.826)	(—11.4)
c) Crédito bruto a bancos comerciales.....	(13.677)	(14.357)	(14.250)	(573)	(4.2)
d) Crédito bruto a entidades de fomento (2).....	(48.115)	(47.091)	(47.644)	(—471)	(—1.0)
e) Crédito bruto al sector privado (3)	(5.245)	(6.228)	(6.964)	(1.719)	(32.8)
3. Otros activos netos	1.573	—613	—219	—1.792	...
B—Pasivos no monetarios, ajustados	81.857	101.367	103.624	21.767	26.6
1. Obligaciones en moneda extranjera, bancos comerciales.....	648	704	764	116	17.9
2. Obligaciones con entidades de fomento	33.614	40.555	40.245	6.731	20.1
3. Obligaciones con el sector privado	14.107	18.330	18.078	3.971	28.1
4. Obligaciones con títulos del Banco de la República.....	24.990	32.095	34.532	9.542	38.2
5. Obligaciones externas a largo plazo	8.841	9.926	10.248	1.407	15.9
6. Tenencias interbancarias	—243	—243	—243	—	—
C—Moneda de Tesorería	1.173	1.297	1.348	175	14.9

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

Concretamente, el FFAP ha obtenido durante el primer semestre del año \$ 1.789 millones, por colocación de bonos de clase "A" del 8%, en los cuales tradicionalmente la banca realiza la inversión denominada de Ley 5ª y que corresponde a un 16.5% del total de colocaciones bancarias; como las medidas anteriores han otorgado dinamismo al crédito de la banca, esta inversión ha adquirido también un mayor ritmo de crecimiento. Además, a principios de 1980 se llevó a cabo la liberalización de tasas de interés para las operaciones realizadas con cargo a los certificados de depósito a término, lo que agilizó la obtención de ahorro por medio de este instrumento. Simultáneamente se dispuso que el encaje sobre tales captaciones se constituyera en títulos autorizados por la Resolución 39 de 1978 de la Junta Monetaria para financiar al FFAP; el resultado de esta gestión ha sido un crecimiento semestral de \$ 1.904 millones en las disponibilidades del fondo por este concepto; vale la pena recordar que este encaje se invertía, en parte, anteriormente en títulos canjeables. De otro lado, se ha logrado mantener una suscripción de títulos agroindustriales en el mercado de cerca de \$ 5.000 millones, lo que ha permitido dotar

al Fondo de Desarrollo Eléctrico de recursos de ahorro interno para sustentar sus operaciones en \$ 3.523 millones; también, el Fondo Financiero Industrial encuentra en esta clase de papel un elemento importante de financiación, al disponer de \$ 1.250 millones a final de junio, obtenidos por la colocación de títulos agroindustriales.

Finalmente, en cuanto a otros mecanismos reguladores de la creación primaria de dinero, vale la pena destacar dos de ellos, que revistieron gran importancia durante el primer semestre de 1980; de un lado, los depósitos de importación, que crecen \$ 3.431 millones y que recogen el efecto tanto de la aceleración en las importaciones, como de la agilización de giros al exterior y, de otro lado, la mayor suscripción de títulos de encaje del FAVI (\$ 2.583 millones) por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda, las cuales se han visto estimuladas por las modificaciones en sus niveles de encaje, en la estructura de tasas de interés y en la distribución de la cartera, lo que ha mantenido al sistema de valor constante con una amplia participación dentro del mercado financiero, como se desprende de la favorable evolución de sus captaciones.

Cuasi-dineros (1)

(Millones de pesos)

Fin de junio	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
1975.....	10.948	13.8	31.5	4.959	72.3	...	12.088	45.2	45.4	27.990	34.4	66.0
1976.....	13.530	10.1	23.6	8.878	50.6	79.0	17.365	26.7	43.7	39.773	24.7	42.1
1977.....	19.576	15.7	44.7	18.485	44.8	108.2	26.740	31.4	54.0	64.801	29.5	62.9
1978.....	28.399	17.5	45.1	28.708	33.1	55.3	37.859	55.1	41.6	94.966	35.4	46.6
1979.....	38.461	14.3	35.4	28.483	-8.2	-0.8	46.963	34.3	24.0	113.907	14.3	19.9
1980.....	48.512	5.5	26.1	33.482	27.0	17.6	70.057	32.1	49.2	152.051	21.3	33.5

(1) Cifras provisionales. ... No es posible calcular variación o su explicación no es significativa.

Con relación a la oferta monetaria ampliada, vemos que su crecimiento en lo corrido del año llega a \$ 34.848 millones (11.9%) mostrando una notable recuperación en lo que a su componente de ahorro se refiere, con respecto al mismo período del año anterior. En año completo este agregado crece \$ 71.964 millones (28.1%) que también representa una reactivación con respecto a años anteriores para el logro de \$ 327.820 millones a 28 de junio. De esta forma los cuasi-dineros aportan un 77% al mayor valor de M_2 , al llegar a \$ 152.051 millones a final de junio, saldo del cual \$ 26.715 millones se acumulan durante el primer semestre de 1980; de estos cuasi-dineros los certificados de depósito a término muestran gran dinamismo al crecer \$ 7.126 millones (27.0%) en los primeros seis meses del año, gracias a la liberalización de tasas de interés realizada a comienzos del año para este papel. La captación de ahorro del sistema de valor constante, presenta también un ritmo de crecimiento del orden de los \$ 17.039 millones (32.1%) lo que refleja el apoyo que se ha otorgado —a través de diferentes medidas durante 1979 y 1980— al mantenimiento de la competitividad del sistema en mención a nivel del mercado de ahorro. De otro lado, los depósitos de ahorro del sistema bancario llegan a \$ 48.512 millones al finalizar el semestre y muestran un crecimiento de \$ 2.550 millones (5.5%) en lo corrido del año.

Por el lado de las operaciones activas del sistema bancario se observa una aceleración en su crecimiento durante el primer semestre del año, lo que refleja los efectos de la congelación del encaje marginal del 100% efectuada a comienzos de 1980. De esta forma se logra al 28 de junio un saldo acumulado de

colocaciones bancarias de \$ 152.226 millones, superior en \$ 16.039 millones (11.8%) al de diciembre de 1979 y en \$ 30.157 millones (24.7%) al de igual fecha del año anterior. La participación de recursos de fondos financieros y de líneas especiales del Banco de la República en este volumen de crédito mantienen su importancia y asciende a \$ 50.173 millones al finalizar junio, lo que significa que un 33% de estas operaciones sustenta sectores prioritarios de la economía a través de estos canales de financiación.

Crédito bancario (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de junio	Cartera			Colocaciones *		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1975.....	41.981	9.7	34.5	45.697	10.4	36.2
1976.....	50.336	3.5	19.9	55.224	4.7	20.8
1977.....	71.692	17.2	42.4	79.053	19.2	43.1
1978.....	95.693	9.5	33.5	103.137	10.4	30.5
1979.....	111.929	4.3	17.0	122.069	4.9	18.4
1980.....	132.340	7.9	18.2	152.226	11.8	24.7

(1) Cifras provisionales. * Incluyen cartera.

Situación cambiaria. Durante la primera mitad del año, las reservas internacionales del país aumentan US\$ 503 millones, situándose estas en US\$ 4.616 millones al finalizar el mes de junio. Este nivel de activos en moneda extranjera permitirá al país atender con holgura las importaciones de más de doce meses y asegurar, por consiguiente, un abastecimiento adecuado de bienes procedentes del exterior.

La favorable evolución de las reservas en lo corrido del año, es inferior a la registrada durante igual período del año anterior que fue de US\$ 909 millones, pero debe recordarse que este resultado incluye la utilización de préstamos externos otorgados al sector

oficial en ese año. De otro lado, si bien la cuenta corriente muestra superávit de US\$ 405 millones, este valor es sensiblemente menor al logrado en los seis primeros meses del año anterior, puesto que mientras los egresos corrientes crecen 48% los ingresos solo lo hacen en 30%.

En cuanto a las entradas de divisas, las provenientes de ventas externas de café totalizan US\$ 953 millones, superiores en 31% a las efectuadas hasta junio de 1979. Estos mayores reintegros se originan tanto en los apreciables volúmenes despachados, los cuales superan los seis millones de sacos de 60 kilogramos, como en la favorable cotización internacional del grano, cuyo promedio por libra en el semestre fue de US\$ 1.93 contra US\$ 1.55 en el período enero-junio de 1979. Resaltan en estos logros el dinamismo en la política de ventas, especialmente, en los dos últimos años como se puede apreciar en el cuadro siguiente, junto con niveles aceptables de precios en el mercado mundial, gracias a la coordinación de los países productores con miras a obtener, como en efecto ha sucedido, una remuneración justa y relativamente estable.

Exportaciones de café

(Miles de sacos de 60 kilogramos)

	Enero-junio			Año completo **		
	1978	1979	1980*	1978	1979	1980*
Estados Unidos...	960	2.093	1.947	1.837	3.885	3.611
Europa	2.308	2.988	3.547	3.752	6.369	7.051
Otros	157	562	608	223	998	928
Total.....	3.425	5.643	6.102	5.813	11.252	11.590

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros. * Cifras preliminares. ** Julio 1° a junio 30.

Las exportaciones menores muestran un ritmo de crecimiento de solo 10% anual destacándose dentro de estas los mayores reintegros de algunos productos del sector agrícola tales como algodón, azúcar y flores, renglones que presentan un crecimiento sustancial en sus volúmenes, principalmente en el caso de la fibra por la recuperación de la oferta doméstica.

Los ingresos de divisas provenientes de servicios crecen 32%. Cabe mencionar dentro de este rubro los intereses recibidos por concepto de inversión de las reservas internacionales en el exterior, los cuales totalizan

US\$ 228 millones, en razón, desde luego, al rápido crecimiento de aquellas y a las altas tasas de interés que predominaron en los mercados internacionales durante buena parte del año en curso. Excluidos los intereses, el ritmo de crecimiento de los ingresos por servicios presenta notable disminución, especialmente en el segundo trimestre del año en razón de la anulación del diferencial de tasas de interés en el país con las del exterior por medio de ajustes en la tasa de devaluación complementada por las alzas en los tipos de interés en los mercados internacionales. De esta manera se contuvieron, en buena parte, los ingresos de capitales especulativos de corto plazo que normalmente se reintegran a través de dichos renglones.

Ingresos por servicios, excluidos los intereses

	Variación porcentual		
	1978/77	1979/78	1980/79
Enero-marzo	0.7	2.2	51.2
Abril-junio	-12.5	44.2	-15.8
Julio-septiembre	5.4	42.5	—
Octubre-diciembre	-1.4	101.0	—

Por su parte, los egresos corrientes llegaron a US\$ 2.223 millones al finalizar el primer semestre, cifra superior en US\$ 723 millones a la registrada durante los primeros seis meses de 1979. Tienen gran incidencia en el auge de los pagos al exterior tanto los correspondientes a bienes como a servicios, comportamiento favorable para la política monetaria por la contracción que genera en los medios de pago y su efecto benéfico en el nivel general de precios. El siguiente cuadro muestra la notable aceleración de los pagos por importaciones de bienes, en especial a partir de julio de 1979 por razones que se analizarán más adelante.

Giros por importaciones de bienes

	Variación porcentual			
	1978/77	1979/78	1980/79	1980/79*
Enero-marzo	22.0	8.5	34.9	26.0
Abril-junio	25.7	11.9	45.9	37.0
Enero-junio	23.8	10.1	40.4	31.4
Julio-diciembre	13.9	32.8	—	—

* Excluye giros por gasolina.

La agilización de giros al exterior ha sido objetivo prioritario en la política económica del país, dado que la actual situación de re-

servas internacionales no justifica demorarlos. En su dinamismo se han conjugado las siguientes circunstancias y políticas:

a) El alto volumen de los registros reembolsables de importación aprobados por el INCOMEX durante el año de 1979 y lo corrido de 1980, en especial de aquellos bienes de utilización inmediata, los cuales ganan participación dentro del total en este período y además son los que disponen de un plazo menor para efectuar el pago al exterior;

b) Las medidas tomadas por la autoridad monetaria, principalmente en la segunda mitad del año 1979, en cuanto a plazos máximos de giro y depósitos previos de importación con el fin de agilizar los pagos de bienes e igualmente los relativos a servicios, para lo cual se autorizó el mecanismo de las licencias de cambio globales para la mayoría de los numerales cambiarios, como se verá más adelante;

c) El manejo de la tasa de cambio, la cual junto con la elevación de tasas de interés en el exterior redujeron considerablemente y, en ocasiones anularon, el diferencial de tasas de interés doméstica e internacional. Esto contribuyó en forma decidida a la aceleración de los pagos al exterior y a la reducción de los movimientos especulativos de capital.

Con relación a los egresos por servicios del exterior, presentan aumento de US\$ 237 millones con respecto a los causados en el período enero-junio de 1979. El mayor valor obedece al aumento presentado en los intereses y los fletes, principalmente. En los primeros, el incremento se origina tanto por el nivel de endeudamiento con el exterior como por las altas tasas de interés en los mercados financieros internacionales, especialmente, a mediados del semestre que se comenta. Los segundos, o sean los fletes, aumentan 36% con relación a los de 1979, obedeciendo esta elevación a los mayores costos del transporte por las continuas alzas en los combustibles así como por el mayor volumen de importaciones.

En lo relativo a las cancelaciones de servicios distintos a los mencionados anteriormente, vale la pena anotar que el sistema de licencias de cambio globales establecido por la Junta Monetaria con la Resolución 51 de 1979

y adicionado por la 19 de 1980, con el objeto de agilizar los trámites administrativos, ha dado resultados plenamente satisfactorios, como lo demuestra el cuadro siguiente.

Pagos efectuados a través del sistema de licencias de cambio globales

(Millones de US\$)

	Resolución 51 de 1979			
	Global (A)	Sistema antiguo	Total (B)	(A/B x 100)
1979—Septiembre-diciembre	51.8	27.6	79.4	65.2
1980—Enero	13.8	1.1	14.9	92.6
Febrero	14.9	0.8	15.7	94.9
Marzo	19.1	1.0	20.1	95.0
Abril	14.9	0.9	15.8	94.3
Mayo	19.1	0.6	19.7	97.0
Junio	24.5	0.6	25.1	97.6
Enero-junio	106.4	4.9	111.3	95.6
	Resolución 19 de 1980			
1980—Mayo	1.7	67.0	68.7	2.5
Junio	28.2	43.0	71.2	39.6

Fuente: Oficina de Cambios.

Igualmente, por Resolución 27 del mes en curso la Junta Monetaria autorizó la apertura de cuentas en moneda extranjera que estén destinadas a cubrir diferentes clases de servicios en el exterior, tales como gastos de prensa, servicios médicos, giros a estudiantes, pagos de honorarios, etc. Se busca con estas medidas darle una mayor flexibilidad al régimen de control de cambios, lo cual resulta deseable dada la favorable situación de reservas internacionales del país.

Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta junio 30		
	1978	1979	1980*
I—Ingresos corrientes	1.657.6	2.025.6	2.627.3
Exportaciones	1.120.6	1.313.8	1.602.2
Café	715.8	725.8	952.7
Otros productos	404.8	588.0	649.5
Oro y capital petróleo	17.7	50.2	153.3
Servicios	519.3	661.6	871.8
II—Egresos corrientes	1.329.8	1.499.3	2.222.6
Importaciones	1.013.9	1.116.6	1.567.8
Petróleo para refinación y gas natural	38.6	36.1	71.4
Servicios	277.3	346.6	583.4
III—Superávit (+) o déficit (—)	327.8	526.3	404.7
IV—Movimientos de capital	50.9	382.3	98.5
V—Variación de las reservas (III+IV o VII—VI)	276.9	908.6	503.2
VI—Saldo reservas brutas, diciembre año anterior	1.835.6	2.492.6	4.113.1
VII—Saldo reservas brutas	2.112.5	3.401.2	4.616.3

* Cifras preliminares.

Con respecto a los movimientos de capital durante el primer semestre estos presentan resultados positivos, aunque de menor cuantía a los obtenidos en el semestre inicial de 1979, debido, como se comentaba al principio de esta sección, a la menor utilización de créditos externos por parte del sector público. El sector privado, por su parte, registra aumento de US\$ 33 millones con relación a la financiación neta obtenida en el mismo período de 1979, mejora que obedece fundamentalmente al mayor valor de las inversiones

extranjeras efectuadas en divisas, cuyo saldo sobrepasa los US\$ 37 millones, y superan en US\$ 33 millones a las contabilizadas en la misma fecha del año anterior. En cuanto a préstamos externos, este sector muestra saldo negativo de US\$ 6.2 millones, resultado del mantenimiento de las disposiciones que restringen su contratación a los particulares y de las determinaciones tomadas en el curso del año por la Junta Monetaria sobre la nueva autorización de prórrogas a este tipo de créditos.

Indicadores económicos

Fin de:	Banco de la República											
	Activo					Pasivo						
	Reservas Internacionales netas	Crédito interno				Otros activos (neto) (2)	Pasivos monetarios		Obligaciones externas a largo plazo	Operaciones en el mercado monetario		
		Sector público (neto)	Bancos comerciales (neto) (1)	Entidades de fomento (neto) (1)	Sector privado (neto) (1)		Billetes en circulación	Reservas del sistema bancario y otros depósitos		Títulos de participación	Títulos canjeables	Certificados de cambio
Millones de pesos												
1975	16.418	9.523	7.846	8.980	-1.873	1.592	21.589	15.704	3.606	500	930	157
1976	40.804	6.352	7.099	8.757	-403	290	29.507	23.336	4.961	840	3.981	274
1977	69.526	3.784	13.490	16.716	-5.257	-1.471	41.341	32.731	6.429	—	2.917	13.370
1978	99.274	-1.095	13.124	20.460	-5.194	-2.245	54.466	45.808	7.723	—	3.416	12.911
1979	176.605	-23.364	13.223	14.691	-8.163	-7.073	68.678	62.146	9.426	7.066	5.759	12.844
1979 Diciembre	176.605	-23.364	13.223	14.691	-8.163	-7.073	68.678	62.146	9.426	7.066	5.759	12.844
1980 Enero	183.253	-24.250	12.956	11.938	-8.281	-8.330	50.037	77.076	9.776	12.285	6.804	11.408
Febrero	186.951	-22.950	13.255	6.316	-9.246	-6.633	47.405	77.488	9.961	13.277	5.664	13.898
Marzo	189.879	-23.711	13.003	6.797	-9.064	-6.284	49.252	78.510	10.211	13.451	5.394	13.562
Abril	195.323	-25.352	14.170	6.557	-9.982	-5.025	48.219	85.010	10.051	13.272	4.996	14.143
Mayo	196.575	-25.570	13.755	6.578	-12.140	-4.483	48.160	83.889	10.227	13.940	4.945	13.554

Periodo	Multiplicador monetario *	Base monetaria *	Medios de pago -M ₁ - *	Cuasi-dineros (3) *	Oferta monetaria ampliada -M ₂ - (4) *	Colocaciones del sistema bancario *	Ingreso de divisas			Egreso de divisas			
							Por exportaciones		Otros	Total	Importaciones	Otros	Total
							Café	Otros productos					
							Millones de pesos						Millones de US\$
1975	1,5608	37.747	58.915	31.231	90.146	52.760	635	779	914	2.328	1.317	894	2.211
1976	1,4858	53.426	79.383	45.953	125.336	66.321	918	735	1.350	3.003	1.236	1.148	2.384
1977	1,3825	74.865	103.503	61.161	164.664	93.088	1.447	795	1.608	3.850	1.772	1.414	3.186
1978	1,3319	101.275	134.890	84.994	219.884	116.367	1.702	866	1.942	4.510	2.110	1.743	3.853
1979	1,2700p	131.995	167.637p	112.609p	280.246p	136.187p	1.769	1.274	3.433	6.476	2.558	2.297	4.855
1979 Diciembre	1,2700p	131.995	167.637p	112.609p	280.246p	136.187p	243	128	334	705	242	219	461
1980 Enero	1,2931p	126.547	163.637p	120.009p	283.646p	135.190p	200	83	380	663	264	230	494
Febrero	1,3055p	126.106	164.623p	124.921p	289.544p	137.698p	134	99	273	506	245	190	435
Marzo	1,3013p	129.186	168.112p	125.505p	293.617p	141.475p	79p	118p	356p	553p	241p	247p	488p
Abril	1,2633p	134.472	169.878p	127.796p	297.674p	142.605p	200p	107p	306p	613p	262p	247p	509p
Mayo	1,2769p	133.346	170.268p	137.302p	307.570p	145.263p	155p	131p	276p	562p	273p	250p	523p

Periodo	Reservas internacionales netas *	Certificado de cambio. Compra *	Café			Índice de precios (1970 = 100)					
			Volumen exportado	Precios		Al por mayor del comercio en general			Al consumidor	Bolsa de Bogotá. Cotización de acciones *	
				Pergamino corriente en el país	Suaves colombianos (MAMS) en Nueva York	Según origen del artículo		Total *			Nacional empleador *
						Importados *	Exportados *				
Millones de US\$	Pesos por US\$	Miles de sacos de 60 kg.	Pesos por carga de 125 kg.	US\$ por libra de 453.6 gr.	Importados *	Exportados *	Total *	Nacional empleador *	Bolsa de Bogotá. Cotización de acciones *		
1975	547	32,96	8.175	2.728,19	0,82	320	342	311	239	70	
1976	1.166	36,32	6.290	5.532,38	1,58	366	626	395	299	91	
1977	1.830	37,96	5.322	7.179,03	2,40	408	675	471	382	119	
1978	2.482	41,00	9.034	7.300,00	1,85	495	646	573	457	194	
1979	4.106	44,00	11.131	7.269,61	1,83	597	858	739	578	247	
1979 Diciembre	4.106	44,00	858	8.216,13	2,04	597	858	739	578	247	
1980 Enero	4.274p	44,41	1.086	8.300,00	1,84	610	819	747	593	265	
Febrero	4.347p	44,94	1.066	8.300,00	1,84	625	837	759	600	253	
Marzo	4.409p	45,62	989p	8.355,81	2,05	639	919	775	612	215	
Abril	4.525p	46,05	1.115p	8.732,50	1,93	644	893	798	631	208	
Mayo	4.579p	46,78	1.125p	8.732,50	2,02	656	931	826	651	192	

Periodo	Gobierno Central (5)				Producción						
	Ingresos		Gastos (7)		Petróleo crudo (8)	Oro (compras)	Energía eléctrica Consumo (9)	Azúcar	Lingotes de acero	Cemento	Actividad edificadora (10)
	Corrientes	De capital (6)	Funcionamiento	Inversión							
	Millones de pesos				Miles de barriles	Miles de onzas troy	Millones de kwh	Miles de toneladas			Miles de m ²
1975	38.442	10.191	26.183	13.168	57.259	311	8.682	970	266	3.091	3.434
1976	48.832	5.702	36.012	12.315	53.376	300	9.720	936	252	3.612	3.759
1977	63.417	1.941	41.374	16.223	50.222	263	9.676	872	209	3.298	4.405
1978	84.065	3.139	57.220	20.978	47.742	258	10.543	1.027	265	4.153	5.217
1979	114.580p	12.304p	82.637p	25.955p	45.298	266	11.533	1.084	234	4.257	4.165p
1979 Diciembre	12.366p	2.683p	10.484p	4.509p	3.796	23	959	83	24	348	309p
1980 Enero	8.732p	2.698p	6.608p	3.097p	3.868	29	1.032	103	21	325	266p
Febrero	9.411p	355p	9.830p	3.565p	3.579	41	(. . .)	98	19	315	305p
Marzo	13.531p	187p	8.550p	2.329p	3.788	40	(. . .)	112	23	365	319p
Abril	(. . .)	(. . .)	(. . .)	(. . .)	3.690	30	(. . .)	84	22	343	297p
Mayo	(. . .)	(. . .)	(. . .)	(. . .)	(. . .)	39	(. . .)	92	23	(. . .)	446p

(1) No incluye pasivos monetarios. (2) Incluye tenencias interbancarias, cuenta especial de cambios, excluido el saldo de tesorería y otros activos netos. (3) Incluye depósitos de ahorro a término (certificados) y en corporaciones de ahorro y vivienda. (4) Incluye M₁ más cuasidineros. (5) Operaciones efectivas.

(6) Comprende: crédito bruto externo, interno del Banco de la República, particularmente y Fondo de Estabilización. (7) No incluye amortización de la deuda. (8) Barriles de 42 galones US. (9) 14 ciudades. (10) 7 ciudades. * Fin de periodo.