

# NOTAS

## EDITORIALES

### El sistema financiero

**Introducción.** El sistema financiero colombiano, cuyos principales integrantes son los bancos, las corporaciones financieras y las corporaciones de ahorro y vivienda, ha tenido un importante desarrollo desde la expedición de la ley bancaria hace ya cerca de seis décadas. Su evolución ha estado siempre sujeta a las disposiciones legales y a las orientaciones de política. Estas últimas de tiempo en tiempo han venido introduciendo modificaciones al sistema para conseguir su adecuación a las necesidades cambiantes de la economía así como su permanente fortalecimiento. Dentro del conjunto de instituciones, la banca es la que tiene una historia más extensa y unas realizaciones reconocidas como positivas. El capital y reserva de la banca ha llegado a valer \$ 35.000 millones y su crecimiento anual en la última década ha sido del orden del 23%. La labor en la obtención de ahorro financiero y en la generación de crédito muestra índices elocuentes sobre la tarea desempeñada, porque la primera variable presenta una expansión real de 20% anual y la segunda de 6%. Por estas y otras razones se puede afirmar que la banca experimenta una satisfactoria consolidación, y conviene repetir lo que se decía en las notas editoriales correspondientes al mes de septiembre del año pasado: "En los 58 años de aplicación de la ley bancaria hemos apreciado las bondades de su objetivo y la firme estructura de sus instituciones".

Recientemente uno de los bancos integrantes del sistema ha presentado serios problemas de liquidez, que lo llevaron primero a suspender sus servicios al público sin autorización de la Superintendencia Bancaria y luego a ser intervenido por esta. Este hecho lamentable consti-

tuye un fenómeno totalmente aislado por su origen, sus causas y sus consecuencias. Se trata, como se explica más adelante, del resultado de una conducta empresarial materia de investigación, que se separa del tradicional comportamiento del sector financiero colombiano, cuya seriedad y credibilidad son ampliamente reconocidas en el país y en el exterior. No obstante el carácter particular del asunto, el Banco de la República, teniendo en cuenta la amplia divulgación que este hecho ha tenido y la natural expectativa que su evolución despierta en la comunidad económica nacional, ha considerado del caso analizar en algún detalle lo ocurrido con relación al mencionado banco.

**Causas del problema.** Un establecimiento bancario cualquiera puede tener dificultades de liquidez, es decir carencia de recursos disponibles para atender retiros de depósitos, por varias razones. Entre las más conocidas están aquellas que ocurren por fenómenos de anomalía política cuando el funcionamiento global de los flujos financieros se ve seriamente trastornado. También puede afrontar dificultades por alteraciones bruscas en las finanzas de su clientela, cuando se dan situaciones depresivas que modifican la rotación esperada de los créditos. Fenómenos generales de esta naturaleza han ocurrido con distinta intensidad a lo largo de las seis décadas, pero en ningún momento han trascendido hasta el extremo de paralizar las operaciones de un banco, gracias a que el sistema cuenta con mecanismos de apoyo a la regulación de la liquidez, que le permiten al Banco de la República contribuir a sorrear estas eventualidades.

Existen también problemas para la operación de un banco, originados en decisiones propias de una entidad específica. Casos de estos

han sido extraños en Colombia durante el período que se comenta, pero no inexistentes si se recuerda lo ocurrido con el Banco Bananero y con el Banco Comercial de Barranquilla en la década de los sesenta. Generalmente estas situaciones ocurren por un relajamiento deliberado en la conducción de los negocios, los cuales se alejan de los patrones establecidos por la ley y de las pautas básicas de la ortodoxia bancaria. Casi siempre su origen está vinculado a una irregular política de préstamos, que excediendo los límites máximos de endeudamiento con un mismo cliente permiten la concentración excesiva del crédito y aumentan el riesgo de la operación financiera (1). También ello ocurre cuando los préstamos se otorgan sin las debidas garantías, o sin mediar los documentos mínimos indispensables, con lo cual se altera el natural balance financiero de todo intermediario entre las fuentes de recursos compuestos por depósitos del público a la vista y a término, y los créditos e inversiones que conforman la utilización de dichos fondos.

Lo que ha ocurrido en el caso que ocupa la atención de la opinión pública obviamente no pertenece al grupo de las causales de orden económico general antes descritas, porque la economía del país no afronta ningún hecho anormal ni se observan alteraciones especiales en la marcha corriente de los negocios. Debe localizarse, por lo tanto, en el marco limitado de la problemática particular de una determinada institución y su origen tendrá que ver con la gestión específica a que ha sido sometida sin que ello dé base para ejercicios serios de generalización.

Hay muchas formas de demostrar la naturaleza específica y particular del caso que nos ocupa. Una de ellas consiste en analizar lo ocurrido con la posición de encaje del sistema bancario en los últimos meses por tratarse de un indicador técnico y ampliamente conocido. Esta fue absolutamente normal y en general favorable hasta el mes de junio. En los primeros cinco meses del año solo uno de los veinticinco bancos, y apenas durante un mes, mostró desencaje, resultado aún más satisfactorio si se considera que el único mes en que un banco tuvo deficiencia de encaje coincidió con perturbaciones laborales en su sede principal. Lo sucedido es por lo demás absolutamente coherente con la política monetaria si se tiene en cuenta que durante el presente año las disponibilidades de recursos de la banca han crecido apreciablemente como consecuencia de las medidas

adoptadas por la Junta Monetaria en febrero y mayo para liberar buena parte del encaje marginal, reducir los depósitos previos de importación, suprimir el encaje en moneda extranjera y aumentar los dineros disponibles para redescuento de los fondos de fomento. El semestre actual se diferencia así en forma apreciable de los cuatro o cinco últimos años, cuando por razones de control monetario la banca se vio afectada por una importante congelación de recursos a través del encaje.

La entidad a que estamos haciendo referencia también se vio favorecida con estos hechos como lo demuestra su posición favorable de encaje hasta el mes de mayo. Si bien durante el segundo semestre del año pasado presentó desencaje acentuado, desde mediados de diciembre había corregido el desajuste financiero y no se preveía que fuera a afrontar dificultades similares. Menos aún que estas fueran a afectar la clientela porque teniendo el banco un alto porcentaje de encaje ya cumplido, el cual constituye respaldo efectivo de las operaciones pasivas, la institución debía presentar un riesgo muy bajo para los ahorradores. Recuérdese que el sistema bancario en su conjunto e individualmente tiene que encajar en la actualidad aproximadamente \$ 0.37 por cada peso de exigibilidades a la vista (depósitos de ahorro y en cuenta corriente) o unos \$ 0.34 por cada peso de exigibilidades a la vista y a término. Los bancos han tenido por lo tanto un apreciable soporte en la propia liquidez que congelan para fines monetarios y que indirectamente constituye garantía en favor del ahorrador. Desde luego que esto es así en la medida en que no se disponga indebidamente del encaje legal que está constituido en depósitos a la vista. Sorprendentemente este amplio margen resultó exiguo frente a la conducción irresponsable que se le dio a los negocios de la entidad.

Las causas concretas del colapso financiero del Banco Nacional son materia de investigación por parte de la Superintendencia Bancaria y de ellas solo se sabe por los considerandos de la resolución de intervención. No es posible entonces entrar a comentarlas, aunque sí cabe advertir sobre la naturaleza estrictamente gerencial y de manejo que tiene. Sin embargo, hay una respecto de la cual conviene adelantar unas

(1) La ley solamente permite prestarle a una misma persona hasta la décima parte del capital del banco si la garantía es personal y hasta el 25% cuando se ofrece garantía real. Esta limitación es del 10% del capital suscrito y reserva legal para los préstamos a accionistas que tengan una participación superior al 10% del capital suscrito.

reflexiones. Tiene que ver con el hecho de que el Banco Nacional está incrustado en un grupo mixto, conformado por empresas financieras y por otras de fuera del sector. Ello condujo a que el Banco se convirtiera en satélite de los demás negocios del grupo y careciera de la mínima autonomía bancaria. La alta concentración de la cartera en entidades del grupo así lo demuestra. El tema de los grupos financieros o mixtos es bastante complejo y excede el alcance de estas notas. Empero, hay que señalar que el grupo como tal no tiene identidad jurídica y por consiguiente carece de normatividad; en lo económico y social está desprovisto de justificación porque no ofrece el respaldo del patrimonio global de todas las entidades que lo conforman en favor de las acreencias de uno cualquiera de sus integrantes. El grupo fue causa del desajuste del banco porque sus administradores hicieron que las necesidades de las demás partes prevalecieran por encima de la capacidad financiera del banco, incumpliendo deliberadamente las disposiciones legales.

El Banco de la República ya había advertido sobre estos riesgos cuando en sus notas editoriales de septiembre pasado dijo que "La alteración de determinados patrones del sistema bancario, a consecuencia de pérdida de su autonomía frente a negocios de fuera de su actividad propia, introduce desajustes serios... Especialmente preocupante es el hecho de que se pueda estar utilizando el ahorro privado para concentrar el poder económico". Más adelante en las mismas notas se dijo: "De todas las consecuencias que han de producir los movimientos para integrar grupos mixtos en que el componente bancario sea un elemento subordinado de otras actividades, aunque sean productivas y de importancia para la economía nacional, lo más preocupante es la concentración de riesgos y la supresión de las naturales líneas divisorias entre una y otra especie o clase de negocio, que no permite distribuir las naturales contingencias y crea la posibilidad de que ocurran fenómenos encadenados inconvenientes para la estabilidad del sistema y de la economía" (2).

**La posición del Banco de la República.** Conviene hacer algunas reflexiones en torno al papel que juega la banca central en el otorgamiento de liquidez a la economía por conducto del redescuento y la función que está llamada a cumplir frente a las necesidades específicas de las instituciones financieras. La política de crédito a través del redescuento cumple la función

monetaria de aumentar o reducir la liquidez de la economía, operando como instrumento de control cuantitativo de la moneda. Sirve además en nuestro país como medio de manejo selectivo del crédito, siendo éste uno de los mecanismos más usados para fines de orientación de recursos.

También el redescuento puede operar en respaldo de todo establecimiento bancario que por problemas ajenos a su control presente dificultades de liquidez. Los bancos cuentan para este fin con los cupos ordinario y extraordinario en el emisor (3). En esta forma el redescuento permite otorgar a las instituciones de crédito la posibilidad de convertir a efectivo parte de su cartera o de sus inversiones financieras, cuando quiera que sus disponibilidades de fondos se vean reducidos por debajo de los niveles normales. Dicho de otra manera, para que un banco pueda acudir al crédito del emisor debe disponer de una cartera suficiente en cuantía, que sea sana y elegible para ser redescontada y que haya sido otorgada con sujeción a las normas y a la ortodoxia financiera. Cuando estas condiciones se cumplen, el banco central ofrece temporalmente a los establecimientos autorizados por la ley los recursos necesarios mientras realizan activos financieros y recogen cartera, hasta equilibrar su operación frente a las demandas que les presenten los depositantes y ahorradores.

El Banco de la República siempre ha dado plena aplicación a esta política y desde luego así ha procedido en el caso que nos ocupa. En consecuencia, según lo explicó su junta directiva en el comunicado expedido el 10. de julio, el emisor otorgó un crédito por \$ 2.000 millones al Banco Nacional, debidamente respaldado con pagarés y otros títulos valores. Este préstamo se concedió porque el banco reunía, en principio, los requisitos legales, según lo demostraba la información sumaria provisional que fue presentada. Pero ocurrió que los recursos suministrados no alcanzaron a evitar el colapso debido a la magnitud del desajuste y a la forma abiertamente ilegal como se administró la entidad en esos días claves. Resultó que la suma prestada el día 22 de junio, más la totalidad del dinero para encaje disponible en la cuenta del Banco Nacional en el Banco de la República, y agregada una suma apreciable de inversiones forzosas que le fueron redimidas

(2) Revista del Banco de la República LIV Sept., 81, Notas Editoriales.

(3) Resolución 49 de 1974 de la Junta Monetaria.

para los mismos fines de atender supuestas demandas de liquidez fueron, según los administradores del banco, inexplicablemente insuficientes para atender los retiros del público en los dos días del 21 y 22 del mes de junio.

El Banco de la República considera que el Banco Nacional dispuso de recursos amplios para atender los retiros de depósitos que, según se dice, fue la causa principal del desajuste durante esos días. En términos cuantitativos esto se demuestra con solo ver que las sumas obtenidas por el banco por los conceptos anotados llegaron a representar el 60% de los depósitos de ahorro y en cuenta corriente (exigibilidades inmediatas) y el 39% de las exigibilidades para con el público en moneda legal incluidos los certificados de depósito a término. No se entiende cómo un apoyo financiero de esta magnitud no fue suficiente para evitar la crisis. En similares condiciones cualquier otro banco hubiera establecido su equilibrio financiero y seguramente habría reencauzado sus negocios normalmente. Con este análisis se comprueba que muy seguramente las causas que explican el problema fueron otras, diferentes a la carencia de suficiente apoyo financiero por parte del emisor.

El Banco de la República, frente a estos hechos y en vista de la falta de información sobre el uso que se le había dado a los cuantiosos dineros retirados del emisor, decidió limitar el crédito de apoyo al Banco Nacional a la suma ante mencionada. Para hacerlo debió tomar, por primera vez en la historia bancaria colombiana, la drástica medida de cerrar el acceso del Banco Nacional a todo tipo de operaciones con el emisor, incluido el canje de cheques. Esta acción se adoptó, repetimos, ante la carencia de información que demostrara el uso correcto de los fondos ya entregados, certificando que estos se estaban destinando a atender las demandas del público por sus depósitos, y no a conceder nuevos préstamos y sobregiros. La eventual desviación de estos fondos a otros propósitos, configuraba una operación abiertamente ilegal y desde todo punto nociva para el sistema bancario. El Banco de la República debió por lo tanto impedir con la suspensión del encaje que un manejo abiertamente irregular por parte de los administradores de la entidad, cuando intentaron unilateralmente conseguir fondos adicionales del emisor, se tradujera en la obtención de crédito del Banco de la República sin respaldo, conseguido a través de sobregiros en su cuenta con el emisor, figura

expresamente prohibida por la ley. Fue por lo tanto necesario impedir que un manejo insólito de un banco comercial creara graves precedentes y ocasionara traumatismos futuros al sistema financiero en su conjunto.

La posición adoptada por el Banco de la República ha estado desde todo punto de vista ajustada a las disposiciones legales. Las normas no le permiten conceder crédito de emergencia a un banco sino cuando se verifique "la prudencia con que haya manejado sus operaciones de crédito tanto en moneda legal como extranjera" (4), y se cumplan los demás requisitos. Su actuación ha sido por lo tanto absolutamente coherente con la naturaleza del problema y con la evidencia de encontrarnos frente a un manejo gerencial imprevisto e inmoral, como más tarde lo demostró la resolución de intervención de la Superintendencia Bancaria. De ahí que el pedido posterior de un crédito extraordinario adicional por \$ 8.000 millones, hubiera sido negado por la junta directiva del Banco de la República, según lo conoció oportunamente la opinión pública.

La actividad bancaria en Colombia ha sido definida como de servicio público para destacar su importancia y la trascendencia que su normal funcionamiento tiene para la vida social y económica del país. De este principio se desprende la inmensa responsabilidad que tienen quienes desde la banca privada trabajan con estos recursos frente a los depositantes y ahorradores de la comunidad. Esta obligación no prescribe por el hecho de que los bancos tengan autorización para conseguir crédito de emergencia en el emisor. Y menos aún obliga al banco central a acudir en apoyo de entidades que se sitúan al margen de la ley, movido exclusivamente por la conveniencia de evitar eventuales dificultades a ahorradores y cuentacorrentistas. Actuar de esta manera significaría un precedente funesto que estimularía las operaciones especulativas y fomentaría la creación de nuevos establecimientos ante el simple halago de hacerse a crédito de emisión. Las claras y terminantes limitaciones que desde el año de 1923 le ha impuesto la ley colombiana al instituto emisor en el otorgamiento del crédito a las entidades financieras, nunca ha sido óbice para que la banca sana y responsable haya cumplido con sus obligaciones frente a los depositantes. Al Banco de la República la ley no le ha adscrito el carácter de asegurador de depósitos.

(4) Ver artículo 13, Resolución 49 de 1974 de la Junta Monetaria.

Es necesario reiterar lo dicho por la junta directiva del Banco en su comunicado. Todo banco que habiendo sido seriamente manejado y cuente con una cartera documentaria sana, bien respaldada y diversificada, tendrá acceso al crédito del emisor en las cuantías previstas por las normas legales. Esta política se ha aplicado en innumerables ocasiones durante la ya larga existencia de nuestro sistema financiero y ha probado ser ampliamente benéfica. La banca, las corporaciones financieras y las corporaciones de ahorro y vivienda tienen la seguridad de poder acudir al Banco de la República, como banco de última instancia, cuando lo necesiten y sus negocios sean conducidos con seriedad y responsabilidad. Pero también deben recordar siempre que los fondos que se originan en el emisor no han de obtenerse para fines distintos a los de atender necesidades de liquidez (5), y menos aun para necesidades de crédito que puedan consolidar el funcionamiento de grupos, la concentración del poder económico y, en general propiciar la inequidad entre las distintas instituciones del sistema. El efecto de desmoralización que ello traería sobre los demás intermediarios financieros tendría alcances imprevisibles, porque aquellos que han actuado con criterios ortodoxos, como obliga el manejo de recursos del público, verían seriamente debilitada su posición y, en cambio, quienes han incurrido en riesgos exagerados y han puesto en peligro el ahorro de los particulares verían generosamente respaldada su irresponsable conducta.

El crédito de emergencia no ha sido previsto, ni en Colombia ni en ningún país, como medio para validar a posteriori prácticas bancarias alejadas de los sanos principios de la ética financiera.

El Banco de la República ve con especial preocupación el problema en que se encuentran los ahorradores del llamado Grupo Colombia. Sus intereses no debieran verse afectados por el manejo irresponsable de los administradores de una determinada entidad. Para evitar graves traumatismos, el gobierno está tomando las medidas más aconsejables y haciendo todos los esfuerzos con el fin de defender los intereses de la clientela en la mejor forma posible. Asimismo no se ahorrará ninguna acción que esté al alcance legal tendiente a afianzar la fe pública y defender el prestigio de nuestras instituciones financieras, tanto en el país como en el exterior, porque se tiene clara conciencia acerca de la importancia que para el sistema finan-

ciero representa la colaboración y respaldo tanto de quienes ahorran a través de las instituciones nacionales como de los bancos extranjeros que en las mismas depositan su confianza.

## Política económica

La evolución reciente de la economía colombiana ha mostrado una vez más, y de manera notable, su gran susceptibilidad a los diversos acontecimientos que se originan en el mercado mundial. En efecto, las tendencias recesivas de las economías del mundo occidental, agravadas por los elevados niveles en las tasas de interés, han repercutido con alguna intensidad sobre la economía colombiana, principalmente por medio del menor dinamismo de nuestro intercambio de bienes y servicios. De igual manera las tasas de interés internas, como resultado de la creciente internacionalidad de nuestro sector financiero, han terminado por reflejar los niveles prevalecientes en los mercados externos. A estos hechos se ha unido la reducción de los ingresos cafeteros, fenómeno este que se ha visto acentuado en los últimos tiempos por la existencia de exceso de oferta en el mercado internacional del grano. Frente a estos resultados por fuera del alcance de los instrumentos de política económica, la autoridad ha actuado con el propósito de reducir o eliminar en lo posible sus efectos nocivos sobre la economía nacional.

Como se recuerda, el crecimiento de la economía colombiana había mostrado en el año anterior un acentuado descenso. Es así como la tasa de crecimiento del PIB fue en 1981 de 2.5%, cuando en el año inmediatamente anterior había sido de 4.2%. A comienzos del presente año, algunos sectores aún continuaban mostrando síntomas de estancamiento a raíz de la depresión en la demanda interna y la coyuntura recesiva que atraviesa la economía mundial. Por todo esto se hacía indispensable incrementar la liquidez de la economía, especialmente, en la forma de mayor crédito al sector privado.

Los efectos recesivos del sector externo se vieron agravados por los problemas de índole monetaria que originaron durante 1981 las finanzas del Estado. Como se discutió ampliamente en las notas editoriales correspondientes al mes de diciembre pasado, la financiación del gasto público absorbió una proporción significativa de los recursos de crédito

(5) No nos referimos obviamente al crédito de los fondos financieros.

primario que pudieron generarse sin incurrir en mayores presiones inflacionarias. La moderación en el área monetaria durante 1981, sin embargo, le restó dinamismo, como factor anticíclico, a las obras del Plan de Integración Nacional (PIN). Por consiguiente, se hacía necesario en los primeros meses de este año, un mayor volumen de recursos financieros para irrigar con crédito al sector privado.

De ahí que la política económica durante el primer semestre del presente año se haya orientado a suministrar mayores volúmenes de liquidez al mercado, con el propósito de estimular la demanda agregada y la actividad económica general, así como también para inducir una reducción de los actuales niveles de las tasas de interés. Dicha política se ha puesto en marcha procurando al mismo tiempo mantener un crecimiento estable pero moderado de la oferta monetaria, para evitar efectos adversos sobre el nivel general de precios.

**Política monetaria.** Las decisiones de política más importantes se promulgaron en los meses de febrero y mayo, siendo estas últimas complementarias de las de febrero ante el rezaigo en la manifestación de los resultados de las primeras. Como se indicó antes, el objetivo central de estas medidas fue el de aumentar la liquidez de la economía y de reducir los costos de intermediación del sistema financiero para presionar a la baja las tasas de interés. Las medidas adoptadas pueden agruparse en cinco grandes temas, a saber: encaje, depósitos de importación, cupo ordinario, endeudamiento privado externo y tasas de interés de los títulos del Banco de la República. La primera parte de estas notas versan, por lo tanto, sobre sus alcances u objetivos y sus logros iniciales.

**Encaje.** Mediante la Resolución 4 de 1982 de la Junta Monetaria se autorizó a los bancos comerciales a utilizar un 10% del encaje marginal establecido por la Resolución 2 de 1977 para incrementar el aporte de recursos propios con destino al redescuento de préstamos nuevos concedidos, a partir del 1o. de enero de 1982, de acuerdo con los programas de los fondos de fomento del Banco de la República: el Fondo Financiero Agropecuario, el Fondo de Desarrollo Eléctrico, el Fondo de Inversiones Privadas y el Fondo Financiero Industrial. Con esta medida se liberarán cerca de \$ 5.500 millones, lo cual podrá permitir un incremento en el crédito de fomento por \$ 30.000 millones adicionales. Debido a la baja respuesta registrada en la de-

manda por crédito de fomento ante las mayores disponibilidades de este, se decidió en mayo, mediante la Resolución 22 de la Junta Monetaria ampliar la utilización del encaje marginal a los préstamos nuevos que se otorguen por medio del Fondo de Desarrollo Urbano y de PRO-EXPO. Adicionalmente, se permitió que los bancos computaran con cargo al encaje marginal \$ 1.10 por cada \$ 1.00 de recursos propios que aporten en el otorgamiento de los préstamos con cargo a las líneas de fomento. Esta medida es de suma importancia pues al elevar la rentabilidad de los intermediarios financieros en este tipo de operaciones, se disminuye de esta manera la presión sobre las tasas de interés. Hasta junio 18 se habían liberado \$ 653.9 millones mediante este mecanismo.

De otra parte, se procede a eliminar el encaje sobre las exigibilidades en moneda extranjera reducida a legal de los bancos y corporaciones financieras lo que constituye una liberación adicional de recursos privados de \$ 1.690 millones. Finalmente, con el propósito de ampliar la capacidad crediticia del sector de la construcción y fomentar dicha actividad, así como por su efecto multiplicador sobre el resto de la demanda agregada, se ha reducido gradualmente el encaje sobre los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda lo que ha permitido liberar recursos por \$ 3.000 millones, suma que podría ascender a más de \$ 5.000 millones por las reducciones previstas para los meses de julio y agosto, según lo dispuesto por el Decreto 1858 del pasado mes de junio.

**Depósitos previos.** La Resolución 2 de 1982 de la Junta Monetaria, disminuyó el porcentaje del depósito previo de 35% a 20% para la importación de bienes de utilización inmediata, y lo eliminó completamente para la importación de bienes de capital. El efecto de esta medida se manifestó en el periodo febrero-mayo, cuando se observó que el saldo de estos depósitos se redujo en un monto de \$ 3.279 millones. Esta disposición, además de liberar recursos muy cuantiosos, contribuye a disminuir el costo indirecto de las importaciones. Dado el éxito inicial, se decidió complementarla con la Resolución 20, la cual modificó la tasa de los depósitos previos a la importación de bienes de utilización inmediata del 20% al 10%. Con las anteriores medidas se espera que al finalizar el año la liberación efectiva de recursos mediante este mecanismo sea del orden de los \$ 6.500 millones.

*Cupo ordinario.* Las medidas en este sentido estuvieron orientadas a estructurar la utilización del cupo ordinario por parte de los bancos comerciales, facilitando el acceso de estos al mencionado cupo. La Resolución 7 de 1982 de la Junta Monetaria autorizó a los bancos a hacer uso del cupo ordinario para subsanar situaciones temporales de iliquidez diferentes a las causadas por caídas imprevistas en los depósitos. Mediante dicha norma, se pretende disminuir la presión sobre las tasas de interés sin que esto signifique que su utilización se convierta en una fuente permanente de recursos para los bancos. En el mes de mayo se adoptó una medida complementaria al reducirse la tasa de interés anual del cupo, al pasar del 30% al 29%, para contribuir a reducir las presiones existentes sobre las tasas de interés a corto plazo.

*Crédito externo.* En febrero, por medio de la Resolución 6, la Junta Monetaria autorizó el endeudamiento externo para sectores con limitaciones en la contratación de créditos en el mercado financiero nacional, dado el tamaño de los empréstitos requeridos y otras características de los mismos, especialmente en lo que a plazos se refiere. Tal es el caso de las empresas mineras, las de ingeniería, las productoras de hilazas y textiles, las de hotelería, las firmas nacionales productoras de bienes de capital con destino a entidades de servicio público, y por último, fundaciones sin ánimo de lucro pertenecientes al ramo de la salud. En mayo, se ampliaron las autorizaciones de endeudamiento externo a las empresas nacionales de transporte aéreo y a la financiación de proyectos que tengan por objeto la ampliación o remodelación de hoteles. Estas decisiones de política tienen por objeto dotar a la economía de recursos que no pueden obtenerse fácilmente en el mercado financiero nacional, buscándose así estimular aquellas actividades que necesitan recursos abundantes de mediano y largo plazo. Al mismo tiempo, busca aliviar la presión sobre la balanza cambiaria al compensar el descenso de las reservas internacionales ocasionado por la caída en los precios internacionales del café y en las exportaciones menores. Al finalizar el primer trimestre del año habían entrado al país por concepto de endeudamiento privado externo US\$ 25.4 millones, mientras que para fines de junio dicho valor había aumentado a US\$ 60.2 millones.

*Tasa de interés.* El último conjunto de medidas lo conforman aquellas orientadas a modificar la tasa de interés de dos de los títulos mediante los cuales interviene el Banco de la República en el mercado monetario: los títulos de participación y los títulos canjeables por certificados de cambio. La tasa de interés de los títulos canjeables por certificados de cambio se redujo de 14% a 12% anual; se procedió igualmente a reducir en un punto por ciento la tasa de interés de los títulos de participación según los distintos plazos. Estas medidas constituyen un estímulo a la baja en las tasas de interés de la economía, en la medida en que se reduce la rentabilidad de operaciones hacia las cuales algunos intermediarios financieros canalizan sus excesos de liquidez.

Sobre esta materia es necesario hacer algunos comentarios. Es indudable que de los temas que ha suscitado mayores debates entre la opinión pública nacional, durante los últimos años, se encuentra el relacionado con las altas tasas de interés por sus efectos negativos sobre el ritmo de crecimiento de la producción y la inversión. De aquí que sea aconsejable, en lo posible, la adopción de medidas tendientes a su reducción. Sin embargo, es importante analizar claramente las causas de su elevado nivel, para poder recomendar en forma adecuada las medidas de política económica que hagan posible su descenso.

Uno de los diagnósticos que se han formulado sobre el tema tiende a postular una asociación muy directa entre la política de liberación de las tasas de interés y el actual nivel de las mismas. Es legítimo reconocer que buena parte del elevado costo del dinero se venía reconociendo *de facto* mediante el cobro de comisiones y otras reciprocidades que se exigían por parte del sistema financiero a sus clientes, como requisitos para tener acceso a los recursos del crédito, eludiéndose de esta forma muchos de los mecanismos de control administrativo. Esto era posible debido al exceso de demanda por crédito que existía en las tasas oficiales, lo que generaba un proceso de arbitraje de recursos por medio de los mecanismos anteriormente mencionados. Por su parte, las bajas tasas de interés reales con las cuales se remuneraba el ahorro financiero institucional estimulaban la expansión del sector extrabancario, generando un creciente proceso de desintermediación financiera que debilitaba progresivamente la capacidad de las autoridades para regular en forma efectiva la captación y utilización del

ahorro privado. Además, los mecanismos de control establecidos tanto a las tasas de interés pasivas como a las activas, debieron generar rentas de carácter monopolístico, los cuales no son justificables a la luz de criterios tales como el de equidad en la distribución de los beneficios del crecimiento económico.

En las notas editoriales del mes de mayo se anotaba que son varios los factores que han ocasionado este fenómeno, algunos de los cuales escapan a la discrecionalidad de la autoridad monetaria. A continuación se analizan dichos factores comenzando por aquellos que son susceptibles de ser modificados por medio de las acciones de la política económica.

En primer lugar, cabe mencionar los niveles de encajes que prevalecían sobre las exigibilidades del sistema financiero, lo cual ha incrementado el costo financiero y administrativo por peso efectivamente captado y colocado. Dicho fenómeno tendía a afectar negativamente la rentabilidad de las operaciones, obligando a las instituciones financieras a elevar su margen bruto de intermediación para mantener el nivel acostumbrado de utilidades. Dar solución a este problema, ha sido uno de los objetivos centrales de la política económica durante el primer semestre de 1981, mediante la descongelación de parte del encaje marginal, la eliminación del encaje para las exigibilidades en moneda extranjera, la reestructuración del cupo ordinario y la reducción en la tasa de interés de los papeles emitidos por el banco central. Es de esperarse que cuando se produzca el pleno efecto de estas medidas, este se refleje favorablemente sobre las tasas de interés del mercado.

Otro de los factores que explican el nivel de las tasas de interés, es el imperfecto grado de competencia que distingue al sistema financiero institucional. Esto significa que si bien un reducido número de instituciones financieras controlan una porción muy significativa del mercado, aún sigue existiendo algún grado de competencia entre las diversas entidades en la captación y colocación de sus recursos. Esta característica de la estructura del mercado financiero parecería llevar a las instituciones financieras a maximizar, en el corto plazo, su participación en la captación del ahorro. De allí, que todo movimiento ascendente de las tasas de interés tienda a convertirse en permanente o a reducir su nivel muy lentamente, pues es poco probable que alguna institución esté dispuesta a reducir la tasa de interés por temor a perder alguna parte del mercado que

ya controla. Por esta razón, si los intermediarios financieros no facilitan la reducción de las tasas de interés a sus niveles normales, las autoridades monetarias enfrentarían la necesidad de adoptar las medidas necesarias conducentes a su descenso. Sin embargo, como se explica en seguida, existen límites claros por debajo de los cuales no resulta viable rebajarlas. En tercer lugar, se tendría como último factor, y probablemente el más importante, la evolución de las tasas de interés en el mercado financiero internacional, cuyo comportamiento está por fuera del alcance de la discrecionalidad de las autoridades. En efecto, durante los últimos años las tasas de interés en los mercados externos se han caracterizado por los altos niveles alcanzados, producto principalmente de la restrictiva política monetaria de los Estados Unidos y de la financiación de su cuantioso déficit presupuestal. Infortunadamente, Colombia no puede sustraerse a estos sucesos externos, ya que el país está integrado en forma importante al mercado financiero internacional, y por ende, a los flujos de capital. De allí, que la tasa de interés externa más la tasa de devaluación sean un piso a las tasas domésticas, pues si estas últimas fueren inferiores, se produciría una fuga de capitales del país tendientes a producir la igualación. Esta última situación sería en extremo indeseable, pues tendería a deteriorar aún más la cuenta corriente de la balanza de pagos, al presentarse, a pesar de lo rígido que puede llegar a ser el control de cambios, algún grado significativo de subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones para colocar capitales en el exterior o para vender divisas en el mercado paralelo.

Es así como la actual situación internacional no favorece una reducción drástica de las tasas de interés. Sin embargo, en la medida que se configure una coyuntura favorable para la reducción de las tasas de interés internacionales, se presentará el consiguiente efecto benéfico sobre las tasas domésticas.

En resumen, el objetivo central de la política monetaria durante el primer semestre de 1982, ha consistido en aumentar el grado de liquidez de la economía e indirectamente reducir los altos costos de intermediación mediante la liberación de parte del encaje marginal con el propósito de presionar las tasas de interés a la baja. Dicho propósito no se ha logrado plenamente debido a la poca flexibilidad de las tasas de interés a la baja. En efecto, el nivel alcanzado

por las tasas de interés tiene su origen en factores internos y externos. Sobre los primeros, durante el primer semestre de 1982 la autoridad monetaria ha venido actuando para favorecer su reducción. Dentro de los segundos se encuentra la elevada tasa de interés internacional que le coloca un piso a la tasa de interés doméstica. De allí, que la discrecionalidad de las autoridades sobre el costo interno del dinero sea bastante limitado en la práctica, pues drásticas medidas pueden generar importantes flujos de capital que afecten negativamente la posición de reservas del país. Cabe anotar, sin embargo, que aun cuando las menores tasas de interés pueden contribuir a la recuperación de la economía, esta necesita de expectativas favorables de inversión y de una reactivación directa de la demanda agregada en la cual los gastos de inversión que realiza el gobierno juegan un papel central.

**Política cambiaria y de comercio exterior.** Durante el primer semestre de 1982, el país ha observado una disminución en el nivel de las reservas internacionales, fenómeno que era plenamente previsto por las autoridades de política económica. Como consecuencia de la llamada "bonanza cafetera" el país recibió en los años pasados importantes flujos de divisas, ingresos que debido a los fenómenos que la originaron, fueron calificados en su oportunidad como de carácter transitorio. No obstante, la política de favorecer la acumulación de reservas, resultante de dicha coyuntura económica, no tenía otro objetivo que el de crear las condiciones de liquidez cambiaria necesarias para sortear con holgura las necesidades de divisas en los años subsiguientes. Colombia cuenta, por lo tanto, con la solvencia internacional necesaria para enfrentar ahora una situación del sector externo mucho menos favorable que la experimentada durante el último quinquenio. Con esta perspectiva analizamos seguidamente los aspectos más relevantes de los desarrollos del sector a lo largo del semestre.

El déficit de la balanza cambiaria para los primeros seis meses del año asciende US\$ 317 millones. Al comparar este resultado con los movimientos originados en igual período anterior se presenta una reducción de 9.8% en los ingresos, al tiempo que los egresos se han visto incrementados en casi 2%. Los movimientos de capital, aun cuando superiores en 12% no han sido suficientes para compensar el déficit de la cuenta corriente. Como se puede observar en

forma detallada en el análisis tradicional de la situación cambiaria, que se incluye al final de estas notas, el descenso de los ingresos ha sido causado por la baja en los reintegros por exportaciones de café, servicios y de las llamadas exportaciones menores; así como, por la reducción en el valor de las compras de oro. Por su parte, el incremento de los egresos se ha originado principalmente en los pagos por concepto de servicios, pues los de bienes han registrado una ligera disminución. Adicionalmente, los movimientos netos de capital oficial explican el ya mencionado incremento en la cuenta capital.

*Café.* El volumen de las exportaciones de café durante el primer semestre de 1982 desciende en 5.1% con relación al mismo período del año anterior, debido principalmente, al menor dinamismo que observan las ventas efectuadas a los países no miembros de la Organización Internacional del Café (OIC). La disminución de las exportaciones no debe atribuirse a una menor participación asignada al país por la OIC, puesto que a pesar de los sucesivos recortes a que fue sometida durante el año pasado, el resultado final es una cuota similar a la que efectivamente se espera exportar durante el presente año cafetero, y que es de alrededor de 8.2 millones de sacos de sesenta kilogramos. Ello quiere decir que las negociaciones de cuotas y franjas de precios consultan la realidad del mercado permitiendo a los países productores una proyección realista de los ingresos de divisas derivados de las exportaciones del grano.

En cuanto a los precios, cabe indicar que el promedio de US\$ 1.44 por libra obtenido durante el primer semestre del año, se compara favorablemente con el de US\$ 1.26 por libra alcanzado durante el primer semestre de 1981. No cabe duda que ha sido factor primordial en la elevación de los precios la negociación que se llevó a cabo en septiembre anterior en Londres, en donde se determinó que el precio compuesto debería fluctuar entre US\$ 1.20 y US\$ 1.40 por libra.

Los reintegros por exportaciones del grano, a pesar de la leve baja que experimenta el volumen exportado y del aumento de su cotización, se reducen en 5.3%, al pasar de US\$ 734.4 millones durante el primer semestre de 1981 a US\$ 695.7 millones en lo corrido de 1982. Sin embargo, gracias al control cambiario prevaliente, esta leve reducción en los reintegros no es preocupante mientras el Fondo Nacional del

Café (FNC) pueda mantener el nivel de liquidez indispensable para poder cumplir con sus necesidades de compra de la cosecha.

En anteriores entregas de estas notas, se había hecho énfasis en lo importante que resultan los acuerdos internacionales para lograr un mercado cafetero ordenado, que garantice un flujo adecuado de divisas para los países productores. Igualmente, se había puntualizado el hecho de que los dictámenes de los acuerdos deberían ser acompañados de decisiones de política interna que alivien en parte la situación de sobreproducción mundial del grano.

Al terminar el tercer trimestre del año cafetero 1981-1982, el éxito alcanzado en el manejo de la cuestión cafetera es indiscutible. Por un lado, hay que recalcar la bondad del Acuerdo Internacional, que con su sistema de aumento y disminución de cuotas para evitar fluctuaciones bruscas en los precios, ha mantenido la cotización del café colombiano en un rango aceptable en las actuales circunstancias. Dada la inelasticidad de la demanda por café, los mayores volúmenes que se lograrán exportar en un mercado libre causarían una reducción neta de los ingresos por la caída drástica que sufrirían los precios.

A pesar de las bondades del Acuerdo, este solo debe ser suscrito en la medida que consulte los intereses de la economía del país. En un mercado exigente en calidad, al país le resulta difícil aceptar la propuesta de reducir su participación en el mercado mundial del 16% al 14%, pues ello significaría una merma de nuestras exportaciones del orden de los 800.000 sacos anuales. Por el contrario, y contando con el apoyo de los principales países consumidores, la actual coyuntura es propicia para que el país adopte una política cafetera más agresiva, tendiente a aliviar la situación preocupante originada por los crecientes inventarios. Al finalizar el presente año cafetero Colombia tendrá existencias del orden de los ocho millones de sacos, cuyo costo de almacenamiento puede, en un futuro no muy lejano, generar problemas financieros al Fondo Nacional del Café. Por esta razón, y en la medida en que el acuerdo internacional no posea los mecanismos adecuados para absorber la producción nacional, la política cafetera interna debe contemplar como uno de sus principales objetivos, crear las condiciones para reducir paulatinamente los excesos de producción cafetera.

*Exportaciones menores.* Los reintegros por concepto de las exportaciones menores también han mostrado disminución. Este resultado se ha originado, principalmente, por la recesión económica por la que atraviesan algunos países compradores de los bienes colombianos y, posiblemente, por el efecto contraproducente que causan los cambios adversos de los precios relativos, tal como se comentó en anteriores notas editoriales. Sin embargo, en un análisis cuidadoso de las variaciones de los precios relativos, deben incluirse algunos elementos adicionales a los ya mencionados, tales como subsidios y demás medidas favorablemente en los precios de los bienes exportados. De aquí que la revisión periódica y ágil de las medidas de promoción de exportaciones constituyen uno de los fundamentos de la política económica con la finalidad de ampliar la estructura productiva y los mercados a los cuales se orientan ciertos bienes.

El análisis de la política de promoción de nuestras exportaciones no tradicionales no quedaría completo sin hacer referencia al manejo de la tasa de cambio. Al respecto, vale la pena repetir una vez más, la necesidad de mantener y preservar la competitividad de las exportaciones menores, con ajustes graduales y moderados del tipo de cambio para compensar la diferencia entre las tasas de inflación externa e interna. Dado que la tasa de devaluación y sus oscilaciones proveen a los agentes económicos de una importante señal para la formación de sus expectativas y de sus decisiones, la autoridad cambiaria ha venido adoptando sus decisiones con base en las tendencias de las tasas inflacionarias, sin apresurarse a responder, con ajustes respectivos en la tasa de devaluación, a los cambios esporádicos e irregulares en el diferencial entre las tasas de inflación externa e interna. Ello solo crearía innecesarias confusiones en el mercado cambiario, con posibles movimientos especulativos de divisas, cuyo carácter dañino es bien conocido.

*Exportaciones de servicios.* Las exportaciones de servicios también acusan un descenso, lo cual tiene su origen en dos factores principales, a saber: la reducción de los rendimientos recibidos por la inversión de las reservas internacionales y la disminución de los ingresos por concepto de turismo. En cuanto a los menores ingresos por el rendimiento de las reservas, esto se explica por la disminución de las inversiones a raíz de la reducción del nivel de reser-

vas del país y, adicionalmente, a que las tasas de interés a las cuales se colocan los activos internacionales en el mercado externo han mostrado alguna tendencia a la baja en lo corrido del año. Infortunadamente, no se pueden prever, en el próximo futuro, cambios favorables en las variables que determinan este rubro —nivel de reservas y tasa de interés internacionales—. Su evolución será en gran parte, aunque en forma indirecta, determinada por la suerte de las políticas de promoción de exportaciones y de racionalización en el gasto de las divisas del país. En cuanto a los ingresos por turismo y otras transferencias se debe anotar que su evolución puede estar determinada por la recesión mundial, especialmente en los países limítrofes que demandaban estos servicios de Colombia y, también por la pérdida de dinamismo de algunas actividades ilegales y flujos especulativos de capital, que en el pasado habían ingresado al país, a pesar de los severos controles establecidos.

*Oro.* Las compras de oro, que han mostrado un paulatino descenso en los últimos meses, reflejan, cómo la producción de este metal responde elástica y directamente, aunque con cierto rezago, a las tendencias de los precios del metal en el mercado mundial. La disminución de la inflación y la menor reducción de las tasas externas de interés han morigerado la demanda sobre el oro, observando sustituciones hacia activos cuyos rendimientos reales se han incrementado sustancialmente. Este hecho, aunado al aumento de la oferta mundial del metal, en especial durante 1980 y 1981, ha determinado una caída continua del precio del oro. La posición del país ante estos factores de carácter exógeno, ha sido la de continuar, como en el pasado reciente, consolidando una mayor posición de las reservas con base en el acrecentamiento de este activo. Su costo como es natural ha sido el de la expansión de la liquidez que se genera por las adquisiciones del metal. Pero esto ha servido de estímulo al desarrollo de la población dependiente de esta actividad económica del país.

*Importaciones de bienes y servicios.* Los egresos de divisas por concepto de importaciones de bienes han mostrado una reducción de 10%, al compararse con igual período del año de 1981. Esto se explica por el hecho de que nuestras importaciones dependen directamente de la evolución de la actividad económica del país, la cual como se ha repetido en varias oca-

siones, viene sufriendo los efectos nocivos de la deficiencia de demanda, tanto de los mercados internos como de los externos.

Cuando la actividad económica recobre su dinamismo, cabe esperar que la demanda de divisas para giros al exterior se incremente considerablemente. Entonces habría que hacer compatibles dos objetivos, aparentemente contradictorios entre sí. En primer término, el de satisfacer las necesidades de divisas que demandan los consumidores, inversionistas y productores de un país en crecimiento y, en segundo término, el de mantener un nivel de reservas suficiente de acuerdo con los requerimientos de liquidez internacional. Sin duda, el cumplimiento de los objetivos se dificultará, si la evolución de los ingresos de divisas no muestra una adecuada recuperación. En tal eventualidad habría entonces que asignar las divisas disponibles de acuerdo con criterios de eficiencia y de largo plazo, tales como los de facilitar la formación de capital y el funcionamiento del aparato productivo del país.

Con relación a los egresos por servicios, los pagos por concepto de intereses han mostrado un sostenido ascenso, en razón, principalmente, del crecimiento de los saldos adeudados. Esto es explicable, de una parte, por cuanto el sector privado tiene crecientes necesidades de financiamiento para su desarrollo y, de la otra, por la puesta en marcha por parte del gobierno de grandes proyectos contemplados en el Plan de Integración Nacional. Al comparar las cifras del primer semestre de 1982 con las del mismo período de 1981, se observa que los giros por intereses crecen 20%. Estos pagos durante el primer semestre, constituyeron el 22% del total de los egresos corrientes, porcentaje que es bastante inferior al 40% que señalan varios países del área latinoamericana. Sin embargo, vale la pena tener en cuenta que el rubro mencionado debe ser cuidadosamente analizado cuando el país contrate nuevos préstamos en el exterior por las implicaciones que pudieran tener los intereses sobre la balanza de cambios.

A manera de conclusión puede decirse cómo a causa de la declinación del nivel de reservas es necesario enfatizar aún más en las políticas de promoción de exportación y de buscar mayor eficiencia en el uso de los recursos externos. Estas medidas ya han demostrado su utilidad y su importancia para la economía del país, especialmente a partir de la promulgación del Decreto-Ley 444 de 1967. A pesar de que la in-

tensidad de su aplicación disminuyó en algún grado a mediados de la década pasada, a consecuencia de la relativa abundancia de divisas, estas medidas han sido y deben continuar siendo las metas de una política a más largo plazo. Igualmente, vale la pena insistir sobre el tema de la alta dependencia de la economía del país de los cambios externos. Se ha observado cómo la recuperación de nuestras exportaciones no tradicionales, el producido de la inversión de las reservas, el valor de los reintegros cafeteros, para mencionar tan solo algunos ejemplos, dependen en buena parte de los fenómenos económicos ajenos al control de las autoridades. Estas son razones poderosas que justifican el análisis progresivo del esquema de sus relaciones con el mercado mundial, haciendo énfasis en los procesos de integración regional, siempre con el propósito de reducir la vulnerabilidad de la economía y de lograr un autónomo y sostenido proceso de crecimiento.

*Política fiscal.* A partir de 1979, buena parte del gasto público se ha dirigido de manera particular a reactivar y a incrementar las inversiones del Estado, especialmente en proyectos mineros, eléctricos y de infraestructura en general. Ya en el año de 1980 dicha inversión superaba, en términos reales, los niveles anuales promedios observados en el período 1974-1979 al alcanzar una cifra de \$ 40.000 millones. Adicionalmente, el desarrollo del Plan de Integración Nacional (PIN), explica el nivel de la inversión alcanzado en 1981, el cual fue superior a los \$ 60.000 millones, superando en términos reales los niveles registrados en cualquier año de la década pasada. Sin embargo, todos estos esfuerzos por expandir y mejorar los servicios del Estado no podían estar exentos de algunas exigencias adicionales para las finanzas gubernamentales. Ante la dificultad de reducir sustancialmente la tasa de crecimiento de los gastos de funcionamiento en el corto plazo, los incrementos en la inversión pública han requerido elevar los ingresos corrientes de la Nación a fin de minimizar el déficit del gobierno nacional.

En efecto, al analizar las operaciones efectivas del gobierno central se observa cómo durante 1981 el gobierno central realizó un positivo esfuerzo por no acelerar el crecimiento de los gastos de funcionamiento, ya que ellos ascendieron a un ritmo similar al de la inflación (26.8%). De otra parte, también se puede comprobar cómo los ingresos corrientes se

incrementaron en un 35%, contribuyendo en esta forma a reducir el déficit de caja de la Tesorería General de la República a pesar de haberse registrado un incremento del 45% en la inversión pública. Así pues, todo parecería indicar un cabal cumplimiento de las exigencias financieras que imponía la ejecución del PIN durante 1981. Sin embargo, deben examinarse con atención la naturaleza y las fuentes de los ingresos del gobierno.

#### Operaciones efectivas del gobierno nacional central

(Millones de pesos)		1980	1981	Variación %
I—Ingresos corrientes .....	151.823	204.956	35.0	
II—Gastos totales .....	163.217	214.981	31.7	
Funcionamiento .....	121.263	153.815	26.8	
Inversión .....	41.954	61.166	45.8	
III—Déficit de caja (I—II) .....	-11.394	-10.025	—	

Fuentes: Tesorería General de la República, Dirección General de Impuestos Nacionales y Banco de la República.

Este examen lleva a reconocer que infortunadamente el incremento observado en los ingresos corrientes no corresponde a un mayor esfuerzo fiscal, sino a los mayores recursos provenientes de la Cuenta Especial de Cambios (CEC). En efecto, en nuestras notas editoriales del mes de abril del año en curso se mostraba cómo los ingresos no fiscales de dicha cuenta —o sea los correspondientes a utilidades por compraventa de divisas e intereses de las reservas internacionales— habían ascendido de \$ 31.100 millones a \$ 48.000 millones entre 1980 y 1981. Se señalaba entonces cómo ello hace evidente una creciente dependencia de las finanzas públicas de unos recursos que no tienen el carácter de permanentes. Por el contrario, tanto las utilidades por compraventa de divisas como los intereses obtenidos por inversión de las reservas en el exterior tienen una alta volatilidad, ya que dependen, entre otros factores, del nivel acumulado de reservas internacionales, de las oscilaciones de las tasas de interés en el mercado mundial y también del ritmo de devaluación del peso. Por consiguiente, resulta preocupante que los recursos fiscales de la CEC hayan representado el 23% del total de los ingresos corrientes del Estado durante 1981.

Los efectos del déficit fiscal sobre las diversas variables de la economía son de naturaleza muy diversa. Entre otras, se debe observar que el exceso de los gastos del gobierno sobre sus ingresos produce efectos estimulantes y expansivos en la economía, especialmente, en si-

tuaciones de carácter recesivo tal como la que atraviesa el país en la actualidad. La reducción inmediata del déficit, así sea vía una reducción abrupta del gasto público o por medio de incrementos en los recaudos tributarios, no tendría otros efectos distintos a los de profundizar en la pérdida de dinamismo de la actividad económica. La eliminación del déficit debe ser, por lo tanto, un objetivo de mediano plazo donde se contemple la utilización de numerosos instrumentos, y que se logre en momentos en que la economía recobre su natural dinamismo.

Sobre el particular parece existir cierto consenso en que para solucionar el problema fiscal no se requiere de mayores reformas a la actual estructura impositiva, sino una mayor eficiencia en las vías administrativas tanto del recaudo como del gasto. Mayor eficiencia en el recaudo permitiría, seguramente, reducir la excesiva participación que actualmente presentan los impuestos indirectos dentro del total de ingresos fiscales. Pues, no hay que olvidar que en buena medida el resultado de la evasión fiscal tiende a manifestarse en un menor crecimiento de los impuestos directos frente a los indirectos. De otra parte, una mayor eficiencia en el gasto resulta equivalente a incrementar los ingresos disponibles del Estado. A este respecto, aún están por implementarse numerosas sugerencias de la Misión Bird-Wiesner, las cuales en su totalidad están destinadas a eliminar el actual laberinto del gasto público.

*Precios.* La evolución de los precios al consumidor durante los últimos meses del presente año muestra una favorable tendencia, pues, su nivel se sitúa por debajo del 25%. Para el mes de junio la tasa anual de crecimiento asciende al 24.2%, cifra inferior a la observada en cada uno de los meses del periodo comprendido entre julio de 1979 y mayo de 1982. En lo recorrido del año, los índices para los niveles de ingresos medios y bajos presentan incrementos porcentuales menores a los obtenidos durante 1981 y se sitúan en el mes de junio en 14.4% y 14.6%, respectivamente. Estos resultados, inferiores en 1.3 y 2.3 puntos a los del mismo mes del año pasado, reflejan la efectividad del programa de estabilización de los últimos años, y un debilitamiento de las expectativas inflacionarias por parte de los agentes económicos.

### Índice nacional de precios al consumidor (1)

(Variaciones porcentuales)

Variación (2)	Junio de:	Total	Alimen- tos	Vivien- da	Vestua- rio	Mis- celáneo
Mensual	1979	1.7	2.1	1.5	1.6	1.1
	1980	1.2	1.4	1.5	1.6	0.4
	1981	2.7	3.5	1.5	1.7	2.9
	1982	2.2	2.9	1.6	1.7	1.1
Año corrido	1979	15.8	18.4	13.3	13.8	13.9
	1980	14.8	17.3	13.3	9.5	12.1
	1981	16.6	19.4	15.3	10.4	11.2
	1982	14.6	16.2	13.6	11.1	10.7
Año completo	1979	21.9	19.6	26.7	27.0	25.2
	1980	27.7	30.8	25.9	21.0	24.2
	1981	27.9	28.1	31.4	19.7	22.5
	1982	24.2	25.1	23.1	21.5	24.4

(1) Se refiere al índice de los niveles de ingresos medios y bajos, en conjunto.  
(2) Las variaciones corresponden a la relación de los siguientes índices: Mensual, índice del mes en referencia con el anterior; año corrido, índice del mes en referencia con el de diciembre del año anterior; año completo, índice del mes en referencia con el del mismo mes del año anterior. Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística — DANE—.

Por grupos, el de alimentos constituye la principal fuente de variación de los precios al consumidor, exceptuando los meses de febrero y marzo cuando la mayor presión la ejercen los grupos de vivienda y misceláneo. Los incrementos en los precios de hortalizas, frutas, carnes y lácteos, conducen a variaciones porcentuales elevadas en el índice de alimentos durante el mes de mayo, alcanzando un máximo de 3.4% para empleados y 3.9% para obreros. Sin embargo, en junio se observa una evolución favorable de estos precios que se manifiesta en una reducción de la variación mensual al 3.0% para ambos niveles de ingreso. En año corrido el grupo en cuestión alcanza el mayor crecimiento porcentual, respecto a los demás grupos, aun cuando se sitúa en junio en un nivel inferior al registrado en el mismo lapso de 1981.

El crecimiento en los arrendamientos y los reajustes en matrículas y pensiones escolares, contrarrestan en parte la evolución favorable de los alimentos durante los meses de febrero y marzo, pero al presentar menores variaciones en los meses siguientes, contribuyen a la desaceleración en el incremento de los precios de los grupos de vivienda y misceláneo. Finalmente es de anotar el sostenido aumento del grupo vestuario, el único que en lo corrido del año presenta una tasa de crecimiento superior a la registrada hasta junio de 1981.

Por su parte el índice de precios al por mayor (IPM) muestra una tendencia creciente en los meses recientes como producto de un acelerado incremento en los bienes de consumo que enseñan para junio una variación anual del 33.9%. Las materias primas, el grupo de mayor ponderación en el índice, y los bienes de capital, re-

gistran variaciones mensuales inferiores a las del grupo anterior situándose a mediados del año en niveles de crecimiento anual del 19.6 y 17.4%, respectivamente. Esto se explica por la alta dependencia de las cotizaciones internacionales de estos grupos de bienes, cuyos precios han mostrado una tendencia estable y aun decreciente en el mercado mundial. La estabilidad en los precios de algunos productos de alta participación relativa en el índice total de estos grupos, tales como el café, por una parte, y maquinaria, equipo de transporte, cemento y varillas de hierro y acero, por otra, ha favorecido la evolución de los precios a lo largo del año.

Los bienes alimenticios constituyen un porcentaje significativo dentro de los de consumo y, por lo general, determinan gran parte de la variación de este grupo. Sin embargo se observa que en términos anuales y en lo corrido del año, los precios de los alimentos a nivel minorista no han aumentado en forma similar a la tendencia creciente que viene presentando el índice de bienes de consumo a nivel mayorista. Es probable entonces que factores como el invierno y los problemas coyunturales actuales de deficiencia en la demanda, hayan alterado los costos del proceso de comercialización, conduciendo a acelerar el crecimiento de los precios mayoristas, disminuyendo los márgenes de ganancia de los vendedores minoristas. Aunque cabe esperar que el más rápido crecimiento de los precios al por mayor se traslade a los precios detallistas en los próximos meses, su efecto será menor en la medida en que se eliminen las distorsiones que diversos factores han generado sobre la producción y comercialización de los bienes agrícolas.

Finalmente, el objetivo de la estabilización de precios es tan importante como el de la reactivación de la economía. Por tal razón la política económica no se ha encaminado a reducir en forma drástica los niveles de inflación, por sus efectos sobre la situación recesiva por la que

atraviesa la economía colombiana en la presente coyuntura. Por ello ha parecido más razonable, procurar una tendencia ligeramente decreciente en el ritmo de crecimiento de los precios pero facilitando simultáneamente un adecuado desenvolvimiento del sector real de la economía.

### Índice de precios al por mayor

(Variaciones porcentuales)

Variación (1)	Junio de:	Total	Materias primas	Bienes de consumo	Bienes de capital
Mensual	1979	1.7	2.5	1.0	1.4
	1980	0.9	1.5	0.3	0.9
	1981	1.9	0.7	3.0	1.4
	1982	1.8	2.1	1.6	1.2
Año corrido	1979	17.0	17.0	19.2	9.5
	1980	12.8	9.0	16.8	12.5
	1981	11.4	7.3	14.5	15.1
	1982	13.7	11.3	16.8	8.8
Año completo	1979	27.9	29.5	27.7	22.3
	1980	24.4	17.1	32.8	22.0
	1981	23.8	19.5	27.3	26.4
	1982	26.1	19.6	33.9	17.4

(1) Las variaciones porcentuales corresponden a la relación de los siguientes índices: Mensual, índice del mes en referencia con el anterior; año corrido, índice del mes en referencia con el de diciembre del año anterior; año completo, índice del mes en referencia con el mismo del año anterior. Fuente: Banco de la República - Departamento de Investigaciones Económicas.

**Situación monetaria.** La oferta monetaria en su concepción tradicional de medios de pago, registra a julio 3 de 1982 un saldo acumulado de \$ 276.078 millones, valor que supera en \$ 16.369 millones (6.3%) al registrado en diciembre de 1981. En términos anuales, su incremento ha sido de \$ 54.899 millones, lo que arroja una variación de 24.8%.

La tendencia durante el semestre en la determinación de M<sub>1</sub>, ha sido la reducción del dinero base y el avance del multiplicador monetario que comienza a reflejar la baja que se viene realizando en la tasa promedio del encaje de la banca, al poner en marcha medidas para descongelar el encaje marginal.

### Oferta monetaria (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de junio	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	90.527	14.0	41.9	65.788	30.6	64.1	156.315	20.5	60.5
1978	113.543	9.7	25.4	94.966	35.4	44.4	208.509	20.1	33.4
1979	141.949	5.2	25.0	113.907	13.4	19.9	255.856	8.7	22.7
1980	173.561	3.6	22.3	154.763	22.7	35.9	328.324	11.8	28.3
1981	221.179	3.2	27.4	270.828	26.3	75.0	492.007	14.8	49.9
1982	276.078	6.3	24.8	400.838	19.3	48.0	676.916	13.6	37.6

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

Es así como al finalizar el primer semestre de 1982 la base monetaria alcanza un valor de \$ 202.845 millones inferior en \$ 4.319 millones (2.1%) al observado al terminar 1981. El descenso que este indicador muestra durante el primer semestre del presente año es resultado fundamentalmente de un crecimiento de \$ 7.239 millones en la colocación por parte del emisor de títulos representativos de deuda pública en el mercado monetario, especialmente títulos canjeables por certificados de cambio y por mayores certificados de cambio en circulación. Asimismo se observa una cancelación de \$ 3.644 millones por parte de las corporaciones de

ahorro y vivienda al FAVI y \$ 1.221 millones de los bancos al emisor de lo obtenido por estas entidades con cargo a los cupos autorizados para cubrir eventuales situaciones de iliquidez. Además se presenta un aumento de \$ 1.974 millones en la suscripción de títulos del FAVI por las corporaciones que operan dentro del sistema de valor constante (UPAC), inversión que está respaldada por la notable captación de ahorro alcanzada por estas entidades durante el semestre en mención, ya que esta constituye uno de los cuasi-dineros más dinámicos en lo que va corrido del año.

#### Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

	1981 Dic. 31 *	1982*		Variación año corrido	
		May. 29	Jul. 3	Absoluta	%
<b>Base monetaria (A+B+C)</b>	<b>207.164</b>	<b>191.081</b>	<b>202.845</b>	<b>-4.319</b>	<b>-2.1</b>
<b>A—Activos del Banco de la República</b>	<b>343.600</b>	<b>347.363</b>	<b>356.944</b>	<b>13.344</b>	<b>3.9</b>
1— Reservas internacionales netas	286.940	279.683	291.903	4.963	1.7
2— Crédito doméstico	57.357	70.824	66.254	8.897	15.5
a) Crédito neto Tesoral	(-15.255)	(2.697)	(275)	(15.530)	(98.2)
b) Crédito neto sector público (Resto)	(-19.072)	(-22.060)	(-29.434)	(-10.362)	(54.3)
c) Crédito bruto bancos	(13.330)	(9.339)	(12.607)	(-723)	(-5.4)
d) Crédito bruto entidades de fomento (2)	(74.771)	(75.786)	(78.592)	(3.821)	(5.1)
e) Crédito bruto sector privado (3)	(3.583)	(5.062)	(4.214)	(631)	(17.6)
3— Otros activos netos	-697	-3.144	-1.213	-516	74.0
<b>B—Pasivos no monetarios</b>	<b>138.584</b>	<b>158.985</b>	<b>156.898</b>	<b>18.314</b>	<b>13.2</b>
1— Obligaciones en moneda extranjera bancos	678	441	682	4	0.6
2— Obligaciones entidades de fomento	64.458	75.159	73.425	8.967	13.9
3— Obligaciones sector privado	13.867	14.920	14.184	317	2.3
4— Obligaciones con títulos del Banco de la República	43.920	51.740	51.159	7.239	16.5
5— Obligaciones externas a largo plazo	15.904	16.968	17.691	1.787	11.2
6— Tenencias interbancarias	-243	-243	-243	—	—
<b>C—Moneda de Tesorería</b>	<b>2.148</b>	<b>2.703</b>	<b>2.799</b>	<b>651</b>	<b>30.3</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.

Neutralizan parte del efecto contraccionista de liquidez primaria originado en las operaciones anteriores, el aumento de \$ 5.168 millones en el crédito neto al sector público en el período en que se hace uso de los recursos presupuestales para cumplir con los desembolsos correspondientes a la vigencia fiscal de 1981 que culminó en marzo 31 y por la entrega de recursos para cubrir programas de inversión que se encuentran en ejecución. De otro lado pasada la época coyuntural en que el sector externo se constituía en la fuente principal de creación primaria de dinero, se han realizado algunas modificaciones en 1982, en diversos mecanis-

mos de control que fueron importantes en la regulación de los efectos monetarios de los grandes ingresos de divisas; es el caso de los depósitos previos a la nacionalización de mercancías que se encuentran en vía de desmonte, lo que explica la reducción en el ritmo de crecimiento de las obligaciones del emisor con el sector privado. Finalmente, se realiza la entrega de \$ 2.000 millones con cargo al cupo de crédito extraordinario creado para sustentar a la banca en alguna situación específica de iliquidez.

Con relación a las operaciones de los fondos financieros, durante el semestre en mención el FFAP muestra la mayor dinámica al obtener

\$ 5.358 millones a través principalmente de la inversión denominada de Ley 5a. realizada por la banca en bonos del 8% y de la colocación de títulos agroindustriales, lo que respalda un crecimiento de \$ 4.646 millones en su cartera vigente. El FFI, el FIP y el FDE por su parte obtienen en los primeros seis meses del año, \$ 1.545

millones, al tiempo que aumentan las entregas a los usuarios de sus diferentes líneas de crédito en \$ 2.028 millones, pero a nivel del saldo global de sus disponibilidades se mantienen autofinanciados y con recursos suficientes para atender los desembolsos programados.

### Cuasi-dineros (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

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
1977	20.131	19.0	45.7	18.617	42.0	109.1	27.040	32.9	55.6	65.788	30.6	64.1
1978	28.399	17.5	41.1	28.708	33.1	54.2	37.859	55.1	40.0	94.966	35.4	44.4
1979	38.461	14.3	35.4	28.483	-10.6	-0.8	46.963	34.3	24.0	113.907	13.4	19.9
1980	49.315	7.1	28.2	34.514	28.3	21.2	70.934	33.3	51.0	154.763	22.7	35.9
1981	64.583	10.6	31.0	95.594	31.3	177.0	110.651	32.9	56.0	270.828	26.3	75.0
1982	77.169	6.1	19.5	166.949	18.3	74.6	156.720	28.2	41.6	400.838	19.3	48.0

(1) Cifras provisionales.

La oferta monetaria ampliada por su parte alcanza a julio 3 de 1982 un saldo acumulado de \$ 676.916 millones, superior en \$ 81.178 millones (13.6%) al registrado al final de diciembre de 1981 y en \$ 184.909 millones (37.6%) al de igual fecha del año anterior. El avance semestral en este agregado es producto fundamentalmente de la dinámica que mantienen los cuasi-dineros, cuyo proceso de formación de ahorro interno en los seis primeros meses del año explica el 80% del incremento alcanzado por M2 en el período comentado. En efecto los sustitutos próximos del dinero aumentan \$ 64.809 millones (19.3%) en lo corrido del año, mientras en año completo crecen \$ 130.010 millones (48%); la captación a través de certificados de depósito a término de bancos y corporaciones financieras se presenta como el componente de mayor participación dentro de los cuasi-dineros al explicar el 41.6% del total y registrar un valor de \$ 166.949 millones en julio 3 del presente año; el avance de CDT en el semestre es de \$ 25.854 millones (18.3%) y de \$ 71.355 millones (74.6%) en año completo. En orden de importancia le siguen, los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda que constituyen el 39.1% de los activos de alta liquidez con un incremento de \$ 34.512 millones (28.2%) durante 1982 que conduce a un saldo acumulado de \$ 156.720 millones en la fecha comentada. Finalmente los depósitos tradicionales del sistema bancario aumentan \$ 4.444 millones (6.1%) en lo corrido del año y llegan a

\$ 77.169 millones a julio 3 del año en curso, valor que corresponde al 19.3% del total de los cuasi-dineros.

### 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
1977	71.003	16.1	40.2	77.998	17.6	40.6
1978	95.693	9.5	34.8	103.137	10.4	32.2
1979	111.929	4.3	17.0	122.069	4.9	18.4
1980	131.846	6.8	17.8	152.820	12.2	25.2
1981	196.114	8.1	48.7	223.121	12.5	46.0
1982	278.853	10.3	42.2	311.282	12.2	39.5

(1) Cifras provisionales. \* Incluye cartera.

Con relación a las principales operaciones crediticias del sistema bancario, se observa un aumento de \$ 33.833 millones (12.2%) en el transcurso del semestre, lo que da lugar a un saldo acumulado de \$ 311.282 millones a julio 3 de 1982. En año completo estas operaciones se incrementan en \$ 88.161 millones (39.5%). Del total de colocaciones bancarias, \$ 77.603 millones corresponden a recursos provenientes de las líneas especiales de crédito del Banco de la República y de los fondos financieros, que se destinan fundamentalmente a respaldar operaciones de crédito para sectores prioritarios de la economía.

**Situación cambiaria.** Al finalizar el primer semestre del presente año, el nivel de las reservas internacionales se sitúan en US\$ 5.316 millones, disminuyendo en US\$ 317 millones con relación al logrado en 31 de diciembre del año pa-

sado. Este resultado es consecuencia del déficit de US\$ 557 millones que observa la cuenta corriente, en donde los ingresos se reducen debido a la baja que experimentan los reintegros por exportaciones de bienes, las compras de oro y los flujos por servicios. A su vez, los egresos corrientes presentan un ligero crecimiento, debido en buena parte a las compras internas de petróleo para refinación y a los pagos por servicios, especialmente los correspondientes a giros por intereses de la deuda pública externa. De otro lado, si bien es cierto que el resultado neto de la financiación externa arroja un superávit del orden de los US\$ 240 millones, este no es suficiente para compensar el saldo negativo de la cuenta corriente.

Como se comentó anteriormente los ingresos por exportaciones de café decrecen en un 5.1%, en razón de los menores volúmenes despachados, mientras que los precios del grano señalan recuperación al compararlos con los de similar lapso del año anterior. En el menor volumen de café exportado debe destacarse la persistente baja de las ventas a los Estados Unidos y a los países no miembros de la OIC, compensada en parte por los aumentos de las dirigidas a los países europeos.

#### Exportaciones de café

(Miles de sacos de 60 kilogramos)

	Enero-junio			Año completo **		
	1980	1981	1982 *	1980	1981	1982 *
Estados Unidos	2.037	990	813	3.701	2.074	1.579
Europa	3.660	2.957	3.093	7.164	6.261	6.493
Otros	629	558	368	949	947	755
Total	6.326	4.505	4.274	11.814	9.282	8.827

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

En cuanto a las exportaciones menores, que representan el 47% de los reintegros por exportaciones de bienes de los primeros seis meses de este año, totalizan US\$ 623 millones, 7% inferiores a las de igual periodo del año precedente.

En lo referente a las compras de oro, en los primeros seis meses del presente ejercicio ascienden a US\$ 83 millones, cifra inferior en US\$ 47 millones a la registrada entre enero-junio de 1981. Este comportamiento se debe en gran parte a la baja en la cotización mundial del metal, que hasta junio del presente año promedió US\$ 347.7 la onza troy, frente a US\$ 499.1, en igual lapso de 1981. Igualmente, el volumen adquirido por el Banco de la República expresa

baja al pasar de 255.800 onzas a 232.800 en similares fechas.

En cuanto a los ingresos por servicios y transferencias decrecen 16% con respecto al primer semestre del año pasado; el escaso dinamismo de estos rubros se observa principalmente en los renglones de turismo y en intereses recibidos como remuneración de las reservas internacionales colocadas en el exterior.

Los egresos corrientes suman US\$ 2.805 millones, 2% superiores al acumulado en igual fecha de 1981. Este movimiento se origina en gran parte en los mayores pagos por conceptos de servicios, en particular los relativos a la cancelación de interés de deuda pública externa. Asimismo, se incrementan las erogaciones por compras internas de petróleo y gas natural, reflejo de la elevación de los precios de adquisición, conforme a lo dispuesto en la Resolución 58 de 1980 del Ministerio de Minas y Energía. Por el contrario, los pagos por importaciones de bienes, disminuyen en US\$ 189 millones en el primer semestre de 1982, respecto al mismo periodo del año precedente, debido en particular a que ECOPETROL, en el presente año, ha cancelado en mayor proporción sus importaciones de petróleo con recursos provenientes de las ventas de combustibles al exterior.

Los movimientos de capital, como se anotó anteriormente, determinan ingresos netos de US\$ 240 millones, mayores a los de los seis primeros meses de 1981, cuando totalizaron US\$ 215 millones. Este resultado se debe fundamentalmente a ingresos de capital ocurridos en el mes de junio, con destino al sector oficial, flujos que logran compensar el descenso que presenta el financiamiento neto del sector privado.

#### Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta junio		
	1980	1981	1982 (1)
<b>I—Ingresos corrientes</b>	<b>2.628.4</b>	<b>2.492.6</b>	<b>2.247.6</b>
Exportaciones	1.602.0	1.405.6	1.318.3
Café	949.2	734.4	695.7
Otros productos	652.8	671.2	622.6
Compras de oro (2)	127.9	130.5	83.1
Capital petróleo	35.4	52.3	89.7
Servicios y transferencias	863.1	904.2	756.5
<b>II—Egresos corrientes</b>	<b>2.239.1</b>	<b>2.753.7</b>	<b>2.804.9</b>
Importaciones	1.583.1	1.892.1	1.703.4
Petróleo para refinación y gas natural	71.4	51.6	198.9
Servicios y transferencias	584.6	810.0	902.6
<b>III—Superávit o déficit corriente</b>	<b>389.3</b>	<b>-261.1</b>	<b>-557.3</b>
<b>IV—Movimiento neto de capital</b>	<b>113.8</b>	<b>215.1</b>	<b>240.0</b>
<b>V—Variación reservas brutas (III + IV ó VII - VI)</b>	<b>503.1</b>	<b>-46.0</b>	<b>-317.3</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>4.616.0</b>	<b>5.373.7</b>	<b>5.315.6</b>

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