

LA EVOLUCION MONETARIA RECIENTE

I. Introducción

En estas Notas permanentemente hemos hecho énfasis en la importancia de la política monetaria como parte integral de un manejo económico ordenado. El logro de un crecimiento sostenido de la economía en un clima de relativa estabilidad de precios requiere, como premisa fundamental, de un adecuado control de los agregados monetarios, lo que a su vez debe conducir a una irrigación suficiente de crédito para los distintos sectores de la economía.

Los favorables resultados obtenidos en el proceso de ajuste macroeconómico en los últimos años, fueron producto de la estrecha coordinación de las políticas fiscal, cambiaria y monetaria, aunada a un acertado manejo de la coyuntura externa de los favorables precios del café en 1986. Dicha coordinación se mantiene en el marco de una cuidadosa programación financiera para 1987, efectuándose un seguimiento permanente de su evolución por parte de las entidades responsables de la conducción de la política macroeconómica. En este campo, las autoridades han logrado avances importantes que han requerido progresos en la investigación económica y mejoras sustanciales en los sistemas de información, todo lo cual ha hecho posible anticipar desviaciones en la programación original y recomendar medidas correctivas.

Un ingrediente importante en este proceso para lograr una mayor flexibilidad en la programación financiera, lo constituye la modernización de las normas presupuestales en que está empeñado el

gobierno, y la mayor calidad y oportunidad de las estadísticas sobre el sector real de la economía.

Durante el presente año, tal y como lo planteamos en las Notas del mes de marzo, el control monetario exige un examen cuidadoso del manejo fiscal y de tesorería, en adición a los esfuerzos de esterilización que vía operaciones de mercado abierto viene haciendo el Banco de la República. También la monetización de parte del excedente cafetero, congelado en 1986, así como el potencial de expansión de operaciones financieras del sector público, y la necesidad de fortalecimiento de la actividad financiera exigen, además del esfuerzo que se viene realizando a través de operaciones de mercado abierto, de una política fiscal prudente, y de la gradualidad en la generación de crédito del sistema bancario.

El comportamiento de los agregados monetarios, durante el primer semestre de este año, presenta aceleración en su ritmo de crecimiento, especialmente la base monetaria. Queremos, por tanto, examinar los factores más importantes en la determinación de esta tendencia, así como llamar la atención sobre la necesidad de anticipar los ajustes requeridos para que el crecimiento monetario no se traduzca en factor de inestabilidad del manejo económico.

II. El manejo monetario y sus instrumentos

La literatura económica distingue entre las operaciones de manejo monetario con fines "defensivos o compensatorios" y

aquellas "dinámicas". Las primeras son aquellas dirigidas exclusivamente a compensar desequilibrios coyunturales que pueden interferir en el ordenado funcionamiento del sistema monetario. Como manejo dinámico se define aquel que pretende usar el control monetario para promover el crecimiento económico dentro de un clima de relativa estabilidad de precios.

Un manejo monetario ordenado debe contemplar necesariamente los dos aspectos, siendo el primero de ellos, el manejo defensivo, una función íntimamente relacionada con la flexibilidad de los instrumentos con que cuenta la autoridad monetaria para absorber, en el muy corto plazo, cambios inesperados y autónomos; mientras el segundo corresponde al diseño mismo de la política monetaria y a la evolución de los agregados monetarios en un horizonte de tiempo más amplio.

En el corto plazo, diversidad de factores tales como fenómenos estacionales, innovaciones financieras, cambios de regulación y movimientos de la tasa de interés, entre otros, pueden modificar la cantidad de recursos monetarios deseados por el público. Por tanto, el control de los agregados monetarios requiere diariamente de acciones compensatorias del Banco Emisor y necesariamente de un seguimiento permanente de su evolución.

El control monetario básicamente consiste en el manejo adecuado de la liquidez primaria (base monetaria) y la regulación de la expansión secundaria que efectúa el sistema financiero, de tal forma que el crecimiento monetario guarde relación con el comportamiento esperado del Producto Interno Bruto (PIB) real y la evolución del Índice de Precios.

Dentro de los componentes del dinero base, efectivo y reserva bancaria (encajes), podemos afirmar que el primero, el

efectivo en poder del público, presenta cambios autónomos, ajustándose a las necesidades o demanda del público. El segundo, la reserva bancaria, es determinada, en parte, por la autoridad monetaria según las necesidades de la economía. Por tanto, las acciones de la autoridad monetaria sobre la liquidez primaria, están encaminadas a proveer una mayor o menor disponibilidad (oferta) de reservas monetarias para el sistema bancario, al tiempo que controla la multiplicación de las mismas a través de la determinación de los requisitos monetarios de encaje (demanda de reservas).

En el caso colombiano, dado el tamaño mismo de nuestra economía, existe una altísima vulnerabilidad a factores que afectan tanto la oferta como la demanda de dinero. Entre otros, los más conocidos son: las variaciones relacionadas con las necesidades del público por efectivo, los patrones de ingreso y pago de la Tesorería General de la Nación y el efecto monetario de los resultados cambiarios. En consecuencia, el manejo monetario requiere del uso intensivo de operaciones "compensatorias", dentro de las cuales tienen un papel preponderante las operaciones de mercado abierto, a fin de hacer compatible el crecimiento de los agregados monetarios con los objetivos de crecimiento económico, fiscales y de balanza de pagos. Gracias a la participación del Banco de la República en el mercado de dinero, a través de las denominadas operaciones de mercado abierto (OMA), este mecanismo ha adquirido gran importancia como herramienta de control.

III. Evolución de los agregados monetarios

Tradicionalmente en Colombia, tanto los medios de pago como el dinero base, registran un comportamiento variable

a lo largo de un año (estacional) caracterizado por: 1) una contracción importante durante los primeros meses del año, 2) una relativa estabilidad en los meses intermedios y, 3) una marcada aceleración a fin de año. Esto en respuesta a lo estacional de la actividad económica y especialmente del desarrollo del comercio, incluyendo la adquisición de la cosecha cafetera y las operaciones de la Tesorería.

En el Gráfico 1 se observa cómo la contracción de los medios de pago, durante el primer semestre del año, alcanzó en el período 1983-1985 un promedio de -4.5%, mientras que en 1986 se observó un crecimiento de 1.8%, y en el presente año, uno de 5.7%. Así, al finalizar el mes de junio, los medios de pago se sitúan en \$ 833.176 millones y crecen a una tasa anual del 27.4%.

Variaciones en el patrón estacional necesariamente implican cambios en las tasas de crecimiento. Así, una evolución de las variables monetarias hacia una estacionalidad menos marcada, determinan una aceleración en el crecimiento promedio a lo largo del período, aunque no necesariamente al final del mismo, tal y como sucedió durante 1986. Si bien, el comportamiento reciente de los medios de pago puede significar una evolución más estable de los agregados monetarios a lo largo del año, existen presiones expansionistas considerables sobre el dinero base. Por consiguiente, se debe estar alerta para prevenir una aceleración en el crecimiento de los agregados monetarios, a fin de evitar la intensificación de las presiones inflacionarias.

Un análisis detallado de las principales fuentes de variación se presenta a continuación:

1. Base monetaria

La base monetaria al finalizar junio asciende a \$ 524.957 millones con una

reducción de \$ 3.677 millones, -0.7%, respecto del saldo de finales de 1986, y un crecimiento anual del 38.1%. La evolución del primer semestre es resultado de factores de carácter estacional, así como de situaciones particulares del presente año.

i. Elementos expansionistas

En el período enero-junio de este año, como principales factores expansionistas debemos señalar: 1) el crédito neto al Gobierno Central, 2) la reducción en las disponibilidades del Fondo Nacional del Café (FNC), 3) la monetización de empréstitos externos desembolsados durante 1986 y, 4) la utilización del mecanismo FODEX para el servicio de la deuda externa. Como resultado de estos factores el crédito neto al sector público consolidado avanza \$ 117.139 millones, que equivale a un crecimiento del 22.2% de la base al finalizar 1986.

El Gobierno Nacional-Tesorería genera una expansión de \$ 49.305 millones en el mencionado período, principalmente por la reducción estacional en sus disponibilidades en el Emisor. Durante 1986, en virtud del Acuerdo Cafetero, el Fondo Nacional del Café, FNC, esterilizó parte importante del superávit de dicho año. En la actualidad ha monetizado \$ 17.176 millones trasladando dichos recursos al gobierno en cumplimiento del Acuerdo. Es de esperarse un efecto expansionista adicional en lo que resta del año para atender necesidades de liquidez.

En cuanto a la monetización de empréstitos externos, desembolsados durante 1986, ésta alcanza US\$ 136.2 millones que, valorados en pesos a la tasa de cambio promedio del período enero-junio, equivalen a \$ 31.484 millones. Este efecto corresponde casi en su totalidad a utilizations del crédito JUMBO del año pasado así: US\$ 35.0 millones a ECOPE-TROL, US\$ 90.9 millones a CARBOCOL

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 1

Variables monetarias

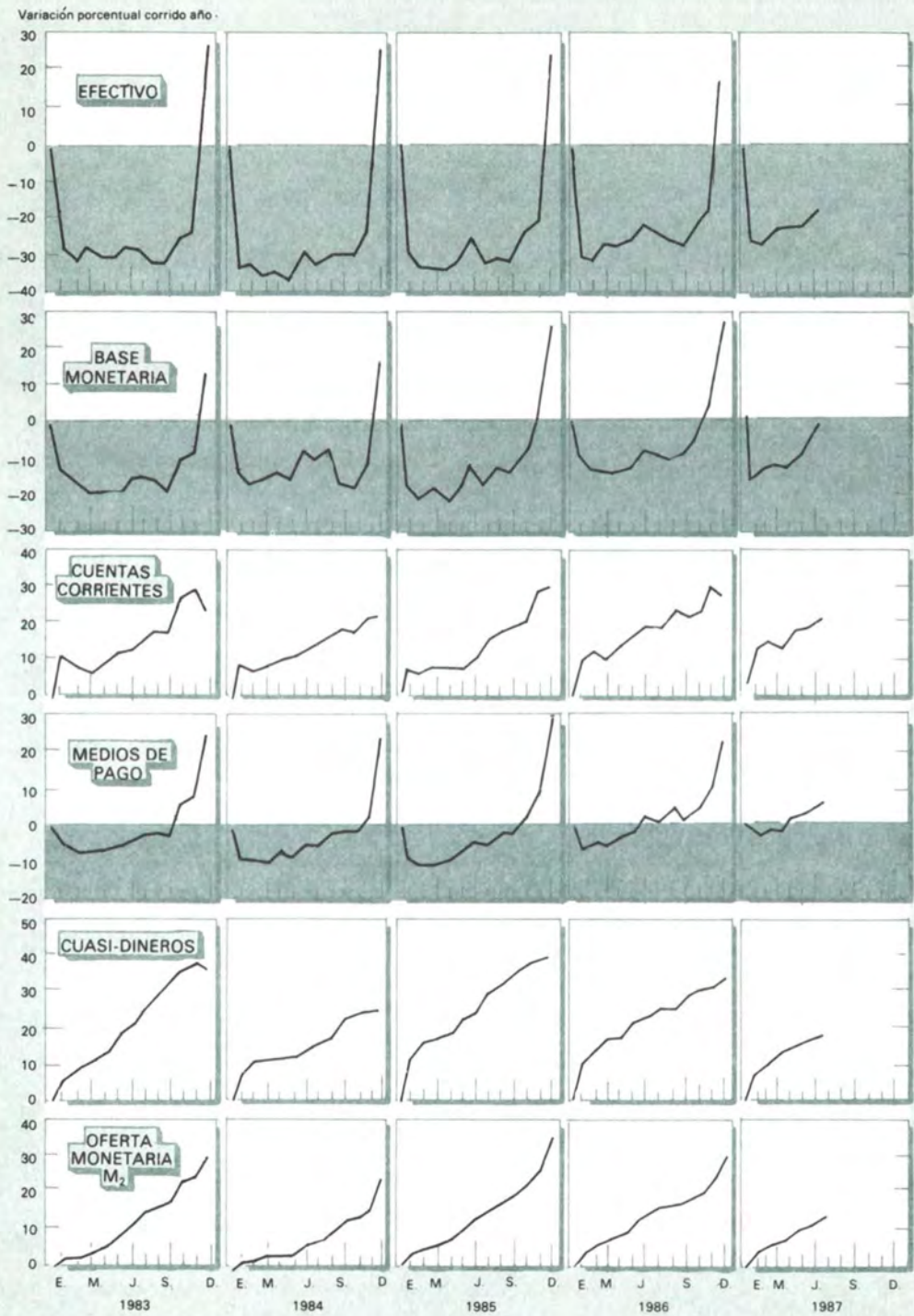
Variación porcentual corrido año

(Millones de pesos)

| Meses | Efectivo | Var % corrido año | Reserva bancaria | Var % corrido año | Base mone- taria | Var % corrido año | Cuentas corrientes | Var % corrido año | Medios de pago | Var % corrido año | Cuesi- dineros | Var % corrido año | Oferta Mone- taria ampliada | Var % corrido año |
|----------------|----------|-------------------------|---------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|-------------------------|-------------------|-------------------------|--------------------------------------|-------------------------|
| 1982-Diciembre | 129.094 | 28.40 | 114.664 | — | 243.758 | 17.70 | 196.605 | 23.50 | 325.699 | 25.40 | 417.650 | 24.00 | 743.349 | 24.60 |
| 1983-Enero | 91.538 | -29.09 | 117.950 | -18.47 | 209.488 | -14.06 | 218.945 | 11.36 | 310.483 | -4.67 | 444.616 | 6.46 | 755.099 | 1.58 |
| Febrero | 88.752 | -31.25 | 115.402 | -20.23 | 204.154 | -16.25 | 211.037 | 7.34 | 299.789 | -7.96 | 455.068 | 8.96 | 754.857 | 1.55 |
| Marzo | 92.377 | -28.44 | 103.073 | -28.75 | 195.450 | -19.82 | 207.657 | 5.62 | 300.034 | -7.88 | 461.626 | 10.53 | 761.660 | 2.46 |
| Abril | 88.680 | -31.31 | 108.556 | -24.96 | 197.236 | -19.09 | 214.491 | 9.10 | 303.171 | -6.92 | 472.066 | 13.03 | 775.237 | 4.29 |
| Mayo | 88.285 | -31.61 | 108.523 | -24.98 | 196.808 | -19.26 | 218.752 | 11.26 | 307.037 | -5.73 | 492.585 | 17.94 | 799.622 | 7.57 |
| Junio | 93.222 | -27.79 | 112.257 | -22.40 | 205.479 | -15.70 | 221.230 | 12.53 | 314.452 | -3.45 | 503.421 | 20.54 | 817.874 | 10.03 |
| Julio | 91.376 | -29.22 | 114.852 | -20.61 | 206.228 | -15.40 | 226.088 | 15.00 | 317.465 | -2.53 | 521.958 | 24.97 | 839.423 | 12.92 |
| Agosto | 87.708 | -32.06 | 116.727 | -19.31 | 204.435 | -16.13 | 230.443 | 17.21 | 318.151 | -2.32 | 539.816 | 29.25 | 857.967 | 15.42 |
| Septiembre | 87.370 | -32.32 | 111.756 | -22.75 | 199.126 | -18.31 | 229.556 | 16.76 | 316.926 | -2.69 | 549.993 | 31.69 | 866.919 | 16.62 |
| Octubre | 95.322 | -26.16 | 123.858 | -14.38 | 219.180 | -10.08 | 248.915 | 26.61 | 344.237 | 5.69 | 564.439 | 35.15 | 908.676 | 22.24 |
| Noviembre | 97.636 | -24.37 | 124.275 | -14.09 | 221.911 | -8.96 | 253.074 | 28.72 | 350.710 | 7.68 | 571.069 | 36.73 | 921.779 | 24.00 |
| Diciembre | 165.915 | 28.52 | 110.813 | -23.40 | 276.728 | 13.53 | 240.256 | 22.20 | 406.170 | 24.71 | 559.109 | 33.87 | 965.280 | 29.86 |
| 1984-Enero | 109.290 | -34.13 | 130.609 | 17.86 | 239.899 | -13.31 | 263.101 | 9.51 | 372.392 | -8.32 | 602.572 | 7.77 | 974.963 | 1.00 |
| Febrero | 111.245 | -32.95 | 120.774 | 8.99 | 232.019 | -16.16 | 256.569 | 6.79 | 367.815 | -9.44 | 615.495 | 10.08 | 983.310 | 1.87 |
| Marzo | 106.141 | -36.03 | 126.822 | 14.45 | 232.963 | -15.82 | 259.404 | 7.97 | 365.545 | -10.00 | 622.706 | 11.37 | 988.251 | 2.38 |
| Abril | 108.472 | -34.62 | 132.985 | 20.01 | 241.457 | -12.75 | 264.252 | 9.99 | 372.724 | -8.23 | 624.187 | 11.64 | 996.912 | 3.28 |
| Mayo | 104.807 | -36.83 | 127.930 | 15.45 | 232.737 | -15.90 | 264.315 | 10.01 | 369.122 | -9.12 | 624.654 | 11.72 | 993.777 | 2.95 |
| Junio | 119.758 | -27.82 | 132.432 | 19.51 | 252.190 | -8.87 | 267.908 | 11.51 | 387.666 | -4.56 | 636.648 | 13.87 | 1.024.313 | 6.12 |
| Julio | 112.445 | -32.23 | 136.365 | 23.06 | 248.810 | -10.09 | 272.944 | 13.61 | 385.389 | -5.12 | 647.515 | 15.81 | 1.032.904 | 7.01 |
| Agosto | 116.154 | -29.99 | 136.383 | 23.07 | 252.537 | -8.74 | 279.010 | 16.13 | 395.165 | -2.71 | 658.764 | 17.82 | 1.053.928 | 9.18 |
| Septiembre | 116.777 | -29.62 | 113.724 | 2.63 | 230.501 | -16.70 | 282.401 | 17.54 | 399.178 | -1.72 | 681.815 | 21.95 | 1.080.992 | 11.99 |
| Octubre | 116.177 | -29.98 | 110.815 | 0.00 | 226.992 | -17.97 | 281.863 | 17.32 | 396.039 | -2.00 | 693.298 | 24.00 | 1.092.337 | 13.16 |
| Noviembre | 129.610 | -21.88 | 112.648 | 1.66 | 242.258 | -12.46 | 288.487 | 20.07 | 418.096 | 2.94 | 696.773 | 24.62 | 1.114.869 | 15.50 |
| Diciembre | 209.119 | 26.04 | 118.344 | 6.80 | 327.463 | 18.33 | 291.996 | 21.54 | 501.115 | 23.38 | 698.080 | 24.86 | 1.199.195 | 24.23 |
| 1985-Enero | 147.599 | -29.42 | 123.311 | 4.20 | 270.910 | -17.27 | 309.415 | 5.97 | 457.014 | -8.80 | 772.788 | 10.70 | 1.229.800 | 2.55 |
| Febrero | 140.766 | -32.69 | 118.077 | -0.23 | 258.843 | -20.96 | 307.281 | 5.23 | 448.047 | -10.59 | 807.266 | 15.64 | 1.255.314 | 4.68 |
| Marzo | 138.632 | -33.71 | 130.803 | 10.53 | 269.435 | -17.72 | 311.193 | 6.57 | 449.824 | -10.24 | 814.216 | 16.64 | 1.264.041 | 5.41 |
| Abril | 138.545 | -33.75 | 119.711 | 1.16 | 258.256 | -21.13 | 312.984 | 7.19 | 451.529 | -9.90 | 827.997 | 18.61 | 1.279.527 | 6.70 |
| Mayo | 146.207 | -30.08 | 123.401 | 4.27 | 269.608 | -17.67 | 312.302 | 6.95 | 458.509 | -8.50 | 844.710 | 21.00 | 1.303.219 | 8.67 |
| Junio | 155.303 | -25.73 | 129.975 | 9.83 | 285.278 | -12.88 | 319.097 | 9.28 | 474.400 | -5.33 | 865.066 | 23.92 | 1.339.466 | 11.70 |
| Julio | 140.834 | -32.65 | 129.442 | 9.38 | 270.276 | -17.46 | 330.100 | 13.05 | 470.933 | -6.02 | 898.780 | 28.75 | 1.369.713 | 14.22 |
| Agosto | 144.862 | -30.73 | 142.135 | 20.10 | 286.997 | -12.36 | 340.191 | 16.51 | 485.053 | -3.21 | 909.298 | 30.26 | 1.394.352 | 16.27 |
| Septiembre | 142.369 | -31.92 | 136.951 | 15.72 | 279.320 | -14.70 | 346.295 | 18.60 | 488.664 | -2.48 | 932.186 | 33.54 | 1.420.849 | 18.48 |
| Octubre | 158.451 | -24.23 | 137.824 | 16.46 | 296.275 | -9.52 | 348.148 | 19.23 | 506.599 | 1.09 | 954.035 | 36.67 | 1.460.634 | 21.80 |
| Noviembre | 165.221 | -20.99 | 160.654 | 35.75 | 325.875 | -0.48 | 373.098 | 27.78 | 538.319 | 7.42 | 963.862 | 38.07 | 1.502.181 | 25.27 |
| Diciembre | 262.789 | 25.66 | 149.416 | 26.26 | 412.205 | 25.88 | 379.395 | 29.93 | 642.184 | 28.15 | 969.804 | 38.92 | 1.611.988 | 34.42 |
| 1986-Enero | 182.518 | -30.55 | 194.414 | 30.12 | 376.932 | -8.56 | 412.587 | 8.75 | 595.106 | -7.33 | 1.060.728 | 9.38 | 1.655.833 | 2.72 |
| Febrero | 179.597 | -31.66 | 178.434 | 19.42 | 358.031 | -13.14 | 425.465 | 12.14 | 605.062 | -5.78 | 1.095.842 | 13.00 | 1.700.904 | 5.52 |
| Marzo | 190.274 | -27.59 | 162.378 | 8.68 | 352.652 | -14.45 | 411.231 | 8.39 | 601.504 | -6.33 | 1.130.624 | 16.58 | 1.732.128 | 7.45 |
| Abril | 188.785 | -28.16 | 164.197 | 9.89 | 352.982 | -14.37 | 428.491 | 12.94 | 617.276 | -3.88 | 1.133.747 | 16.90 | 1.751.024 | 8.63 |
| Mayo | 190.723 | -27.42 | 169.486 | 13.43 | 360.209 | -12.61 | 438.912 | 15.69 | 629.636 | -1.95 | 1.169.332 | 20.57 | 1.798.967 | 11.60 |
| Junio | 205.025 | -21.98 | 175.124 | 17.21 | 380.149 | -7.78 | 448.932 | 18.33 | 653.958 | 1.83 | 1.187.404 | 22.44 | 1.841.362 | 14.23 |
| Julio | 198.867 | -24.32 | 176.901 | 18.39 | 375.768 | -8.84 | 446.337 | 17.64 | 645.204 | 0.47 | 1.214.306 | 25.21 | 1.859.510 | 15.36 |
| Agosto | 194.567 | -25.96 | 176.152 | 17.89 | 370.719 | -10.06 | 467.231 | 23.15 | 661.798 | 3.05 | 1.213.131 | 25.09 | 1.874.929 | 16.31 |
| Septiembre | 189.283 | -27.97 | 181.986 | 21.80 | 371.269 | -9.93 | 458.206 | 20.77 | 647.489 | 0.83 | 1.241.555 | 28.02 | 1.889.045 | 17.19 |
| Octubre | 204.087 | -22.34 | 185.208 | 23.95 | 389.295 | -5.56 | 463.827 | 22.25 | 667.914 | 4.01 | 1.258.564 | 29.78 | 1.926.478 | 19.51 |
| Noviembre | 211.348 | -19.58 | 214.768 | 43.74 | 426.116 | 3.37 | 493.096 | 29.97 | 704.445 | 9.70 | 1.263.157 | 30.25 | 1.967.602 | 22.06 |
| Diciembre | 312.490 | 18.91 | 216.144 | 44.66 | 528.634 | 28.25 | 475.980 | 25.46 | 788.470 | 22.78 | 1.287.714 | 32.78 | 2.076.184 | 28.80 |
| 1987-Enero | 228.100 | -27.01 | 218.173 | 0.94 | 446.273 | -15.58 | 532.809 | 11.94 | 760.909 | -3.50 | 1.364.710 | 5.98 | 2.125.619 | 2.38 |
| Febrero | 225.049 | -27.98 | 236.291 | 9.32 | 461.340 | -12.73 | 540.203 | 13.49 | 765.251 | -2.94 | 1.398.654 | 8.62 | 2.163.905 | 4.23 |
| Marzo | 235.039 | -24.79 | 228.409 | 5.67 | 463.448 | -12.33 | 529.507 | 11.25 | 764.545 | -3.03 | 1.438.419 | 11.70 | 2.202.964 | 6.11 |
| Abril | 239.580 | -23.33 | 218.485 | 1.08 | 458.065 | -13.35 | 555.516 | 16.71 | 795.096 | 0.84 | 1.462.513 | 13.57 | 2.257.809 | 8.74 |
| Mayo | 243.584 | -22.05 | 242.546 | 12.22 | 486.130 | -8.04 | 562.218 | 18.12 | 805.802 | 2.20 | 1.494.842 | 16.08 | 2.300.644 | 10.81 |
| Junio | 256.431 | -17.94 | 268.526 | 24.23 | 524.957 | -0.70 | 576.745 | 21.17 | 833.176 | 5.67 | 1.513.327 | 17.52 | 2.346.502 | 13.02 |

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

GRAFICO 1
Estacionalidad de los agregados monetarios



Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

CUADRO 2

Origen y usos de la Base Monetaria*

(Saldos en millones de \$)

| | Junio 29 1985 | Diciembre 1985 | Junio 28 1986 | Diciembre 1986 | Junio 27 1987 |
|---|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|
| 1. Reservas internacionales netas | 226.129 | 339.438 | 455.087 | 712.867 | 749.896 |
| 2. Crédito doméstico | 59.150 | 72.765 | -74.936 | -184.233 | -224.939 |
| a) Sector público neto | 207.446 | 207.918 | 145.704 | 17.299 | 121.507 |
| b) Sector financiero neto | 22.121 | 56.132 | -30.258 | 92.748 | 30.534 |
| c) Sector privado neto | -101.965 | -103.962 | -128.507 | -194.490 | -230.913 |
| d) Otros activos netos | -22.416 | -29.734 | -56 | -7.358 | -41.602 |
| e) Pasivos externos a mediano y largo plazo | 46.037 | -57.588 | -61.819 | -92.431 | -104.464 |
| 3. Base Monetaria | 285.279 | 412.204 | 380.151 | 528.634 | 524.957 |
| Billetes | 165.489 | 276.426 | 218.802 | 336.337 | 279.030 |
| Depósitos de encaje | 112.512 | 127.643 | 152.497 | 181.675 | 234.319 |
| Moneda de Tesorería | 7.278 | 8.135 | 8.852 | 10.622 | 11.608 |

* Las operaciones en moneda extranjera se contabilizan a la tasa histórica promedio de adquisición de las reservas internacionales para cada período.

Fuente: Banco de la República — DIE.

y US\$ 10.3 millones al Gobierno Central. Finalmente, la utilización temporal de los TREC —Títulos de Regulación del Excedente Cafetero— en la financiación del servicio de la deuda externa de entidades del sector público vía el mecanismo del FODEX generó una expansión del dinero base de \$ 19.174 millones.

Otro factor de crecimiento del dinero base, en lo que va corrido de 1987, lo constituye el mayor valor en pesos de las reservas internacionales, las cuales, a pesar de haber caído en US\$ 163.1 millones en el período analizado, incrementan su valor en \$ 37.029 millones. De mantenerse la evolución reciente de los diferentes rubros cambiarios, es de esperarse un ligero incremento de los activos internacionales del país y por tanto, existe también aquí una fuente importante de crecimiento del dinero base.

ii. Elementos contraccionistas

La evolución de la base monetaria, en lo que va corrido del año, permite identificar

CUADRO 3

Principales factores expansionistas del dinero base durante el primer semestre de 1987

(Millones de pesos y porcentajes)

| | Variación absoluta | Variación relativa como porcentaje de la base monetaria en diciembre de 1986 |
|---|-----------------------|--|
| I. Reservas internacionales | 37.029 | 7.0 |
| II. Crédito neto al sector público | 104.208 | 19.7 |
| A. Gobierno Nacional Tesorería (1) | 49.305 | 9.3 |
| B. Disponibilidades FNC | 17.176 | 3.2 |
| C. Monetización créditos externos (Desembolsados con anterioridad a diciembre 31 de 1986) | 31.484 | 6.0 |
| D. Crédito FODEX | 19.174 | 3.6 |
| E. Otras Operaciones (2) | -12.931 | -2.4 |

(1) No incluye la monetización de empréstitos externos en cabeza del Gobierno Central por US\$ 10.3 millones.

(2) Incluye Casa de Moneda, deudores y acreedores sector público.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.

los siguientes factores contraccionistas: 1) el crédito neto del Banco de la República al FAVI, 2) el incremento de los depósitos previos de giro, 3) el crédito neto de los fondos financieros administrados por el Banco de la República y, 4) las operaciones de mercado abierto (OMA).

Si bien, el efecto contraccionista de los factores mencionados es importante, \$ 128.011 millones, debemos llamar la atención sobre su carácter eminentemente transitorio. En efecto, solamente la evolución de los depósitos previos de giro y las operaciones con títulos del Banco de la República de más largo plazo pueden calificarse de estables. Los demás sectores están ligados a excesos temporales de liquidez del sistema financiero, así como a la irrigación estacional del crédito agropecuario.

La contracción monetaria a través del crédito neto del Banco de la República al FAVI durante los primeros seis meses del año (—\$ 75.392 millones) tiene tres grandes componentes: la cancelación total de los créditos estacionales, que por baja de depósitos solicitan las corporaciones a fin de cada año, los cuales alcanzaron \$ 34.742 millones en diciembre último; el incremento en el saldo de los títulos de encaje, que en la actualidad ascienden a \$ 21.850 millones con un crecimiento del 17.6% en lo corrido de este año, y la inversión en títulos de excesos de liquidez, cuyo saldo al finalizar junio era de \$ 36.880 millones. La esterilización de recursos a través del FAVI resulta, de un lado, marcadamente estacional y, de otro, sumamente volátil como puede observarse en el Gráfico 2 que muestra la evolución diaria de sus saldos netos. Vale la pena llamar la atención sobre la conveniencia de propender por condiciones financieras más uniformes entre los excesos de liquidez de las distintas entidades financieras, con el ánimo de atenuar las sustituciones entre éstas, que dificulten la interpretación de los resultados monetarios.

Los depósitos previos avanzan durante el primer semestre \$ 17.549 millones para situarse en un saldo de \$ 79.030. Estos depósitos presentan una evolución “pasiva” en términos de las autoridades monetarias, ya que su constitución depende del ritmo de giros externos. En lo que resta del año se espera una contracción adicional a la del primer semestre.

Por su parte, el crédito neto a los fondos financieros es contraccionista en \$ 8.523 millones, básicamente, como resultado de la estacionalidad de las necesidades financieras del sector agropecuario, en especial las relacionadas con cultivos de ciclo semianual. Su saldo deberá llegar a los niveles presupuestados, de tal forma que su efecto monetario en el año sea neutro.

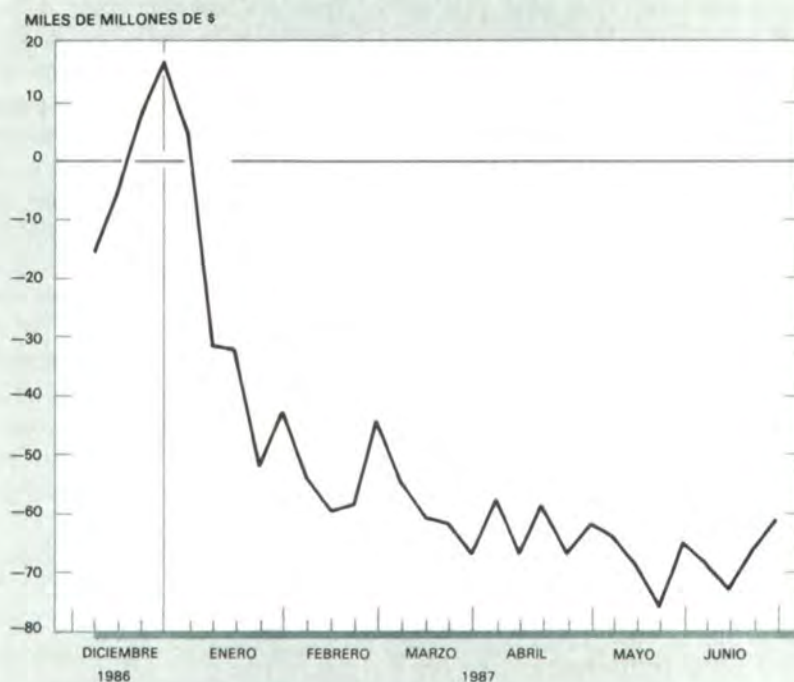
En la actualidad, el Banco de la República cumple con la función compensatoria de regulación monetaria a través de

CUADRO 4
Principales factores contraccionistas de la base monetaria durante el primer semestre de 1987
(Millones de pesos y porcentajes)

| | Variación absoluta | Variación relativa como porcentaje de la base monetaria al finalizar dic. de 1986 |
|-----------------------------|--------------------|---|
| I. Cambios autónomos | | |
| Crédito neto FAVI | —75.392 | —14.3 |
| Financiación FAVI | —34.742 | —6.6 |
| Títulos de encaje (1) | 3.770 | —0.7 |
| Títulos excesos de liquidez | 36.880 | —7.0 |
| Crédito neto fondos | | |
| financieros | —8.523 | —1.6 |
| Crédito bruto | 9.646 | 1.8 |
| Disponibilidades | 18.169 | —3.4 |
| Depósitos previos | 17.549 | 3.3 |
| Operaciones mercado abierto | 26.644 | 5.0 |

(1) Incluye \$ 505 millones en títulos sustitutos de cartera (DIE-1325/83). Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.

GRAFICO 2
Crédito neto — FAVI⁽¹⁾
 (SALDOS EN VIERNES)



(1) Crédito neto = Financiación del Banco de la República a los CAV — (Títulos de Encaje + Títulos de exceso de Liquidez).
 FUENTE: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

operaciones de mercado abierto realizadas mediante los títulos de participación y los títulos canjeables por certificados de cambio. Sus características fueron expuestas ampliamente en las Notas del mes de septiembre de 1986.

Las operaciones de mercado abierto persiguen dos objetivos, a saber: 1) la esterilización de excesos temporales de liquidez del sistema financiero en títulos de muy corta maduración —básicamente títulos a 7 y 15 días— y, 2) la congelación de recursos en el resto de la economía vía la emisión de títulos a mayores plazos, principalmente 90 y 180 días.

Los títulos de muy corto plazo cumplen el propósito de estabilizar la reserva bancaria, permitiendo un manejo adecuado de la liquidez primaria de la banca. Con ello se logra una evolución ordenada en la generación de crédito sin costos financieros para el sistema. De otra parte, los títulos de mayor plazo dan más estabilidad a la regulación del mercado monetario y de ahí la importancia que el Banco le ha venido dando al desarrollo de estas operaciones. De estos últimos, la captación vía títulos de participación de seis meses fue recientemente introducida al mercado con resultados muy satisfactorios. En efecto, durante mayo y junio se

CUADRO 5

Títulos del Banco de la República
Operaciones de mercado abierto (OMA)
(Saldos en millones de pesos)

| | Diciembre 1986 | Junio 1987 |
|--|-------------------|----------------|
| Títulos canjeables (Res. de la J.M. 66/86) | 70.829 | 70.102 |
| A 90 días | 13.971 | 8.903 |
| A 180 días | 56.858 | 61.199 |
| Títulos de participación (1) | 54.782 | 82.153 |
| Instituciones financieras | 12.282 | 6.398 |
| Libres | 4.747 | 3.923 |
| Inducidos | 7.535 | 2.475 |
| Particulares | 2.954 | 35.034 |
| A 90 días | 2.825 | 3.587 |
| A 180 días | —0— | 31.447 |
| Otros plazos | 129 | —0— |
| Otras entidades | 39.546 | 40.721 |
| Inducidos | 29.181 | 25.152 |
| (A 90 y 180 días) | (23.362) | (19.711) |
| Libres | 10.365 | 15.572 |
| (A 90 y 180 días) | (4.065) | (15.072) |
| Total | 125.611 | 152.255 |
| Participación títulos de libre colocación | 70.8% | 81.9% |

(1) No incluye inversiones de FEDERACAFE. Fuente: Banco de la República — DIE.

colocaron títulos de participación a seis meses por valor de \$ 37.597 millones.

A manera de ilustración del esfuerzo por inducir las colocaciones de títulos a los mayores plazos autorizados, podemos mencionar que al finalizar junio, del saldo en circulación de títulos canjeables (\$ 70.102 millones), el 87.3% correspondía a títulos expedidos a 6 meses, mientras a finales de 1986 su participación era de sólo un 80.3%. De otra parte, en los títulos de participación en junio 30, según se observa en el Cuadro 5, los títulos de 90 y 180 días (\$ 69.817 millones) representan el 85% del saldo total en circulación (\$ 82.153 millones) mientras en diciembre pasado su participación era de sólo

55.2%. De igual forma, merece destacarse la evolución de la colocación libre de títulos en el mercado, la cual avanza de 71% al finalizar 1986 hasta un 82% al cierre del primer semestre.

Hay que destacar las ventajas de este mecanismo. De una parte, durante el presente año logra esterilizar \$ 26.644 millones, el 5.0% de la base monetaria al finalizar 1986. Además su saldo en circulación \$ 152.255 millones representa 7.4% del mercado financiero. Asimismo, la colocación de estos papeles en cuantías apreciables se ha logrado sin presionar al alza las tasas de interés del mercado, a la vez que al incrementarse las opciones de inversión se contribuye a incrementar el ahorro financiero y a darle una mayor profundidad al mercado de capitales.

Las consideraciones en torno a los principales factores contraccionistas, así como las necesidades de un mayor fortalecimiento del sistema financiero y la posible monetización de saldos por utilizar de empréstitos externos en el sector oficial, claramente implican la existencia de potenciales expansionistas de los agregados monetarios, los cuales demandan al igual que en el pasado reciente, una estrecha coordinación con la política fiscal y la irrigación de crédito a la economía.

En resumen, determinantes importantes del dinero base apuntan a la expansión del mismo, particularmente la financiación primaria al sector público, así como el crecimiento de la base derivado de las operaciones del FODEX. Por tanto, las autoridades deberán adoptar acciones compensatorias al interior de dicho sector que complementen el ingente esfuerzo que se viene adelantando vía las operaciones de mercado abierto. Medidas contraccionistas adicionales en otros frentes tendrían inconvenientes al restarle al sector privado posibilidades de financiamiento. Debemos enfatizar la importancia de neutralizar en forma oportuna

tuna los excesos de oferta monetaria, lo que facilita el control de la inflación y el sostenimiento del nivel actual de activos internacionales.

2. Multiplicador monetario

Ya hemos mencionado la expansión secundaria del dinero como uno de los determinantes fundamentales de la oferta de dinero. En su concepción más tradicional es lo que se conoce como el multiplicador monetario, que corresponde a la relación medios de pago/base monetaria y explica el número de veces que el sistema bancario multiplica, vía generación de crédito, el dinero primario. Así mismo, este coeficiente puede expresarse en función de sus determinantes ⁽¹⁾, la preferencia del público por efectivo (coeficiente "e" ⁽²⁾) y la reserva bancaria promedio (coeficiente de reserva "r" ⁽³⁾).

En junio 30 el multiplicador monetario se sitúa en 1.587, lo que significa una reducción anual de 7.7% y un crecimiento en lo que va corrido del año de 6.4%.

Al igual que los medios de pago, el multiplicador monetario presenta una estacionalidad, básicamente, determinada por los cambios en la preferencia del público por efectivo (Véase Gráfico 3). Así, durante las primeras semanas del año el multiplicador crece en forma importante, al reducirse la cantidad de efectivo demandada por la economía. A lo largo del año se observa una relativa estabilidad, con una considerable reducción en las últimas semanas, cuando la preferencia por efectivo crece marcadamente.

La reserva bancaria corresponde fundamentalmente a los requisitos monetarios de encaje que establecen las autoridades. Así, en la medida que no se introduzcan cambios en los niveles de encajes requeridos, es de esperarse que este coeficiente sea estable. Sin embargo, como

bien puede observarse en el Cuadro 6, el coeficiente presenta cambios significativos, aun en ausencia de modificaciones a los requisitos legales.

La existencia de encajes diferenciales sobre las distintas clases de depósitos determina qué cambios en la composición del portafolio pasivo del sistema financiero induzca modificaciones en el nivel del coeficiente de reserva. Esto debe verse más como un fenómeno de tendencia en el largo plazo, paralelo al desarrollo del sistema financiero, que como un cambio inesperado en el muy corto plazo de las preferencias por los diferentes activos financieros y por lo tanto, no debe explicar variaciones frecuentes del mencionado coeficiente.

El traslado estacional de depósitos al Banco de la República, producto de la recolección de impuestos a través del sistema bancario, sí introduce alteraciones de alguna consideración en el coeficiente de reserva. En razón a que los bancos deben efectuar dichos traslados los días 5 y 20 de cada mes, se producen cambios acentuados en la liquidez del sistema que sería conveniente evitar repartiéndolos en el tiempo.

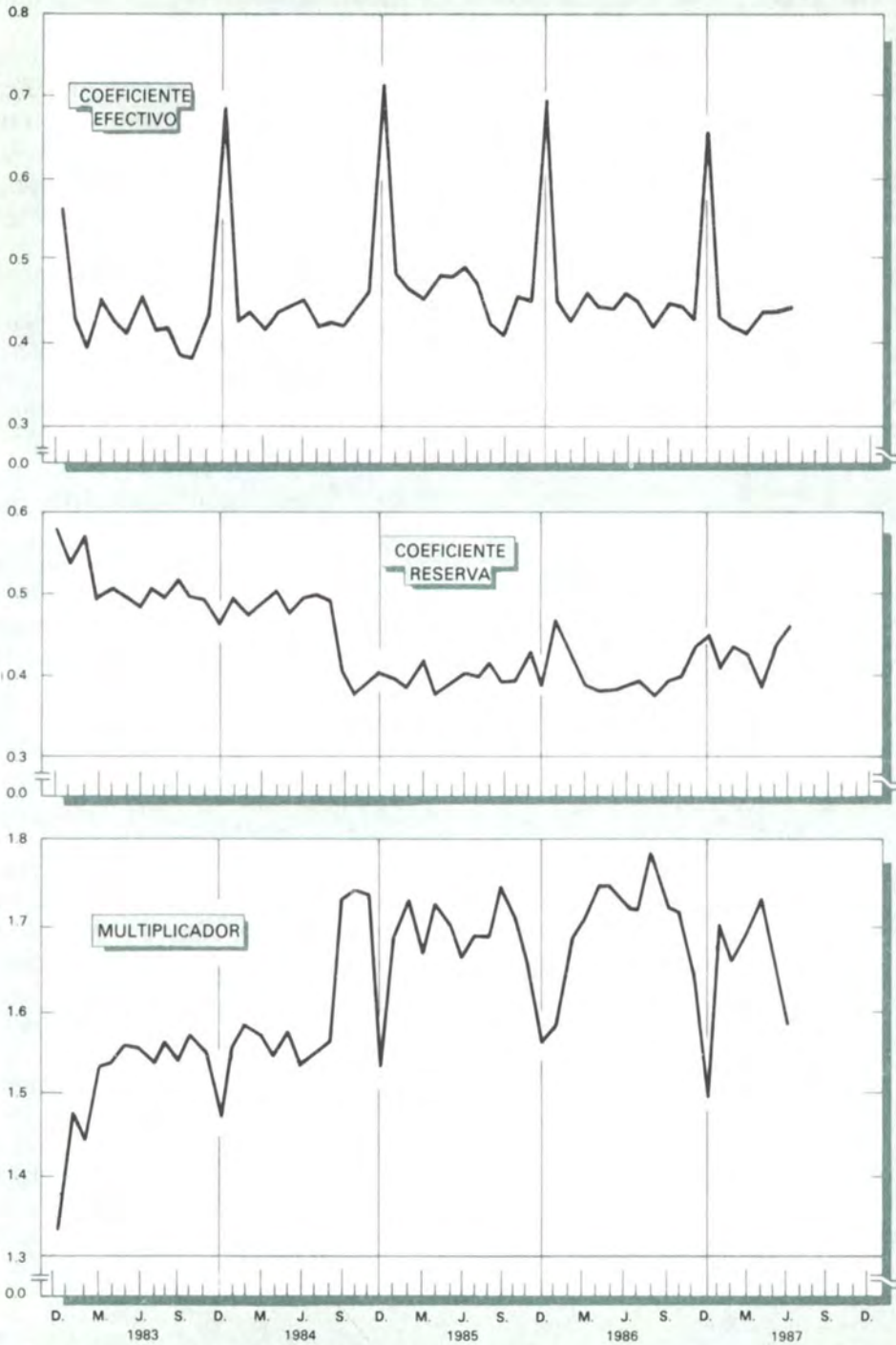
Además, la forma de cómputo actual del encaje en función de un promedio diario durante la semana también puede introducir oscilaciones, algunas veces significativas, del coeficiente de reserva, aun sin cambios en los requisitos legales de encaje. Con el propósito de facilitar el manejo monetario sería conveniente garantizar una mayor estabilidad de dicho

$$(1) m = \frac{I + e}{e + r}$$

$$(2) e = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Dep. Cta. Cte.}}$$

$$(3) r = \frac{\text{Reserva bancaria}}{\text{Dep. Cta. Cte.}}$$

GRAFICO 3
Multiplicador monetario y sus determinantes



FUENTE: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

coeficiente. Por lo tanto, una revisión en el sistema de cómputo del encaje, tendiente a implantar un sistema de promedios móviles tanto para el encaje requerido como para el computable, o aumentando el período de cómputo y haciendo más onerosas las oscilaciones extremas, contribuiría a ese propósito. En todo caso se debe propender por un sistema tal que consulte tanto la flexibilidad necesaria para un adecuado manejo de tesorería de la banca, como una mayor estabilidad del coeficiente de reserva bancaria.

Al finalizar el primer semestre, el coeficiente "e" de preferencia por la liquidez se sitúa en 0.45, el cual responde claramente a la demanda estacional del público por efectivo.

Por su parte, el coeficiente "r" asciende a 0.463, con un crecimiento anual del 19.3% producto de las modificaciones a los requisitos de encaje introducidas, tanto durante 1986 como las recientemente adoptadas (1).

Nótese que estas últimas tienen un carácter eminentemente compensatorio de la canalización de recursos primarios para el fortalecimiento del mismo sector financiero.

3. La oferta monetaria ampliada

El desarrollo del sistema financiero ha permitido la creación de activos financieros de muy alta liquidez y por tanto, de gran sustituibilidad por los medios de pago. La importancia relativa de los cuasidinereros frente al Producto Interno Bruto (PIB) ha venido creciendo rápidamente desde los años 1970. En efecto, al finalizar 1986 la relación estimada (M_2/PIB) ascendía al 32.4% mientras que en 1970 era sólo del 19%. Su mayor peso relativo dentro del ahorro financiero, así como la alta liquidez de algunos de sus componentes, aconsejan examinar lo que se denomina "la oferta monetaria ampliada" en razón a la alta sustituibilidad entre estos y los medios de pago. Adicionalmente, la aparición de innovaciones financieras se traduce en la ampliación de la capacidad crediticia del sistema financiero. Esto lo ilustra claramente la evolución de la relación cartera a medios de pago (Véase Cuadro 8).

CUADRO 8
Reserva bancaria
(Encaje)

| Fin de: | Coeficiente de reserva | | (1)/(2) |
|------------------|------------------------|--------------|---------|
| | Observado (1) | Esperado (2) | |
| 1982 Marzo | 0.67 | 0.64 | 1.05 |
| Junio | 0.65 | 0.64 | 1.02 |
| Septiembre | 0.60 | 0.63 | 0.95 |
| Diciembre | 0.59 | 0.63 | 0.94 |
| 1983 Marzo | 0.55 | 0.56 | 0.98 |
| Junio | 0.50 | 0.50 | 1.00 |
| Septiembre | 0.48 | 0.49 | 0.98 |
| Diciembre | 0.46 | 0.51 | 0.91 |
| 1984 Marzo | 0.49 | 0.48 | 1.02 |
| Junio | 0.49 | 0.48 | 1.02 |
| Septiembre | 0.40 | 0.39 | 1.03 |
| Diciembre | 0.40 | 0.41 | 0.98 |
| 1985 Marzo | 0.42 | 0.39 | 1.08 |
| Junio | 0.41 | 0.39 | 1.05 |
| Septiembre | 0.39 | 0.38 | 1.03 |
| Diciembre | 0.39 | 0.41 | 0.95 |
| 1986 Marzo | 0.39 | 0.39 | 1.00 |
| Junio | 0.39 | 0.39 | 1.00 |
| Septiembre | 0.40 | 0.38 | 1.05 |
| Diciembre | 0.45 | 0.46 | 0.98 |
| 1987 Marzo | 0.42 | 0.41 | 1.02 |
| Junio | 0.46 | 0.45 | 1.02 |

(1) Reserva bancaria dividido por depósitos en cuenta corriente.
(2) Reserva bancaria menos posición de encaje dividido por depósitos en cuenta corriente.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

(1) Elevación del encaje sobre depósitos en bancos de entidades oficiales del 65 al 80% y de un punto sobre las exigibilidades a la vista y antes de 30 días del sistema bancario (Res. 33 de 1987 de la Junta Monetaria).

GRAFICO 4

Oferta Monetaria Ampliada y Cuasidineros

MILES DE MILLONES DE \$

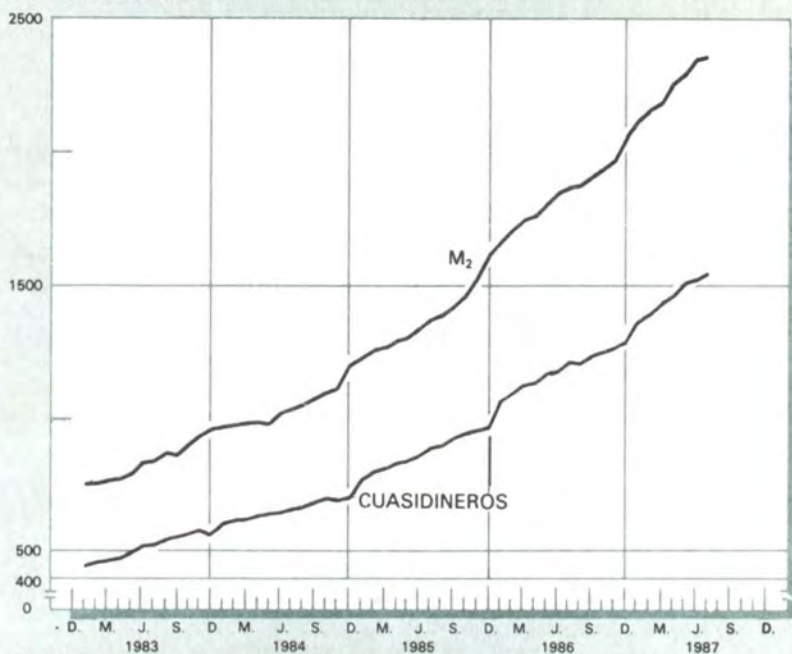
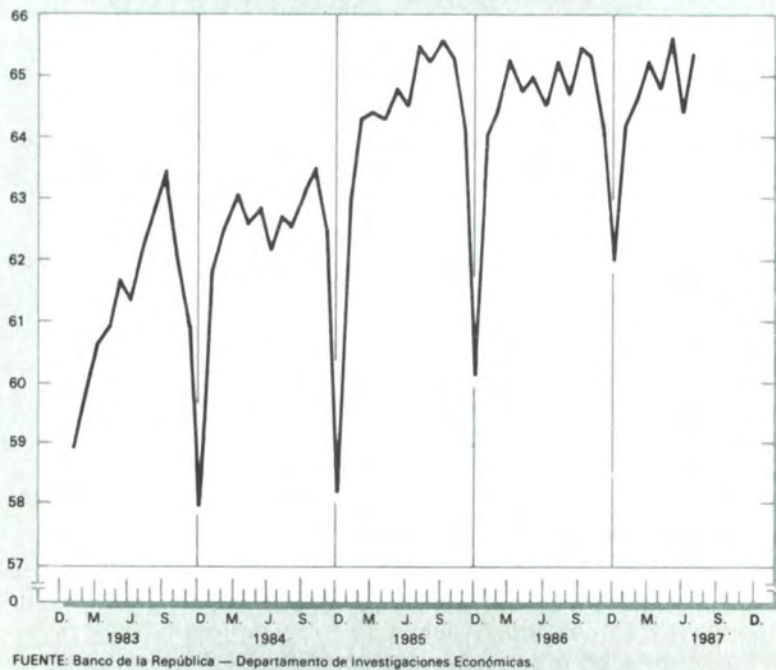


GRAFICO 4

Participación de los Cuasidineros en M_2



Esta situación refuerza la importancia de seguir y controlar no solamente la oferta monetaria tradicional sino también agregados monetarios más amplios. De ahí que comentemos la evolución de la oferta monetaria ampliada, M_2 , que incluye además de los medios de pago, los depósitos de ahorro ordinarios, los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda y los certificados de depósito a término de bancos y corporaciones financieras.

Al finalizar junio, M_2 alcanza un saldo de \$ 2.346.502 millones con un crecimiento anual del 27.4%, similar al registrado al finalizar 1986, aunque sensiblemente inferior al de igual mes del año anterior (37.5%).

Contrario a lo observado en los agregados monetarios tradicionales —base monetaria y M_1 — el crecimiento de M_2 a lo largo del año resulta mucho más estable (Véase Gráfico 1). Su saldo no registra los marcados cambios estacionales de M_1 , pero sí una aceleración a fin de año. La simple observación de la composición de M_2 entre M_1 y los otros activos financieros, demuestra mayor participación de los cuasidineros dentro de una tendencia de largo plazo. Ello indica que los cambios estacionales de la demanda por medios de pago son, en alguna medida, atendidos vía variaciones compensatorias de los cuasidineros. Esta sustituibilidad determina una mayor volatilidad en la evolución de los medios de pago. De allí la importancia de vigilar otros agregados monetarios, así como el desarrollo del crédito financiero.

IV. La generación de crédito y las tasas de interés

Como lo manifestamos al comienzo de estas Notas, la adecuada irrigación de crédito a los diferentes sectores de la eco-

CUADRO 7

Oferta monetaria ampliada y cuasidineros

(Millones de pesos)

| Fin de: | Cuasi- dineros (1) | M2 (2) | Part. % (1)/(2) |
|--------------------|--------------------------|-----------|--------------------|
| 1982 Diciembre ... | 417.650 | 743.349 | 56 18 |
| 1983 Enero | 444.616 | 755.099 | 58 88 |
| Febrero | 451.921 | 755.231 | 59 84 |
| Marzo | 461.626 | 761.660 | 60 61 |
| Abril | 472.066 | 775.237 | 60 89 |
| Mayo | 492.585 | 799.623 | 61 60 |
| Junio | 509.867 | 830.703 | 61 38 |
| Julio | 521.958 | 839.423 | 62 18 |
| Agosto | 544.788 | 868.412 | 62 73 |
| Septiembre ... | 549.993 | 866.919 | 63 44 |
| Octubre | 564.439 | 908.676 | 62 12 |
| Noviembre ... | 566.954 | 930.485 | 60 93 |
| Diciembre ... | 559.109 | 965.280 | 57 92 |
| 1984 Enero | 602.572 | 974.963 | 61 80 |
| Febrero | 615.495 | 983.310 | 62 59 |
| Marzo | 622.706 | 988.251 | 63 01 |
| Abril | 624.187 | 996.912 | 62 61 |
| Mayo | 624.801 | 995.272 | 62 78 |
| Junio | 636.648 | 1.024.314 | 62 15 |
| Julio | 647.515 | 1.032.904 | 62 69 |
| Agosto | 658.764 | 1.053.928 | 62 51 |
| Septiembre ... | 681.815 | 1.080.992 | 63 07 |
| Octubre | 698.290 | 1.099.732 | 63 50 |
| Noviembre ... | 696.773 | 1.114.870 | 62 50 |
| Diciembre ... | 698.080 | 1.199.195 | 58 21 |
| 1985 Enero | 772.786 | 1.229.800 | 62 84 |
| Febrero | 807.266 | 1.255.314 | 64 31 |
| Marzo | 814.216 | 1.264.041 | 64 41 |
| Abril | 828.978 | 1.289.897 | 64 27 |
| Mayo | 844.710 | 1.303.219 | 64 82 |
| Junio | 865.066 | 1.339.466 | 64 58 |
| Julio | 897.542 | 1.370.830 | 65 47 |
| Agosto | 909.298 | 1.394.352 | 65 21 |
| Septiembre ... | 932.186 | 1.420.850 | 65 61 |
| Octubre | 954.035 | 1.460.634 | 65 32 |
| Noviembre ... | 963.862 | 1.502.181 | 64 16 |
| Diciembre ... | 969.804 | 1.611.988 | 60 16 |
| 1986 Enero | 1.060.728 | 1.655.833 | 64 06 |
| Febrero | 1.095.842 | 1.700.904 | 64 43 |
| Marzo | 1.130.624 | 1.732.128 | 65 27 |
| Abril | 1.133.747 | 1.751.024 | 64 75 |
| Mayo | 1.169.332 | 1.798.967 | 65 00 |
| Junio | 1.187.404 | 1.841.362 | 64 49 |
| Julio | 1.214.306 | 1.859.510 | 65 30 |
| Agosto | 1.213.131 | 1.874.929 | 64 70 |
| Septiembre ... | 1.243.735 | 1.899.838 | 65 47 |
| Octubre | 1.258.564 | 1.926.478 | 65 33 |
| Noviembre ... | 1.263.157 | 1.967.602 | 64 20 |
| Diciembre ... | 1.287.714 | 2.076.184 | 62 02 |
| 1987 Enero | 1.364.710 | 2.125.619 | 64 20 |
| Febrero | 1.398.654 | 2.163.905 | 64 64 |
| Marzo | 1.430.183 | 2.191.038 | 65 27 |
| Abril | 1.462.513 | 2.257.609 | 64 78 |
| Mayo | 1.503.040 | 2.289.487 | 65 65 |
| Junio | 1.513.327 | 2.346.502 | 64 49 |
| Julio 11 | 1.539.051 | 2.353.387 | 65 40 |

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

CUADRO 8

Cartera de los principales intermediarios financieros

(Millones de pesos)

| Fin de: | Total cartera (1) | Variación anual | | Relación cartera/ M1 |
|----------------------|-------------------------|-----------------|------|----------------------------|
| | | Absoluta | % | |
| 1982 Diciembre | 589.115 | 114.253 | 24.1 | 180.88 |
| 1983 Marzo | 603.398 | 111.440 | 22.7 | 201.11 |
| Junio | 657.575 | 128.527 | 24.3 | 209.12 |
| Septiembre | 712.424 | 150.033 | 26.7 | 224.79 |
| Diciembre | 795.567 | 206.452 | 35.0 | 195.87 |
| 1984 Marzo | 818.984 | 215.586 | 35.7 | 224.04 |
| Junio | 872.103 | 214.528 | 32.6 | 224.96 |
| Septiembre | 924.859 | 212.435 | 29.8 | 231.69 |
| Diciembre | 993.164 | 197.597 | 24.8 | 198.19 |
| 1985 Marzo | 1.032.757 | 213.773 | 26.1 | 229.59 |
| Junio | 1.087.259 | 215.156 | 24.7 | 229.19 |
| Septiembre | 1.160.577 | 235.718 | 25.5 | 237.50 |
| Diciembre | 1.258.123 | 264.959 | 26.7 | 195.91 |
| 1986 Marzo | 1.308.778 | 276.021 | 26.7 | 217.58 |
| Junio | 1.390.745 | 303.486 | 27.9 | 212.67 |
| Septiembre | 1.512.724 | 352.147 | 30.3 | 233.63 |
| Diciembre | 1.619.917 | 361.794 | 28.8 | 205.45 |
| 1987 Marzo | 1.699.760 | 390.982 | 29.9 | 222.32 |
| Junio | 1.842.467 | 451.722 | 32.5 | 221.14 |

(1) Incluye la cartera de bancos comerciales, corporaciones financieras, CAVs y compañías de financiamiento comercial.

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

nomía y la estabilidad de la tasa de interés a niveles razonables, son preocupaciones adicionales al manejo monetario.

1. Generación de crédito

Durante el primer semestre del año, las tasas de crecimiento de la cartera de los diferentes intermediarios financieros reflejaron una situación crediticia holgada, la cual podría ser excesiva frente al crecimiento nominal previsto para el PIB, máxime si aún no hay una recuperación apreciable de la inversión. En efecto, la cartera del sistema bancario crece a una tasa anual del 35.9%, mientras la de las corporaciones financieras lo hace a un ritmo del 37.9%. Por su parte, los presta-

mos de las corporaciones de ahorro y vivienda se incrementan en el 25.6% en los últimos 12 meses, al tiempo que las compañías de financiamiento comercial aumentan su cartera en un 39.0% en igual período (1).

De otra parte, se debe mencionar el auge de las operaciones crediticias de muy corto plazo, en especial del mecanismo de los sobregiros (2) en el sector

(1) Estas cifras incluyen los efectos de posibles reestructuraciones de deudas malas.

(2) El crédito del sistema bancario generado a través del mecanismo de sobregiro asciende, en promedio durante el mes de junio, a \$ 46.776 millones, saldo superior en 62.0% al promedio registrado para igual período en 1986, \$ 28.875 millones.

CUADRO 9

Composición de la cartera del sistema financiero por tipo de intermediario

(Porcentajes)

| Fin de: | Total cartera | Bancos | Corporaciones financieras | Compañías financiamiento | CAV |
|----------------------|------------------|--------|------------------------------|-----------------------------|-------|
| 1981 Diciembre | 100.00 | 53.25 | 14.17 | 7.81 | 24.76 |
| 1982 Marzo | 100.00 | 52.04 | 13.66 | 7.45 | 26.85 |
| Junio | 100.00 | 52.71 | 13.32 | 7.27 | 26.71 |
| Septiembre | 100.00 | 53.97 | 12.24 | 6.83 | 26.97 |
| Diciembre | 100.00 | 54.30 | 12.26 | 6.55 | 26.89 |
| 1983 Marzo | 100.00 | 53.63 | 11.25 | 6.49 | 28.63 |
| Junio | 100.00 | 53.47 | 11.18 | 6.32 | 29.03 |
| Septiembre | 100.00 | 53.13 | 11.17 | 6.08 | 29.62 |
| Diciembre | 100.00 | 52.77 | 11.53 | 5.88 | 29.82 |
| 1984 Marzo | 100.00 | 51.95 | 11.27 | 5.69 | 31.09 |
| Junio | 100.00 | 51.33 | 11.58 | 5.76 | 31.34 |
| Septiembre | 100.00 | 51.70 | 11.12 | 5.72 | 31.46 |
| Diciembre | 100.00 | 52.07 | 10.64 | 5.33 | 31.97 |
| 1985 Marzo | 100.00 | 51.59 | 10.49 | 4.90 | 33.03 |
| Junio | 100.00 | 51.27 | 10.23 | 4.87 | 33.63 |
| Septiembre | 100.00 | 51.41 | 9.79 | 4.77 | 34.03 |
| Diciembre | 100.00 | 52.19 | 9.49 | 4.77 | 33.54 |
| 1986 Marzo | 100.00 | 51.78 | 9.54 | 4.54 | 34.14 |
| Junio | 100.00 | 51.54 | 9.56 | 4.63 | 34.28 |
| Septiembre | 100.00 | 52.28 | 9.64 | 4.72 | 33.36 |
| Diciembre | 100.00 | 52.53 | 9.85 | 4.75 | 32.87 |
| 1987 Marzo | 100.00 | 52.65 | 9.59 | 4.61 | 33.15 |
| Junio | 100.00 | 52.87 | 9.78 | 4.85 | 32.49 |

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

bancario, indicando una amplia disponibilidad de recursos líquidos en el sistema. De una parte, la banca ha venido promoviendo estas formas de otorgamiento de crédito con un alto grado de automaticidad para atraer o mantener cuentas corrientes y en razón al alto rendimiento de estas colocaciones. Sin embargo, debe notarse que ello dificulta el manejo de la Tesorería de los bancos, lo cual, eventualmente, podría conducir a problemas transitorios de liquidez de algunos de ellos. Una forma alternativa de mantener la liquidez de corto plazo del sistema financiero, menos rentable quizás pero

más segura, lo constituye la adquisición de títulos de participación a 7 ó 15 días.

2. Tasa de interés

La relativa estabilidad de la tasa de interés de los certificados de depósito a término a 90 días durante el último año, con posterioridad a la eliminación del control administrativo vigente en el primer semestre de 1986, corrobora que existían condiciones objetivas para que se redujera el nivel de las tasas de interés nominales. En efecto, la abundante disponibilidad



de crédito al sector productivo junto con la eliminación de expectativas de devaluación, una vez recuperado el retraso cambiario, han permitido la consolidación de la existencia de tasas de interés flexibles a niveles razonables. Ello ha contribuido al desarrollo de las operaciones en el mercado abierto del Banco de la República.

Como se observa en el Gráfico 5, la tasa de interés de captación de los CDT se mantuvo alrededor del 31% efectivo, durante todo el primer semestre, sin haberse visto afectada por la colocación de los títulos de OMA. Como resultado de la evolución de la tasa de inflación (Índice de Precios al Consumidor) durante el primer semestre de este año, las tasas de interés reales tendieron a decrecer.

Además, es clara la necesidad de fomentar el ahorro nacional. El cambio en la

situación cafetera que se traduce en un crecimiento del déficit del sector público consolidado, junto con las limitaciones a mayor endeudamiento externo, pone en evidencia que es prioritario continuar con el fomento del ahorro financiero. Tal como lo enfatizamos en estas mismas Notas en los meses de septiembre de 1986 y febrero último, dicha política exige el mantenimiento de tasas remunerativas de interés, la consolidación del proceso de ordenamiento del sector financiero y la diversificación de activos financieros accesibles a los ahorradores.

En resumen, la política de flexibilidad de las tasas es una condición importante para el desarrollo del mercado de capitales. Así mismo, es una premisa necesaria en la implantación de las operaciones de mercado abierto como el instrumento ágil y flexible que requiere el manejo monetario de corto plazo.

Conclusiones

El principal objetivo de la política monetaria es la regulación de la liquidez de la economía, evitando que se generen excesos que conduzcan a presiones indeseables sobre los precios y las tasas de interés. A través de estas últimas variables la política monetaria ejerce una indudable influencia sobre el comportamiento de la Balanza de Pagos y del sector real, particularmente el ritmo de crecimiento económico.

La autoridad monetaria tiene la doble responsabilidad de adoptar políticas compensatorias y dinámicas. En el primer caso, se busca controlar los agregados monetarios atenuando los cambios rutinarios e inesperados en la evolución de sus fuentes. En los aspectos dinámicos se busca que la oferta de dinero y crédito en un horizonte de mediano y largo plazo evolucionen de acuerdo con el crecimiento de la demanda por dinero y los requerimientos del aparato productivo, a fin de propender por un clima de estabilidad de precios.

Las oscilaciones en la cantidad de dinero ya sea que provengan, entre otros, de cambios autónomos del sector externo o de las necesidades del público por efectivo, requiere contar con mecanismos flexibles para el manejo monetario y, en lo posible, neutros sobre el sistema financiero. De ahí, una de las razones para continuar desarrollando las operaciones de mercado abierto. El éxito de las medidas compensatorias radica en su oportunidad y agilidad. Por esto es esencial contar con un adecuado sistema de información para llevar a cabo un seguimiento monetario cuidadoso. Ello demanda, además, una mayor transparencia en el significado de los diferentes agregados monetarios, cuya evolución en el corto plazo no siempre es fácil de interpretar en función de la creciente sensibilidad que presenta su composición ante cambios en las tasas

de interés, lo cual se traduce en una alta posibilidad de sustitución entre medios de pago y cuasidineros.

Con el fin de evitar perturbaciones adicionales sobre los determinantes de M_1 , conviene lograr una mayor estabilidad del coeficiente de reserva bancaria, de tal forma que las desviaciones del encaje presentado respecto del requerido se minimicen. Para ello sería deseable: 1) un tratamiento más uniforme en términos de rendimiento para los excesos de liquidez de las diferentes entidades del sistema financiero, 2) la conveniencia de suavizar, repartiendo en el tiempo los traslados de fondos del sistema bancario al Banco de la República, a la cuenta de la Tesorería General de la Nación, por concepto del recaudo de impuestos, 3) la necesidad de revisar los sistemas de cómputo del encaje, manteniendo la flexibilidad necesaria requerida para un adecuado manejo de tesorería de los bancos, pero reduciendo la variabilidad diaria de los coeficientes de encaje.

Desde el punto de vista de una política monetaria dinámica o sea de su papel como parte de la programación macroeconómica, debemos manifestar que la evolución reciente de los agregados monetarios, si bien ha contribuido al mayor ritmo de actividad económica que se registra, demanda un seguimiento cauteloso que evite la concreción de factores expansionistas indeseables durante lo que resta del año. Para que el crecimiento monetario no se traduzca en factor de inestabilidad del manejo económico, debe buscarse una compensación directa al interior de los sectores que presionan la liquidez primaria, porque no puede hacerse recaer todo el peso de la contracción monetaria en las operaciones de mercado abierto. Por ello, el alto potencial expansionista proveniente del sector público exige un cuidadoso manejo fiscal durante el segundo semestre.

El presupuesto monetario inicial para 1987 contemplaba una expansión importante del crédito al sector público, pero inferior a los niveles que hoy se prevén. Efectos contraccionistas a través de OMA superiores a los presupuestados son difícilmente logrables. Debemos recalcar que los esfuerzos en esta área han sido realmente importantes. Así el saldo de operaciones de mercado abierto alcanzó al finalizar junio \$ 152.255 millones con un crecimiento de \$ 26.644 millones en el primer semestre y se espera una contribución aún mayor de aquí a diciembre. De otra parte, como ya lo hemos manifestado reiteradamente, ajustes a través de otros mecanis-

mos implicarían efectos no neutrales de la política monetaria que restarían posibilidades de financiamiento al sector privado y dificultarían el alcance de los objetivos de programa macroeconómico.

Finalmente, la imperiosa necesidad de fortalecer el ahorro doméstico, frente al crecimiento probable durante 1987 del déficit del sector público consolidado, en buena parte como reflejo del cambio en la posición financiera del Fondo Nacional del Café, y por las limitaciones conocidas en el financiamiento ponen de presente la importancia de mantener tasas de interés reales positivas y flexibles.

VIDA DEL BANCO

Simposio para conmemorar el Vigésimo Aniversario del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior

Con motivo de haberse cumplido, el 22 de marzo, 20 años de la expedición del Decreto-Ley 444 de 1967, el Banco de la República convocó a un simposio sobre el tema realizado durante los días 15 y 16 del presente mes.

El certamen, inaugurado por los doctores Carlos Lleras Restrepo, expresidente de Colombia y Francisco J. Ortega, Gerente General del Banco, y clausurado por el señor Presidente de la República, doctor Virgilio Barco, contó con la participación de destacadas autoridades en materia económica, tanto nacionales como

internacionales, quienes a través de la exposición de once ponencias realizaron un interesante estudio, contemplando temas relativos a los antecedentes y contexto en el cual se expidió el Estatuto Cambiario; a las implicaciones para la política económica, derivadas del establecimiento de un régimen de control de cambios; a la experiencia latinoamericana; y a la adecuación del Estatuto Cambiario a las condiciones cambiantes del país y de la economía mundial.

Nombramientos en Subgerencias del Emisor

La Junta Directiva del Banco, en sesión del 25 de los corrientes y como consecuencia de una reorganización administrativa, decidió nombrar a los doctores Jorge Sánchez Oviedo, Subgerente Ge-

neral Administrativo y Roberto Villaveces Urdaneta, Subgerente de Sistemas. Esta nueva Subgerencia creada reemplaza a la de Desarrollo y se adscribe a la misma el Departamento de Sistemas; por su parte, los Departamentos de Planeación y Presupuesto y el área de contratación y seguros del Banco quedan bajo la dependencia de la Subgerencia General Administrativa.

Así mismo, el 4 del mes en curso, designó como Subgerente Industrial del Banco al doctor Mauricio Fernández F., quien venía desempeñándose como Director de la Oficina Comercial de PROEXPO en el Canadá, en reemplazo del doctor Fernando Copete Saldarriaga.
