

# NOTAS EDITORIALES

**Situación monetaria.** Al término de noviembre los medios de pago se colocan en \$ 96.555 millones, o sea crecimiento de 21.6% en lo corrido de 1977, coeficiente inferior al de igual período del año anterior. El ritmo anual continuó descendiendo, un punto adicional en noviembre, hasta situarse en 34.0%

Las operaciones monetarias del Banco de la República dan lugar a expansión de \$ 2.084 millones, originada en el aumento de \$ 1.664 millones en las reservas internacionales, US\$ 48 millones, y en mayor crédito interno neto por \$ 1.500 millones, movimientos que se contrarrestan parcialmente por el incremento de cerca de \$ 1.000 millones en los pasivos.

## Oferta monetaria

(Millones de pesos)

Fin de noviembre:	Medios de pago (M <sub>1</sub> )			Cuasi-dineros (CD)*			Oferta monetaria ampliada (M <sub>2</sub> )**		
	Saldo	Variaciones %		Saldo	Variaciones %		Saldo	Variaciones %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1971.....	22.913	5.9	9.9	3.918	14.4	19.9	26.831	7.1	11.2
1972.....	27.874	16.2	21.7	5.665	36.6	44.6	33.539	19.2	25.0
1973.....	35.808	20.0	28.5	11.968	98.7	111.3	47.776	33.2	42.4
1974.....	42.844	11.1	19.6	20.343	61.0	70.0	63.187	23.4	32.3
1975.....	54.624	18.5	27.5	32.047	55.6	57.5	86.671	29.9	37.2
1976.....	72.067	22.3	31.9	45.534	45.8	42.1	117.601	39.5	35.7
1977 (provisional) .....	96.555	21.6	34.0	62.879	36.8	38.1	159.434	27.2	35.6

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

Por lo que respecta al crédito interno, el otorgado a los bancos comerciales crece \$ 1.017 millones, básicamente por mayor utilización del cupo ordinario, aunque, por otro lado, los depósitos para encaje suben \$ 458 millones. El crédito a las entidades de fomento aumenta \$ 802 millones, en especial el concedido por intermedio del Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI— a las corporaciones de ahorro y vivienda para atender retiros de depósitos.

Neutralizan, en parte, el efecto anterior, las operaciones con el gobierno nacional y las entidades oficiales, cuyos depósitos en el Banco de la República se elevan \$ 493 millones, mientras que el sector privado congela

\$ 163 millones por las mayores consignaciones para obtención de licencias de cambio. Asimismo, la intervención del Banco en el mercado monetario permite la contracción de \$ 480 millones, consecuencia de la emisión neta de certificados de cambio por \$ 326 millones y de \$ 154 millones en títulos canjeables por certificados de cambio, con lo cual los saldos de tales documentos se sitúan en \$ 9.991 millones y \$ 3.603 millones, respectivamente, que equivalen a US\$ 285.5 y US\$ 96.8 millones.

La oferta monetaria ampliada —M<sub>2</sub>— alcanza a fines de noviembre \$ 159.434 millones, 27.2% de aumento en lo corrido del año y 35.6% en los últimos doce meses. Se des-

prende de estos guarismos que también hay desaceleración en el crecimiento de esta variable, no solo por el comportamiento de los medios de pago, sino también por el de los cuasi-dineros. Estos últimos presentan un saldo de \$ 62.879 millones, con disminución de \$ 1.057 millones en el mes, reflejo del retiro estacional que tradicionalmente se presenta a fin de año, al cual se adiciona la posible traslación de parte de estos activos a otros de alta liquidez y mayor rendimiento, en especial certificados de cambio. Los porcentajes de incremento de los cuasi-dineros en el año y con relación a noviembre de 1976 son, en su orden, 36.8 y 38.1.

### Crédito bancario

(Millones de pesos)

Fin de noviembre:	Cartera			Colocaciones *		
	Saldo	Variaciones %		Saldo	Variaciones %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1971.....	18.576	13.4	15.0	19.812	13.7	14.8
1972.....	22.140	16.0	21.9	23.479	16.1	18.5
1973.....	27.984	24.3	26.4	30.088	25.4	28.1
1974.....	36.485	26.0	30.4	39.523	27.6	31.4
1975.....	48.398	26.5	32.7	52.384	26.6	32.5
1976.....	58.401	20.1	20.7	63.806	20.9	21.8
1977 (prov.)	83.588	36.7	43.1	90.457(1)	36.4	41.8

\* Incluye cartera. (1) Incluye el redescuento de pagarés del Instituto de Mercadeo Agropecuario —IDEMA— \$ 2.481 millones y redescuentos a través del Fondo de Desarrollo Eléctrico —FDE— \$ 2.567 millones. Si se excluyen, la tasa anual de crecimiento de las colocaciones sería 33.9%.

El crédito de los bancos comerciales y la Caja de Crédito Agrario asciende a \$ 90.457 millones al finalizar noviembre, con aumentos de 36.4% en el transcurso de 1977 y de 41.8% en año completo, coeficientes que resultan elevados aun al deducir los redescuentos de pagarés del IDEMA y los efectuados por medio del Fondo de Desarrollo Eléctrico.

**Política monetaria.** Con el propósito de ampliar la demanda por papeles del mercado financiero, la Resolución 66 autorizó al Banco de la República para invertir a nombre de los establecimientos públicos de orden nacional que así lo soliciten, los depósitos que tenían estas instituciones en el Emisor el 30 de noviembre. Al finalizar el año se habían realizado inversiones por cerca de \$ 1.267 millones en certificados de cambio, US\$ 36 millones, operaciones que buscan equilibrar la estructura de los rendimientos en el mercado financiero al crear mayor demanda a estos papeles, a la vez que les proporcionan rentabilidad a los recursos disponibles

de los establecimientos públicos. Por supuesto, en este monto se produce expansión.

Ante la posibilidad de que el uso de cheques viajeros dentro del territorio nacional pueda cobrar algún auge, la Junta Monetaria decidió fijar los requisitos monetarios de tales instrumentos, con el propósito de estimular su uso. Se busca con esta medida evitar traslados de dinero, con lo cual se reducen los riesgos y los costos de esta movilización, tanto para el usuario como para los establecimientos bancarios. Se constituye además, la medida, en un aliciente para el uso más extendido del cheque y, por tanto, de la monetización de la economía.

La Resolución 68, en efecto, estableció que las exigibilidades provenientes de la colocación de cheques viajeros deberán estar sujetas a un encaje de 5% cuando su monto no sobrepase el 5% del capital pagado y reserva legal del banco que los expida, encaje que se elevará al 100% cuando se exceda dicho límite.

De otra parte, como es tradicional y con alcance exclusivo metodológico de presupuesto, la Junta Monetaria señaló, Resolución 69, la tasa a la cual se liquidarán las reservas internacionales que administra el Banco de la República. Esta, \$ 38 por dólar de los Estados Unidos, que se aplicará a partir del balance del 31 de diciembre de 1977, tiene por objeto facilitar el manejo presupuestal de las compras o ventas de divisas que el gobierno realiza.

**Situación cambiaria.** Las operaciones cambiarias de noviembre elevan los activos internacionales en US\$ 48 millones, principalmente por los reintegros de café y así el monto de las reservas llega a US\$ 1.783 millones, es decir US\$ 611 más que en diciembre de 1976, síntesis del balance positivo de US\$ 771 millones en la cuenta de bienes y servicios y del negativo de US\$ 160 en los movimientos de capital.

En los once primeros meses los ingresos corrientes, US\$ 2.835 millones, superan en 28% a los de similar fecha del año precedente, y dentro de estos las exportaciones llegan a representar casi tres cuartas partes del total, en cuyo valor incide especialmente el café.

Los reintegros del grano suman en noviembre US\$ 142 millones, más de US\$ 30 millo-

nes por encima del promedio mensual en 1977. En lo corrido del año totalizan US\$ 1.246 millones, casi dos tercios más que los de igual lapso de 1976 y elevan su participación a 64% de los reintegros por exportaciones, contra 54% de un año atrás. En cuanto al volumen, lo despachado desciende en noviembre a 272 mil sacos, cuando el promedio mensual hasta octubre era de 418 mil, distinto a lo que acontece con los reintegros, pues no hay siempre correspondencia entre unos y otros en el corto término. El acumulado de 1977 es menor en una quinta parte al de similar período de 1976. La cotización en el mercado internacional se sitúa en US\$ 2.05 la libra americana, mejora de siete centavos respecto al mes anterior.

#### Exportaciones de café

(Miles de sacos de 60 kilogramos)

	Enero a noviembre *			Año completo **		
	1975	1976	1977	1975	1976	1977
Estados Unidos ..	3.005	2.149	1.557	3.306	2.316	1.797
Europa .....	3.874	3.045	2.527	4.270	3.727	2.975
Otros .....	404	344	368	429	387	431
Total .....	7.283	5.538	4.452	8.005	6.430	5.203

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros. \* Las cifras de 1977 son preliminares. \*\* De diciembre 1º a noviembre 30.

Las entradas por servicios y transferencias montan US\$ 846 millones, 9% superiores a las del año anterior, pero en noviembre tienen un nuevo descenso, ya que solo llegan a US\$ 55 millones, la cuantía menor para un mes en este año.

#### Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta noviembre 30		
	1975	1976	1977
I—Ingresos corrientes .....	1.717.4	2.218.3	2.835.4
Exportaciones .....	1.269.4	1.424.2	1.953.0
Café .....	560.9	769.4	1.245.7
Otros productos .....	708.5	654.8	707.3
Oro y capital petróleo ....	37.1	16.6	36.2
Servicios .....	410.9	777.5	846.2
II—Egresos corrientes .....	1.736.5	1.668.9	2.064.1
Importaciones .....	1.218.2	1.120.9	1.519.8
Petróleo para refinación ..	59.2	69.4	65.2
Servicios .....	459.1	478.6	479.1
III—Superávit (+) o déficit (—)	—19.1	549.4	771.3
IV—Movimientos de capital ....	72.3	—62.3	—160.3

Los egresos corrientes hasta noviembre son 24% más altos que los de 1976, todo a causa de los pagos por importaciones que crecen

más de un tercio y pasan de US\$ 1.500 millones. En el mes comentado totalizan US\$ 163 millones, los más altos del segundo semestre. Las salidas por servicios se sitúan en US\$ 479 millones, guarismo similar al del año pasado, ya que el aumento en los gastos por concepto de dividendos y servicios oficiales se compensa con una reducción en intereses, fletes y pasajes.

El déficit de los movimientos de capital es de US\$ 160 millones durante el año, US\$ 100 más que en 1976, y resaltan en este rubro amortizaciones de préstamos externos por US\$ 65 millones del sector privado y US\$ 135 del oficial.

**Endeudamiento externo.** En varias oportunidades en las notas editoriales se ha tratado el tema del endeudamiento externo, algunas veces para destacar los efectos en la balanza cambiaria de la política restrictiva que se ha seguido en esta materia durante los últimos dos años y otras para dar cuenta de empréstitos importantes obtenidos por el sector público en el exterior.

Con referencia al primer aspecto, vale la pena hacer una recapitulación de la forma como el sector oficial ha contribuido, mediante cancelación de sus pasivos y poco uso de los créditos externos, a evitar un mayor crecimiento en las reservas internacionales y, por tanto, al control de la oferta monetaria. En comentarios recientes se destacaba también que la prudencia en el manejo fiscal se había constituido en un importante elemento de freno a la expansión monetaria, principalmente la proveniente del crédito del Banco de la República.

Las siguientes cifras son muy ilustrativas del proceso de cancelación de pasivos con el exterior, meta sobresaliente de la política económica de los últimos tres años, mediante el cual se ha conseguido ejercer un apreciable control de la creación primaria de dinero.

#### Efecto cambiario del endeudamiento externo

(Millones de US\$)

	Sector privado			Sector público			Total
	Hasta noviembre	Intereses y amortizaciones	Utilizaciones Saldo	Intereses y amortizaciones	Utilizaciones Saldo		
1973.....	125.5	41.1	—84.4	140.2	198.2	58.0	—26.4
1974.....	141.7	69.0	—72.7	178.4	82.2	—96.2	—168.9
1975.....	210.6	89.5	—121.1	161.5	146.8	—14.7	—135.8
1976.....	155.6	23.8	—131.8	199.3	38.6	—160.7	—292.5
1977.....	158.8	13.7	—145.1	231.8	40.9	—190.9	—336.0

Cabe también mencionar cómo decrece la relación entre los pagos por servicio de la deuda y los ingresos corrientes, tendencia que muestra el acierto de impulsar las amortizaciones en épocas de crecimiento rápido de las reservas, pues sin necesidad de destinar porciones muy importantes de los ingresos corrientes se ha elevado la capacidad de endeudamiento de los sectores público y privado para cubrir estrecheces futuras de cambio exterior.

**Coefficiente de endeudamiento externo \***

Hasta noviembre	Sector privado	Sector público	Total
1973.....	11.2	12.5	23.7
1974.....	10.8	13.6	24.4
1975.....	12.3	9.4	21.7
1976.....	7.1	9.0	16.1
1977.....	5.6	8.2	13.8

\* Relación entre los pagos por servicio de la deuda y los ingresos en cuenta corriente.

En el mes de diciembre puede darse cuenta de la celebración de dos importantes convenios de préstamo provenientes del Banco Interamericano de Desarrollo. En primer término, el celebrado por el gobierno nacional por US\$ 41 millones, con los cuales se espera financiar un poco más de la mitad del costo total del Plan Integrado de Desarrollo Urbano de Buenaventura. La obligación tiene plazo de treinta años, incluidos siete de gracia y se pagarán intereses al 2% anual.

La misma institución anunció la aprobación de un préstamo por US\$ 70 millones que se destinarán a cubrir parte de los costos de la Central Hidroeléctrica de San Carlos, en el departamento de Antioquia. El proyecto será ejecutado por Interconexión Eléctrica S. A. y está orientado a generar 1.550.000 kilovatios. El préstamo, que proviene de los recursos interregionales de capital, tiene plazo de veinte años con intereses de 8% anual y cuenta con la garantía del gobierno nacional.

De otra parte, el gobierno canadiense en una nueva operación autorizó un préstamo al de Colombia por el equivalente de US\$ 4.6 millones, con el objeto de financiar, mediante subpréstamos, la importación de bienes y servicios provenientes del Canadá por entidades públicas y privadas. El reembolso tendrá lugar en un plazo de treinta años, con un período muerto de ocho e intereses de 3%.

Con las operaciones de crédito reseñadas se completan más de US\$ 560 millones por créditos obtenidos en 1977, los cuales, junto con la parte aún no utilizada de los años anterior-

res arroja un saldo de cerca de US\$ 1.100 millones para atender el financiamiento de importantes proyectos que ampliarán la infraestructura económica del país.

**Precios.** En las notas del mes pasado se analizó a espacio la evolución del nivel general de precios y su menor presión en los últimos meses; para noviembre vale la pena resaltar otro mes de descenso en la tasa anual del índice al consumidor. El crecimiento de 0.3% del último mes se compara favorablemente con el de 2.2% en noviembre de 1976 y con los de varios años atrás. El resultado desde julio, en los alimentos, disminución de 1.1 y 4.1% para empleados y obreros en los cinco meses, contrasta favorablemente con el de igual período del año pasado y el de una serie histórica más larga.

El movimiento del índice de precios al consumidor para empleados en el transcurso de 1977 es de 26.6%, todavía muy alto, por el predominio de las fuertes alzas ocurridas en el primer semestre. Es bueno aclarar que, cuando se afirma que la tendencia comienza a cambiar de sentido, como es el caso de estos análisis, no significa que el costo de las subsistencias haya descendido, ni absoluta ni aun relativamente, sobre los niveles del primer semestre.

Como se comentó en su oportunidad, a la desaceleración del ritmo de los precios han contribuido de manera especial el menor crecimiento de los medios de pago, resultado del esfuerzo dirigido a lograr ese objetivo, y en parte también el mayor abastecimiento de productos agropecuarios, particularmente alimentos, bien por razones de la estacionalidad en las cosechas, bien porque la oferta ha sido más abundante como respuesta a los mejores precios de algunos artículos, a condiciones de crédito más favorables y en especial, a que los factores climáticos han sido benéficos para el aumento de la producción.

**Índice nacional de precios al consumidor**

(Variaciones porcentuales)

	Primer semestre		Julio-noviembre	
	Total	Alimentos	Total	Alimentos
<b>Empleados</b>				
1975.....	11.8	15.3	4.3	3.3
1976.....	12.7	14.5	10.0	10.8
1977.....	23.6	35.6	2.5	-1.1
<b>Obreros</b>				
1975.....	13.5	17.6	3.2	1.6
1976.....	13.1	14.0	10.3	11.5
1977.....	28.9	41.1	0.0	-4.1

## Indicadores económicos

Fin de:	Banco de la República										
	Activos					Total (Acti- vos=Pa- sivos)	Pasivos				
	Préstamos y descuentos	Inversio- nes en valores	Fondos financieros y BIRF. Recursos utilizados	Otros	Billetes en circu- lación		Depósitos			Otros	
						De bancos	Oficiales	Previos y consignaciones anticuipadas			
Millones de pesos											
1972 .....	7.739	3.741	3.862	20.855	36.197	11.136	7.415	854	2.499	14.293	
1973 .....	11.299	3.401	6.029	27.148	47.887	13.150	11.285	1.025	3.664	18.763	
1974 .....	10.874	5.616	10.625	29.814	56.929	16.533	12.745	1.354	3.838	22.450	
1975 .....	13.203	8.224	11.811	37.921	71.159	21.589	15.486	970	1.973	31.141	
1976 .....	10.188	6.810	13.926	65.999	96.923	29.507	23.578	1.564	912	41.362	
1977 Junio.....	12.802	6.666	16.910	85.061	121.439	22.712	38.017	6.099	3.562	51.049	
Julio.....	12.128	6.631	17.306	86.722	122.787	22.103	40.854	5.037	4.966	49.827	
Agosto.....	12.675	6.677	18.272	87.790	125.314	21.909	40.456	5.057	5.856	52.036	
Septiembre.....	14.175	6.413	19.365	88.606	128.559	22.289	39.728	4.716	6.022	55.804	
Octubre.....	14.706	6.403	20.850	88.757	130.716	24.276	35.981	5.508	6.039	56.012	
Noviembre.....	15.874	6.391	22.778	88.169	133.212	26.359	39.284	6.025	6.147	55.897	

Período	Medios de pago —M <sub>1</sub> — *	Cuasi-di- neros (1) *	Oferta moneta- ria am- pliada —M <sub>2</sub> — (2) *	Colocacio- nes del sistema bancario *	Ingreso de divisas				Egreso de divisas		
					Por exportaciones		Otros	Total	Importa- ciones	Otros	Total
	Café	Otros productos	Café	Otros productos	Total						
	Millones de pesos					Millones de US\$					
1972 .....	29.842	6.022	35.864	23.994	434	407	625	1.446	656	684	1.339
1973 .....	38.572	12.633	51.205	30.978	535	473	656	1.664	744	790	1.534
1974 .....	46.113	20.592	66.705	41.381	543	671	653	1.867	1.050	904	1.954
1975 .....	58.915	31.231	90.146	52.760	635	779	914	2.328	1.317	894	2.211
1976 .....	79.383	45.953	125.336	66.321	918	735	1.350	3.003	1.236	1.148	2.384
1977 Junio.....	90.446	59.172p	149.618p	77.960	50	62	147	259	135	119	254
Julio.....	90.406p	61.358p	151.764p	78.206p	65	62	136	263	110	129	239
Agosto.....	90.538p	62.878p	153.416p	83.458p	85	68	120	273	133	114	247
Septiembre.....	90.890p	63.875p	154.765p	85.769p	79	66	138	283	150	129	279
Octubre.....	92.371p	63.936p	156.307p	88.677p	84	66	127	277	159	120	279
Noviembre.....	96.555p	62.879p	159.434p	90.457p	142	70	118	330	167	115	282

Período	Reservas internacio- nales netas *	Certificado de cambio. Compra *	Café			Índice de precios (1970 = 100)				
			Volumen exportado	Precios		Al por mayor del comercio en general		Total *	Al consu- midor	Bolsa de Bogotá. Cotización de acciones
				Pergamino corriente en el país	Suaves colombianos (MAMS) en Nueva York	Según origen del artículo				
			Millones de US\$	Pesos por US\$	Miles de sacos de 60 kg.	Pesos por carga de 125 kg.	US\$ por libra de 453,6 gr.	Importados *	Exportados *	Total *
1972 .....	345	22.79	6.528	1.498,88	0.57	140	140	144	133	70
1973 .....	516	24.79	6.766	1.937,59	0.73	193	207	191	162	78
1974 .....	429	28.58	6.905	2.295,74	0.78	256	282	260	203	67
1975 .....	547	32.96	8.175	2.728,19	0.82	320	342	311	239	70
1976 .....	1.166	36.32	6.290	6.532,38	1,58	366	626	395	299	91
1977 Junio.....	1.677	36,50	298	7.300,00	2,69	388	842	463	370	128
Julio.....	1.701	36,54	98	7.300,00	2,29	387	732	466	374	129
Agosto.....	1.727	36,82	205	7.300,00	2,05	387	659	460	375	129
Septiembre.....	1.730	37,14	604	7.300,00	1,93	391	634	461	377	126
Octubre.....	1.729p	37,35	338	7.300,00	1,82	399	614	465	378	123
Noviembre.....	1.777p	37,55	272	7.300,00	2,04	406	661	468	379	120

Período	Gobierno Central (3)				Producción						
	Ingresos		Gastos (5)		Petróleo crudo (6)	Oro (com- pras)	Energía eléctrica, Consumo (7)	Azúcar	Lingotes de acero	Cemento	Actividad edifican- dora (8)
	Corrientes	De capital (4)	Funcio- namiento	Inversión							
	Millones de pesos										
1972 .....	.....	.....	.....	.....	71.674	189	7.087	824	276	3.006	3.831
1973 .....	20.351	7.473	14.735	8.424	67.089	217	8.008	820	263	3.221	5.186
1974 .....	26.247	6.148	19.214	9.800	61.387	268	8.590	895	244	3.432	6.658
1975 .....	38.442	10.191	26.183	13.168	57.259	311	8.682	970	266	3.041	3.434
1976 .....	48.816p	6.962p	32.772p	12.315p	53.376	300	9.720	936	252	3.612	3.759p
1977 Junio.....	3.779p	480p	3.519p	1.219p	4.132	16p	820	62	19	261	283p
Julio.....	4.634p	77p	3.539p	1.240p	4.356	23p	680	75	22	236	393p
Agosto.....	5.982p	119p	4.168p	2.073p	4.120	21p	(...)	82	13	(...)	420p
Septiembre.....	6.925p	135p	3.747p	1.586p	4.057	24p	(...)	85	2	(...)	451p
Octubre.....	4.079p	85p	2.635p	1.381p	4.097	20p	(...)	81	18	(...)	365p
Noviembre.....	7.827p	243p	4.139p	1.756p	(...)	21p	(...)	84	16	(...)	(...)

(1) Incluye depósitos de: ahorro, certificados a término y en corporaciones de ahorro y vivienda. (2) Incluye M<sub>1</sub> más cuasi-dineros. (3) Operaciones efectivas. (4) Comprende: crédito bruto externo, interno del Banco de la República, particulares y Fondo de Estabilización. (5) No incluye amortización de la deuda. (6) Barriles de 42 galones US. (7) 14 ciudades. (8) 7 ciudades. \* Fin de período.