

# NOTAS

## EDITORIALES

**Política monetaria.** En el período comprendido entre el 20 de octubre y el 20 de noviembre se dictaron varias disposiciones monetarias, casi todas orientadas a controlar factores expansionistas normalmente elevados en el último trimestre, factores que cobran vigor especial en los actuales momentos por el ascenso de las reservas internacionales. Estas enseñan la siguiente evolución en los últimos meses y los primeros días de noviembre.

### Reservas internacionales brutas

—Saldos a final del período—

(Millones de US\$)

1974—Diciembre .....	435.6
1975—Enero .....	418.0
Febrero .....	390.5
Marzo .....	386.3
Abril .....	350.8
Mayo 23 .....	337.9
Mayo .....	350.1
Junio .....	396.4
Julio .....	377.9
Agosto .....	412.9
Septiembre .....	405.1
Octubre .....	440.7
Noviembre 20 .....	464.6

Las cifras anteriores muestran por qué las variables monetarias pudieron ser manejadas en el primer semestre, cuando las reservas decaían y otros renglones, como la baja en el endeudamiento de la Federación Nacional de Cafeteros por descuento de bonos, contribuían a drenar la oferta de dinero.

Coadyuva también a la expansión del dinero la descongelación de buena parte de los depósitos por registros de importación. La Resolución 63 redujo de 32% a 25% la consignación en moneda nacional destinada a giros al exterior que debe efectuarse por cada registro, en el afán de disminuir el costo de las importaciones. Con ello igualmente se aspira

a fortalecer el capital de trabajo de la industria nacional y por ende, facilitar una mayor inversión afectada con cargas financieras como estas. Por supuesto, de elevarse el volumen de importaciones como se quiere, es de esperar que el impacto monetario de la mayor liberalización quede compensado.

Para controlar las fuerzas anotadas se acudió a instrumentos de distinto alcance.

En primer lugar, se estableció a partir del 20 de noviembre un encaje marginal del 100% —Resolución 65— sobre las exigibilidades del sistema bancario. Con el objeto de facilitar el manejo de cierta clase de depósitos, verbigracia los de ahorro y los certificados de depósito a término, a los cuales se reconocen intereses elevados, se permitió a los bancos invertir el encaje marginal que a ellos corresponde en pagarés semestrales de emergencia poseídos por el Banco de la República.

Se vuelve en esta ocasión a utilizar un instrumento muy socorrido en la historia monetaria de Colombia. En realidad de verdad, en un mercado monetario y financiero tan estrecho como el nuestro, es muy difícil dejar de acudir a estas medidas extremas. Sin embargo, ello resultaba impostergable para poner al menos un tope a la expansión secundaria y no actuar más fuertemente con encaje ordinario. De seguir avanzando la creación primaria, como ha sucedido especialmente en octubre y noviembre, habrá que pensar en este instrumento, del cual entró a regir un punto el 17 de noviembre y cuyos efectos de contracción no se alcanzaron a percibir. No escapa a las autoridades monetarias que esta congelación resulta a la larga difícil de manejar, y sobre todo que si no se presentan factores de contracción primaria, verbigracia cancelación de deuda por

el gobierno o disminución en las reservas internacionales, habrá que acudir al encaje ordinario para sustituir el marginal. Por ello, en las medidas recientes se puso énfasis en aquellas que en el momento pueden contribuir en mucho a un drenaje primario, sin descuidar, por supuesto, el estudio y perfeccionamiento de otras herramientas más variadas y de alcance general que conduzcan al mismo objetivo.

Los títulos canjeables por certificados de cambio, creados desde 1971 en desarrollo del artículo 13 del estatuto cambiario, fueron reglamentados nuevamente por la Resolución 70 que facilita el mercado de futuros. Con este instrumento las personas naturales o jurídicas pueden conservar en un título representativo de moneda extranjera los ahorros de que dispongan y además obtener un rendimiento de 7% anual. Esta posibilidad realmente constituye una de las formas más racionales para esterilizar el efecto monetario de las reservas internacionales, ya que si la creación de pesos se debe primordialmente a los grandes ingresos de divisas, obviamente la inversión que de esos pesos haga el público en las mismas reservas es la manera más lógica y directa de moderar la expansión. A la fecha de estas notas se han vendido cerca de US\$ 19 millones de los mencionados títulos.

En cuanto a tasa de redescuento, se actuó para dos clases de operaciones: en primer lugar, por Resolución 61 se elevó de 16 a 20% anual la tasa que cobrará el Banco de la República por la utilización del cupo ordinario de crédito de los bancos, destinado a satisfacer las necesidades de liquidez transitoria en diciembre y enero. En esta forma, el acceso al Emisor queda con un costo superior en cuatro puntos a lo percibido por los bancos en sus operaciones ordinarias; se racionaliza así aún más su uso a los montos estrictamente indispensables, de acuerdo con los principios de un sano manejo monetario. Se procura también que el cupo ordinario pierda efecto en el último trimestre con el esfuerzo que logren los establecimientos bancarios para conservar sus depósitos, pero se mantiene como alternativa de última instancia para atender adecuadamente los retiros de carácter estacional. En igual sentido, la Resolución 68 determina que las corporaciones de ahorro y vivienda deberán pagar al Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI— una tasa

de redescuento superior en siete puntos a la más alta aplicada por ellas en sus operaciones; este costo adicional se causará cuando dichas entidades utilicen el cupo de crédito establecido por la Resolución 72 de 1974, en cuantía superior a 5% de los depósitos existentes al momento de solicitar el préstamo.

La evolución favorable de las reservas internacionales hace menos imperioso conceder estímulos para un rápido ingreso de divisas. De ahí que la Resolución 66 eliminara los beneficios del reajuste cambiario para los reintegros anticipados por exportaciones de algodón, banano y tabaco, los cuales se liquidarán a la tasa de cambio del día en que se realice la operación anticipada. La carne y los textiles se mantienen cobijados, en consecuencia, por el régimen de la Resolución 86 de 1974, o sea, que la liquidación definitiva se hará al tipo de cambio vigente en la fecha del perfeccionamiento de la exportación, sin que exceda de cuatro meses. Esta modificación obedece además a que los precios externos de los productos primeramente mencionados han reaccionado favorablemente, bien distinto a lo que ocurría cuando se les concedió tal beneficio. Resulta explícito conceder ventajas en casos individuales que conviene aliviar, y suprimirlas cuando desaparezcan sus causas.

Por supuesto, deben también hacerse los esfuerzos posibles para favorecer el uso de reservas internacionales en bienes de capital y otros intermedios. Si bien parece que se tendrán unas reservas internacionales relativamente altas, ello no puede llevar a pensar que puedan festinarse, cuando existen tantas posibilidades de inversión útil de las mismas, máxime si el superávit de nuestra balanza ha sido siempre tan errático y vulnerable. De ahí que, como se dice al principio, se trate de facilitar las importaciones y cosa semejante podría hacerse con los proyectos concretos de inversión.

Las medidas anteriores tendientes a absorber el exceso de liquidez, son tanto más justificadas cuanto que ninguno de los indicadores expresan que la actividad económica pudiera resentirse por estrechez financiera. En efecto, como puede observarse en las cifras de colocaciones que se incluyen más adelante, el crédito ha crecido a tasas superiores a las de períodos comparables.

Además, debe recordarse que a finales de octubre se elevaron los precios del café de \$ 3.000 a \$ 3.250 la carga de 125 kilogramos. No sobra repetir que en lo doméstico la elevación del ingreso para el caficultor trae repercusiones que es preciso tener en mente si se ha de mantener una política de estabilización. Los mayores ingresos nominales necesariamente se traducirán en capacidad de compra adicional, en especial de bienes alimenticios y vestuario. Es por ello por lo que debe pensarse con oportunidad cómo adaptar la estructura productiva y los canales de distribución, para que esa mayor demanda no presione excesivamente los precios, en especial en las zonas cafeteras, ya que de no ocurrir así, se haría nugatorio el reajuste de los ingresos para el caficultor y por los efectos derivados se aplazaría el logro de la estabilidad referida.

A este factor estimulante de la economía hay que agregarle los efectos sobre la demanda efectiva del aumento del gasto público, particularmente el de funcionamiento.

Las circunstancias actuales y la dependencia tan marcada de un solo instrumento, el encaje, para el manejo monetario, vuelven a plantear la necesidad de poder contar con otros mecanismos, si se quiere actuar con eficacia y agilidad. Entre estos vale la pena recordar los esfuerzos por establecer un sistema de operaciones de mercado abierto para papeles de la Tesorería de la Nación o del Banco de la República, con el fin de regular la oferta monetaria en forma más oportuna. Sin embargo, hay que reconocer que las posibilidades de estas operaciones requieren una serie de condiciones que solo gradualmente se van consolidando en la organización económica. Por ejemplo, un proceso de difusión y de hábitos para preferir esta inversión, un mayor acercamiento de las tasas de interés y, muy seguramente, un horizonte de expectativas más estable.

**Situación monetaria.** El 31 de octubre la oferta monetaria ascendió a \$ 53.141 millones, con aumentos de 3.3% en el mes y de 15.2% en lo corrido del año. Su comparación con igual fecha de 1974 enseña alza de 29.5%, nivel que se aparta sensiblemente del observado en los últimos períodos. En 22 de noviembre este coeficiente ya se había elevado a 31.2%. Para una mejor ilustración

se inserta la serie de las variaciones de la oferta monetaria en los años recientes.

### Oferta monetaria

(Millones de pesos y porcentajes)

Años	Medios de pago (M <sub>1</sub> )		Cuasi-dinero*		M <sub>1</sub> más cuasi-dinero (M <sub>2</sub> )	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
<b>Variaciones diciembre 31-octubre 31</b>						
1969	1.939	12.6	243	10.3	2.182	12.3
1970	1.658	9.0	529	19.5	2.187	10.3
1971	773	3.6	532	15.5	1.305	5.2
1972	3.291	13.7	1.457	35.1	4.748	16.9
1973	4.757	15.9	5.742	95.4	10.499	29.3
1974	2.455	6.4	6.752	53.4	9.207	18.0
1975	7.028	15.2	11.428	55.5	18.456	27.7
<b>Variaciones en año completo</b>						
1969	2.804	19.2	325	14.2	3.129	18.6
1970	2.772	16.0	635	24.3	3.407	17.0
1971	2.254	11.2	712	21.9	2.966	12.7
1972	4.886	21.8	1.648	41.6	6.534	24.8
1973	7.313	26.8	6.159	109.9	13.472	41.0
1974	6.428	18.6	7.643	65.0	14.071	30.3
1975	12.114	29.5	12.613	65.0	24.727	40.9

\* Incluye depósitos de ahorro, certificados de depósito a término y depósitos en UPAC.

Nota: Las cifras de 1975 son provisionales.

Durante el mes de octubre el aumento de los medios de pago fue de \$ 1.689 millones, de los cuales \$ 916 corresponden a creación primaria. Dentro de esta, cabe destacar el avance de las reservas internacionales que irrigan con \$ 943 millones —US\$ 36.3 millones— y el crédito interno neto del Banco de la República a los diferentes sectores de actividad económica por \$ 1.042 millones, especialmente con recursos de los fondos financieros. En estos resaltan el Fondo Financiero Agropecuario, con redescuentos por \$ 714 millones y el FAVI con un mayor valor de préstamos por \$ 276 millones.

### Crédito bancario

(Millones de pesos y porcentajes)

Años	Cartera		Colocaciones (1)	
	Valor	%	Valor	%
<b>Variaciones diciembre 31-octubre 31</b>				
1969	1.730	13.9	1.995	15.2
1970	1.772	12.5	2.101	14.0
1971	2.047	12.5	2.291	13.1
1972	3.162	16.6	3.270	16.2
1973	5.073	22.5	5.637	23.5
1974	6.623	22.9	7.793	25.2
1975	9.226	24.1	9.848	23.8
<b>Variaciones en año completo</b>				
1969	2.011	16.6	2.272	17.7
1970	1.844	13.0	2.031	13.5
1971	2.442	15.3	2.590	15.1
1972	3.819	20.7	3.770	19.1
1973	5.348	24.0	6.145	26.2
1974	7.989	29.0	9.140	30.8
1975	11.910	33.5	12.458	32.1

(1) Incluyen cartera.

Nota: Las cifras de 1975 son provisionales.

Empero, los cambios del activo fueron parcialmente neutralizados por el incremento de los pasivos del Banco de la República con la Caja de Crédito Agrario y los bancos comerciales, que en conjunto aumentaron sus depósitos en moneda nacional en \$ 1.122 millones. En el caso de la Caja, hubo compensación entre los recursos que utilizó del Fondo Financiero Agropecuario y las exigencias que tenía de encaje.

La oferta monetaria ampliada ( $M_2$ ), que incluye además de los medios de pago tradicionales otros instrumentos financieros menos líquidos (cuasi-dinero), registra para el final de octubre un saldo de \$ 85.161 millones, con alzas de 2.6% en el mes, 27.7% en lo que va corrido del año y de 40.9% respecto a octubre de 1974, variaciones que difieren significativamente de aquellas calculadas para los medios de pago, por la notable incidencia de los cuasi-dineros.

Para la misma fecha comentada, el crédito de los bancos y de la Caja Agraria ascendió a \$ 51.229 millones, cifra superior en \$ 595 millones (1.2%) a la registrada en septiembre y en \$ 9.848 millones (23.8%) con relación a diciembre 31 de 1974. En los últimos doce meses el aumento del crédito fue de \$ 12.458 millones (32.1%).

**Situación cambiaria.** Al concluir los diez primeros meses, las transacciones cambiarias acentúan la tendencia de notoria recuperación de las reservas internacionales que viene prevaleciendo en los últimos meses. Al llegar su saldo a US\$ 441 millones, se supera por primera vez en este año el nivel que registraban en diciembre de 1974, como se aprecia en las anotaciones sobre la política monetaria.

Sobresalen en este resultado la notable disminución que presenta el déficit en cuenta corriente —US\$ 56 millones— cuando en los tres meses precedentes se había mantenido por encima de US\$ 100 millones y el signo positivo en la financiación neta que se coloca en US\$ 58 millones.

En el período mencionado los ingresos corrientes superan en US\$ 354 millones —30%— a los que corresponden a similar lapso de 1974, ascenso que se reparte así: US\$ 175 millones en los reintegros por exportaciones y US\$ 179 en los demás conceptos, principalmente servicios y transferencias.

De singular importancia resulta la contribución del café, particularmente en octubre, cuando se registraron ingresos por US\$ 93 millones, la cifra más alta conocida para una mensualidad y casi la quinta parte de los ingresos de los diez primeros meses. En los demás productos de exportación, el cambio con 1974 es cercano a US\$ 100 millones, si bien en octubre se presenta una ligera disminución respecto al mes anterior.

#### Balanza cambiaria

(Millones de US\$)

	Hasta octubre 31		
	1973	1974	1975
<b>I—Ingresos corrientes</b> .....	995.2	1.192.6	1.546.5
Exportaciones .....	796.9	963.7	1.138.3
Café .....	411.2	416.9	493.1
Otros productos .....	385.7	546.8	645.2
Oro y capital petróleo .....	10.9	14.7	35.5
Servicios .....	187.4	214.2	372.7
<b>II—Egresos corrientes</b> .....	951.3	1.311.0	1.602.1
Importaciones .....	601.5	859.8	1.119.3
Petróleo para refinación .....	40.3	57.5	54.0
Servicios .....	309.5	393.7	428.8
<b>III—Superávit (+) o déficit (—)</b> ..	43.9	—118.4	—55.6
<b>IV—Movimientos de capital</b> .....	—8.9	23.4	58.0

Los egresos corrientes superan en 22% a los de 1974. Los pagos por importaciones avanzan 30% y los servicios solo lo hacen en 9%, contribuyendo en esta forma a disminuir el déficit tradicional en este rubro, como se dijo antes.

En lo concerniente a la financiación no se observan alteraciones fundamentales frente al comportamiento de los últimos meses y no parece que en el resto del año puedan presentarse movimientos que modifiquen el resultado hasta ahora obtenido.

## Algunos 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 circula- ción	Depósitos			Otros
					De bancos		Oficiales	Previos y consi- naciones antici- padas		
Millones de pesos										
1970 .....	6.927	2.873	2.494	15.113	27.407	8.176	5.397	490	2.402	10.942
1971 .....	7.572	3.599	3.041	15.661	29.873	8.909	5.798	550	2.210	12.406
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	6.039	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	22.459
1975 Junio.....	10.935	6.338	9.750	30.454	57.477	12.031	15.983	1.617	3.294	24.552
Julio.....	9.915	6.416	9.349	30.538	56.219	11.511	14.812	1.422	2.874	25.600
Agosto.....	10.365	6.406	9.234	33.637	59.642	11.934	15.144	1.696	2.719	28.149
Septiembre....	10.408	6.364	9.231	33.466	59.469	12.053	15.178	1.209p	2.736	28.293
Octubre.....	10.512	6.354	10.262	35.019	62.147	12.964	16.190	1.472p	2.753	28.768
Noviembre....	11.417	6.191	10.276	36.630	64.514	15.116	16.989	1.355p	2.485	28.569

Período	Medios de pago (1)	Bancos comerciales y Caja Agraria			Depósitos de ahorro (1)	Ingreso de divisas				Egreso de divisas		
		Cartera (1)	Coloca- ciones (1)	Otros		Por exportaciones		Otros	Total	Importa- ciones	Otros	Total
						Café	Menores					
		Millones de pesos					Millones de US\$					
1970 .....	21.627	16.380	17.425	3.425	406	237	471	1.114	558	555	1.113	
1971 .....	23.995	19.084	20.216	4.148	359	298	532	1.189	613	568	1.181	
1972 .....	29.842	22.704	23.842	5.832	434	407	625	1.466	655	684	1.339	
1973 .....	38.572	28.959	30.978	7.974	535	473	656	1.664	744	790	1.534	
1974 .....	46.113	38.267	41.381	9.623	543	671	653	1.867	1.050	904	1.954	
1975 Junio.....	48.291	42.313	46.018	10.954	57	81	173	311	190	75	265	
Julio.....	48.703	43.589	47.356	11.075	47	58	36	141	112	49	161	
Agosto.....	50.569p	44.615p	48.382p	11.233p	53	62	40	155	94	42	136	
Septiembre....	51.452p	46.463p	50.634p	11.763p	44	70	39	153	105	46	151	
Octubre.....	53.141p	47.493p	51.229p	12.163p	94	65	42	201	116	46	162	
Noviembre....	54.628p	47.857p	51.854p	11.830p	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	

Período	Indices de precios (1970 = 100)					Precios			
	Al consumido	Al por mayor del comercio en general			Bolsa de Bogotá. Cotización de acciones	Certificado de cambio. Promedio de compra	Café		
		según origen del artículo					Pesos	En el país	En Nueva York
	Nacional empleados	Importados	Exportados	Total	Pergamino tipo Fede- ración	Suaves colombianos (MAM <sup>2</sup> )			
						US centavos por libra de 453,6 gr.			
1970 Promedio.....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	18,47	1.303,95	56,42	
1971 Promedio.....	110.9	109,8	102,6	111,5	84,4	19,95	1.245,45	49,27	
1972 Promedio.....	125,5	128,4	126,1	131,9	72,5	21,90	1.498,88	56,67	
1973 Promedio.....	150,2	164,1	171,7	168,7	78,0	23,70	1.937,59	72,66	
1974 Promedio.....	185,2	232,7	254,1	229,5	77,6	26,08	2.206,74	77,86	
1975 Junio.....	227,1	290,3	268,7	283,6	63,7	30,83	2.350,00	72,15	
Julio.....	229,1	295,0	286,5	287,6	64,5	31,18	2.545,00	83,10	
Agosto.....	230,0	300,8	325,6	293,9	65,7	31,51	3.000,00	100,90	
Septiembre....	233,2	302,9	322,9	297,9	70,4	31,84	3.000,00	90,93	
Octubre.....	235,5	311,7	323,9	302,5	70,2	32,17	3.058,33	90,35	
Noviembre....	237,0	319,2	322,5	306,3	69,7	32,52	3.250,00	88,03	

Período	Gobierno Central (2)				Producción					
	Ingresos		Gastos (3)		Petróleo crudo (4)	Cemento	Lingotes de acero	Azúcar	Energía eléctrica. Consumo (5)	Actividad edificadora (6)
	Corrientes	De capital	Funciona- miento	Inversión						
	Millones de pesos					Miles de barriles	Miles de toneladas			Millones de KWH
1970 .....	...	...	...	...	80.050	2.757	239	672	5.494	4.659
1971 .....	...	...	...	...	78.635	2.828	248	744	6.054	4.764
1972 .....	...	...	...	...	71.674	3.006	275	824	7.087	4.425
1973 .....	20.361	7.487	14.735	8.424	67.089	3.221	263	820	8.008	5.549
1974 .....	26.358	6.237	18.132	10.912	61.387	3.432	244	895	8.590	(...)
1975 Junio.....	11.919	529	6.893	3.408	4.700	188	23	82	694	(...)
Julio.....	...	...	...	...	4.889	316	24	93	704	(...)
Agosto.....	...	...	...	...	4.883	253	27	89	725	(...)
Septiembre....	11.080	767	6.860	3.441	4.625	(...)	22	94	(...)	(...)
Octubre.....	...	...	...	...	4.776	(...)	23	95	(...)	(...)
Noviembre....	...	...	...	...	(...)	(...)	(...)	84	(...)	(...)

(1) Fin de período. (2) Tesorería General de la República. Cifras no comparables con las publicadas anteriormente por cambio de metodología; los datos se presentan por trimes-

tres acumulados. (3) No se incluye la amortización de la deuda. (4) Barriles de 42 galones US. (5) 14 ciudades. (6) 18 ciudades.