

REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., octubre
de 2005 - No. 77

EDITORA:

Diana Margarita Mejía A.

ISSN

0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página web del Banco de la República:
www.banrep.gov.co
(Ruta de acceso:
Información Económica/Documentos e Informes/Reportes)

Diseño:
Asesores Culturales Ltda.



Algunos comentarios sobre la transmisión de la política monetaria y el canal de crédito

MUNIR A. JALIL B.*

- *En el largo plazo, la política monetaria determina el valor del dinero dado que movimientos en el nivel general de precios indican cuánto ha cambiado en el tiempo el poder de compra del dinero.*
- *Aún cuando los hacedores de política tienen control directo sobre un conjunto de tasas de corto plazo, cambios en esas tasas de intervención pueden afectar las tasas de mercado, las expectativas, los precios de los activos y el tipo de cambio.*

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) fija la tasa de interés a la cual el Banco de la República (BR) se relaciona con los establecimientos de crédito¹ (llamadas tasas de intervención). Las decisiones sobre esas tasas afectan la actividad económica y la inflación mediante varios canales, los cuales son conocidos como *canales de transmisión de la política monetaria*.

El objetivo de este Reporte es describir una perspectiva sobre

los mecanismos de transmisión, lo que se conoce y lo que hace parte de la agenda de investigación del BR. Los puntos más importantes del mecanismo se encuentran en la Figura 1.

Como primera medida, las decisiones sobre las tasas de intervención afectan las tasas de mercado (tales como las tasas de CDT y las tasas de préstamos) a distintos niveles. Este es el canal acerca del cual se tiene más conocimiento y del que hablaremos con más detalle en el apartado siguiente.

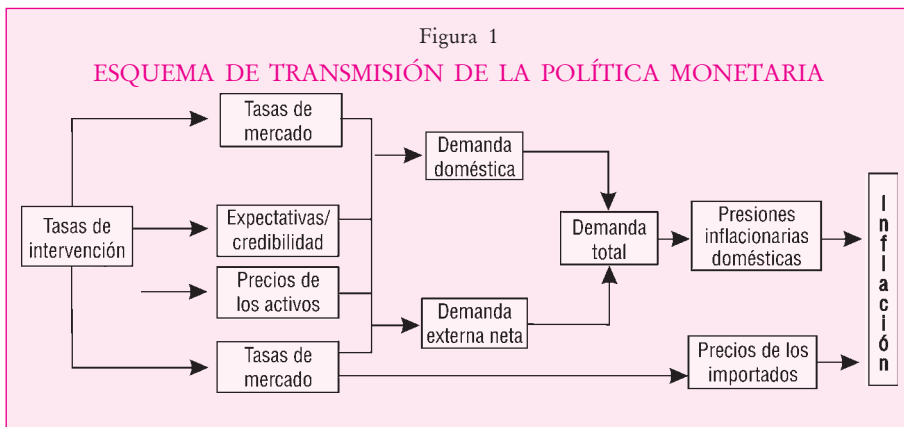
* Investigador de la Unidad de Investigaciones de la Gerencia Técnica. Las opiniones, errores y omisiones son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios de Luis Eduardo Arango.

¹ El conjunto de tasas se puede clasificar en dos tipos: las tasas a las que el BR provee dinero a la economía y las tasas a las que recoge dinero de ésta.

Al mismo tiempo, las decisiones de política y los anuncios alteran las expectativas sobre el curso futuro de la economía, en la medida en que estas sean creíbles (éste es un proceso en el que dicha credibilidad se construye a partir de demostraciones del accionar del banco central). De la misma manera se afectan los precios de los activos y el tipo de cambio.

Segundo, estos cambios, a su vez, afectan el comportamiento de los individuos y las firmas en la economía. En particular, las decisiones concernientes a consumo, gasto e inversión se verán afectadas por los cambios en las tasas de interés. Por ejemplo, manteniendo todo lo demás constante, las tasas de interés más altas tienden a estimular el ahorro más que el consumo y, además, generan un valor más alto del peso en el mercado de divisas, lo cual hace los bienes extranjeros menos costosos con respecto a los bienes producidos en Colombia. Así, los cambios en las tasas de intervención afectan la demanda por bienes y servicios producidos en Colombia.

Tercero, el nivel de demanda relativo a la capacidad de oferta doméstica (tanto en el mercado laboral como en el resto) es una influencia muy importante que genera presiones inflacionarias domésticas. Por ejemplo, si la demanda de trabajo excede la oferta disponible, se creará una tendencia a presionar el aumento en los salarios, lo cual puede



terminar reflejado en mayores precios.

Cuarto, los movimientos en el tipo de cambio tienen un efecto directo, aunque en algunas ocasiones retrasado, sobre los precios domésticos de los bienes y servicios importados. Además, dichos movimientos tienen un efecto indirecto sobre los precios de los bienes y servicios que compiten con los importados o utilizan bienes importados afectando por consiguiente el componente del índice de precios que es importado.

Efectos de cambios en la política monetaria

La política monetaria funciona gracias a la influencia que tiene sobre la demanda agregada de la economía. Su efecto directo sobre la oferta agregada es mínimo o nulo. Por el contrario, en el largo plazo la política monetaria determina los valores monetarios de los bienes y servicios, es decir, el nivel general de precios. Una manera equivalente de explicar el punto anterior es decir que en el largo plazo, la política monetaria

determina el valor del dinero, dado que movimientos en el nivel general de precios indican cuánto ha cambiado en el tiempo el poder de compra del dinero. La inflación, en este sentido, es un fenómeno monetario.

Sin embargo, los cambios en la política monetaria tienen un efecto sobre la actividad real en el corto plazo; y aunque la política monetaria es el determinante más importante del nivel de precios en el largo plazo, hay muchas influencias potenciales en los movimientos del nivel de precios a horizontes más cortos. La cadena de causalidad entre cambios en la política monetaria y sus efectos últimos en la economía tiene, entonces, muchos vínculos adicionales que son el tema de estudio del BR en este momento.

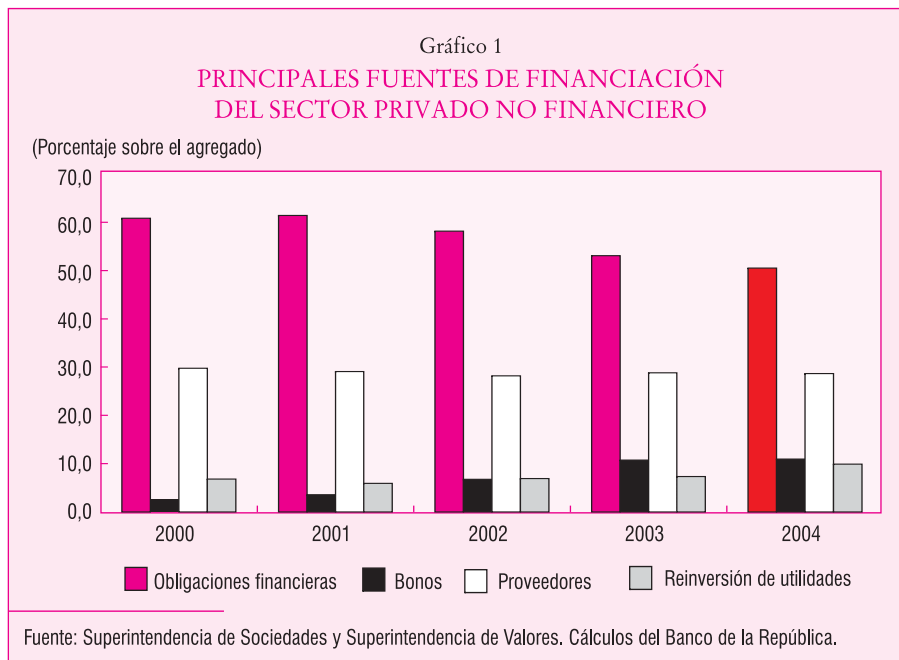
I. Efectos de los cambios en las tasas de intervención a los cambios en las tasas de mercado

Uno de los canales de transmisión de la política monetaria es

el del crédito bancario. De acuerdo con este mecanismo, los incrementos (descensos) en las tasas de interés de intervención del BR se trasladan a las tasas de mercado de igual y mayor plazo (tanto de captación como de colocación), y se genera así un descenso (incremento) en la demanda de crédito y, por lo cual, los potenciales beneficiarios de dichos créditos deben reducir (aumentar) su consumo e inversión, de manera que se produce una caída (aumento) en la demanda agregada y en la inflación.

Este mecanismo supone que: i) el principal uso de los depósitos de los establecimientos de crédito (EC²) deben ser los préstamos, sustitutos imperfectos de los demás activos, y ii) los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación de los agentes, ya que otro tipo de financiación les implicaría mayores costos. En la medida en que estos supuestos no se cumplan, la transmisión de las tasas de intervención del BR hacia las de mercado es menor, y el canal del crédito se puede debilitar.

Como se mostrará a continuación, entre 2000 y 2004 se presentó en Colombia una tendencia creciente en la sustitución de cartera por inversiones en títulos públicos, hecho que debilita el primer supuesto. En cuanto al financiamiento de las empresas, el crédito bancario continúa como su principal fuente de financiación, pero también se ha presentado una



ganancia por la participación de otros mecanismos, como reinversión de utilidades, proveedores y bonos.

A pesar del deterioro de los supuestos mencionados, las investigaciones realizadas en el BR muestran que las modificaciones en las tasas de interés de intervención se siguen transmitiendo a las tasas de captación y colocación de los EC. Los resultados de estos estudios se describen más adelante

A. Fuentes de financiación de los EC

La principal fuente de financiación de los EC en el período de análisis ha estado constituida por los pasivos sujetos a encaje (PSE³), los cuales han representado, en promedio, el 71,8% del total de

las fuentes, y solo desde 2004 presentaron un crecimiento por encima del PIB nominal. Dentro de ellos se observa un incremento sostenido en la participación de los PSE públicos, con variaciones anuales muy superiores al crecimiento nominal de la economía, en donde se destacan los aumentos en las cuentas de ahorro y corrientes. Por su parte, a pesar de que los PSE privados continúan como los depósitos con mayor participación, sus tasas de crecimiento han sido inferiores al incremento del PIB nominal, con excepción de 2004 (Cuadro 1).

B. Principales activos (usos) de los EC

Entre 2000 y 2004, el incremento de 51,8% en los activos de

² Bancos comerciales, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

³ En el Cuadro 1 se muestran los principales PSE.

los EC se explica principalmente por el aumento de las inversiones (107,8%) y en menor medida, por el crecimiento de la cartera (37,0%) y de otros activos (29,5%) (Cuadro 2).

Entre 2000 y 2004 se muestra una tendencia clara por parte de los EC a sustituir cartera por inversiones en títulos públicos. En dicho período la participación de la cartera total de los EC dentro del total de activos disminuyó (- 6,2 puntos porcentuales (pp)), y la de inversiones en títulos públicos aumentó (11,6 pp). En particular, los especializados en préstamos hipotecarios presentaron una caída en la participación de la cartera hipotecaria, mientras que en los demás el descenso en participación se dio en todas las modalidades de crédito. En ambos casos, dicha caída fue compensada con el aumento de las inversiones en títulos públicos.

C. El financiamiento de las empresas

Para analizar las fuentes de financiación de las empresas del sector privado no financiero, se observó una muestra de 3.585 empresas activas entre 2000 y 2004 que reportan sus balances a la Superintendencia de Sociedades. Las principales fuentes han sido, en promedio, créditos bancarios 56,8%; proveedores 28,9%; reinversión de utilidades 7,4%; y bonos 6,9% (Gráfico 1). Sin embargo, en el período de análisis, se ha presentado una caída en la participación de los

Cuadro
PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS

	Saldos en billones de pesos					
	2000	2001	2002	2003	2004	2000
Total fuentes	74,6	79,6	85,8	96,1	113,2	100,0
PSE	53,7	58,2	61,5	68,3	80,9	72,0
PSE públicos	7,1	9,6	12,8	16,0	19,7	9,5
Ahorro	1,1	1,7	3,8	5,2	8,2	1,5
Ctas. Ctes.	2,4	3,3	3,9	4,2	5,1	3,2
CDT	1,1	1,6	1,7	1,6	2,3	1,4
Recaudos	1,1	1,1	1,4	1,6	1,9	1,5
Repos	0,9	1,2	1,1	2,3	1,2	1,2
Depósitos a la vista	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	0,6
PSE privados	46,6	48,6	48,7	52,3	61,2	62,5
Ahorro	15,7	17,5	19,1	20,3	24,4	21,1
Ctas. Ctes.	7,1	7,1	7,7	8,9	10,2	9,5
CDT	20,4	20,8	18,8	19,8	22,1	27,3
Bonos	2,5	2,3	2,3	2,2	3,3	3,4
Depósitos a la vista	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0
Otros	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2
Repos BR	1,6	1,0	2,0	3,3	2,4	2,1
Pasivos EFE	5,4	5,5	5,7	6,6	7,3	7,2
Bancos del exterior	3,4	3,0	3,4	2,4	3,5	4,6
Ctas. patrimoniales	5,2	5,6	6,4	7,7	9,4	7,0
Otros	5,3	6,3	6,7	7,7	9,6	7,0

(*) No incluye IFI, ni entidades financieras oficiales especiales (EFE).
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Banco de la República.

Cuadro
PRINCIPALES USOS DE RECURSOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS

	Saldos en billones de pesos					
	2000	2001	2002	2003	2004	2000
Activo (bruto)	74,6	79,6	85,8	96,1	113,2	100,0
Inversiones	16,7	21,6	24,0	27,9	34,7	22,4
Gobierno	6,8	10,2	13,4	17,3	23,5	9,1
Otros	9,9	11,4	10,5	10,6	11,2	13,2
Cartera MT 2/	46,7	47,6	51,4	56,3	64,0	62,7
Cartera ML 3/	43,4	44,7	48,2	54,2	60,6	58,2
Cartera ME 4/	3,3	2,9	3,1	2,2	3,4	4,5
Comercial MT	27,1	27,7	31,1	34,7	40,0	36,4
Comercial ML	23,9	24,9	28,0	32,5	36,6	32,0
Comercial ME	3,3	2,8	3,1	2,1	3,4	4,4
Consumo MT	6,7	7,5	8,0	9,9	13,0	9,0
Consumo ML	6,7	7,4	7,9	9,9	12,9	8,9
Consumo ME	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Hipotecaria MT 5/	12,9	12,4	11,9	11,2	10,2	17,2
Microcréditos MT	0,0	0,0	0,4	0,6	0,8	0,0
Disponible	4,1	4,0	4,7	5,5	6,3	5,5
Leasing	1,6	1,7	2,0	2,7	4,3	2,1
Repos y fondos interbancarios	1,1	1,0	0,7	0,7	0,9	1,5
Cuentas por cobrar	4,4	3,7	3,1	2,9	3,0	5,8

1/ No incluye IFI, ni entidades financieras oficiales especiales (EFE).
2/ Moneda total, moneda legal más moneda extranjera.
3/ Operaciones realizadas en moneda legal.
4/ Operaciones realizadas en moneda extranjera reexpresadas en moneda nacional con el tipo de cambio de fin de período.
5/ Incluye titularizaciones.
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos Banco de la República.

Cuadro 1
COMPOSICIÓN DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA (*)

2000	Participación porcentual				Variación porcentual anual			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	6,8	7,7	12,1	17,8
72,0	73,0	71,8	71,0	71,5	8,3	5,8	11,0	18,5
13,5	12,0	14,9	16,6	17,4	34,9	33,4	25,2	23,4
1,5	2,1	4,4	5,4	7,3	48,6	129,0	37,3	56,9
3,2	4,1	4,5	4,4	4,5	39,1	18,3	9,0	19,2
4,4	2,0	2,0	1,7	2,0	50,2	8,1	(5,5)	37,8
7,5	1,4	1,6	1,6	1,7	0,4	19,5	15,3	21,5
1,2	1,5	1,3	2,4	1,1	31,7	(9,7)	113,2	(48,7)
0,6	0,8	1,0	1,0	1,0	36,3	33,3	11,0	13,0
2,5	61,0	56,8	54,4	54,1	4,2	0,4	7,2	17,0
1,1	21,9	22,2	21,1	21,6	11,1	9,2	6,6	20,2
9,5	8,9	9,0	9,2	9,0	0,6	8,5	15,0	15,3
7,3	26,1	22,0	20,6	19,5	1,8	(9,2)	5,3	11,2
3,4	2,9	2,7	2,3	2,9	(7,4)	(1,4)	(5,6)	52,1
1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	(6,0)	(12,3)	10,9	(1,2)
0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	39,9	(3,7)	106,8	25,4
2,1	1,3	2,3	3,5	2,1	(35,8)	94,5	69,5	(29,2)
7,2	6,9	6,7	6,9	6,5	1,9	4,5	15,5	10,7
4,6	3,8	4,0	2,5	3,1	(11,1)	12,8	(29,5)	46,7
7,0	7,1	7,4	8,0	8,3	7,9	13,0	21,2	21,8
7,0	7,9	7,8	8,0	8,5	19,8	6,6	14,9	24,4

Cuadro 2
COMPOSICIÓN DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA 1/

2000	Participación porcentual				Variación porcentual anual			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	6,8	7,7	12,1	17,8
24,2	27,1	27,9	29,0	30,6	29,6	10,9	16,5	24,2
9,1	12,9	15,7	18,0	20,7	50,7	31,1	28,7	35,8
3,2	14,3	12,3	11,1	9,9	15,1	(7,3)	1,0	5,3
2,7	59,8	59,9	58,6	56,5	1,9	7,9	9,7	13,6
8,2	56,1	56,2	56,4	53,5	3,0	7,9	12,3	11,9
4,5	3,6	3,7	2,3	3,0	(13,0)	8,2	(30,6)	56,1
6,4	34,7	36,2	36,1	35,3	1,9	12,3	11,6	15,2
2,0	31,2	32,6	33,9	32,3	4,0	12,6	16,3	12,5
4,4	3,5	3,6	2,2	3,0	(14,0)	10,2	(30,9)	57,2
9,0	9,5	9,3	10,3	11,5	11,8	6,2	23,8	31,2
8,9	9,3	9,3	10,3	11,4	11,5	6,9	24,0	31,4
0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	37,5	(48,8)	(10,6)	(2,5)
7,2	15,6	13,9	11,7	9,0	(3,3)	(4,1)	(6,0)	(8,8)
0,0	0,0	0,5	0,6	0,7	0,0	0,0	46,1	48,1
5,5	5,0	5,4	5,7	5,6	(3,4)	17,9	17,4	15,0
2,1	2,1	2,3	2,9	3,8	6,7	18,4	38,8	57,6
1,5	1,3	0,8	0,8	0,8	(7,8)	(30,7)	0,4	18,2
5,8	4,7	3,6	3,0	2,7	(14,2)	(18,0)	(5,5)	4,6

pasivos con el sector bancario (-10,1 pp), la cual fue compensada con un incremento en la colocación de bonos (8,3 pp) y una mayor reinversión de utilidades (3,1 pp)⁴.

En conclusión, en la muestra observada el crédito bancario continúa como la principal fuente de financiación de las empresas, a pesar de la importancia creciente de otros mecanismos de financiación, como proveedores, reinversión de utilidades y bonos.

D. Relación entre las tasas de interés de intervención del BR y las tasas de mercado

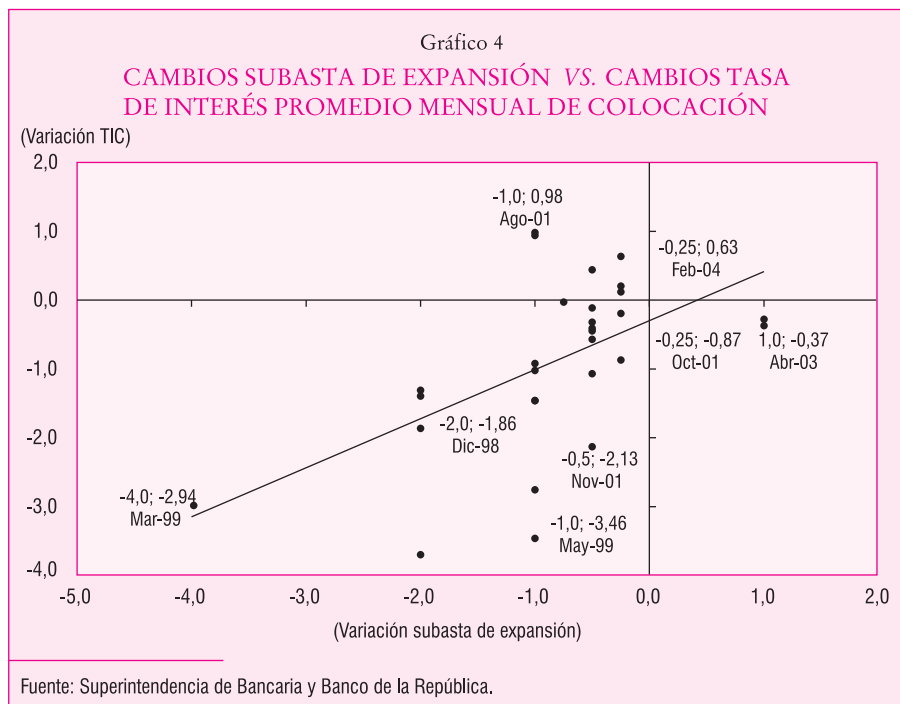
La postura de la política monetaria se refleja en las tasas de interés de intervención que el BR cobra o recibe en sus operaciones Repo a un día. La JDDBR define el nivel de estas tasas con base en el análisis del *Informe sobre Inflación*; este nivel es consistente con el logro de la meta de inflación. Los EC acuden diariamente al BR por un cupo para satisfacer sus necesidades de liquidez de corto plazo. Cuando el BR modifica sus tasas de intervención, se generan cambios en los costos de fondeo de corto plazo de los EC, y

⁴ El incremento en las colocaciones de bonos se debe principalmente a una entidad, y, al excluirla, las participaciones son las siguientes: créditos bancarios 57,4%; proveedores 31,6%; reinversión de utilidades 7,7%; y bonos 3,3%. En este caso también se observa una caída de los préstamos con los EC (-9,6 pp), que se compensó en su mayor parte con un incremento en la reinversión de utilidades (5,3 pp) y proveedores (2,5 pp) y en menor medida con un aumento en la colocación de bonos (1,8 pp).

captación, los cuales dependen principalmente del riesgo que representa cada entidad. En cuanto a las tasas de colocación, los EC tienden a especializarse en ciertas modalidades de préstamos. Estos hechos pueden generar diferentes reacciones de cada EC ante cambios en las tasas de interés de política monetaria.

Por lo anterior, Amaya (2005)⁷ examinó la transmisión de la TIB a las tasas activas y pasivas, con información mensual entre 1996-2004, y halló para tal efecto relaciones de largo plazo entre estas variables según cada entidad financiera⁸. Si el coeficiente estimado de largo plazo era menor que 0,5 el autor clasificaba al banco como de transmisión baja, entre 0,5 y 0,75 como media y entre 0,75 y 1 como alta.

Aún cuando los resultados varían de una entidad a otra, estos sugieren que la transmisión de tasas es alta y rápida. Es decir, cuando los bancos observan movimientos en la TIB, estos cambian sus tasas, bien sean activas o pasivas, en la misma dirección y en un período corto de tiempo. Al ordenar los bancos según su grado de transmisión es posible clasificar a un 90% de estos como de transmisión media-alta, para el caso de las tasas pasivas; mientras que un 93% son de transmisión media-alta, en el caso de las tasas activas. Las tasas activas y pasivas de los bancos reaccionan en el mismo mes al movimiento en la TIB y



la respuesta máxima observada se presenta en un período entre cuatro y seis meses.

II. Efectos de cambios en la política monetaria en las expectativas, en los precios de los activos y en el tipo de cambio

Aunque estos otros vínculos hacen parte de la agenda presente de investigación del BR, algo se puede decir de las relaciones a encontrar desde una perspectiva económica.

A. Precios de los activos

Los cambios en las tasas de intervención pueden afectar el

valor de mercado de los bonos y las acciones. El precio de los bonos está relacionado inversamente con la tasa de interés de largo plazo; por lo tanto, un incremento en las tasas de largo plazo baja el precio de los bonos, y viceversa para una disminución de las tasas de largo plazo. Si todo lo demás se mantiene constante (en particular las expectativas de inflación), las tasas más altas, además, bajan los precios de las acciones. Esto sucede porque los retornos esperados se descuentan por un factor más alto, razón por la cual el valor presente de cualquier ingreso futuro cae. Sin embargo, todo lo

⁷ Amaya, Carlos A. (2005). "La fijación de tasas de interés y los mecanismos de transmisión de la política monetaria", en: Borradores de Economía, No. 352, Banco de la República.
⁸ Debido a la alta correlación entre las tasas de intervención del BR y la TIB, esta última se usó como proxy de la primera. Se utilizó información de 16 EC para analizar las tasas activas y de 21 EC para las pasivas. A diciembre de 2004, estas instituciones tenían 55% del acervo de cartera y 81% del acervo de CDT.

demás no tiene que seguir necesariamente constante; por ejemplo, los cambios de política pueden tener efectos indirectos sobre las expectativas o la confianza.

B. El tipo de cambio

Los cambios inducidos en las tasas de intervención pueden afectar el tipo de cambio. El tipo de cambio es el precio relativo del dinero doméstico y extranjero, razón por la cual depende de condiciones domésticas y externas. El impacto preciso en el tipo de cambio de una modificación en las tasas de intervención es incierto debido a que dependerá de las expectativas sobre las tasas de interés doméstica y externa de la misma manera que sobre la inflación interna y externa, cuyos componentes (al menos los domésticos) pueden ser alterados por el cambio de la política monetaria. Sin embargo, *ceteris paribus*, un incremento no esperado en la tasa de intervención llevará probablemente a una apreciación de la moneda doméstica en el mercado cambiario, y viceversa para una disminución de las tasas.

La apreciación del tipo de cambio se explica debido a que el incremento en las tasas de interés domésticas (con las externas constantes) hace los activos nacionales más atractivos para los inversionistas internacionales. La tasa debería moverse a un nivel en donde los inversores esperen una depreciación

futura lo suficientemente importante de manera tal que sean indiferentes entre tener pesos y activos denominados en moneda extranjera. En este punto el diferencial correspondiente de tipos de interés a cualquier vencimiento es aproximadamente igual a la tasa esperada de cambio de la tasa de cambio al mismo horizonte. Los cambios en la tasa de cambio conllevan cambios en los precios relativos de los bienes domésticos y extranjeros, al menos por un tiempo, aunque pueden pasar muchos meses antes de que algunos de estos cambios se vean reflejados en la economía doméstica y plazos aún más largos para ver sus efectos en los patrones de consumo.

C. Expectativas y confianza

Los cambios en las tasas oficiales pueden influenciar las expectativas sobre el curso futuro de la economía y la confianza con la que estas expectativas se mantienen (en adición a las expectativas de inflación ya mencionadas). Tales cambios en la percepción afectarán a los participantes de los mercados financieros y pueden influir en otras partes de la economía, por ejemplo, mediante cambios en las expectativas futuras de ingresos laborales, desempleo, ventas y beneficios. La dirección en la cual tales efectos funcionan es difícil de predecir y pueden variar en el tiempo. Un incremento en las tasas podría, por ejemplo, interpretarse como un

indicador de que la JDBR cree que la economía está creciendo más rápido que lo pensado, y generando así, un incremento en las expectativas relativas al crecimiento futuro y la confianza en general. Sin embargo, también es posible que un incremento signifique un mensaje de la JDBR en cuanto a la necesidad de disminuir el crecimiento en la economía con el fin de lograr el objetivo de inflación, y esto podría reducir las expectativas de crecimiento futuro y reducir la confianza. La posibilidad de tales efectos contribuye a la incertidumbre del impacto de cualquier cambio de política e incrementa la importancia de tener un esquema de política monetaria creíble y transparente.

En conclusión, aún cuando los hacedores de política tienen control directo sobre un conjunto de tasas de corto plazo, los cambios en esas tasas de intervención pueden afectar las tasas de mercado, las expectativas, los precios de los activos y el tipo de cambio. La respuesta de todos estos variará considerablemente en el tiempo ya que el ambiente externo, el régimen de política y la sensibilidad del mercado no son constantes. Sin embargo, los cambios en la política monetaria (en lo concerniente a las tasas de interés) afecta normalmente los mercados financieros de la manera descrita en los apartados anteriores. ■