
LAS MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE

*Por: Alberto Carrasquilla B.**

Ninguna área asignada a la competencia del banco central de Colombia ha sufrido tantas modificaciones a lo largo de los años como la política de encajes. Esto es cierto tanto para el período de vigencia de la Junta Monetaria, como para la época más reciente de independencia. No ha habido, en las últimas dos décadas, un solo año en el cual no se haya modificado dicha política. En algunos años, el número de resoluciones modificatorias excede la docena. La propensión a cambiar la política de encajes es una de las características particulares del manejo macroeconómico colombiano.

La explicación para esta enorme inestabilidad normativa es sencilla en lo que respecta a la primera época. El encaje, de hecho, se consideraba como un instrumento monetario que, durante largos años, era sustitutivo de políticas más ligadas a los mecanismos de mercado. Cuando las condiciones externas eran favorables o la política fiscal implicaba emisión monetaria excesiva y la inflación amenazaba con desbordar los límites aceptables para la sociedad, la política monetaria pasaba a asumir una posición contracíclica y el encaje se elevaba. Cuando cedía la presión externa o fiscal y la inflación retornaba a sus niveles aceptables, el sector financiero

enfrentaba situaciones de iliquidez y el encaje bajaba.

Este esquema institucional no ha sido claramente sustituido por otro, de tal forma que para el sistema financiero lo obvio es que se siga manejando de igual manera. De esta forma, cuando hay situaciones de iliquidez, lo primero que viene a la mente de la opinión especializada es el encaje y lo último que se considera es la solicitud de que el banco central tome la iniciativa en la creación de un mercado secundario de deuda con mayor profundidad y agilidad. En la medida en que la Junta Directiva del Banco de la República hasta el momento ha aceptado un papel de "seguidor" en este proceso, el incentivo que tiene el sector para continuar operando bajo estas reglas del juego implícitas continúa. La más reciente ronda de modificaciones, juzgando por las declaraciones de los gremios, parece haber confirmado en el interior del sector su convicción en el sentido de que el banco central opera aún bajo las reglas del juego del encaje como instrumento monetario. El propósito de esta Nota es explicar a la ciudadanía que en el interior de la Junta Directiva del Banco de la República la naturaleza de la discusión ha cambiado y que los criterios utilizados han empezado a tomar en

cuenta factores adicionales a la simple coyuntura de liquidez.

¿QUE ES EL ENCAJE?

Aunque indudablemente tiene importantes implicaciones monetarias, el encaje no es ni debe ser un instrumento de control monetario, manejable según sean las circunstancias coyunturales del mercado. El encaje es y debe ser entendido como un fondo cuyo propósito es financiar sanamente dos actividades con una lógica que surge de la naturaleza misma de un sistema financiero sujeto a riesgos. Primero, la actividad de prestamista de última instancia que tiene el banco central. Segundo, la actividad de cubrimiento de las crisis financieras que tiene, de manera implícita, el sector público. Como bien lo sugiere Andrew Sheng¹, con base en un estudio amplio sobre crisis financieras en los años ochenta:

"Las quiebras bancarias a gran escala simplemente no son aceptables en la mayoría de las economías. En ninguno de los [9] casos estudiados los gobiernos se atrevieron a transferir pérdidas bancarias amplias a los depositantes".

Más adelante anota:

"Pese a que un seguro formal de depósitos existe solo en un número limitado de países, la indisposición de los gobiernos a permitir quiebras bancarias por temor a una falla sistémica ha significado que existan garantías gubernamentales implícitas y explícitas para casi todos los pasivos banca-

rios (...) el cubrimiento en la práctica ha sido de casi el 100% (...) las pérdidas de la banca comercial en exceso de su capital se han convertido en déficits cuasi fiscales de facto (...) Los bancos pudieron tomar y tomaron riesgos que exceden en mucho los niveles prudenciales dado que las pérdidas en últimas eran asumidas por el Estado".

Allan Meltzer² presenta un punto de vista práctico muy similar:

"Cualquiera sea su mérito económico, las presiones políticas para trasladar pérdidas bancarias de los depositantes e incluso de los capitalistas a los contribuyentes del fisco (taxpayers) han ocurrido en todos los lugares y parecen ineludibles en un sistema financiero".

Sin duda, el encaje limita las posibilidades de acción del sistema financiero, lo cual es la esencia de un impuesto. Sin encajes, dado el monto de los depósitos captados, el sistema podría prestar más recursos al público. El encaje equivale, hoy día, a aproximadamente el 4.5% del PIB. El costo de oportunidad de estos recursos representa, a las tasas de interés activas actuales, alrededor de un 1.8% del PIB por año. El valor presente de un costo de 1.8% del PIB por año, mantenido para siempre y descontado a la misma tasa anterior a la cual se calculó el costo de oportunidad, es de aproximadamente 6.5% del PIB de un año dado. En otras palabras, a los niveles actuales de encaje, el país podría estar pagando un costo de 6.5% de su ingreso a fin de pagar un seguro estatal para cubrir

el riesgo sistémico asociado a la actividad de intermediación.

Cabe preguntarse por los recursos que el Estado ha gastado en el contexto del cubrimiento de una crisis financiera, tanto en Colombia como en otros países. En el cuadro 1 se presentan algunos estimativos atinentes al costo fiscal y cuasifiscal de diversos episodios de crisis bancaria.

Fecha	País	Costo/PIB
1982	Argentina	13%
1985	Chile	19.6%
1985	Colombia	6%
1988-92	Noruega	4.5%
1991-93	Finlandia	8.2%
1991-93	Suecia	4.5%
1989-91	Estados Unidos	6.6%
1994	Venezuela	13%

Fuente: Rojas-Suarez, L. y S. Weisbrod (1996) "Central Bank Provision of Liquidity: Its Impact on Asset Quality" (Mimeo, BID).

Las cifras anteriores reflejan el aspecto puramente fiscal del problema y no incluye las costosas perturbaciones a la economía que surgen en el contexto de las dificultades financieras. Por supuesto, este costo fiscal lo paga la ciudadanía y queda claro que al tomar en cuenta los costos directos e indirectos de una perturbación financiera, el valor presente del costo imputable al encaje no parece, en modo alguno, excesivo.

En presencia de encajes, pues, cada peso colocado presupone mayor capital y mayor costo. La pregunta es si dicha limitación implica

un costo social superior al beneficio que trae reducir el riesgo implicado por la generación descubierta de cartera, en un contexto en el cual se ha decidido mantener la figura del prestamista de última instancia y -de manera implícita- la figura del "bail out" fiscal a entidades en problemas (seguro de depósito, capital garantía, préstamos garantizados por el Estado, etc.). Las cifras anteriores sugieren que este no parece ser el caso.

El encaje -entonces- es claramente un impuesto cuya contrapartida está representada en un seguro implícito a los intermediarios. Cuando los intermediarios enfrentan las consecuencias de una mala decisión, cuentan con el apoyo del Estado, bajo el argumento de que hay riesgos sistémicos (una externalidad negativa) que ameritan intervención estatal. El mecanismo del encaje sirve para ubicar los riesgos en un nivel consistente con la emisión prudente de obligaciones contingentes.

SOBRE LA EXTERNALIDAD

La externalidad negativa que discutimos no es clara en el caso de los productos industriales. En dicho caso, una mala decisión compromete, ante todo, el capital de la empresa. Por supuesto, también compromete a los tenedores de deuda de la empresa, pero no hay manera de argumentar que, en sí misma, la quiebra de una empresa industrial afecte al resto de la sociedad. No hay argumento alguno que justifique la intervención estatal en el caso de un empresario que se equivoca en sus proyecciones.

En el caso de los bancos, hay alguna evidencia, de ninguna manera concluyente, en el

sentido de que la quiebra de un banco compromete al sistema de pagos por la vía de afectar a la totalidad del sistema financiero. La existencia de riesgo sistémico, aunque no unánimemente aceptado como un hecho por los economistas, se toma como dada en la mayoría de los bancos centrales del mundo. Esto es natural y sano, dado que estas entidades son (adecuadamente) más conservadoras que el resto de la sociedad y, en caso de duda, con excepciones muy contadas y lamentables, un banquero central siempre piensa en el peor de los escenarios a la hora de formular política monetaria y crediticia. Como lo ha planteado un banquero central con base en la experiencia de haber manejado una crisis financiera de gran escala:

“Si la decisión (del banquero central) se basa en la premisa de que no hay riesgo sistémico y esa premisa resulta equivocada, las consecuencias pueden ser catastróficas”³.

Bajo la premisa de que hay externalidades asociadas con el riesgo de que una quiebra comprometa seriamente el sistema de pagos, se han ideado mecanismos de cobertura pública del riesgo privado. El problema es que estas medidas de cobertura, naturalmente, son incorporadas por los banqueros (y sus clientes) en el proceso de toma de decisiones. En la medida en que las decisiones que finalmente se toman en presencia de estos mecanismos de cobertura son más riesgosas que las que se tomarían en su ausencia, es explicable que se establezcan desincentivos que las compensen. Este es, en esencia, el papel central del encaje, tal y como es entendido en la literatura económica.

Veamos, con un poco más de cuidado, la naturaleza misma de la externalidad en cuestión. Un banco tradicional, como cualquier empresa, es una entidad que emite capital y deuda para comprar activos, con la esperanza de que el rendimiento del activo sea superior al costo del capital y la deuda, aunados al costo operativo. La externalidad que discutimos surge del hecho de que la deuda que emite (captaciones) es relativamente volátil y se mueve en consonancia con factores que no necesariamente reflejan la rentabilidad del activo. Si un banco quiebra, como consecuencia de haber colocado mal su cartera, las captaciones de otro banco, incluso uno perfectamente sano, pueden verse afectadas hasta el punto de generarle un problema de solvencia, en la medida en que el activo no sea perfectamente líquido. De otra parte, el sistema de pagos mismo puede empezar a fallar a medida que unos bancos vean comprometida su liquidez. En uno de los modelos más usados para analizar el proceso de una corrida bancaria y el papel del seguro de depósito, el de Diamond y Dybvig⁴, estos fenómenos surgen por cuanto hay asimetrías en los plazos de maduración del activo y el pasivo de la entidad y un cambio exógeno en el patrón intertemporal de los consumidores. Pero fácilmente se puede deducir que el problema es igualmente válido cuando hay “pánico” financiero y no una simple sustitución de unas preferencias intertemporales por otras.

CORRIDAS BAJO ENCAJE FRACCIONARIO

Con un sistema de encaje fraccionario, la liquidez -por definición- no es igual a las obligaciones líquidas del banco y el potencial destabilizador de una corrida de depósitos

es una presencia permanente. Es en este sentido que se habla de "banca ilíquida". Si el banco tiene obligaciones líquidas por \$100 y una liquidez de \$10, con los restantes \$90 colocados de manera ilíquida, es cierto que cualquier cancelación de obligaciones por encima de \$10 implica un exceso de demanda de liquidez. Si el costo de esta liquidez se eleva lo suficiente, el banco perfectamente puede entrar en problemas de solvencia. Si el encaje fuera de 100% dicho potencial no se presenta; una corrida carece de implicaciones para la solvencia de la entidad; hay un calce perfecto entre la liquidez y las obligaciones líquidas.

Cualquier nivel de encaje inferior al 100% implica, por ende, una actitud riesgosa, en la medida en que implica un claro descalce intertemporal (iliquidez) que deja a la entidad sujeta a un riesgo que, potencialmente, afecta el sistema de pagos. Como lo ha planteado recientemente Sjaastad⁵:

"Mientras persista la banca fraccional, existirá también el riesgo siempre presente de una corrida bancaria y con ella la necesidad de contar con alguna institución que reduzca dicho riesgo (...) El esquema de banca fraccional es un sistema irracional que surgió por un accidente histórico. Es, también, un sistema ineficiente desde un punto de vista económico".

Este problema existe tanto para el caso en el cual la cartera es sana (pero los agentes desconocen el valor de este activo) como para el caso en que no lo sea, cuando simplemente el problema se agrava. El riesgo es, por supuesto, asimilable a los riesgos que son de la esencia

de cualquier actividad económica sujeta a las fluctuaciones de un mercado. El problema -por supuesto- no es el riesgo en sí mismo, el problema es que su carácter potencialmente sistémico ha justificado la cobertura pública. El riesgo que toma cualquier empresario carece -en principio- de implicaciones para la política pública; el diagnóstico de que la actividad financiera "es diferente" en virtud del riesgo sistémico implica que, en este caso, sí tiene implicaciones claras para la política pública.

SUPERVISION

Antes de pasar al mecanismo de financiamiento que debe tener esta cobertura pública del riesgo privado, vale la pena un comentario acerca de la regulación y supervisión del sector financiero, los cuales se han planteado como elementos suficientes que hacen redundante el mecanismo del encaje.

En primer lugar, unas características deseables para cualquier medida de política económica son la simplicidad y la transparencia. Si el objetivo es prevenir un tipo específico y claro de riesgo, como es el asociado a la falta de calce de liquidez a lado y lado del balance del sistema, unido al problema de riesgo sistémico y cobertura pública de dicho riesgo, entonces la mejor medida de política es una que ataque directamente el problema en su fuente y no una política compleja que, entre otras muchas cosas loables, puede llegar a hacerle frente.

Un requisito alto de capital, por ejemplo, no soluciona en sí mismo el problema, si el capital -como cabe esperar- se invierte en activos ilíquidos⁶. En dicho escenario, la caída de depósitos sigue generando exactamente el mis-

mo problema. Un requisito administrativo y legal de calce intertemporal, de otra parte, genera un sesgo hacia las colocaciones más cortas, una intromisión por parte del Estado en decisiones que deberían ser privadas. Claramente, el problema que discutimos acá no es atribuible a la *duración* de la cartera, sino a su *iliquidez*. En caso de una caída brusca de depósitos da lo mismo si la cartera es corta o larga, el problema es que la entidad sea ilíquida.

Puesto de otra manera, si suponemos que la cartera es perfectamente liquidable, el problema es que en un contexto de ataque al banco, el precio *spot* de la cartera puede caer drásticamente, es decir, caer más allá de lo que representa el valor presente de sus retornos, su valor intrínseco, generando rápidamente problemas de solvencia. Da exactamente lo mismo cuál es su duración; lo relevante es su precio y resulta muy dudoso que el precio difiera por duración, más allá de unos pocos puntos que se hacen insignificantes a la hora de un ataque.

En segundo lugar, es bien conocido el hecho de que la regulación y supervisión de la actividad financiera son actividades que con mayor frecuencia "siguen" la dinámica del mercado financiero y no unas labores que lo anticipen, como se requeriría en este caso. La idea es que los bancos, por su esencia, no son perfectamente regulables. En otras palabras, si la razón de ser de un banco es su capacidad de recoger y procesar información incompleta o asimétrica entre prestamista y depositante, queda claro que no hay una manera alternativa al establecimiento de un banco para cumplir esta función. La premisa de una superintendencia bancaria, encargada de vigilar al sistema, es la de que sus funcionarios

pueden procesar con igual destreza, y a un costo mínimo, esta misma información imperfecta y asimétrica. Esto es, que sus funcionarios conocen bien el valor de mercado del activo. Es obvio que aquí hay una contradicción. Si la perfecta regulación bancaria fuera posible, no se necesitarían bancos⁷.

La actividad del supervisor, en otras palabras, se basa en la emisión de resoluciones que restringen el radio de acción de operaciones ya existentes, no en la emisión de resoluciones que limiten la posibilidad de evasión de normas que siempre y en todo lugar son posibilidades por las innovaciones. Las innovaciones financieras implican dificultades cada vez más insuperables, a tal punto que las tendencias más recientes en esta materia enfatizan los aspectos de control a los modelos de medición del riesgo, más que del riesgo en sí mismo, el cual con frecuencia se hace imposible medir adecuadamente.

Por lo anterior, es lógico plantear que el aparataje óptimo de supervisión y regulación, si acaso es factible, y dado un determinado grado de cobertura contra el riesgo específico que nos ocupa, termina siendo más costoso para el sistema que una política de encajes que cubra, exactamente, el mismo riesgo. Por ende, es razonable concluir que se trata de una manera ineficiente y costosa de cubrimiento contra este tipo de riesgo. El número y el costo de los funcionarios necesarios para medir si el sistema cumple o no una norma de encaje, semana a semana, es muchas veces inferior al número necesario para diseñar, implementar y mantener actualizado un andamiaje regulatorio que tenga como resultado reducir a niveles tolerables el riesgo sistémico proveniente del descalce

intertemporal de un sistema de encaje fraccionario.

UNA MEDIDA DEL RIESGO

Es razonable plantear que la reserva técnica que regiría sin un requisito formal de encaje sería igual al sobreencaje promedio observado en la realidad, que equivale en Colombia a algo así como 0.1 ó 0.2 puntos porcentuales del total de depósitos. Supongamos que exageramos y lo fijamos en 1 punto. En estas circunstancias, y con una relación de dinero ampliado a efectivo de 10%, en el largo plazo, el dinero ampliado sería equivalente a unas 10 veces el dinero base. Con un encaje de 10% esta relación baja a 5.5 veces y con un encaje de 25% baja a 3.1 veces.

Ahora bien, la razón por la cual relacionamos la variación de los depósitos con la base monetaria es la siguiente. Si bien los depósitos no son una obligación directa del banco central ni del Estado, hemos visto que en la práctica sí lo han sido, pero de manera implícita. Es decir, constituyen una obligación contingente. De cara a una fluctuación en los depósitos, en Colombia las reglas del juego son bastante claras: si el banco es solvente el banco central otorga liquidez hasta por 6 meses. Si es insolvente, el banco pasa a manos de la Superintendencia Bancaria, la cual decide qué hacer, incluyendo en ello la decisión acerca de cuándo y en qué magnitud comprometer los recursos del Fogafin. Ahora bien, el establecimiento de una situación de insolvencia presupone una valoración del valor del banco (su patrimonio). Por supuesto, la gran incógnita se refiere al valor presente de sus activos, compuestos fundamentalmente por la cartera que ha otorgado, la cual en gran parte

no es transable en el mercado. En la medida en que el mercado de cartera es altamente imperfecto y en algunos casos no existe, carecemos de un indicador adecuado del precio unitario de la cartera. El cálculo de dicho precio, y por ende, la conclusión sobre si la entidad es o no es solvente, es un simple ejercicio conceptual, sin una base real ligada a la dinámica de un mercado. Por ende, debemos aceptar con un gran beneficio de inventario la idea de que un regulador produzca de manera inequívoca un juicio sobre si el banco es o no es solvente. Es conveniente ser conservador y suponer que en la mayoría de los casos el banco central termina colocando emisión en manos del sistema financiero.

Inclusive si no lo hace, la evidencia histórica e internacional sugiere, como lo señala Sheng en la cita anterior, que los estados tienen, por su esencia, una elevada propensión al *bail out*. Aunque es posible que constituyan una acción adecuada, a la luz de los costos que evitan, es indudable que dichos *bail-out* han tenido un costo enorme en todas las crisis financieras. Como veíamos, la crisis chilena de comienzos de los años ochenta, para poner un ejemplo, sobrepasó 14% del PIB y los cálculos más sencillos sobre el problema actual del sistema financiero japonés, ponen en 25% del producto el costo de las dificultades.

Es en este sentido, en el cual proponemos que relacionar la variación de los depósitos con la base monetaria resulta adecuado. Si, por ejemplo, la corrida bancaria es la contrapartida de una salida de capitales, es adecuado pensar que se comprometen las reservas internacionales, pese a que casi siempre es cierto que el *stock* de reservas supera las obligaciones del banco central⁸.

Si suponemos una variación de 10% para los depósitos, podemos establecer que sin encajes una fluctuación de dicha magnitud puede comprometer el 100% de la base monetaria. Con encajes de 10% puede comprometer el 56% y con encajes de 25% compromete el 30% de la base. Por ende, pasar de un sistema sin encajes a uno con encajes, digamos, de 25%, significa reducir la exposición de la base monetaria a una fluctuación de 10% de los depósitos de 100% a 30%.

SINTEISIS

Hemos discutido cinco puntos esenciales; el primero, que el Estado debe suponer que sí hay riesgo sistémico asociado con la presencia de problemas en una entidad financiera. Ello refleja una actitud conservadora que resulta adecuada, aun si la probabilidad de que exista riesgo sistémico sea menor que uno. Segundo, que bajo esta óptica, la intervención del Estado, mediante instrumentos tales como la figura del prestamista de última instancia, el seguro de depósito y otros por el estilo, se justificarían. Tercero, que estos mecanismos inducen problemas en el proceso de toma de decisiones de los banqueros, ligados al *moral hazard*, a la selección adversa, etc. y que se hace necesario un mecanismo que corrija estos incentivos perversos. Cuarto, que el mecanismo de encaje constituye un instrumento eficiente y simple para hacer frente al problema sistémico, característica que no comparte el andamiaje regulador típico, el cual cumple un papel importante en otras áreas. Por último, que para cada nivel de encaje y dada la volatilidad de los depósitos, hay un número importante, lo que llamamos la exposición de la base monetaria, que no es difícil cuantificar en términos gruesos.

Para medir si el costo imputable al encaje es demasiado elevado, podemos hacer un experimento mental. Primero, supongamos que no hay intervención estatal alguna, de tal forma que todos los agentes saben que si un banco quiebra, el Estado no entrará a salvarlo. En este contexto, ¿cuánta liquidez mantendrían los banqueros? Segundo, ahora introduzcamos un estado que sí interviene, de tal forma que los agentes saben que cualquier quiebra va a ser cubierta por el Estado. En este caso, el punto importante es qué grado de liquidez baja y el riesgo que discutimos aumenta, aun si la cartera colocada fuera de muy buena calidad, supuesto que puede resultar discutible en diversas coyunturas específicas. Tercero, ahora introduzcamos un sistema de encaje obligatorio. La pregunta de fondo es si la liquidez observada es más alta o más baja que la que resultaría en el primer escenario (sin encaje y sin Estado interviniendo). Si es más alta, entonces la idea de que hay un impuesto neto es razonable. Si es más baja, hay, implícitamente, un subsidio. El punto de fondo es que el encaje es una política que se monta sobre la base de que el Estado ya está interviniendo para hacer frente a una externalidad negativa. El encaje no surge de la nada.

LAS MEDIDAS DE ENCAJE EN COLOMBIA

La Junta Directiva del Banco de la República ha abordado el tema del encaje desde una perspectiva que tiene en cuenta la discusión anterior. En concreto, la Junta ha estudiado ejercicios de tipo econométrico que buscan dar respuesta a la siguiente pregunta: ¿cuál es el grado de fluctuación de los depósitos en Colombia?.

La respuesta a esta pregunta es, como se deduce del análisis anterior, crucial a la hora de definir el nivel del encaje deseable para el país. Si cabe esperar una alta volatilidad, es cierto que mientras mayor sea el encaje y menor el grado de iliquidez del sistema bancario, menor será el pasivo contingente que ha emitido el Estado a fin de garantizar la fluidez del sistema de pagos bajo la presencia de riesgo sistémico. A medida que el grado de volatilidad cae, el riesgo también desciende y el nivel deseable de encaje baja.

Los ejercicios empíricos se basaron en una muestra que incluye el período 1980-1995 en Colombia, examinaron la experiencia en otros países y estudiaron el caso de algunas submuestras contenidas en dicho intervalo de 16 años. Para empezar, presentamos unas cifras atinentes a la volatilidad de la actividad económica (PIB o PNB) y los depósitos del sistema financiero durante el período 1980-1995, para una muestra diversa de países.

Cuadro 2
Volatilidad de la actividad y los depósitos
1980-1995

País	Volatilidad PIB	Volatilidad Depósitos
Indonesia	2	7.8
Malasia	3	8.8
Tailandia	2.7	6.6
Argentina	5.5	23.5
Brasil	4.3	57
Chile	5.8	20.9
Colombia	1.5	9
México	4.2	33.2
Venezuela	4.9	12.7
Estados Unidos	2.1	4.4
Japón	1.8	2.5
Alemania	1.8	5.4

Fuente: Bank for International Settlements (1996) *66th Annual Report* (Basle, Junio).

En concreto, presentamos la desviación típica de la tasa de crecimiento real anual, y la desviación típica de los depósitos (serie anual) medida como porcentaje del PIB (o PNB) nominal.

Como se observa, Colombia ha sido un país con enorme estabilidad en términos de su actividad económica durante la muestra, de hecho produciendo indicadores inferiores a los correspondientes a los países industrializados. De otra parte, en el país se ha observado una volatilidad intermedia en términos de los depósitos; no ha tenido las enormes fluctuaciones de los países de la región, pero tampoco la estabilidad de los países industrializados; históricamente se parece a países de área asiática, como Malasia.

El punto interesante es que la relación entre una y otra volatilidad da una idea acerca del componente pro-cíclico de la volatilidad de los depósitos, es decir, sobre el grado hasta el cual una fluctuación del ingreso se asocia con fluctuaciones en los depósitos. Como se puede deducir del Cuadro 2, en Colombia, los depósitos son 6 veces más volátiles que el ingreso, una cifra que solo es superada por México y Brasil entre los países de la muestra. Esto permite concluir que la gran estabilidad del flujo de ingreso es un componente esencial de la explicación acerca de por qué los depósitos bancarios son relativamente estables en Colombia. De otra parte, cabe pensar que si la volatilidad del ingreso tiende a aumentar hacia el futuro, la volatilidad de los depósitos hará lo propio en un factor que podría ser de uno a seis. Cabe recordar que el aumento en la volatilidad del ingreso y el gasto (amplitud de los ciclos) es un hecho estilizado bastante claro que ha seguido a los procesos de apertura comercial y financiera

en los países de la región y que cabe esperar que en Colombia suceda un aumento que lleve el indicador a los niveles, al menos, de los países asiáticos. Esto sugiere que los indicadores sobre volatilidad de los depósitos en Colombia, basados en la experiencia histórica, deben leerse -al menos en el banco central- como los niveles absolutamente mínimos.

Se partió de la serie total de los depósitos en el sistema financiero, con base en una frecuencia semanal para el período 1980-1996, con el fin de obtener algunos parámetros básicos acerca de la distribución probabilística de las variaciones posibles. Con base en estos parámetros, se efectuaron varios ejercicios de simulación a fin de tener una idea acerca de las variaciones máximas que tendrían estos depósitos si dichos parámetros se mantuvieran en el futuro. Para efectos de cuantificar el tamaño de lo que podría ser el problema, se tomaron variaciones aplicables a dos y a cuatro observaciones. Este indicador intenta medir lo que pasaría si los depósitos caen en grado extremo durante dos y cuatro semanas consecutivas. Los resultados están contenidos en el Cuadro 3.

Criterio	Depósitos	CDT	Ahorro	CC
4 Semanas	16.3	13	18	24
2 Semanas	8.7	7	10	14

Este Cuadro sugiere que a nivel del promedio sobre el total de los depósitos, es plausible

pensar en fluctuaciones en casos extremos de entre cerca de 9% y algo más de 16%. Con estos indicadores podemos deducir la exposición de la base monetaria para niveles alternativos de encaje. Esto lo hacemos en el Cuadro 4, estimando la preferencia de efectivo en 10%.

Encaje promedio	Multiplicador	Exposición de la base con variación de 9%	Exposición de la base con variación de 16%
10	5.5	49.5%	88%
15	4.4	39.6%	70.4%
20	3.7	33%	58.7%
25	3.1	28.3%	50.3%

Este Cuadro permite deducir que para un encaje promedio de 15%, una caída de depósitos de 9% deja expuesto un 39.6% de la base monetaria y una variación de 16% en los depósitos deja expuesto el 70.4% de la base.

En adición a esta consideración global sobre las implicaciones en materia de exposición de la base monetaria a fluctuaciones potenciales, la Junta Directiva del Banco de la República examinó los datos atinentes a los diferentes tipos de depósitos disponibles en el sistema financiero. En el Cuadro 3 se muestran los indicadores de volatilidad potencial para estos casos individuales. Estos indicadores sugieren que la volatilidad potencial de los diferentes tipos de depósito es particular a cada uno y que, por ende, no resulta insensato diferenciar el encaje aplicado en cada caso.

Tras este examen, la Junta Directiva llegó a la conclusión de que el nivel promedio del encaje debe ubicarse en los alrededores de 10%, con una ligera dispersión, según el tipo de captación: en el caso de cuentas corrientes, la meta es llevarlo a 15%, para ahorros de 10% y para CDT y bonos de corta duración 7%, mientras que depósitos y bonos de 18 meses se eximen del requisito. Estos niveles reflejan, de manera aproximada, las diferencias en volatilidad entre los distintos tipos de captación.

Como se observa, la decisión de la Junta implica que el multiplicador implícito de la base monetaria es de alrededor de 5.5 y la exposición de la base monetaria de entre 49.5% y 88%, para las fluctuaciones potenciales estimadas. Estos niveles fueron juzgados como el nivel apropiado de riesgo de iliquidez compatible con la responsabilidad del Banco de la República de velar por la estabilidad del sistema de pagos. Adicionalmente, puede verse que se tuvieron en cuenta los niveles diferenciales de volatilidad entre los diferentes pasivos emitidos por el sistema.

EL LARGO PLAZO

En Colombia, el tema del encaje se ha enfocado desde una perspectiva que da por sentado y obvio que el sistema financiero funcione como lo ha hecho tradicionalmente: emitiendo deuda (y algo de capital) para financiar cartera. Esto es un supuesto adecuado, siempre y cuando la actividad de captación y la actividad de colocación tengan lo que se conoce como "economías de alcance" (*economies of scope*) de tal forma que si sumamos el beneficio para la sociedad derivado de captar un peso y el beneficio de prestar

un peso, dicha suma sea inferior al beneficio de hacer las dos cosas simultáneamente. *Ex ante*, no es claro que ello sea así y, de hecho, un creciente volumen de literatura empírica sugiere que las economías de alcance parecen ser muy pocas.

La ausencia de economías de alcance sugeriría que el esquema bancario tradicional no necesariamente produce para la sociedad un beneficio superior al que produciría un esquema en el cual unas entidades captan y otras prestan. Si ello fuera así, un encaje de 100% y la consecuente separación de las dos actividades, no introduciría costos para la sociedad. Las entidades que captan no prestan, sino que invierten en títulos líquidos de riesgo muy bajo y esa es su actividad principal. Las entidades que prestan, lo hacen fundamentalmente emitiendo capital y deuda de largo plazo a agentes sin cobertura estatal alguna. Si no hay economías de alcance, es claro que unificar las dos actividades no representa ventaja alguna.

A nivel internacional, la actividad bancaria tradicionalmente concebida va siendo desplazada por formas diferentes de captación y canalización de recursos. Al menos desde mediados de los años ochenta, la industria bancaria tradicional ha experimentado creciente competencia en los países industriales y, más recientemente, en diversos mercados emergentes. Esta competencia proviene de entidades financieras no bancarias, tales como los fondos mutuos, especialmente los que operan en el mercado monetario (*money market funds*), compañías de seguros, especialistas en corretaje de hipotecas y fondos de pensiones. Estas entidades empezaron a captar depósitos del público, erosionando la

base que anteriormente tenía el sistema tradicional. Por el lado activo, los bancos de inversión empiezan a generar alternativas de financiamiento de menor costo y mayor liquidez. La enorme apertura hacia el mercado internacional de capitales, posibilitada tanto por el proceso formal de desregulación como por los avances tecnológicos y de la ingeniería financiera, es un elemento adicional en este proceso.

Como consecuencia de esta mayor competencia, los márgenes de intermediación, es decir, la fuente tradicional de rentabilidad bancaria, han venido cayendo en forma importante, lo mismo que la participación de esta actividad en el conjunto de las labores de una casa bancaria. Hoy día, el margen financiero (ingresos menos egresos financieros) como proporción de los activos, rara vez sobrepasa el 3% en los 14 países industriales y tiene un promedio de 2.2% mientras que los costos operativos promedio en estos 14 países alcanzan el 2.6%, o sea, son superiores al margen⁹. Esto significa que la participación de las actividades diferentes a la intermediación tradicional constituye el aspecto crítico de la actividad bancaria. De hecho, entre 1985 y 1991 el total de instrumentos derivados emitidos

se multiplicó por un factor de cinco y el sistema bancario tradicional es uno de los actores principales en esta actividad.

Sobre este tipo de tendencias, si algo podemos decir, es que se fortalecerán en adelante. El Banco de Pagos Internacionales, en su último Informe Anual, plantea la siguiente pregunta: ¿Cómo será la forma del sistema financiero del futuro? Su respuesta es la siguiente:

"Se espera que el número de instituciones caiga y su tamaño promedio subirá (...) las redes de sucursales se disminuirán, y al menos a mediano plazo el empleo total caerá y el nivel de capacitación se elevará. Los mercados se expandirán hacia instrumentos que tradicionalmente no se transaban, como la cartera bancaria (...) una proporción creciente del ingreso de los bancos provendrá de fuentes diferentes a los intereses".

* Gerente técnico, del Banco de la República.

NOTAS

- ¹ Sheng, A. [Ed] (1996) *Bank Restructuring: Lessons from the 1980's* The World Bank.
- ² Meltzer, A. (1995) "Sustaining Safety and Soundness: Supervision, Regulation and Financial Reform" [Mimeo, The World Bank].
- ³ Corrigan, E. G (1995) "How Central Banks Manage Financial Crises" [Mimeo].
- ⁴ Diamond, D. W & P. H Dybvig (1983) "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity". *Journal of Political Economy* [Vol. 91; No. 3]
- ⁵ Sjaastad, L. (1996) "Deposit Insurance: Do We Really Need it?" [Mimeo, Univesity of Chicago].
- ⁶ El capital debe ser visto como un recurso para contrarrestar fluctuaciones en el valor intrínseco del activo (un "buffer stock"), no como un *stock* de liquidez.
- ⁷ Véase la excelente presentación del tema contenida en Mas, I. (1996) "La Quimera de la Estabilidad Bancaria" *Revista Javeriana* (No. 621; Enero-Febrero) quien concluye que "la información, no su poder sancionatorio, es el arma del supervisor, pero ésta es imperfecta, y necesariamente de calidad inferior a la de los mismos bancos (...) las acciones de los reguladores son casi siempre reactivas, tímidas y a menudo negociadas con los mismos bancos".
- ⁸ Este punto es traído a cuento por Obstfeld, M. y K. Rogoff (1995) "The Mirage of Fixed Exchange Rates" [*NBER Working Paper Series*, No. 5191] para cuestionar la validez de un tipo de cambio fijo.
- ⁹ Estos países son los Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, Canadá, Australia, Bélgica, Finlandia, Holanda, Noruega, España, Suecia y Suiza. La fuente para los datos que presentamos es el Bank for International Settlements *66th Annual Report* (Basle, Junio de 1996).