

# EL SISTEMA FINANCIERO Y SU LIQUIDEZ

## Introducción

Desde finales de 1991 el programa monetario acordado por la Junta Directiva del Banco ha tenido como fin último la reducción de la inflación, tomando en consideración que el ordenamiento monetario y la estabilidad de la tasa de cambio se ven seriamente comprometidos por la continua acumulación de reservas internacionales.

Por lo tanto, y a diferencia de la orientación seguida en las últimas décadas, la autoridad monetaria ha considerado conveniente aplicar una política crediticia menos restrictiva que, sin comprometer la estabilidad de precios, permita eliminar o por lo menos moderar el crecimiento de las reservas internacionales. Así, mientras los objetivos anti-inflacionarios y de defensa de la tasa de cambio se estén cumpliendo, la autoridad monetaria está dispuesta a aceptar crecimientos de la oferta monetaria que podrían considerarse elevados frente a los patrones históricos, al tiempo que se consigue reducir las tasas de interés domésticas y con ello el diferencial con la tasa externa, causa principal del aumento de reservas.

El sistema financiero en su conjunto y en especial los bancos comerciales y las corporaciones de ahorro y vivienda, CAV, durante el mes de agosto presentaron una situación de iliquidez que se reflejó en la evolución hacia el alza de las tasas de interés, y en especial de la tasa del mercado interbancario, la cual alcanzó niveles del 45%.

Ciertamente, hablar de estrechez de liquidez en un contexto de rápido crecimiento de los agregados monetarios (tasas anuales entre 42.5% y 46.4% para los medios de pago y entre 56.3% y 66% para la base) parecería extraño y de poco interés analítico. No así la evolución de las tasas de interés al alza, fenómeno que no solamente afecta la buena marcha de la política monetaria, sino que demuestra la existencia de problemas en el funcionamiento de los mercados de ahorro y crédito, cuyo origen pretendemos identificar. Estas Notas buscan por ello explicar el comportamiento de dichas tasas mediante el análisis de los agregados monetarios y de las fuentes y usos de los recursos de las principales entidades crediticias y financieras; igualmente, se examinará la bondad de los instrumentos de que disponen las autoridades para atender coyunturas de iliquidez, al tiempo que se plantearán algunos interrogantes relativos al funcionamiento del mercado de dinero, en especial del mercado interbancario.

En la parte inicial de las Notas describiremos la evolución de las tasas de interés, para pasar luego a desarrollar el concepto de liquidez. A continuación veremos, con cierto detalle, el desenvolvimiento de los principales agregados monetarios, haciendo énfasis en las variaciones de la base monetaria y el comportamiento de las cuentas de la Tesorería. Seguidamente, analizaremos la situación de encaje del sistema bancario, así como la mecánica de su cómputo. Posteriormente, estudiaremos la evolución del portafolio activo y pasivo del sistema financiero y por último, plantaremos algunas conclusiones.

## I. Evolución de las tasas de interés

Durante el mes de agosto se registró un marcado crecimiento de la tasa interbancaria modal, que pasó de un promedio de 21.35% en julio, a 38.64%. Este comportamiento refleja la existencia de problemas de liquidez en el sistema

financiero. Simultáneamente, dicha situación coincidió con un aumento de las tasas de captación de las entidades crediticias, en especial de los Certificados de Depósito a Término, CDT, y depósitos de ahorro. El Cuadro 1 muestra la evolución diaria de algunas tasas de interés efectivas durante el mes de agosto.

CUADRO 1  
Tasas de Interés efectivas  
Agosto de 1992

	Interbancaria Modal	Títulos de participación Primarios 90 días	CDT Bancos	Aceptaciones	Monto captaciones CDT primarios (Millones de pesos)
Julio 1992					
Promedio aritmético	21,35	17,98	21,23	20,39	
<b>Total captaciones CDT</b>					<b>67.705,1</b>
Agosto 1992					
3	33,63	17,99	21,93	21,21	1.416,9
4	34,97	18,00	21,82	22,93	1.324,2
5	34,97		22,46	23,14	1.548,6
6	34,97	18,00	22,53	23,49	2.607,4
10	37,69	18,00	22,14	23,87	2.808,6
11	36,32	18,00	22,40	24,60	1.300,5
12	37,69		25,69	25,67	3.496,2
13	37,69		25,14	25,40	2.726,6
14	37,69		24,48	24,30	2.134,2
18	39,08		22,27	27,69	4.366,0
19	43,31		25,45	26,90	2.604,0
20	43,31		26,71	28,13	4.819,0
21	47,67		25,68	28,83	1.549,0
24	41,88		26,56	28,24	6.834,4
25			28,73	28,70	4.699,3
26	47,67		26,96	27,97	1.436,3
27	46,20		30,18	31,98	2.768,0
28			24,70	28,10	2.227,7
31	22,13		28,38	28,17	2.202,2
Agosto 1992					
Promedio aritmético	38,64	18,00	24,96	26,28	
<b>Total captaciones CDT</b>					<b>52.869,10</b>

Fuente: Banco de la República, Departamento de Regulación Monetaria.

En promedio, las tasas de captación pasaron de 23.1% en la primera semana de agosto a 27.4% en la última semana del mes, comportamiento que en alguna medida fue seguido por las tasas

de colocación del sistema que crecieron de 32.9% a 34.6% en el mismo lapso (Cuadro 2). El incremento de las tasas de interés de captación puede asociarse con la necesidad de obte-

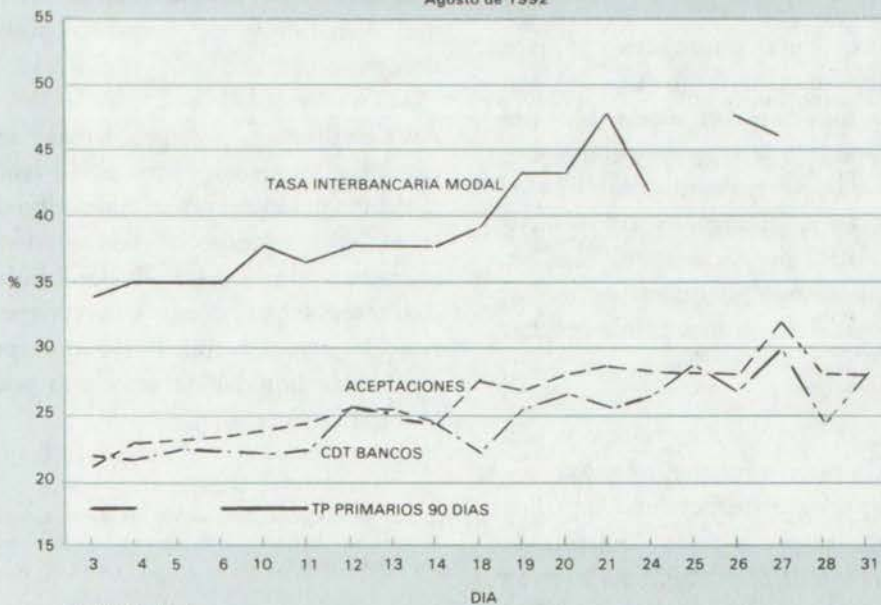
## NOTAS EDITORIALES

**CUADRO 2**  
**Tasas de interés promedio semanal**  
Agosto de 1992

Semana	Total sistema	Bancos	Corporaciones financieras	Compañías de financiamiento comercial
<b>CAPTACION</b>				
I	23,07	22,90	22,18	24,32
II	24,32	24,01	24,63	24,53
III	26,03	26,03	24,67	25,13
IV	27,36	27,57	26,98	27,40
<b>COLOCACION</b>				
I	32,87	32,91	29,04	33,70
II	32,88	34,14	29,35	34,30
III	33,89	34,03	29,95	34,24
IV	34,65	34,86	32,77	34,69

Fuente: Encuesta semanal a bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial. Superintendencia Bancaria.

**GRAFICO 1**  
**Tasas de interés efectivas**  
Agosto de 1992



Fuente: Cuadro 1

ner recursos para encaje que no estaba proveyendo adecuadamente el mercado interbancario <sup>1</sup>. Así mismo, puede verse cómo una nivelación de las tasas del mercado con el rendimiento del certificado de cambio, dada la modificación que ha habido en el sentido de eliminar las expectativas de revaluación por parte de los agentes; con descuento del certificado alrededor del 10% y devaluación esperada cercana al 15%, el rendimiento implícito del certificado de cambio es del orden del 28%.

## II. El concepto de liquidez

El concepto de liquidez no tiene un solo significado. En general, se aplica a las disponibilidades a la vista (tradicionalmente especies monetarias y cuentas corrientes) que tiene la economía; sin embargo, pueden hacerse varias diferenciaciones, como por ejemplo, si nos referimos a los pasivos del sistema financiero en su conjunto; si hablamos exclusivamente de los pasivos monetarios del Banco Emisor; o si se trata de las disponibilidades monetarias del sistema financiero. En el primer caso se hace mención a la oferta monetaria -medios de pago (M1) o la oferta monetaria ampliada (M2)-, el segundo corresponde a la base monetaria y el siguiente se relaciona con las disponibilidades líquidas del sistema financiero (la reserva monetaria y sus inversiones voluntarias). Según el fenómeno que se quiere examinar, cualquiera de estas definiciones puede resultar apropiada.

Cuando el concepto liquidez se relaciona con la evolución de la oferta monetaria, los excesos o defectos de liquidez corresponden a aquellos que ésta presenta respecto de la demanda de dinero. La medición de oferta monetaria, en su definición más tradicional es la de los medios de pago (efectivo en poder del público y cuentas corrientes) o, alternativamente, la de

oferta monetaria ampliada, que incorpora, además de los medios de pago, los llamados cuasidineros o sustitutos próximos del dinero, en diferentes agregaciones; en nuestro caso, la oferta monetaria ampliada, M2, incluye como cuasidineros los depósitos de ahorro del sistema bancario, las captaciones de las CAV, y los CDT de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

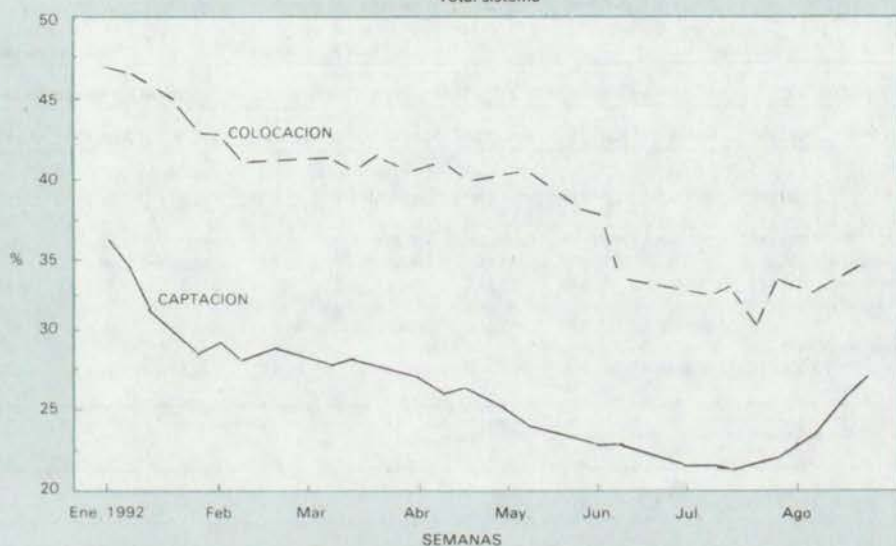
De otra parte, cuando se analiza el fenómeno de la liquidez de acuerdo con el comportamiento de la variable conocida como base monetaria <sup>2</sup>, se acepta que para cada nivel de medios de pago hay una cantidad de base monetaria, requerida para el normal funcionamiento del sistema de pagos, que satisface la demanda por efectivo y los requerimientos de encaje del sistema financiero. En teoría, la demanda por billetes y monedas la determina la preferencia del público por efectivo, por lo tanto, los problemas de liquidez asociados con la oferta de base monetaria están ligados con el instrumento del encaje; como veremos en detalle más adelante, el conjunto del sistema en el mes que analizamos no presentó problemas de encaje.

Adicionalmente, los problemas de liquidez pueden estar relacionados exclusivamente con la composición del portafolio activo del sistema financiero, en especial con el nivel que se considere apropiado de disponibilidades líquidas, reservas para encaje e inversiones voluntarias de carácter transitorio que puedan ser fácilmente liquidables, así como por la evolución de la cartera.

<sup>1</sup> Ante la percepción de reducción del ahorro disponible que podría generar la suscripción forzosa de Bonos de Seguridad Interna determinada por la Reforma Tributaria.

<sup>2</sup> Corresponde a los pasivos monetarios del Banco Emisor, las especies monetarias en circulación y la reserva monetaria del sistema financiero, o sea los depósitos en cuenta corriente de las entidades crediticias en el Banco de la República.

GRAFICO 2  
Tasas de interés de captación y colocación  
Total sistema



Fuente: Encuesta semanal a bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial de la Superintendencia Bancaria

Dadas las múltiples acepciones que surgen del término "liquidez" existen por lo menos dos interrogantes por resolver. El primero consiste en diagnosticar si la economía como un todo está ilíquida, fenómeno que normalmente se identifica con períodos de marcada restricción monetaria y crediticia; este, como lo han manifestado las autoridades y como veremos en el siguiente acápite, no es el caso actual. El segundo, se refiere al normal funcionamiento del sistema financiero y de pagos, donde los elementos fundamentales vienen dados por el papel del mercado interbancario y de los instrumentos de intervención de las autoridades monetarias para atender problemas de disponibilidad inmediata de fondos por parte de los agentes económicos, en particular los intermediarios financieros.

### III. Evolución de los principales agregados monetarios

La primera definición del término liquidez la asociábamos con el concepto de oferta moneta-

ria y por lo tanto con la evolución de los agregados monetarios. Se ha reconocido que las políticas monetaria y crediticia adoptadas por la Junta Directiva para 1992 han permitido crecimientos significativos tanto de los agregados monetarios como del crédito; en consecuencia, ellas no han propiciado situaciones de iliquidez en la economía.

#### A) Los medios de pago, M1, y la oferta monetaria ampliada, M2

A lo largo del mes de agosto la tasa anual de crecimiento de los medios de pago fluctuó alrededor del 44%, al tiempo que su saldo pasó de \$ 3.043.3 miles de millones, al inicio del mes, a \$ 3.024.1 miles de millones al fin del período, con las estacionalidades típicas mensuales (Cuadro 3). Así, se presentó una pequeña reducción en la primera semana, seguida de un también leve crecimiento en la segunda, una importante contracción en la tercera y una notoria recuperación en los últimos días del mes (Gráfico 3).

## NOTAS EDITORIALES

**CUADRO 3**  
**Componentes de los medios de pago**  
1992

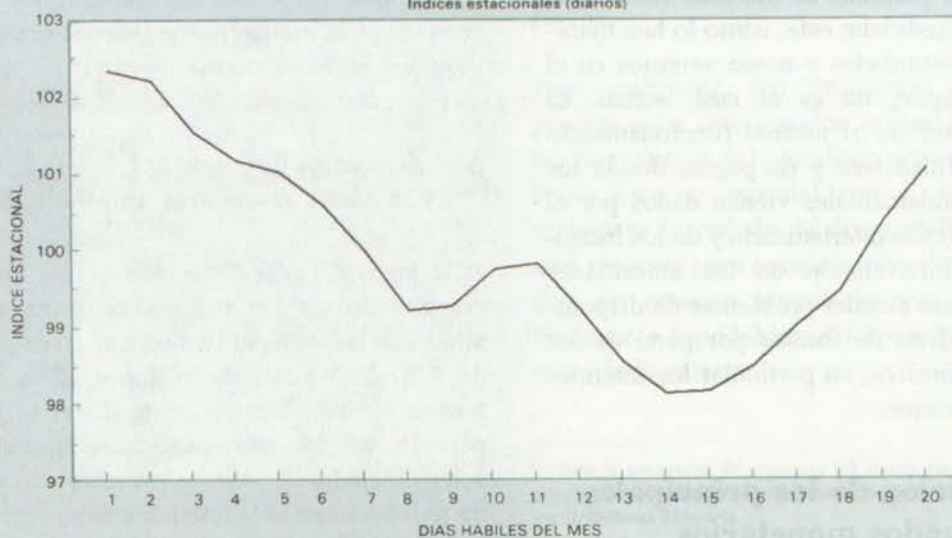
(Millones de pesos y porcentaje)

	Saldos					Variación porcentual anual				
	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
Medios de pago	3.043.269	2.992.312	3.007.419	2.911.871	3.024.074	43,6	45,4	46,4	45,4	42,5
Efectivo	985.256	1.003.646	999.175	958.627	968.068	38,7	47,2	42,4	46,2	42,1
Moneda fuera de bancos	955.685	982.143	977.629	928.112	938.107	36,1	45,5	40,8	42,7	38,9
Depósitos de particulares	29.571	21.503	21.546	30.515	29.961	...	221,0	195,2	466,9	416,9
Cuentas corrientes	2.058.013	1.988.666	2.008.244	1.953.244	2.056.006	46,6	44,5	48,4	45,1	42,7
Depósitos en bancos comerciales	2.058.013	1.988.666	2.008.244	1.953.244	2.056.006	46,6	44,5	48,4	45,1	42,7

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

**GRAFICO 3**  
**Medios de pago**

Indices estacionales (diarios)



Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

Por su parte, en el transcurso de agosto la oferta monetaria ampliada, M2, registró tasas anuales de crecimiento superiores al 47%, tasa superior a la observada para los medios de pago, en razón al importante avance de los cuasidineros, los cuales muestran, en promedio durante el mes, aumentos anuales superiores al 48%. Conviene señalar que si bien los saldos de los cuasidineros al fin de mes presentan un ligero aumento, su composición por tipo de captación manifiesta algunos cambios de importancia, en especial debido a la reducción de las captaciones de las CAV, que contraen sus saldos en \$ 94.1 miles de millones<sup>3</sup>, variación que es compensada casi en su totalidad por un aumento en los depósitos de ahorro del sistema bancario de \$ 80.8 miles de millones (Cuadro 4).

En el caso que analizamos, los cuasidineros en su conjunto muestran una reducción de relativa importancia en la tercera semana del mes, la cual puede verse como una de las causas del "problema de liquidez" del sistema. Sin embar-

go, dicha baja estuvo visiblemente concentrada en las corporaciones de ahorro y vivienda y ocurrió en cuantías que, como veremos a continuación, eran en principio financiadas liquidando inversiones voluntarias del sistema, o con la utilización del cupo por baja de depósitos en el Banco de la República.

En efecto, los cuasidineros disminuyeron \$ 65.000 millones entre el 8 y el 15 de agosto, de los cuales \$ 45.000 millones fueron reducciones en las captaciones de las CAV (Cuadro 4). Simultáneamente, el crédito neto del Banco de la República a través del FAVI para estas entidades, en igual período, fue de \$ 46.000 millones, al tiempo que las CAV liquidaron inversiones voluntarias por \$ 37.000 millones, en otras palabras las CAV contaron con recursos líquidos suficientes para atender la reducción de sus captaciones y, como se verá más adelante, incluso para aumentar su cartera.

<sup>3</sup> Al pasar de \$ 3.150.5 miles de millones, al inicio del mes a \$ 3.056.4 miles de millones al fin del mismo.

CUADRO 4  
Oferta monetaria ampliada  
1992

(Millones de pesos y porcentaje)

	Saldos					Variación porcentual anual				
	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
Oferta monetaria ampliada	9.434.399	9.382.685	9.332.567	9.227.820	9.419.376	47,2	47,7	47,6	47,0	46,6
Medios de pago	3.043.269	2.992.312	3.007.419	2.911.871	3.024.074	43,6	45,4	46,4	45,4	42,5
Cuasidineros	6.391.130	6.390.373	6.325.148	6.315.949	6.395.302	49,1	48,9	48,2	47,7	48,7
Total ahorros bancos	1.105.203	1.104.779	1.099.187	1.123.438	1.186.034	86,0	84,0	86,0	87,5	99,5
Depósitos corporaciones ahorro vivienda	3.150.499	3.146.813	3.091.915	3.059.557	3.056.377	54,4	53,5	51,2	48,2	46,9
Cuentas ahorro	2.594.473	2.592.509	2.548.008	2.519.918	2.518.466	71,0	69,6	67,4	63,5	61,6
Certificados a término	434.176	430.370	420.321	418.261	415.282	(5,4)	(6,0)	(8,5)	(8,5)	(9,5)
Depósitos ordinarios	121.850	123.934	123.586	121.378	122.629	88,7	93,7	95,2	84,2	92,3
Certificados a término bancos	1.174.799	1.175.160	1.167.523	1.163.522	1.174.590	33,3	34,7	34,9	35,5	35,1
Certificados a término Corfinancieras	430.222	428.004	431.181	434.114	437.604	18,6	18,1	19,1	20,1	20,7
Captac. Cías. Fto. Cial.	530.407	535.617	535.342	535.318	540.697	29,6	31,5	32,0	36,7	37,3

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

La evolución de los agregados monetarios como indicadores de la liquidez claramente muestra que en el mes de agosto no se presentaron situaciones monetarias contraccionistas, lo cual implica que el "problema de liquidez" está relacionado con la disponibilidad de reserva bancaria o con el propio funcionamiento del sistema financiero.

Para aclarar este punto, debemos entonces examinar el concepto de liquidez bajo otras alternativas; podemos preguntarnos, por ejemplo, si la base monetaria evolucionó en forma apropiada, y si el mercado interbancario funciona adecuadamente. De igual forma, cabe examinar si los instrumentos de la autoridad monetaria para atender fenómenos transitorios de iliquidez en el sistema, resultan apropiados.

**B) La base monetaria**

La base monetaria presenta un crecimiento en el mes de \$ 88.000 millones, distribuido entre un importante aumento de la reserva bancaria,

\$ 105.000 millones (9.4%) y una ligera reducción del efectivo en poder del público de \$ 19.000 millones (1.2%) (Cuadro 5). Si algo se desprende de los saldos de la base monetaria para fin de mes es la existencia de factores expansionistas y no la de una estrechez de liquidez. Sin embargo, conviene examinar la evolución de esta variable y la de su componente de la reserva bancaria, a lo largo del período, con el propósito de indagar por posibles efectos transitorios que incidieran en la situación de encaje del sistema.

La base monetaria (Cuadro 5), se contrajo en forma apreciable en la primera semana de agosto (-\$ 43.000 millones); aumentó ligeramente en la segunda, \$ 19.000 millones; disminuyó de nuevo en la tercera semana, -\$ 26.000 millones, y tuvo un notorio crecimiento, \$ 138.000 millones, para finalizar el mes. Simultáneamente, la reserva bancaria muestra variaciones similares a lo largo del mes, así: -\$ 61.000 millones, \$ 23.000 millones, \$ 14.000 millones y \$ 129.000 millones. Estas oscilaciones

CUADRO 5  
Componentes de la base monetaria - Usos  
1992

(Millones de pesos y porcentaje)

	Saldos					Variación porcentual anual				
	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
Base Monetaria - Usos	2.106.864	2.063.765	2.082.811	2.056.249	2.194.113	56,8	62,9	66,0	56,3	62,8
Efectivo	985.256	1.003.646	999.175	958.627	968.068	38,7	47,2	42,4	46,2	42,1
Moneda fuera de bancos	955.685	982.143	977.629	928.112	938.107	36,1	45,5	40,8	42,7	38,9
Depósitos de particulares	29.571	21.503	21.546	30.515	29.961	...	221,0	195,2	466,9	416,9
Reserva bancaria	1.121.608	1.060.119	1.083.636	1.097.622	1.226.045	77,1	81,1	96,0	66,4	84,0
Efectivo en caja - bancos	159.542	159.739	148.972	178.039	165.996	51,1	26,0	41,5	35,9	45,7
Dep. del sist. bancario										
Banco de la República	962.066	900.380	934.664	919.583	1.060.049	82,3	96,3	108,9	73,9	91,9

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



que en principio parecerían muy cuantiosas y por lo tanto perturbadoras del normal funcionamiento de las entidades crediticias, no se apartan del comportamiento estacional típico que registra nuestro sistema de pagos. El Gráfico 4 enseña cómo, estadísticamente, la base monetaria en Colombia presenta un ciclo mensual que se caracteriza por una contracción importante a mediados del mes y un aumento significativo al final del mismo, tendencias que pueden relacionarse a su vez con la actividad de la Tesorería General de la Nación.

En varias oportunidades, en diferentes versiones de estas Notas, se han puesto de presente las implicaciones de los flujos de ingreso y gasto de la Tesorería sobre los agregados monetarios y de manera muy especial su impacto sobre la base monetaria y por consiguiente, sobre la oferta de reserva bancaria. Este fenómeno, que no es nuevo en la economía colombiana, está determinado, del lado de los ingresos, por el calendario tributario y en el de los egresos, por el sistema de pagos de la Tesorería. Estos últimos, en la parte correspondiente a los gastos corrientes, tienen estacionalidades definidas que han tendido a acentuarse de manera importante en el transcurso del presente año; tal comportamiento es uno de los elementos fundamentales en la determinación de nuestro patrón de pagos. De esta forma, en la medida que el calendario tributario se ha distribuido a lo largo del año, con pagos puntuales en casi todos los meses, la base monetaria así como los medios de pago han adquirido una mayor estacionalidad de tipo mensual que podemos definir como el ciclo mensual de pagos en la economía.

Sobre la base del cumplimiento de las normas de encaje, el Banco Emisor debe suministrar la cuantía necesaria de reserva bancaria para el cumplimiento del programa monetario. Ello implica, por una parte, buscar el equilibrio entre la demanda deseada de dinero y la oferta observada, y por otra, armonizar los requisitos

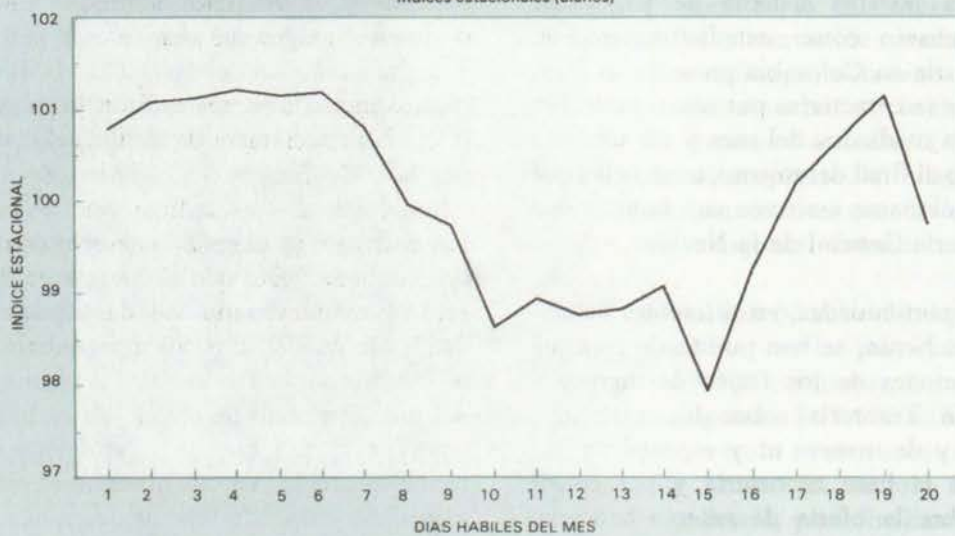
de encaje monetario con la reserva técnica que exige el normal funcionamiento del sistema. Los diversos elementos que confluyen en la determinación de estas variables, como son, entre otros, la demanda de crédito y las tasas de interés, exigen un seguimiento permanente y la intervención del Banco de la República para alcanzar sus metas monetarias y garantizar el normal funcionamiento del sistema de pagos.

Sin embargo, en el mes de agosto concurren dos hechos que vale la pena mencionar: el recaudo extraordinario de los Bonos de Seguridad Interna, BDSI, y las operaciones "repo" efectuadas por la Tesorería en la última semana del mes. Respecto de los BDSI, es importante tener en cuenta que su monto superaba los recaudos propios de cualquier otro período del calendario tributario (cuotas de grandes contribuyentes, pago bimensual del IVA, etc.) y que además el traslado a la Tesorería de dicho recaudo también fue más acelerado que la práctica tradicional<sup>4</sup>.

A continuación explicaremos las acciones del Banco de la República dirigidas a equilibrar las variaciones de la liquidez en esas semanas. Veamos primero la evolución del saldo de las Operaciones de Mercado Abierto, OMA: éste descendió de \$ 1.410.3 miles de millones a \$ 1.331.0 miles de millones en el transcurso de agosto, habiéndose mantenido inalterada la tasa de captación a lo largo del mes. Por su parte, el saldo en dólares de los certificados de cambio permaneció prácticamente inmodificado al pasar de US\$ 1.563.9 millones a US\$ 1.562.6 millones en igual período. Simultáneamente, el Banco otorgó crédito ordinario por baja de depósitos a las CAV, a través del FAVI, por valor de \$ 83.000 millones (4% de

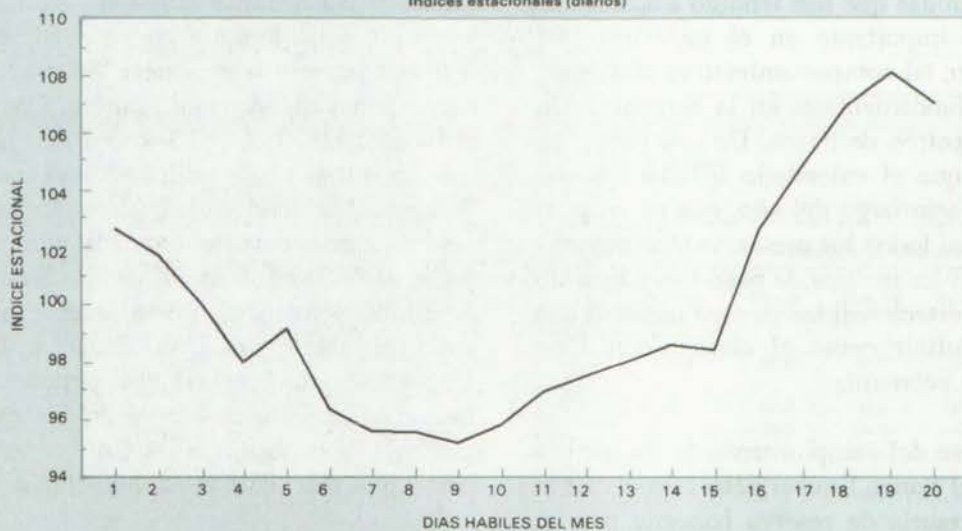
<sup>4</sup> Mientras el sistema financiero cuenta con un tiempo que va desde 18 hasta 25 días calendario para el traslado de los impuestos a la Tesorería, los recursos de los BDSI debieron ser trasladados con sólo seis días hábiles de rezago.

GRAFICO 4  
**Base monetaria**  
 Índices estacionales (diarios)



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

GRAFICO 5  
**Depósitos oficiales**  
 Índices estacionales (diarios)



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

## NOTAS EDITORIALES

la base). Ambas acciones tuvieron efectos expansionistas y corresponden de hecho a decisiones de la autoridad monetaria cuyo fin fue compensar la contracción originada en la Tesorería General, la cual alcanzó \$ 103.000 millones a fin de agosto, después de haber llegado a \$ 193.000 millones en la tercera semana del mes (Cuadro 6).

Hay que tener en cuenta que la evolución de la base monetaria en agosto fue compatible con las estacionalidades típicas de nuestro sistema de pagos. Fue así como la oferta de reserva bancaria, en términos agregados, estuvo incluso por encima de las necesidades de encaje del

sistema financiero, al punto que el multiplicador de medios de pago observado resultó menor al esperado en este período, poniendo en evidencia excesos de reserva bancaria para el sistema en su conjunto, como lo veremos en detalle en el siguiente acápite.

Hasta aquí, todo parece indicar que a pesar del efecto contraccionista de la Tesorería sobre el mercado de dinero, la cantidad de liquidez suministrada al sistema financiero no parecería comprometer su normal funcionamiento. Ello pone de manifiesto que el "problema de liquidez" estuvo localizado más dentro del sistema financiero que en la política monetaria.

CUADRO 6  
Componentes de la base monetaria - Fuentes  
1992

(Millones de pesos y porcentaje)

	Salidos					Variación porcentual anual				
	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
Base monetaria - Fuentes	2.106.864	2.063.765	2.062.811	2.056.249	2.194.113	56,8	62,9	66,0	56,3	62,8
Reservas internacionales netas	4.781.609	4.787.387	4.784.181	4.812.127	4.795.851	52,0	49,8	45,6	43,7	40,8
Crédito interno	(2.131.775)	(2.180.859)	(2.163.098)	(2.207.225)	(2.043.705)	(77,5)	(83,4)	(49,9)	(51,7)	(40,4)
Crédito neto a tesorería	411.543	359.136	346.310	217.832	307.951	83,3	76,1	166,2	116,9	205,3
Crédito neto resto										
sector público	(195.071)	(203.012)	(266.599)	(247.655)	(255.207)	5,3	(0,5)	(30,8)	(32,1)	(31,0)
Crédito neto sist. financiero	(216.377)	(215.713)	(157.613)	(86.706)	(48.285)	(0,2)	30,7	43,4	65,0	78,6
Crédito neto sist. bancario	(116.152)	(107.660)	(96.498)	(69.397)	(36.262)	53,9	69,3	71,4	75,7	84,9
Crédito neto cofinancieras	185.502	188.392	187.892	185.811	182.843	29,6	29,5	30,0	26,7	29,3
Crédito neto a las CAV	(301.072)	(319.442)	(273.155)	(227.244)	(219.914)	(189,3)	(201,5)	(214,0)	(111,3)	(74,7)
Crédito neto otros intermed.	15.345	22.997	24.148	24.124	25.048	...	...	...	...	...
Pasivos sector privado	2.214.250	2.213.926	2.176.227	2.159.393	2.106.676	127,7	120,9	104,5	98,3	87,4
Otros activos netos	82.380	92.654	91.031	68.697	58.512	386,7	...	...	317,5	...
Obligaciones externas largo plazo	408.658	408.200	406.905	409.511	410.169	11,0	11,5	11,1	11,8	11,1
Resultados C.E.C.	173.342	173.841	171.043	179.274	188.225	(34,7)	(33,3)	(32,8)	(26,8)	(29,4)
Cuenta especial de cambios	(74.363)	(73.864)	(76.662)	(66.431)	(59.480)	(370,4)	(430,6)	...	...	(304,4)
Fdo. estabilización cambiaria	224.100	224.100	224.100	224.100	224.100	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Fondo inversiones públicas	23.605	23.605	23.605	23.605	23.605	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Moneda de tesorería en circulación	39.030	39.278	39.676	40.132	40.361	21,5	21,5	21,9	22,5	22,9

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

## IV. Situación de encaje y mercado interbancario

### A) Encaje

La presencia de excesos de encaje para el mes de agosto descarta que la evolución de la base monetaria haya influido en el problema de liquidez. Sin embargo, nótese que la posición de encaje global es la sumatoria de las situaciones individuales de las distintas entidades crediticias, por lo tanto, la generación a nivel de intermediario de grandes excesos o defectos de encaje acumulados por períodos prolongados, pone en evidencia desequilibrios en el mercado de dinero.

A lo largo del mes de agosto, la posición promedio ajustada, incluido el *carry-over*<sup>5</sup>, fue de excesos moderados en la primera y segunda semanas (1.3% y 1.0% del requerido), un desencaje de \$ 18.084 millones (1.3%), en la tercera semana y un exceso de \$ 68.992 millones (5.0%) en la última semana, dando como resultado un exceso acumulado para el mes del orden de \$ 82.000 millones (Cuadro 7).

Sin incluir el *carry-over* la situación fue algo diferente. En forma global el sistema muestra una posición positiva de encaje de \$ 38.963 millones para el mes, con defectos de encaje de \$ 26.314 millones y \$ 29.279 millones, en la primera y tercera semanas y excesos de \$ 10.638 millones y \$ 83.918 millones en la segunda y cuarta semanas, respectivamente. Así mismo, por grupo de bancos se registraron grandes desequilibrios, en especial para los bancos privados, los cuales sin *carry-over* presentaron defectos importantes durante las tres primeras semanas de agosto (en su orden 2.7%, 1.2% y 4.2% respecto de su requerido) que compensaron sólo en la última semana con un sobrecaje de \$ 45.958 millones (8.0% del requerido). La situación mensual acumulada

mostró excesos de \$ 13 millones para los bancos privados, \$ 24.896 millones para los oficiales (incluida la Caja Agraria), y de \$ 11.294 millones para los bancos mixtos.

Debemos llamar la atención sobre estas diferencias en la posición de encaje global para el sistema y los resultados más desagregados. Hemos demostrado que el sistema contó con reserva monetaria suficiente, al punto de generar excesos importantes para el mes; sin embargo, esta situación no fue uniforme para todos los bancos. La dificultad para equilibrar estos saldos pone de manifiesto que el mercado interbancario no tiene la capacidad de hacer de vaso comunicante e irrigar liquidez en el sistema.

Este resultado en materia de los encajes agregados, sugiere que el nivel de reserva monetaria ofrecida garantizaba el normal funcionamiento de la banca, hasta el punto que hace parecer innecesaria la intervención de la Tesorería vía operaciones "repo". Dichas operaciones ascendieron a \$ 85.000 millones, que si bien compensaron el retraso en pagos de la Tesorería y fueron en buena medida una de las fuentes del extraordinario aumento de la liquidez en la última semana del mes, también coincidieron con los excesos de encaje del sistema. No es claro que se acuerden operaciones "repo" para generar un sobrecaje, salvo que deliberadamente se quisiera anticipar alguna contracción previsible; de otra forma, ello confirma la existencia de barreras al funcionamiento eficiente del mercado interbancario, que entorpecen la normal irrigación de liquidez.

<sup>5</sup> Las resoluciones 58 de 1987 y 1 de 1989 de la Junta Monetaria introdujeron el concepto de *carry-over* negativo y positivo semanal, respectivamente, mecanismo que consiste en trasladar los defectos y/o excesos de encaje superiores al 1% del requerido como parte del requerido en la semana siguiente. De esta forma en casos de faltantes (desencajes) éstos se penalizan de manera inmediata y los excesos (sobreencajes) pueden utilizarse en la próxima semana.

## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 7  
Posición de encaje promedio semanal <sup>(1)</sup>  
1992

(Millones de pesos)

	Ago. 1o.	Ago. 8	Saldo Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
<b>Requerido promedio semanal</b>					
Bancos privados	618.623	598.089	575.061	557.426	571.173
Bancos mixtos	82.870	83.301	72.240	70.097	77.638
Bancos privados y mixtos	701.493	681.389	647.301	627.523	648.810
Bancos oficiales	614.683	585.316	600.065	600.623	574.219
Caja Agraria	133.994	128.215	125.811	130.496	140.305
Bancos oficiales y Caja Agraria	748.677	713.531	725.876	731.119	714.524
Bancos cooperativos (2)	9.109	9.455	9.699	9.541	9.500
<b>Total</b>	<b>1.459.279</b>	<b>1.404.375</b>	<b>1.382.875</b>	<b>1.368.183</b>	<b>1.372.835</b>
<b>Disponible promedio semanal</b>					
Bancos privados	641.890	582.228	568.269	534.134	617.131
Bancos mixtos	86.462	83.801	74.119	72.859	83.791
Bancos privados y mixtos	728.352	666.029	642.388	606.993	700.922
Bancos oficiales	629.683	575.692	615.905	588.877	599.906
Caja Agraria	135.329	126.377	124.980	133.132	145.078
Bancos oficiales y Caja Agraria	765.012	702.069	740.885	722.009	744.984
Bancos cooperativos	10.120	9.963	10.241	9.903	10.848
<b>Total</b>	<b>1.503.484</b>	<b>1.378.061</b>	<b>1.393.513</b>	<b>1.338.904</b>	<b>1.456.754</b>
<b>Posición promedio sin ajustar</b>					
Bancos privados	23.267	(15.861)	(6.792)	(23.292)	45.958
Bancos mixtos	3.591	500	1.879	2.762	6.153
Bancos privados y mixtos	26.858	(15.361)	(4.913)	(20.530)	52.111
Bancos oficiales	15.000	(9.624)	15.840	(11.746)	25.686
Caja Agraria	1.335	(1.838)	(831)	2.636	4.773
Bancos oficiales y Caja Agraria	16.335	(11.462)	15.009	(9.110)	30.459
Bancos cooperativos	1.011	509	542	362	1.348
<b>Total</b>	<b>44.205</b>	<b>(26.314)</b>	<b>10.638</b>	<b>(29.279)</b>	<b>83.918</b>
Defecto directo semanal	4.090	0	1.928	19.029	22.240
Exceso directo semanal	4.909	44.285	4.654	30.223	7.314
Posición promedio ajustada (3)	45.023	17.971	13.364	(18.084)	68.992

(1) Se presenta la nueva clasificación de bancos comerciales.

(2) Información disponible a partir del 28 de marzo de 1992.

(3) Incluye los excesos y defectos del encaje que se trasladan de la semana anterior.

Fuente: Informe Semanal de los Bancos Comerciales.

### B) El mercado interbancario

El mercado interbancario y más exactamente interfinanciero, es esencial para que las instituciones individuales, que deben atender deman-

das transitorias de liquidez superiores al normal desempeño de su operación, busquen en primera instancia una solución a través del mercado, minimizando la demanda de recursos del Banco Emisor.

Si bien el mercado de dinero de muy corto plazo ha avanzado en nuestro país, debemos reconocer que todavía falta mucho por hacer en procura de mejorar la información y el flujo de recursos dentro del sistema financiero. La presencia de desequilibrios notables entre instituciones, como por ejemplo, que simultáneamente se encuentren unos bancos con sobreencajes considerables y otros con pronunciados desencajes, es muestra de ello.

El desarrollo del sector financiero requiere un mercado interbancario eficiente que reduzca hasta eliminar los desequilibrios entre instituciones y por lo tanto disminuya la presión sobre los recursos del Banco Central. En otras palabras, si el mercado interbancario funciona eficientemente se minimiza el nivel de reserva bancaria (tradicionalmente no remunerada) y por lo tanto el sistema financiero, como un todo, mejora su rentabilidad. Por el contrario, un mal funcionamiento del mercado interbancario puede inducir presiones sobre el mercado de dinero que llevan la tasa de interés de muy corto plazo a fluctuaciones marcadas, donde el costo del desencaje se convierte en un punto de referencia, necesariamente elevado, dado que el mismo corresponde a una sanción y no a una situación de mercado.

Una tarea propia de las instituciones crediticias es la transformación de plazos. Por lo general las captaciones son de más corto plazo que los créditos que otorga el sistema y, por ello, los intermediarios en forma individual están corrientemente expuestos a situaciones de iliquidez, producto del traslado de fondos entre cuentahabientes, siendo el mecanismo ideal para solucionar problemas transitorios de este tipo el mercado interbancario. Por el contrario, cuando el problema es generalizado, es el Banco Central quien debe acudir en defensa del sistema, para lo cual cuenta con instrumentos como los cupos de crédito para las entidades crediticias<sup>6</sup>, las compras anticipadas de títulos

de participación, y las denominadas operaciones "repo". Es claro que los recursos de emisión no son una fuente para la generación de crédito y por lo tanto, constituyen fondos transitorios de última instancia.

### C) Situación de los Fondos Fiduciarios

Debemos llamar la atención sobre el efecto del desarrollo reciente, a través de las sociedades fiduciarias, de los denominados fondos comunes. La virtud de dichos fondos está en que al permitir la conformación de patrimonios autónomos, con el concurso de diversos ahorradores, éstos pueden mejorar su rentabilidad al integrar cuantías "grandes" que tienen un mayor poder de negociación frente a las entidades captadoras de fondos. Sin embargo, simultáneamente se ha introducido la ventaja adicional de otorgar liquidez inmediata a los participantes de dichos fondos. Esta posibilidad, en la medida que se cuente con un gran número de participantes con libre entrada y salida, no tiene mayores inconvenientes, mientras se maneje una rotación adecuada de los portafolios de inversión y no se presenten "corridas" extraordinarias.

Nótese que esta innovación financiera permite convertir en exigibilidades a la vista un ahorro financiero que en el pasado no contaba con liquidez primaria. Ello de alguna manera está aumentando los riesgos de la transformación de plazos, máxime cuando el atractivo de liquidez inmediata y buenos rendimientos atrae recursos inestables como los excedentes de tesorería de las grandes empresas, los cuales aparte de no ser permanentes, siempre están en búsqueda de la mejor opción de rentabilidad, incluidas las mesas de dinero y el mismo mercado interbancario.

<sup>6</sup> Notas Editoriales, mayo de 1992.

Esta última situación puede llegar a ser compleja, en el sentido de introducir grandes fluctuaciones a los fondos comunes, las cuales se retroalimentan, pues las demandas de liquidez sobre ellos presionan el costo de recursos del sistema financiero, lo cual a su vez modifica el mercado interbancario y nuevamente crea incentivos adicionales para trasladar liquidez de los fondos hacia el interbancario.

La legislación actual exige un coeficiente mínimo de liquidez para los fondos comunes sobre la base de que por lo menos un 10%<sup>7</sup> de los recursos que administra debe colocarse en títulos con una madurez inferior a 15 días. Esta prevención resulta adecuada para el manejo de ahorros individuales que no tengan una participación elevada en el total del fondo. Por lo tanto, sería deseable que cuando los fondos comunes acepten grandes excedentes de Tesorería, operasen con coeficientes de liquidez más elevados o, alternativamente, limitaran su captación de dichos recursos, a cuantías que, teniendo en cuenta su marcada inestabilidad, no comprometan el normal funcionamiento de estas instituciones.

De este modo, dado que la oferta de reserva bancaria permitió incluso la generación de excesos de encaje, claramente el problema estuvo localizado en el funcionamiento del sistema financiero y en especial en la fluidez del mercado interbancario, la cual posiblemente se vio restringida en razón de la composición del portafolio activo del sistema financiero. Sin embargo, para un análisis exhaustivo, resulta conveniente examinar las fuentes y los usos de recursos en el sistema, puesto que en alguna medida cambios en el portafolio de las entidades crediticias también pueden afectar su situación de liquidez.

## V. Fuentes y usos de los recursos del sistema financiero

En el Cuadro 8 se presentan las cifras consolidadas para el sector financiero de las principales fuentes de recursos y sus utilidades.

### A) Principales fuentes (captaciones)

La evolución de las principales fuentes, en el transcurso del mes de agosto, confirma, como era de esperarse, la trayectoria de la oferta monetaria ampliada, M2. Por ello, el total de fuentes del sistema presenta una ligera disminución de \$ 23.000 millones (0.2%) en el mes, con reducciones en las tres primeras semanas que en forma agregada llegaron a representar el 1.5% de los principales recursos (\$ 148.000 millones) y una recuperación importante en la última semana, \$ 125.000 millones. Las principales captaciones, por su parte, presentan una baja de \$ 107.000 millones en el mes, que fue compensada por la utilización de diferentes líneas de redescuento por \$ 37.000 millones y la utilización del cupo ordinario por baja de depósitos que hicieron las CAV, cuyo saldo ascendió a \$ 83.000 millones al finalizar agosto (Cuadro 8).

Nótese que un cambio en la composición de los cuasidineros refleja una competencia por la captación de los mismos y puede estar acompañada de alguna presión sobre las tasas de interés del mercado. Es claro que esta situación acarrea un mayor costo financiero para aquellas entidades que tratan de mantener su participación en el mercado. No obstante, al menos en el muy corto plazo, una pérdida de recursos de una entidad financiera producto de aumentos en otra no debe generar problemas de liquidez para el conjunto del sistema, pues un adecuado mercado interbancario debe permitir el ajuste de los intermediarios a la nueva distribución de los fondos.

Según Decreto 1135 de julio 7 de 1992; antes regía un 15%.

## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 8

**Consolidado de los intermediarios financieros <sup>(1)</sup>**

Principales fuentes y usos  
1992

(Millones de pesos)

	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
<b>PRINCIPALES FUENTES</b>	10.118.223	10.034.629	10.005.360	9.970.459	10.095.096
Captación de recursos	10.118.223	10.034.629	9.985.750	9.884.112	10.011.816
Cuentas corrientes	2.058.013	1.988.666	2.008.244	1.953.244	2.056.006
Depósitos de ahorro	3.766.509	3.765.793	3.716.828	3.713.560	3.774.821
CDT	2.569.561	2.569.274	2.554.367	2.551.215	2.568.173
Depósitos fiduciarios	321.803	297.534	287.250	233.468	169.898
Depósitos ordinarios	121.851	123.934	123.586	121.378	122.629
Bonos en circulación	136.831	136.563	136.887	136.828	139.632
Redescuento	1.143.655	1.152.865	1.158.588	1.174.419	1.180.657
Préstamos FAVI	0	0	19.610	86.347	83.280
<b>PRINCIPALES USOS</b>	10.156.912	10.175.836	10.223.586	10.283.388	10.357.569
Disponibilidades moneda legal	1.221.133	1.159.670	1.180.185	1.192.717	1.327.057
Caja	184.616	184.897	173.028	194.947	187.037
Banco de la República	977.119	914.765	949.540	939.972	1.080.118
Bancos y otras entidades financieras	59.398	60.008	57.617	57.798	59.902
Inversiones en moneda legal	1.981.686	1.999.142	1.962.115	1.980.908	1.913.942
Voluntarias	944.778	893.064	826.827	832.110	798.162
Obligatorias	438.967	442.672	431.588	410.032	410.832
Del encaje	454.884	475.528	440.160	461.158	449.523
De capital	78.868	79.333	81.719	81.820	81.806
Derechos de recompra					
de inversiones negociadas	73.848	118.184	190.998	204.969	182.798
- Provisión de inversiones	9.659	9.639	9.177	9.181	9.179
Cartera moneda legal	6.954.093	7.017.024	7.081.286	7.109.763	7.116.570

(1) Los totales de fuentes y usos no son iguales, dado que falta incluir el patrimonio y otras cuentas del activo y del pasivo.

No se incluye la FEN.

Fuente: Informes semanales de los intermediarios financieros.



En principio, la pérdida de captaciones por el sistema durante el mes bien podría señalarse como parte del "problema de liquidez". Sin embargo, está concentrada en los saldos de los depósitos fiduciarios (operaciones de recaudo) que, como ya mencionamos, responden al calendario tributario, y por lo tanto son anticipables por el sistema financiero. Además, la evolución del portafolio pasivo por sí sola no determina problemas de liquidez, pues éstos surgen sólo cuando el portafolio activo no puede acomodarse adecuadamente a los cambios del pasivo. Ello sucede por problemas en la transformación de plazos (pasivos exigibles a la vista o a corto plazo vs. activos de mayor plazo) o, simplemente, por cambios en la composición de los activos en el sentido de una mayor generación de crédito frente a una menor disponibilidad de activos líquidos (reserva monetaria y/o inversiones voluntarias).

## B) Principales usos de recursos

Las disponibilidades líquidas del sector financiero corresponden en la práctica a su encaje monetario y, por lo tanto, su evolución es idéntica con la reserva bancaria y la situación de encaje, la cual, como ya se examinó en detalle no estuvo comprometida a lo largo del mes.

### 1. Inversiones voluntarias

Las inversiones voluntarias del sistema financiero, por su parte, enseñan volúmenes que incluso superan los promedios históricos del sistema, 8.5% de sus captaciones frente a promedios de 3.8% para 1991 y de 1.8% para 1990. El saldo de las inversiones registra una disminución de \$ 146.000 millones en el mes que hubiera debido minimizar el impacto de la pérdida de recursos del sistema (Cuadro 8).

No es descartable que por razón de la evolución de las tasas de interés, en agosto un componente importante del portafolio de inversiones estuviera colocado a tasas elevadas y,

por tanto, el costo de liquidarlas resultara excesivo e incluso fuera preferible presionar el mercado para hacerse a recursos de muy corto plazo, en el entendido de que el fenómeno era pasajero, pues bien se corregiría por recuperación de las captaciones o por maduración de las inversiones (en especial vencimientos de títulos de participación).

Aparentemente el costo de liquidación de las inversiones debió resultar muy elevado para el sistema, a juzgar por los niveles observados en las tasas del mercado interbancario.

### 2. Evolución de la cartera

Insistentemente se ha planteado que debido a los problemas de liquidez del mes de agosto las entidades crediticias pararon el desembolso de créditos, sin embargo, la información disponible nos muestra que la cartera en moneda legal del sistema financiero avanzó \$ 162.000 millones en el mes, 2.3%, porcentaje que en términos anualizados significa un crecimiento superior al 30.0% con lo cual la tasa anual de crecimiento de la cartera pasó del 25.3% al 28.1% (Cuadro 8).

Este fenómeno, fue especialmente notorio en el caso de los bancos comerciales, para los cuales la cartera creció en el mes de agosto \$ 94.000 millones, 2.9% (40.9% anualizado), aumento que además se reflejó en el crecimiento anual de su cartera, que pasó de 20.5% a 25.3% en dicho mes. Por su parte, la cartera de las corporaciones financieras también registró un incremento del 2.8% en el mes, mientras la de las CAV avanzó 1.5% (Cuadros 9, 10 y 11). En consecuencia, podemos afirmar que el aparente "problema de liquidez" del sistema financiero estuvo acompañado de importantes aumentos de cartera, con lo cual los recursos líquidos, que alimentan el mercado interbancario, compitieron con la mayor demanda de crédito. De esta forma, la tasa activa del sistema se convertía en un costo de oportunidad para la utilización de las disponibilidades.

## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 9

### Bancos comerciales <sup>(1)</sup>

Principales fuentes y usos  
1992

(Millones de pesos)

	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
<b>PRINCIPALES FUENTES</b>	5.560.783	5.473.308	5.469.329	5.399.211	5.517.450
Captación de recursos	5.560.783	5.473.308	5.469.329	5.399.211	5.517.450
Cuentas corrientes	2.058.013	1.988.666	2.008.244	1.953.244	2.056.006
Depósitos de ahorro	1.105.203	1.104.779	1.099.187	1.123.438	1.186.034
CDT	1.174.799	1.175.160	1.167.523	1.163.522	1.174.590
Depósitos fiduciarios	321.803	297.534	287.250	233.468	169.898
Redescuento	900.965	907.169	907.125	925.539	930.922
<b>PRINCIPALES USOS</b>	5.238.734	5.224.325	5.319.249	5.350.704	5.433.783
Disponibilidades moneda legal	1.155.745	1.095.477	1.116.543	1.131.494	1.260.238
Caja	159.542	159.739	148.972	178.039	165.996
Banco de la República	962.066	900.380	934.664	919.583	1.060.049
Bancos y otras entidades financieras	34.137	35.358	32.907	33.872	34.193
Inversiones en moneda legal	834.373	836.251	861.592	867.986	838.916
Voluntarias	353.589	325.598	303.381	305.949	289.208
Obligatorias	278.228	277.687	267.025	246.955	249.708
Del encaje	149.865	148.026	142.884	141.390	139.580
Derechos de recompra de inversiones negociadas	52.691	84.940	148.339	173.729	160.457
- Provisión de inversiones	0	0	37	37	37
Cartera moneda legal	3.248.616	3.292.597	3.341.114	3.351.224	3.334.629

(1) Los totales de fuentes y usos no son iguales, dado que falta incluir el patrimonio y otras cuentas del activo y del pasivo.

Fuente: Informes semanales de los bancos.

CUADRO 10

Corporaciones financieras <sup>(1)</sup>

Principales fuentes y usos  
1992

(Millones de pesos)

	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
<b>PRINCIPALES FUENTES (2)</b>	<b>779.874</b>	<b>780.219</b>	<b>786.577</b>	<b>788.204</b>	<b>797.129</b>
Captación de recursos	779.874	780.219	786.577	788.204	797.129
CDT	430.222	428.004	431.181	434.114	437.604
Bonos en circulación	123.210	122.942	123.266	123.207	126.011
Redescuento	226.442	229.273	232.130	230.883	233.514
<b>PRINCIPALES USOS (2)</b>	<b>951.535</b>	<b>952.686</b>	<b>969.909</b>	<b>973.594</b>	<b>990.575</b>
Disponibilidades moneda legal	10.306	10.474	11.454	11.252	14.239
Caja	2.373	1.629	72	(547)	(282)
Banco de la República	3.102	3.524	3.381	5.168	7.733
Bancos y otras entidades financieras	4.831	5.321	8.001	6.631	6.788
Inversiones en moneda legal	127.960	128.031	133.854	133.672	140.054
Voluntarias	21.923	20.545	19.622	20.150	24.615
Obligatorias	16.564	16.646	16.207	17.564	18.788
Del encaje	6.692	6.200	5.464	4.766	5.714
De capital	78.868	79.333	81.719	81.820	81.806
Derechos de recompra de inversiones negociadas	13.572	14.946	19.982	18.514	18.273
- Provisión de inversiones	9.659	9.639	9.140	9.142	9.142
Cartera moneda legal	813.269	814.181	824.601	828.670	836.282

(1) No incluye la Corporación Financiera Energética - FEN-.

(2) Los totales de fuentes y usos no son iguales, dado que falta incluir el patrimonio y otras cuentas del activo y del pasivo.

Fuente: Informes semanales de las corporaciones financieras.

CUADRO 11

Corporaciones de ahorro y vivienda <sup>(1)</sup>Principales fuentes y usos  
1992

(Millones de pesos)

	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
<b>PRINCIPALES FUENTES</b>	<b>3.159.692</b>	<b>3.156.182</b>	<b>3.123.082</b>	<b>3.155.172</b>	<b>3.148.614</b>
Captación de recursos	3.159.692	3.156.182	3.103.472	3.068.825	3.065.334
Cuentas de ahorro	2.594.473	2.592.509	2.548.008	2.519.918	2.518.466
CDT	434.176	430.370	420.321	418.261	415.282
Depósitos ordinarios	121.851	123.934	123.586	121.378	122.629
Redescuento	9.192	9.369	11.557	9.268	8.957
Préstamos FAVI	0	0	19.610	86.347	83.280
<b>PRINCIPALES USOS</b>	<b>3.215.834</b>	<b>3.241.127</b>	<b>3.181.658</b>	<b>3.196.713</b>	<b>3.170.262</b>
Disponibilidades moneda legal	31.787	29.681	31.542	28.320	30.739
Caja	20.149	21.141	22.037	15.748	19.874
Banco de la República	5.191	4.415	4.852	8.017	4.803
Bancos y otras entidades financieras	6.447	4.125	4.653	4.555	6.062
Inversiones en moneda legal	900.543	915.071	851.463	861.021	822.323
Voluntarias	499.758	475.251	438.059	436.949	420.294
Obligatorias	116.045	120.393	119.935	116.919	113.429
Del encaje	281.240	304.124	273.711	297.025	286.199
Derechos de recompra de inversiones negociadas	3.500	15.303	19.758	10.128	2.401
- Provisión de inversiones	0	0	0	0	0
Cartera moneda legal	2.283.504	2.296.375	2.298.653	2.307.372	2.317.200

(1) Los totales de fuentes y usos no son iguales, dado que falta incluir el patrimonio y otras cuentas del activo y del pasivo.

Fuente: Informes semanales de las corporaciones de ahorro y vivienda.

CUADRO 12  
Compañías de financiamiento comercial <sup>(1)</sup>

Principales fuentes y usos  
1992

(Millones de pesos)

	Ago. 1o.	Ago. 8	Ago. 15	Ago. 22	Ago. 29
<b>PRINCIPALES FUENTES</b>	549.964	555.174	555.443	556.415	560.281
Captación de recursos	549.964	555.174	555.443	556.415	560.281
CDT	530.364	535.740	535.342	535.318	540.697
Bonos en circulación	13.621	13.621	13.621	13.621	13.621
Redescuento	5.979	5.813	6.480	7.476	5.963
<b>PRINCIPALES USOS</b>	670.678	675.142	670.441	680.110	680.440
Disponibilidades moneda legal	12.982	13.280	10.332	11.394	12.068
Caja	1.455	1.208	802	810	424
Banco de la República	3.632	3.621	3.268	3.176	3.744
Bancos y otras entidades financieras	7.895	8.451	6.262	7.408	7.900
Inversiones en moneda legal	98.491	98.905	94.881	98.936	93.749
Voluntarias	53.280	55.377	50.031	54.420	49.736
Obligatorias	24.039	23.855	24.330	24.443	24.816
Del encaje	17.087	17.178	18.101	17.977	18.030
Derechos de recompra de inversiones negociadas	4.085	2.495	2.419	2.098	1.167
- Provisión de inversiones	0	0	0	2	0
Cartera moneda legal	559.205	562.957	565.228	569.780	574.623

(1) Los totales de fuentes y usos no son iguales, dado que falta incluir el patrimonio y otras cuentas del activo y del pasivo.

Fuente: Informes semanales de las compañías de financiamiento comercial.

## Conclusiones

Durante el mes de agosto las tasas de interés registraron una elevación importante y el comportamiento del mercado interbancario fue notoriamente errático, fenómenos que, naturalmente, recibieron una atención especial de la autoridad monetaria. Del cuidadoso y exhaustivo estudio de las distintas variables monetarias a lo largo del mes, que se resume en las presentes Notas, no se deduce la existencia de problemas de liquidez en el período por causas de restricción monetaria. Por el contrario, el sistema bancario presentó exceso de encajes, hubo un apreciable aumento de su cartera, y el saldo de sus inversiones voluntarias, si bien se redujo, continuó en niveles muy superiores a los patrones históricos.

Esta paradójica situación no tiene, en lo fundamental, explicación distinta de las fuertes deficiencias en el mercado institucional de recursos de corto plazo. Los bancos, las corporaciones de ahorro y vivienda, las fiduciarias y, en menor grado, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial, no encontraron la forma de transar entre sí para que los fondos sobrantes en las entidades superavitarias cubrieran las necesidades de aquellos otros intermediarios escasos de liquidez.

Hemos señalado como, con anterioridad al mes de agosto, podemos afirmar que el sector financiero enfrentaba una situación general de abundante liquidez, que facilitó la estrategia de reducción de las tasas de interés, objetivo de la autoridad monetaria. Ello se había traducido, a lo largo

del año, en niveles sin precedentes de inversiones voluntarias del sistema, al tiempo que la demanda de crédito mostraba todavía signos de estancamiento, que sólo vinieron a cambiar a partir del segundo semestre. En esos meses, por motivos explicables, los intermediarios, con el fin de maximizar el retorno sobre sus recursos, optaron por mantener sus inversiones en instrumentos de mediano plazo (desde 90 días hasta un año), lo cual repercutió en problemas individuales de reserva cuando se quiso liquidar en el mercado sumas masivas de estos papeles. Además, la anticipación de los efectos contraccionistas de la Tesorería, especialmente los provenientes de la suscripción de BDSI, en un período de importantes desembolsos de crédito por la reactivación de la demanda, contribuyó a acentuar el fenómeno.

El impacto de las operaciones de la Tesorería sobre la base monetaria incuestionablemente determina los patrones cíclicos de nuestro sistema de pagos. Sin embargo, dado que los mismos son completamente anticipables y previsibles, el sistema financiero debe poder acomodar dichas fluctuaciones con relativa facilidad, siempre y cuando el mercado interbancario funcione adecuadamente.

Como se ha mencionado, el costo de oportunidad de los recursos líquidos impuso un piso excesivamente alto al mercado de dinero, durante las semanas que comentamos. Ante la ineffectividad de los canales de transferencia de fondos entre las entidades sobrecajadas y aquellas que presentaban faltantes en sus disponibilidades, la presión sobre las tasas de corto plazo se transfirió a los principales instrumentos de captación del sistema. De esta manera se ocasionó una elevación injustificada de las tasas de interés, en momentos en que, como se ha demostrado, no se presentaban factores contraccionistas.

Conviene destacar que los mecanismos de apoyo transitorio a la liquidez por parte del Banco de la República operaron continua y eficazmente en este período. Los cupos ordinarios -en particular el FAVI- suministraron recursos muy cuantiosos, suficientes para compensar contracciones inesperadas de las fuentes del sistema, al tiempo que el saldo de OMA se reducía apreciablemente.

Evidentemente, un cambio en la composición de las captaciones de recursos por los diferentes

intermediarios, en donde las CAV perdieron participación frente a los bancos, constituye un elemento que puede generar transitoriamente presiones sobre las tasas de interés, sobre todo ante limitaciones del mercado interbancario. De otra parte, estas últimas agravan los problemas inherentes a la transformación de plazo de las captaciones del sistema financiero, especialmente cuando los riesgos de liquidez de algunos de sus integrantes se han incrementado en razón de las innovaciones financieras que ofrecen liquidez a la vista para recursos que se invierten en instrumentos de captación a término, como es el caso de los fondos comunes de las sociedades fiduciarias.

Los inconvenientes del mes de agosto sugieren claramente la necesidad de mejorar el funcionamiento del mercado interbancario colombiano. El Banco de la República considera que los establecimientos de crédito deben estudiar seriamente alternativas para formar un mercado más eficiente y transparente, por ejemplo a través de la sistematización, a semejanza de lo que se ha logrado en mercados como el de divisas, donde hay amplia participación de los agentes y se dispone de información clara y confiable sobre los montos y precios reales de las transacciones.

## VIDA DEL BANCO

### Moneda de \$ 100

A partir del 18 de agosto del presente año, el Banco de la República puso en circulación la moneda metálica de \$ 100, acuñada por la Casa de Moneda, de acuerdo con lo dispuesto en la Resolución Externa No. 19 de abril 3 de 1992 de la Junta Directiva del Emisor.

La moneda posee un peso de 5.31 gramos, su diámetro es de 23 milímetros y su espesor de 1.55 milímetros. La aleación metálica incluye 92% de cobre, 6% de aluminio y 2% de níquel.

El nuevo signo monetario presenta, en el anverso, el Escudo de Armas de Colombia, rodeado por la leyenda "República de Colombia" y el año de acuñación, 1992. En el reverso se aprecia, en números arábigos, el valor de la moneda y debajo la palabra "pesos" y el conjunto rodeado de una corona de laurel abierta.