

Disposiciones recientes en materia de encaje y de cupos de liquidez

Introducción

El Banco de la República permanentemente ha destacado la conveniencia de lograr la mayor neutralidad en los efectos que se derivan del manejo de los instrumentos de control monetario, con el fin de crear un ambiente propicio para acelerar el desarrollo del sector financiero.

La orientación general de la política financiera, que busca operar en un marco de mayor libertad y competencia, está respaldada por la dirección de la política monetaria, por cuanto ésta ha venido desarrollando instrumentos de mercado para sustituir las herramientas tradicionales directas de control monetario. En tal sentido, a finales del mes de mayo se tomaron medidas tendientes a disminuir la dispersión de los encajes y a dotar de mayor operatividad los cupos de descuento del Banco de la República a los establecimientos de crédito. Estas disposiciones, contenidas en las Resoluciones Externas 29, 30, 31 y 33 de 1992 de la Junta Directiva, constituyen un paso más en dicha estrategia de manejo monetario.

El objetivo de las presentes Notas es explicar la motivación de las medidas adoptadas y precisar el alcance de las mismas. En la primera sección tratamos el tema de los encajes, reseñando algunos elementos conceptuales, su uso en algunos países, la evolución que han tenido en Colombia y el alcance de las recién-

tes disposiciones. Utilizando una estructura similar, en la segunda sección presentamos lo concerniente a los cupos de liquidez. La tercera y última sección se ocupa de inscribir las nuevas disposiciones en la conducción que se ha venido dando a la política monetaria, tratando de favorecer el uso de herramientas de carácter más neutral, que distribuyan de manera equitativa los costos implícitos del control monetario entre los distintos sectores.

I. Encajes

A. Aspectos conceptuales

El encaje es una herramienta de control monetario que se dirige a afectar el coeficiente de reservas a depósitos de los bancos y con ello la expansión secundaria de dinero. Aplicado sobre los depósitos en cuenta corriente, regula dicha expansión secundaria actuando sobre el multiplicador a través del coeficiente de reserva. De esta forma, un mayor requisito de encaje sobre los depósitos en cuenta corriente disminuye los recursos prestables por parte de los bancos y así afecta la capacidad de expansión¹. En

¹ $m = (1+e)/(e+r)$, donde:

m = multiplicador

e = relación efectivo/depósitos en cuenta corriente

r = relación reserva bancaria/depósitos en cuenta corriente.

consecuencia, en la medida en que afecta las posibilidades de colocación de fondos en el mercado, influye sobre la liquidez de la economía y sobre el costo de los recursos.

Las bondades y los problemas inherentes a los encajes han sido estudiados bajo diversos puntos de vista, que van desde su efectividad como instrumento de control monetario hasta sus consecuencias en el normal funcionamiento del sistema de precios. La literatura ha tendido a concentrarse en el tema de la capacidad del encaje como mecanismo de control monetario, señalando las limitaciones del instrumento, cuando éste se utiliza durante períodos prolongados. Al fin y al cabo, si la variable objetivo de la política monetaria son los medios de pago, o sea, el efectivo más los depósitos en cuenta corriente, la imposición de elevados requisitos de reserva sobre los segundos puede estimular a los bancos a que ofrezcan al público productos sustitutivos, no sujetos a las normas de encaje. Naturalmente, el resultado de este proceso, conocido como de "innovaciones financieras", es una pérdida relativa de control monetario.

Dentro del mismo orden de ideas, el encaje ha sido cuestionado también argumentando que mientras mayor sea el nivel requerido, menor resulta ser el nivel de reservas libres que mantienen los bancos². Puesto que el público tiene menor conocimiento de la calidad de los activos de un banco que el banco mismo, las reservas libres pueden servir como mecanismo para transmitir información importante a los clientes. En ese sentido, diversos estudios tienden a considerar los encajes como un instrumento que disminuye la fluidez de la información y que puede determinar un sistema ineficiente de precios de los depósitos.

En resumen, aunque se reconozcan las bondades del encaje como instrumento que garantiza el normal funcionamiento del sistema de pagos, se considera que puede inhibir la función

de los precios como mecanismo de asignación de recursos. Así mismo, el uso de encajes elevados suele producir alteraciones en la composición de los depósitos, las cuales tienden a desvirtuar la relevancia del agregado que se desea controlar. Si los encajes son muy dispersos, los intermediarios patrocinan la oferta de aquellos pasivos con menores requisitos de reserva; por el contrario, si los encajes son relativamente homogéneos, pero demasiado elevados, pueden provocar desintermediación financiera, naturalmente comprometiendo la efectividad del control monetario.

En razón a ello, y tal como veremos en la siguiente sección, la tendencia generalizada ha sido a disminuir los encajes y efectuar el control monetario a través de instrumentos que afectan de manera indirecta la reserva bancaria, como es el caso de las operaciones de mercado abierto (OMA). Mediante estas, se puede afectar ágilmente el nivel de reserva bancaria, sin causar los nocivos efectos, tanto sobre el crédito como sobre la rentabilidad de los intermediarios financieros, inherentes a cambios bruscos y frecuentes en los requisitos de reserva.

B. El encaje en varios países

Con base en diversas fuentes, se ha construido el Cuadro 1, en el cual se resume información sobre el sistema de encajes en un grupo seleccionado de países desarrollados y en desarrollo. Como puede observarse, en la mayoría de los casos el porcentaje requerido de encaje es decreciente en función del plazo del

² Las reservas libres hacen referencia a los recursos que los bancos mantienen depositados en el Banco Central o en sus propias cajas, no necesariamente para satisfacer requisitos de encaje, sino como elemento indispensable para poder llevar a cabo sus operaciones de continuas consignaciones y retiros. También se conoce con el nombre de "reserva técnica", la cual es mantenida incluso si los encajes legales fuesen cero.

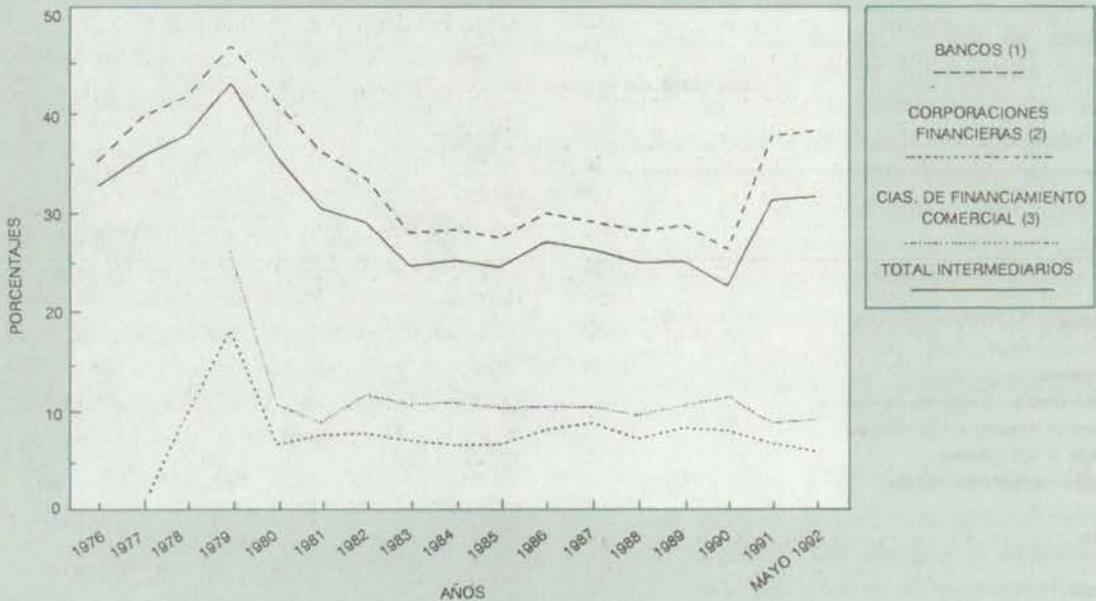
NOTAS EDITORIALES

CUADRO 1
Porcentaje de encaje en doce países (1)

	Depósitos en cuenta corriente	Depósitos de ahorro	Depósitos a término
Austria	6.2		
Alemania			
Superiores a 10 millones de marcos	6.6		
Entre 10 millones y 100 millones	9.9		
Mayor a 100 millones	12.1		
Igual para todos los montos		4.95	4.15
Italia	22.5	22.5	22.5
Japón			
Superiores a 3.300 billones de yenes	2.5		1.62
Entre 3.000 y 1.000	1.25		0.62
Menos de 1.000	0.25		0.125
Suecia	4	4	4
España			
Encaje no remunerado	2.5	2.5	2.5
Encaje remunerado	15.5	15.5	15.5
U.S.A.			
Cuentas hasta 25 millones de dólares	3		
Cuentas mayores a 25 millones de dólares	12		
Depósitos no personales			3
México	0	0	0
Chile	10		4
Uruguay	25		
Entre 30 y 180 días		12	
180 días o más			6
Perú	15	6	6
Colombia	41	10	
90 días			10
180 días o más			5

(1) Este cuadro tiene como fuentes de información al Bank for International Settlements (1986) para los países desarrollados excepto Alemania, al Deutsche Bundesbank (1989), y a Felaban (1991) para los países latinoamericanos. El grado de actualización de la información que se presenta es función de la fecha de publicación de las diferentes fuentes.

GRAFICO 1
EVOLUCION DE LOS REQUERIMIENTOS DE ENCAJE



(1) Reserva Bancaria + Inversiones Obligatorias y del encaje / Cuentas Corrientes + Depósitos de Ahorro + CDT
 (2) Inversiones Obligatorias y del encaje / CDT + Bonos + Negociaciones de cartera + Otros depósitos y exigibilidades.
 (3) Inversiones Obligatorias y del encaje / Documentos por pagar + CDT
 Fuente: Cuadro 3

depósito, reflejando lo que sucedería si en lugar de encajes —reservas obligatorias— los intermediarios se limitaran a mantener reservas libres.

Otros rasgos característicos que merecen especial mención son: i) puede ser progresivo de acuerdo con el tamaño de los depósitos, fenómeno inspirado en el hecho de que en algunos países con severas limitaciones a la competencia entre intermediarios, se han buscado mecanismos para favorecer a los más pequeños; ii) aunque las tasas de encaje son en general bajas, sólo en muy pocos países no se utiliza del todo; iii) el período base para el cómputo del encaje supera una semana; iv) en general, el encaje no se remunera, fenómeno que, por supuesto, no es independiente del hecho de que el nivel promedio de encajes suele ser bastante bajo.

Es evidente que existe una importante coincidencia entre las apreciaciones conceptuales en

torno a las bondades de los encajes y la evolución de los mismos en diversos países. En la mayoría de los casos imperan bajos niveles de reserva obligatoria, operando bajo esquemas bastante sencillos. Naturalmente, en los países considerados se llegó a esa situación, no porque se abandonaran los propósitos de hacer política monetaria, sino porque se desarrollaron formas alternativas de llevarla a cabo, las cuales, en la mayoría de los casos, se han fundamentado en instrumentos de mercado que —como las OMA— en gran parte están exentos de los problemas inherentes a los encajes³.

Como veremos en la siguiente sección, la evolución de los encajes en Colombia ha

³ Tal como se observa en el Cuadro 1, en México no existe el encaje como reserva obligatoria de los intermediarios en el Banco Central, pero en cambio existen otros mecanismos de mercado, mediante los cuales los intermediarios deben mantener una proporción de sus exigibilidades en determinadas inversiones.

estado dominada por dos elementos, en cierto sentido contrapuestos: i) un firme convencimiento de que es deseable moverse paulatinamente hacia mecanismos indirectos de regulación monetaria diferentes a cargas compulsivas sobre los intermediarios financieros; ii) la inexorable realidad de que, en ocasiones, las presiones monetarias originadas en problemas de balanza de pagos y/o en el frente fiscal han determinado la imperiosa necesidad de complementar, con aumentos en los encajes, los esfuerzos de contracción monetaria efectuados con OMA.

C. El encaje en Colombia

Por la importancia que tiene el sistema bancario en la generación de medios de pago, las medidas de política monetaria en materia de encajes han afectado con mayor intensidad a este sector. La autoridad, actuando sobre el comportamiento de la relación reserva bancaria/depósitos en cuenta corriente, ha tratado de regular el volumen de los depósitos bancarios líquidos e indirectamente el de los activos productivos. La política de encajes ha recaído también, aunque en menor grado, sobre las compañías de financiamiento comercial (CFC), las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), y las corporaciones financieras (CF), considerando su función de transformación de plazos.

En esta sección describimos la evolución que han presentado los encajes para los principales intermediarios; mostramos la posibilidad de realizar inversiones sustitutivas de los mismos, y destacamos los esfuerzos que se han hecho para disminuir las dispersiones tanto entre intermediarios como entre tipos de depósitos.

Durante la década de los sesenta y primeros años de los setenta, el encaje fue el principal instrumento de política monetaria, recayendo su peso sobre las cuentas corrientes, principal fuente de expansión del sector bancario.

Entre 1971 y 1973, la tasa legal de encaje sobre los depósitos en cuenta corriente pasó del 31.5% al 38.0%; el requerido sobre estos depósitos representaba el 81.7% del requerido sobre el total de depósitos en diciembre de 1973. Con la Reforma Financiera de 1974, se buscó liberar gradualmente al sector de las restricciones impuestas, las cuales le impedían cumplir adecuadamente su papel en el proceso de movilización y asignación del ahorro. Entre otras medidas, se desmontaron algunas inversiones forzadas, se redujeron los requisitos de encaje a niveles del 35% para las exigibilidades a la vista y antes de 30 días y se unificó en 10% el encaje de los CDT para todas las entidades emisoras (Cuadro 2).

Tal proceso se vio interrumpido por la necesidad de contrarrestar los efectos monetarios derivados de la bonanza cafetera. No se consideró factible hacer una esterilización monetaria exitosa basándose exclusivamente en las OMA; en el marco de una economía cerrada con incrementos de reservas mayores que los esperados, las autoridades optaron por utilizar el encaje e introducir el certificado de cambio. Dentro de este contexto, a partir de febrero de 1977 y hasta enero de 1980, se acudió al encaje marginal del 100% sobre las cuentas corrientes. Se incrementó el de los depósitos a la vista del 35% al 45%; el de los depósitos oficiales del 45% al 80%; y el de los CDT del 10% al 25%.

Los anteriores cambios condujeron a que la suma de la reserva bancaria y las inversiones del encaje respecto a las captaciones (DCC, CDT y DA) pasara del 35%, a finales de 1976, a cerca del 47% en 1979, en tanto que las OMA para el mismo año significaban el 18% de la base monetaria (Cuadro 3).

Por sus efectos sobre la rentabilidad bancaria, la prolongación de dichos controles indujo a que surgieran tanto las denominadas "innovaciones financieras", como nuevos intermedia-

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 2
Evolución de las tasas de encaje de los establecimientos de crédito
(%)

Pasivos encajables	Dic. 1974	Dic. 1980	Dic. 1985	Dic. 1990	Dic. 1991 (3)	Abril 1992	Mayo 1992 (4)
I. Exigibilidades a la vista y antes de 30 días bancos (1)							
-Oficiales	45.5	80.0	60.0	53.5	70.0	70.0	70.0
-Particulares	35.0	45.0	43.0	34.5	41.0	41.0	41.0
II. Depósitos y acreedores fiduciarios bancos							
-Servicios bancarios de recaudo	21.0	21.0	21.0	23.0	22.0	61.0	41.0
-Depósitos judiciales (Entidades nacionalizadas)				100.0	100.0	100.0	100.0
-Depósitos judiciales				23.0	22.0	36.0	41.0
III. Depósitos de ahorro							
-Depósitos de ahorro ordinario Bancos	20.0	20.0	30.0	31.0	16.5	16.5	10.0
-Depósitos de ahorro ordinario CAV		9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	10.0
-Cuenta de ahorro UPAC	12.0	13.0	3.0	1.0	1.0	5.0	10.0
IV. Certificados de ahorro a término bancos				23.0	16.5	16.5	10.0
V. CDT de 1 a 5 meses							
-CAV				4.5	4.5	10.0	10.0
VI. CDT a 90 días							
-Bancos	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
-Corporaciones financieras				10.0	10.0	10.0	10.0
-Compañías de financiamiento comercial (2)		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
VII. CDT a 180 días							
-Bancos				10.0	10.0	5.0	5.0
-CAV	10.0	6.0	6.0	2.5	2.5	5.0	5.0
-Corporaciones financieras		10.0	6.0	6.0	6.0	5.0	5.0
-Compañías de financiamiento comercial			10.0	10.0	10.0	5.0	5.0
VIII. CDT a 360 días o más							
-Bancos				10.0	10.0	5.0	5.0
-CAV		3.0	3.0	1.0	1.0	5.0	5.0
-Corporaciones financieras			10.0	6.0	6.0	5.0	5.0
-Compañías de financiamiento comercial			10.0	10.0	10.0	5.0	5.0
IX. Negociaciones de cartera							
-Bancos		45.0	43.0	34.5	41.0	41.0	41.0
-CAV			3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
-Corporaciones financieras		10.5	10.5	10.0	10.0	10.0	10.0
-Compañías de financiamiento comercial				10.0	10.0	10.0	10.0
X. Fondos Interbancarios comprados ordinarios							
-Compañías de financiamiento comercial				10.0	10.0	10.0	10.0
XI. Compromisos de recompra inversiones negociadas							
-Compañías de financiamiento comercial				10.0	10.0	10.0	10.0
XII. Compromisos de recompra cartera negociada							
-Compañías de financiamiento comercial				10.0	10.0	10.0	10.0
XIII. Aceptaciones después del plazo							
-Compañías de financiamiento comercial				10.0	10.0	10.0	10.0
XIV. Exigibilidades después de 30 días (ofic. y partic.)							
-Bancos	29.0	29.0	29.0	22.0	22.0	61.0	41.0
XV. Exigibilidades en moneda extranjera	5.0	3.0 y 9.0					

(1) Sobre los primeros \$ 130 millones 18%, en 1974, 1980 y 1985.

(2) Para 1980 y 1985 este porcentaje (aplicado sobre los documentos por pagar), debía estar representado en títulos valores.

(3) Encaje marginal del 100% sobre todas las exigibilidades.

(4) Resoluciones 29, 30 y 31 del 22 de mayo de 1992 de la Junta Directiva que rigen desde el 29 de mayo de 1992.

CUADRO 3
Importancia de los instrumentos de control monetario

Encaje/captaciones (1)
(%)

Fin de:	Bancos (2)		Reserva bancaria + Inversiones obligatorias y del encaje/ captaciones	Corporaciones Financieras	Compañías de Financiamiento Comercial	Total	Operaciones del mercado monetario (3)/ base monetaria
	Reserva bancaria/ captaciones	Inversiones obligatorias y del encaje/ captaciones		Inversiones obligatorias y del encaje/ captaciones	Inversiones obligatorias y del encaje/ captaciones		
1976	32,0	3,1	35,1	0,0		32,6	9,5
1977	34,2	5,3	39,5	0,0		35,5	21,8
1978	36,3	5,2	41,5	9,3		37,7	16,2
1979	40,5	6,1	46,6	18,0	25,9	42,9	18,1
1980	36,0	4,8	40,8	6,5	10,6	35,4	22,1
1981	30,0	5,8	35,9	7,4	8,7	30,2	18,5
1982	27,2	5,8	33,1	7,5	11,4	28,8	26,0
1983	20,7	7,0	27,7	6,8	10,5	24,3	24,0
1984	17,8	10,2	28,0	6,4	10,6	24,8	17,7
1985	16,8	10,2	27,1	6,4	10,0	24,1	28,0
1986	18,7	10,9	29,6	7,8	10,1	26,6	65,0
1987	18,3	10,3	28,6	8,4	10,0	25,7	51,0
1988	19,6	8,0	27,6	6,8	9,1	24,4	62,9
1989	21,2	6,9	28,1	7,9	10,1	24,5	61,5
1990	19,9	5,7	25,6	7,6	10,9	22,0	71,6
1991	30,8	6,3	37,1	6,3	8,3	30,6	76,1
Mayo 1992 (4)	31,5	6,0	37,5	5,4	8,5	30,9	106,9

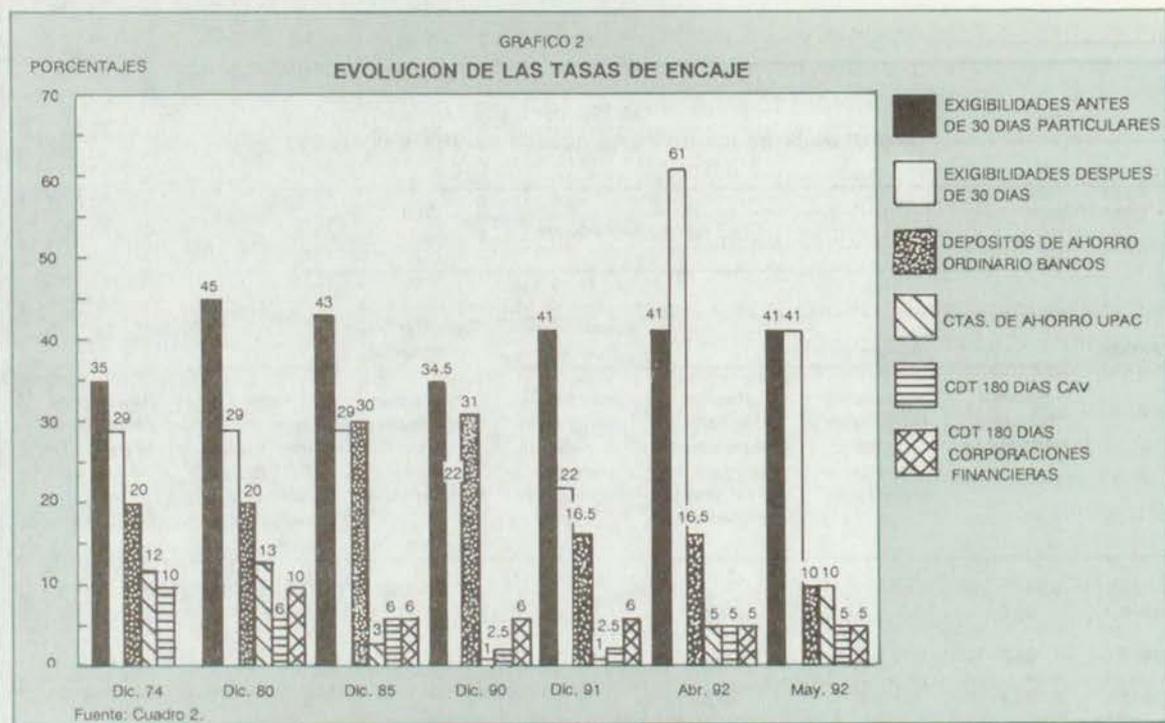
(1) Captaciones Bancos = Cuentas corrientes + Depósitos de ahorro CDT
 Captaciones Corporaciones Financieras = CDT + Bonos + Negociaciones de cartera + Otros depósitos y Exigibilidades.
 Captaciones Compañías de Financiamiento Comercial = Documentos por pagar + CDT

(2) Incluye Caja Agraria

(3) Incluye OMA y Certificados de Cambio

(4) Fuente: Situación Monetaria y Cambiaria, Seguimiento semanal e Informe semanal de Fuentes y Usos para Bancos.

Fuente: Revista Banco de la República



rios (CFC y entidades paralelas), fenómenos que mermaron la efectividad del control monetario. Como anotábamos en la primera sección, este es un resultado bien conocido del mantenimiento de elevados niveles de encaje durante lapsos prolongados.

A finales de 1979, mediante la colocación de Títulos de Participación, se reconoció la importancia de las OMA como mecanismo para lograr un relajamiento de los instrumentos directos de control monetario aplicados sobre el sector bancario, cuya tasa promedio de encaje superaba el 40% en diciembre de 1980. Así mismo, se limitaron administrativamente las "innovaciones"; se congeló el encaje marginal; a las negociaciones de cartera se les fijó un encaje igual al de las cuentas corrientes y se liberaron las tasas de captación de los CDT.

A partir de 1983 se continuó con una reducción gradual de los encajes y simultáneamente

se dio estímulo a ciertas actividades a través del sistema de inversiones sustitutivas. En particular en la segunda mitad de los años ochenta, con el objeto de disminuir la carga que recaía sobre el sistema financiero, debido a las inversiones forzosas y a los altos requerimientos de encajes, se tomaron medidas para reducir la dispersión y desde 1988 se tecnificó su cómputo mediante la implantación del sistema de *carry-over*. Así mismo, la normativa sobre inversiones sustitutivas evolucionó hacia un esquema más simplificado, mejorando en algunos casos su rendimiento. En el mismo sentido, en 1990 se inició un proceso de desmonte de varias de las inversiones forzosas que debían constituir los intermediarios. Estas medidas trajeron como resultado que la reserva bancaria y las inversiones del encaje, como proporción de las captaciones, se mantuvieran relativamente estables, entre 1983 y 1989, en un nivel inferior al registrado en los años anteriores, e incluso cayeran en 1990 (Gráfico 1).

Con el objetivo de compensar parcialmente el costo de los encajes para los intermediarios, además de cumplir la función de orientación de recursos que tenía el Banco de la República a través de sus fondos de fomento, las autoridades monetarias permitieron que una parte del encaje ordinario y marginal se invirtiera en ciertos títulos (emitidos por el Banco de la República, los fondos financieros y otros organismos) y fueran computables como encaje algunos préstamos. Se le dio rentabilidad a parte del encaje sobre las exigibilidades a la vista, a la totalidad del encaje de los CDT y a la inversión obligatoria sobre los depósitos de ahorro.

Las inversiones del encaje (conocidas como sustitutivas), que representaban el 4.8% del total de captaciones del sistema bancario en 1980, y 10.2% en 1984, disminuyeron a 6% en mayo del presente año. Para las corporaciones financieras el promedio hasta 1990 era del 7.2%, bajó en 1991 a 6.3%; para las compañías de financiamiento comercial se mantuvieron en 10.4% promedio hasta 1984 y descendieron a 8.3% en 1991. Hasta abril del presente año continuaban vigentes solamente las inversiones sustitutivas sobre depósitos de ahorro, CDT, depósitos a más de 30 días y acreedores fiduciarios.

Los resultados favorables que registraron los intermediarios financieros al finalizar 1990 están vinculados en mayor o menor grado con las acciones adelantadas por las autoridades monetarias. La política en ese campo, creó un ambiente propicio para la consolidación de diversos avances, pues el manejo del encaje legal, y el monto y rendimiento de las inversiones forzosas permitieron mejorar el margen de intermediación y elevar la rentabilidad del negocio bancario.

La lenta reducción de la carga que representaban los encajes para el sistema financiero, con la consiguiente disminución en los costos de

intermediación, tuvo un inevitable retroceso a partir de principios de 1991. Tal como había sucedido a mediados de los años setenta, a partir del segundo semestre de 1990 la balanza de pagos volvió a ser un importante elemento desestabilizador de los presupuestos monetarios diseñados por las autoridades para lograr adecuados niveles de crecimiento económico, en un marco de relativo control sobre la tasa de inflación.

Como se ha discutido en anteriores entregas de estas Notas ⁴, las OMA fueron el primer instrumento de regulación monetaria al que se acudió; sin embargo, dada la magnitud de la presión que ejercían las reservas internacionales, se hizo necesario utilizar otros mecanismos de contracción. Durante el segundo semestre de 1990 se establecieron certificados de cambio con descuento para los reintegros de servicios y se adoptaron disposiciones para acelerar los giros al exterior. Estas medidas, aunque útiles, tampoco resultaron suficientes. A pesar de todos los esfuerzos que se hicieron, fue inevitable incrementar los encajes.

La primera decisión de orden contraccionista adoptada en 1991 consistió en la imposición del encaje marginal del 100% sobre las exigibilidades de todos los establecimientos de crédito, con excepción de las CAV. Bajo el criterio de que esta medida por definición es temporal, y de que sus efectos negativos se manifestaban en el crecimiento de la cartera del sistema financiero, en agosto la Junta Directiva del Banco de la República suprimió el encaje marginal. Para compensar el efecto expansionista de dicha decisión, se elevó el encaje ordinario para depósitos de particulares a 41% y oficiales a 70%, y el aplicable a los depósitos fiduciarios del 22% al 61%. Al finalizar dicho año la relación entre la suma de la

⁴ Véase, por ejemplo, las correspondientes a diciembre de 1991.

reserva bancaria y las inversiones del encaje a las captaciones sube a un nivel del 37% para los bancos y de 31% para el sistema (Cuadro 3).

No obstante que las complicaciones vigentes en el frente monetario hacen improcedente adoptar medidas monetarias expansionistas, como por ejemplo una reducción de los encajes, las autoridades han considerado deseable, sin embargo, diseñar un marco general de encajes más racional, siempre con el objetivo de buscar una reducción generalizada de los mismos, cuando la situación monetaria así lo permita.

D. Medidas recientes en materia de encajes

Es posible distinguir cuatro principales objetivos en el conjunto de disposiciones que reglamentaron a finales del mes de mayo los encajes. En primer lugar se trata de buscar un esquema más lógico, logrando una menor dispersión entre las tasas de encaje. En segundo término, se insiste en la búsqueda de igualar las tasas de encaje por tipo de instrumento, puesto que ello hace parte de la necesaria neutralidad que deben tener las medidas, acrecentada por las condiciones actuales de mayor competencia en el sistema. Un tercer aspecto que orienta las medidas es la promoción de la transformación de plazos que debe realizar el sistema financiero, incentivando las captaciones de plazos mayores con menores requisitos de encaje. Finalmente, se reafirmó la tesis de que el encaje debe ser monetario, en la misma dirección de los ajustes al régimen de inversiones forzosas y del encaje realizados en 1990 y 1991 para reducirlos hasta llegar a su virtual marchitamiento.

De manera muy resumida, presentamos a continuación el contenido esencial de las recientes disposiciones en materia de encajes:

i) Se redujo el encaje sobre los depósitos y acreedores fiduciarios de 61% a 41%, y se amplió el de depósitos judiciales de 36% a 41% unificándolos de esta forma al encaje de las cuentas corrientes de particulares, que no sufrió modificación.

ii) Se unificó el encaje de los depósitos de ahorro para distintos intermediarios en 10%. Los depósitos de ahorro ordinario en bancos tenían un encaje de 16.5%, los depósitos de ahorro ordinario en las CAV, 9%, y las cuentas de ahorro en UPAC, 5%. Esta medida igualó los requerimientos de encaje de cuentas de ahorro en bancos y en las CAV, con los de los CDT hasta 90 días emitidos por cualquier intermediario.

iii) Se estableció un encaje de 70% cuando las exigibilidades a la vista y antes de 30 días correspondan a las entidades del sector público. Para ello, el Gobierno Nacional derogó el Decreto 2842 de 1991 que había ordenado el traslado de los saldos de las cuentas corrientes de los organismos y entidades del orden nacional de la administración pública al Banco de la República.

iv) Con respecto a las inversiones sustitutivas del encaje, simultáneamente con la reducción efectuada al encaje sobre acreedores fiduciarios, se eliminó la posibilidad de invertir 39 puntos en títulos nominativos del Banco de la República (que rentaban 28% efectivo anual).

Así mismo, con la unificación del encaje sobre depósitos de ahorro, se reemplazó la inversión sustitutiva que podían realizar los bancos en las "Cédulas Confiables" del BCH. Las nuevas disposiciones determinan que la inversión computable de los 10 puntos sobre depósitos de ahorro exigida a los bancos debe realizarse en nuevas cédulas del BCH, expedidas por un plazo de cinco años y con una rentabilidad asociada al DTF.

v) Con el propósito de favorecer las captaciones de mediano y largo plazo, las Resoluciones 12 y 13 del 19 de febrero de 1992 de la Junta Directiva ya habían unificado en 5% el encaje sobre los CDT con un plazo de 180 días o más, expedidos por cualquier intermediario. Esta norma, como es obvio, no se modificó por las disposiciones comentadas en estas Notas.

En síntesis, las medidas recientes tienen en el corto plazo un efecto expansionista en los bancos, compensado por una contracción por parte de las CAV, y sirven para uniformar los encajes para tipos de captaciones similares, racionalizar la relación entre el porcentaje de reserva requerida y el plazo del depósito y continuar la política de reducción de las inversiones sustitutivas y forzosas de fomento a las captaciones de mediano y largo plazo. Todo lo anterior no sólo disminuye la inestabilidad monetaria que pudieran causar los cambios en la composición de pasivos o depósitos del sector financiero, sino que además, permite tener un sistema de encaje más sencillo y homogéneo. Están, por lo tanto, dadas las bases para que, cuando la evolución macroeconómica así lo permita, imperie un sistema de encajes a niveles bajos, donde el control monetario no se fundamente en cargas sobre el sistema financiero.

II. Cupos de liquidez

A. Aspectos conceptuales

Los cupos de liquidez del Banco Central, más comúnmente conocidos como redescuentos, consisten en un crédito encaminado a resolver problemas de liquidez transitoria que enfrente una entidad financiera, cuando ésta ha agotado otras posibilidades para obtener recursos de corto plazo. Con menor frecuencia, también se utiliza el redescuento ante situaciones particularmente difíciles de liquidez de una entidad, cuando se presume que éstas no son transitorias, por cuanto están vinculadas a desequilibrios más fundamentales en su estructura financiera. Por último, el redescuento se ha utilizado también como instrumento de control monetario, al afectar directamente el nivel de reservas de las entidades, y a través de los efectos que el anuncio de variaciones en la política de redescuento pueda tener sobre las expectativas acerca de la evolución de los agregados monetarios y las tasas de interés.

Varios elementos determinan la operación del redescuento. En primer lugar, las condiciones de acceso al mismo: tipo de instituciones, las situaciones en las que se pueden demandar recursos, los límites de cantidad o de frecuencia de uso. En segundo término, el costo de estos recursos, medido a través de la tasa de redescuento. Finalmente, el desarrollo de los mercados alternativos de dinero a corto plazo y el sistema de cómputo del encaje, ya que las necesidades de reservas prestadas varían según la periodicidad con que se realice el cómputo.

Es importante resaltar que el cupo de redescuento debe ser entendido como un ins-

trumento para suplir de liquidez transitoria al sistema, enmarcado por la obligación del Banco Central de preservar el sistema de pagos, nunca debe utilizarse para generar crédito, por lo cual los controles vía tasas, cupos, o frecuencias de uso permitidas buscan limitarlo a sus objetivos específicos.

Para que constituya un instrumento eficaz, es de primordial importancia que exista fácil acceso a la utilización del mecanismo por parte de los intermediarios. Adicionalmente, se requiere un sistema financiero organizado que permita a los bancos dotarse de liquidez por otros medios si el Banco Central rechaza el préstamo.

B. El redescuento en otros países

El análisis de este instrumento en diferentes países permite distinguir cuatro formas diferentes de utilizar el redescuento:

- i) A través de casas de descuento se otorga crédito al sistema financiero sin límites de monto, pero con una tasa de interés superior a la del mercado (Gran Bretaña y Australia).
- ii) Directamente el Banco Central otorga fondos líquidos, sin límite en el volumen de crédito, con varias tasas de redescuento y con tasas de interés de penalidad (Alemania, Italia, Suecia).
- iii) El Banco Central otorga fondos líquidos, pero con límites al acceso a estos recursos (Japón, España).
- iv) El sistema de la Reserva Federal en Estados Unidos, que ofrece redescuentos a los bancos afiliados, con una amplia discrecionalidad en el otorgamiento de los recursos.

Durante muchos años en los países más avanzados prevaleció el criterio de establecer una sola tasa de redescuento, mientras que en los países en desarrollo se fijaban varias, de acuerdo con el origen de los documentos y su plazo. Actualmente, las tasas múltiples y los diferenciales se han constituido en un fenómeno común, aun en los países desarrollados.

C. El redescuento en Colombia

Los cupos de liquidez en el Banco de la República estuvieron constituidos por los cupos ordinario y extraordinario para bancos, corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda, además de un cupo especial para las compañías de financiamiento comercial⁵. Las diferencias de los cupos ordinarios por tipo de intermediario tenían por objeto tomar en cuenta las particularidades de cada uno; la pérdida de liquidez se calculaba de manera distinta en cada caso, siendo el de las CAV el cupo de mayor amplitud y flexibilidad. Por el contrario, el menor plazo que se acordaba a los bancos frente a los otros intermediarios, explicable por su mayor liquidez, parece haber limitado su uso. Con respecto al costo de estos recursos, la Resolución 37 de 1991 de la Junta Monetaria unificó las tasas de los distintos cupos alrededor de las tasas más altas de colocación para cada intermediario: DTF + 8 para bancos y corporaciones financieras y corrección monetaria más 16 puntos para las CAV.

Mediante la Resolución Externa No. 33 de junio 5 de 1992, la Junta Directiva del Banco

⁵ Estos cupos fueron reglamentados por las Resoluciones 55 y 56 de 1984 y 56 de 1988 de la Junta Monetaria, respectivamente. En materia de tasas de interés, todos se regían por la Resolución 37 de 1991.

de la República modificó las normas sobre apoyos transitorios de liquidez del Banco de la República a los establecimientos de crédito. Las nuevas disposiciones unifican los requisitos de acceso al cupo que tenían los diferentes intermediarios, simplificándolos de manera significativa. Persiste la separación original entre cupo ordinario y extraordinario, este último denominado especial en la norma reciente, debido a que esta distinción ayuda a jerarquizar el problema y los procedimientos de ajuste.

1. *Cupo ordinario*

Este cupo, ajustado a las particularidades de cada intermediario, ha sido concebido como un instrumento transitorio para apoyar un intermediario que haya sufrido pérdida de liquidez por una caída de depósitos. De manera general, el cupo está restringido a subsanar bajas comprobadas de depósitos. Según las nuevas normas, el mismo tiene las siguientes particularidades:

i) Acceso: el acceso a los recursos de los cupos de liquidez es automático, sin perjuicio de la posterior verificación de la destinación del crédito y del cumplimiento de las demás condiciones. Sin lugar a dudas, este es el aspecto más relevante de la reciente reforma a la operatividad del sistema. La disminución de depósitos de los establecimientos de crédito se cuantificará comparando el nivel de depósitos netos de encaje de las exigibilidades, correspondientes a lo sumo a la antevíspera del día de la solicitud, con el promedio de los mismos en los 15 días calendario anteriores, de acuerdo con la certificación que expida el Revisor Fiscal. Este cupo no podrá superar el 10% de las exigibilidades, según las cifras del último balance que haya debido presentarse a la Superintendencia Bancaria.

ii) Plazo: el cupo ordinario sólo podrá ser utilizado por los establecimientos de crédito en tres oportunidades dentro de un año calendario,

y en cada oportunidad durante períodos hasta de 15 días calendario, prorrogables hasta por 15 días calendario más, si a juicio del Banco de la República la deficiencia de liquidez persiste y ésta puede subsanarse durante la prórroga. Para las CAV los períodos de utilización de cupo ordinario son de 30 días calendario con las mismas condiciones de prórroga que los otros establecimientos de crédito.

iii) Costo: la tasa de interés que se cobre por el uso de estos recursos la señalará periódicamente la Junta Directiva del Banco de la República. En la actualidad, se ha establecido una tasa de DTF + 7 puntos porcentuales, y en el caso de las corporaciones de ahorro y vivienda de corrección monetaria + 16 puntos.

iv) Modalidades de utilización: estos recursos podrán ser utilizados por los establecimientos de crédito a través del redescuento de obligaciones admisibles o mediante venta con pacto de recompra de inversiones autorizadas.

2. *Cupo especial*

Las nuevas disposiciones mantuvieron el cupo extraordinario, denominado ahora cupo especial. Se conservaron sus condiciones de acceso, definidas por la Junta Directiva del Banco de la República, las cuales, serán plasmadas en un programa concreto que permita restablecer la situación de liquidez en un tiempo previsible. Este programa será convenido entre el intermediario, el Gerente del Banco de la República y el Superintendente Bancario. Se estableció la condición especial de impedir el uso del cupo especial a los establecimientos de crédito que se encuentren adelantando un programa de recuperación patrimonial con el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras. El plazo de estos recursos no podrá ser superior a seis meses.

Las nuevas normas en materia de cupos de liquidez buscan que el acceso a los mismos sea

más amplio y generalizado, conservando su carácter de recurso temporal y de complemento al mercado interbancario. La automatidad que se ha dado al uso de estos recursos pretende convertirlo en un instrumento ágil y oportuno; para ello, las verificaciones de necesidad de acceso serán *ex-post*. La tasa de interés de estos recursos, que naturalmente supera la del mercado, y los períodos máximos para su utilización, garantizan que no se empleen como un recurso permanente para el conjunto del sistema financiero.

Conclusiones: articulación de las medidas recientes y la estrategia de manejo monetario

En varias oportunidades el Banco de la República ha manifestado la conveniencia de orientar el manejo de la política monetaria, empleando mecanismos que consulten las condiciones de mercado. Las medidas recientes deben entenderse entonces en la dirección de lograr una mayor neutralidad en los efectos que se derivan del manejo de los instrumentos de control monetario con la mira de crear un ambiente propicio para acelerar el avance del mercado financiero.

El desarrollo de un sector financiero sólido y de un mercado de capitales eficiente, objetivo principal de la última Reforma Financiera, requiere un manejo de la regulación monetaria con mecanismos de mercado. Recordemos que la política monetaria tiene como propósito fundamental garantizar un volumen de liquidez compatible con las metas de crecimiento económico y de estabilidad de precios.

Como se analizó en las Notas Editoriales de febrero de 1989, los mercados financieros avan-

zados se caracterizan por niveles de encaje reducidos, donde no se imponen límites a la expansión del crédito ni inversiones forzosas, y la regulación monetaria se realiza a través de instrumentos de control indirecto como las OMA.

Desde la década de los años ochenta se ha venido desarrollando en Colombia una política monetaria encaminada al desmonte de las herramientas de control directo. Ello se evidencia en el proceso de reducción de los encajes iniciado en 1983 —el cual fue temporalmente interrumpido por el programa de estabilización que se hizo necesario aplicar en 1990 y 1991— y el desarrollo de las operaciones de mercado abierto. También es prueba de la decisión de orientar el manejo monetario en este sentido, la congelación de las inversiones forzosas y de las sustitutivas del encaje. Las medidas de mayo sobre encajes constituyen una etapa en esta misma dirección, en la que se busca disminuir su dispersión preparando futuras reducciones en los niveles.

La tarea básica de un banco central es garantizar niveles de liquidez adecuados para que el funcionamiento de la economía sea normal. Además de compensar las variaciones bruscas sobre los agregados monetarios, causadas, por ejemplo, por el sector externo o por las operaciones del Gobierno, es su función desarrollar el mercado interbancario para que los desequilibrios de liquidez entre agentes financieros se compensen, en un primer momento, en el interior del mismo sistema y si su capacidad es insuficiente con el respaldo del Banco Central. Con estos criterios se ha orientado la reglamentación sobre los instrumentos que utiliza el Banco de la República para el logro de tales objetivos, como por ejemplo, los cupos de liquidez o las operaciones REPO.

Las decisiones que aquí se comentan en materia de encajes y el acceso más automático a los cupos de redescuento del Banco de la República deben entenderse entonces como

parte del desarrollo de la estrategia de manejo monetario a través de mecanismos indirectos, propios de mercados financieros más vigorosos y desarrollados.

VIDA DEL BANCO

Presentación del libro "Demografía y Economía"

El 19 de mayo del año en curso, tuvo lugar en el Auditorio Alberto Lleras de la Universidad de los Andes el lanzamiento del libro "Demografía y Economía" del doctor Alvaro López Toro; con tal ocasión, el doctor Francisco J. Ortega, Gerente General del Banco dirigió a los asistentes las siguientes palabras:

"Para el Banco de la República constituye motivo de muy grata satisfacción entregar al mundo académico y a las gentes estudiosas de nuestro país, el libro que contiene la recopilación de la obra del doctor Alvaro López Toro, en el claustro donde por varios años enseñó.

El proyecto de reunir y editar el conjunto de investigaciones de López Toro surgió del interés que siempre ha tenido el Banco de la República en promover el estudio de los temas económicos y sociales más relevantes para el país. Se tenía, además, el deseo de rendir el justo y debido homenaje de reconocimiento a quien fuera insigne académico y un colaborador inapreciable del Banco de la República. El volumen que ahora se entrega cubre sus trabajos en las disciplinas de economía y demografía y abarca un período de 14 años de intenso trabajo intelectual de este ilustre colombiano.

El pasado mes de enero se cumplieron 20 años de la desaparición del doctor López Toro.

Aunque parecería que la publicación de su obra completa es algo tardía, pienso que siempre resulta oportuno divulgar trabajos tan importantes y significativos como los que realizó López Toro. Al darlos a conocer, se ofrece a toda la población universitaria y a los estudiantes de la Universidad de los Andes en especial, un material de extraordinario valor, que fue fruto de la reflexión de alguien que, al adentrarse en los temas de la economía y la demografía, siempre buscó aunar el aporte científico con el beneficio práctico para el país y dejó huella imborrable, abriendo nuevos senderos para la investigación en estos campos.

La obra de López Toro es demostrativa del trabajo interdisciplinario que él estimuló en sus alumnos y colaboradores. La profundidad, variedad y riqueza explicativa de sus estudios demuestran la amplísima formación ecuménica que distinguía su mente brillante. Son tan diversas las áreas de las ciencias sociales en las que López Toro hizo aportes, que tal vez una de las causas de la demora en la preparación de este libro se debió a la necesidad de requerir la colaboración de especialistas en diferentes campos, para dilucidar las distintas facetas del autor como matemático, demógrafo, economista e historiador. Ello sin contar los demás temas que fueron de su interés y que, como todo lo que acometía, llegó a conocer a fondo; quienes tuvimos el privilegio de escuchar su conversación, aún recordamos sus comentarios sobre materias tan diversas como la historia de la Segunda Guerra Mundial, el pensamiento de Theilard de Chardin, la enología, el deporte, el ajedrez y los tangos.

En todos y cada uno de los capítulos de su obra están presentes sus condiciones de investigador y académico y se percibe su inmensa capacidad de reflexión. Sin embargo, sus colegas y discípulos, seguramente coincidimos en que de estos textos no se deducen todas las calidades excelsas de su personalidad. Alvaro López Toro era antes que todo un profesor integral, para quien no existía barrera a la transmisión del conocimiento; en verdad, su permanente disposición a entregarlo todo en favor de la formación de varias generaciones de colombianos constituyó su pasión y objetivo central; no tenía reservas para comunicar su vasto saber y compartir sus experiencias. Tanta generosidad, naturalmente, sólo podía ser propia de una persona con cualidades de modestia, sencillez y honestidad que no conocían límites. Era tal la condición humana que siempre lo distinguió, que bien vale recordar el grado de objetividad, propio de su condición de maestro, que lo llevó a afirmar en una ocasión, refiriéndose al tema del desarrollo demográfico de América Latina, 'carezco de la competencia para ofrecer una síntesis de estas opiniones conflictivas sobre el problema'.

Las contribuciones del profesor López Toro han sido también reconocidas en el ámbito internacional. Ansley Coale, el profesor más cercano a López Toro en los Estados Unidos y quien ocupa un lugar destacado dentro de los estudiosos de la demografía, lo recuerda con gran afecto y admiración como el mejor estudiante de demografía que hasta ese entonces había pasado por la Universidad de Princeton; podemos también recordar que al enterarse de su fallecimiento sus amigos de ese claustro afirmaron: 'lo sentimos por las futuras generaciones que perdieron un gran científico, un brillante profesor y un amigo bondadoso

que sólo conoció el desprendimiento y la generosidad'.

Son muchas las entidades y personas que han ayudado a llevar a feliz término esta iniciativa que desde hace tiempo venía en gestación. A riesgo de ser incompleto, permítanme mencionar aquellas que de una manera más cercana participaron en su preparación. En primer término, doña Angela Mejía de López, quien prestó su invaluable colaboración en las diferentes etapas del proyecto, escribió una parte importante de la biografía y cedió la documentación del archivo personal de su esposo. La Corporación Centro Regional de Población, la cual tuvo a su cargo la selección y compilación de trabajos. Los doctores Rodolfo Heredia Benítez y Luciano Mora Osejo escribieron la introducción a cada uno de los capítulos y fueron los editores de la primera versión del libro. Los conceptos de la doctora Cecilia López Montaña y del doctor Roberto Junguito contribuyeron al enriquecimiento de la obra. Los doctores Jorge Ruiz Lara y Hernando Gómez Otálora elaboraron comentarios que clarifican y amplían el trabajo de López Toro en materia económica. Finalmente, la labor incansable y entusiasta del doctor Jorge Francisco Ruiz en la orientación, coordinación y edición de la obra permitió su feliz terminación. Gracias a todos ellos fue posible realizar esta publicación.

Es afortunado que las dos instituciones a las que López Toro dedicó la mayor parte de su tiempo en Colombia, el Banco de la República y la Universidad de los Andes, hayan podido propiciar este acto, por cuanto significa un sincero reconocimiento hacia un profesor que debe seguir siendo, para estudiantes y docentes de la Universidad, ejemplo del verdadero académico que entendió y dedicó su vida a la

formación cabal de los colombianos. La estatura humana y las virtudes inmensas de este querido amigo se destacan merecidamente en esta ocasión, pues fue tal el recuerdo imperecedero que dejó en quienes fuimos sus

compañeros y discípulos, que alrededor de la idea de publicar sus escritos ha sido posible reunir a muchos de aquellos que tuvimos vínculos con él".