

# LOS CAMBIOS DE LA LIQUIDEZ EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 1988

## I. Introducción

Durante el primer trimestre del año, las principales variables monetarias presentaron serias alteraciones, en comparación con su patrón de comportamiento histórico; estos nuevos fenómenos, cuya intensidad y efectos sobre el sistema financiero era difícil anticipar, ejercieron una influencia perturbadora en el mercado monetario que es importante evaluar en detalle.

Los hechos que se analizan en estas Notas hacen referencia a la inusitada elevación de la demanda de efectivo (billetes en circulación) por parte del público y la consecuente reducción de los depósitos en cuenta corriente en un período en que estos movimientos deberían mostrar un comportamiento opuesto. Este fenómeno, producto de la decisión autónoma de los agentes económicos, fue originado por una causa específica: la interpretación generalizada acerca de las implicaciones del decreto sobre control tributario para quienes excedieran un determinado monto en el movimiento de sus cuentas. La reacción, por demás injustificada, ocasionó importantes repercusiones en todo el aparato financiero de la economía, en particular sobre la efectividad de los instrumentos de regulación monetaria, las tasas de interés y la disponibilidad de crédito.

Las autoridades monetarias han venido haciendo un permanente y cuidadoso seguimiento de los hechos aquí descritos, y han actuado con decisión para mante-

ner bajo control los medios de pago. Se ha evitado que las perturbaciones a que nos estamos refiriendo ocasionen una trayectoria inconveniente de la principal variable objetivo de la política monetaria. Sin embargo, la alteración temporal de la expansión de la liquidez a comienzos de año estuvo por encima de su tendencia deseable, y se produjo a pesar de los efectos contraccionistas que generó la mayor preferencia por efectivo.

En estas Notas se describe el comportamiento de las series monetarias en lo corrido del año y se explica la política seguida, así como los resultados obtenidos en materia de medios de pago. A lo largo de este escrito se relieván el papel fundamental de la política monetaria en el control de la liquidez de la economía, así como su función en el logro de las metas macroeconómicas de estabilidad interna y externa indispensables para el crecimiento económico.

## II. Los agregados monetarios durante el primer trimestre

Una característica muy conocida del comportamiento de las principales series monetarias (efectivo, cuentas corrientes, base monetaria, medios de pago, multiplicador, etc.) es su variabilidad estacional a lo largo de un año calendario. El término estacionalidad describe los cambios recurrentes de una estadística cualquiera dentro de un período determinado, que se repiten sistemáticamente

en razón de hechos típicos de la actividad económica. Los agregados monetarios presentan una estacionalidad muy conocida durante los dos últimos meses de un año y en enero y febrero del siguiente cuando se registran las alteraciones más pronunciadas. Ello se debe a que el público intensifica, primero, su demanda de efectivo reduciendo casi simultáneamente la correspondiente a cuentas corrientes y luego, a comienzos de cada año, vuelve a normalizar sus tenencias de estos dos activos.

Lo ocurrido en 1988 en el frente monetario, que pasamos ahora a analizar, consiste en que los fenómenos estacionales de finales del año pasado, cuya intensidad fue en principio perfectamente normal, no tuvieron su plena evolución para retornar a los niveles esperados en los primeros meses de 1988. Al no revertirse la demanda de efectivo como correspondía, se generó un patrón de comportamiento de las variables monetarias totalmente atípico. El dinero que debía regresar a las cuentas corrientes de los bancos no retornó ni en el período ni en las cantidades esperadas.

### Efectivo

A continuación examinamos lo sucedido con el efectivo en poder del público, o sea los billetes del Banco de la República que las personas, las empresas y los demás agentes económicos desean poseer. En los primeros meses del año la evolución del efectivo se caracteriza por una importante reducción de su saldo en poder del público; se regularizan así los cambios sucedidos unos meses antes, por razón de la elevación de los billetes en noviembre y diciembre (véase Gráfico 1). Tradicionalmente, en diciembre, el efectivo llega a significar el 40% de los medios de pago y alrededor del 65% de los depósitos en cuenta corriente, mientras que en enero y febrero, la demanda de billetes retorna a su patrón corriente con unas proporcio-

nes de 30% de los medios de pago y un 43% de las cuentas corrientes, como lo ilustra el Cuadro 1. Estos últimos porcentajes se conservan luego bastante estables a lo largo de los siguientes ocho o nueve meses, es decir, entre marzo y noviembre.

CUADRO 1  
Preferencia por efectivo  
Porcentajes

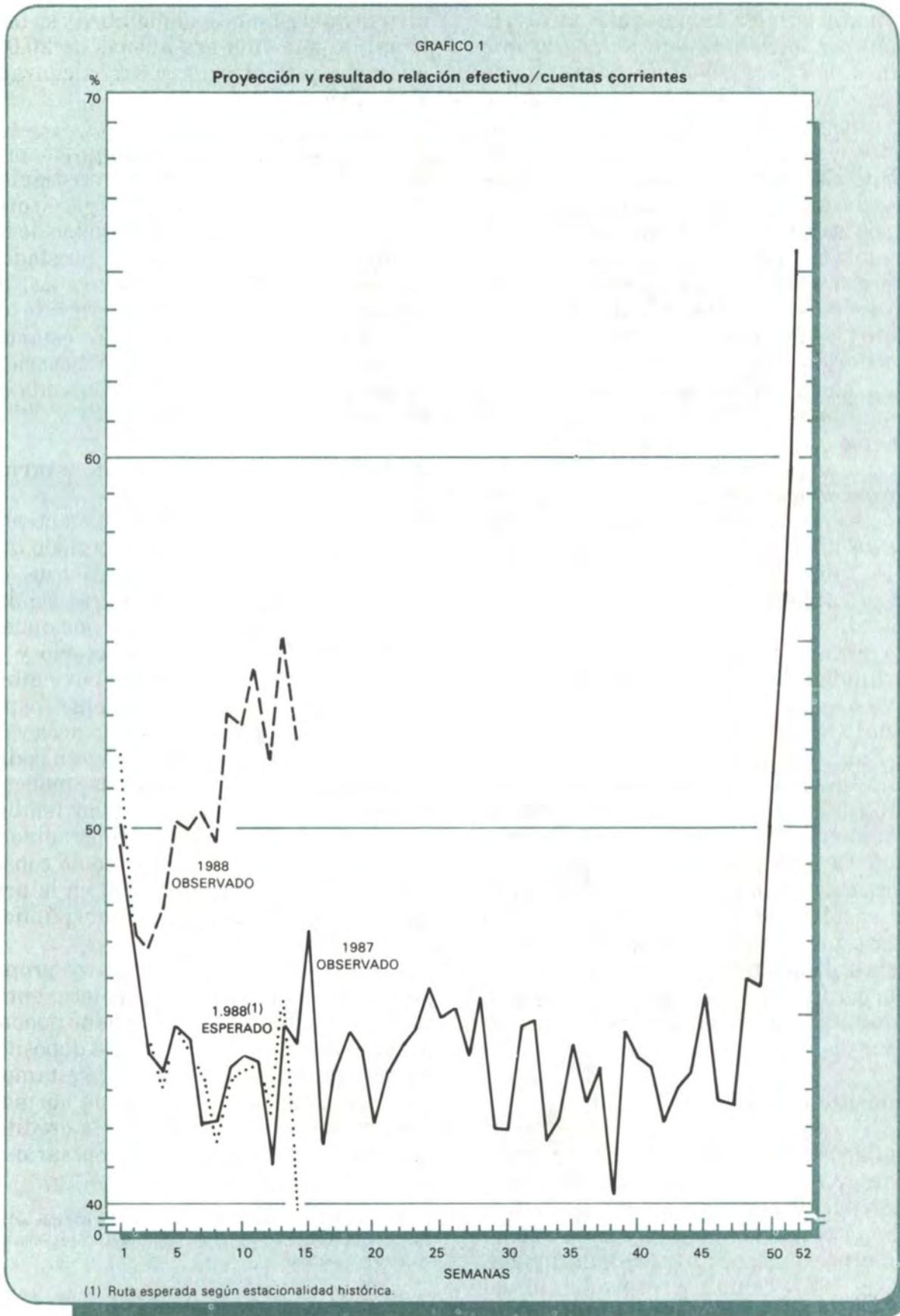
	Relación: efectivo/M1	Coefficiente de efectivo Efect./Ctas. Ctes.
1983 Marzo .....	29.0	41.4
Diciembre .....	40.6	69.9
1984 Marzo .....	29.0	41.4
Diciembre .....	41.7	72.2
1985 Marzo .....	30.8	45.2
Diciembre .....	40.9	70.5
1986 Marzo .....	31.6	46.8
Diciembre .....	39.6	66.3
1987 Marzo .....	28.9	41.2
Diciembre .....	39.5	65.6
1988 Marzo .....	35.3	55.2

\* Efectivo = Billetes y monedas de tesorería en circulación  
— caja de bancos y del emisor

\*\* Efectivo = Moneda fuera de bancos + depósitos de particulares  
en el emisor

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

Pues bien, en 1988 lo que podríamos llamar la *fase descendente en la estacionalidad del efectivo no ocurrió* en forma completa. Al finalizar febrero, este componente de los medios de pago seguía siendo el 33.0% de éstos y representaba el 50% de los depósitos en cuenta corriente, o sea aproximadamente 3 y 8 puntos porcentuales más que su nivel normal. En marzo, estas relaciones superan las de febrero situándose respectivamente en 35.3% y 55%. En términos de valores absolutos estos cambios significaron en febrero y marzo entre \$ 40.000 y \$ 70.000 millones de efectivo por encima de las cifras consideradas como normales.



Cuando el público devuelve al Banco de la República los billetes en exceso durante el mes de enero, se presenta al mismo tiempo la elevación de diferentes tipos de depósitos del sistema financiero, especialmente los de cuenta corriente y los de UPAC. Esta recuperación de los depósitos trae consigo la variación, también estacional, de la tasa de interés hacia abajo. Esta variable también muestra una evolución ascendente en los últimos meses del año que luego se normaliza reduciéndose a comienzos del trimestre siguiente. Sobre lo ocurrido con las tasas de interés se hablará en detalle más adelante.

Tenemos, entonces, que la evolución del efectivo en el *primer trimestre del año ha sido claramente atípica*. La causa de este fenómeno ha estado asociada con la expedición del nuevo reglamento tributario (Decreto 2503 de 1987) cuyo propósito se dirige a aplicar mecanismos orientados a conseguir un eficiente control del pago de impuestos (1). La norma contempla la posibilidad de utilizar la información de depósitos en los intermediarios financieros sujetos a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria, para verificar el correcto cumplimiento de la obligación tributaria por parte de los ciudadanos. Esta medida, cuya justificación desde el punto de vista fiscal ha sido ampliamente reconocida, infortunadamente introdujo complicaciones en el frente monetario porque dio lugar a que los agentes económicos redujeran la utilización de sus cuentas en bancos y corporaciones de ahorro y vivienda y, como sustituto, emplearan los billetes del Banco de la República.

### Depósitos en cuenta corriente

Los depósitos en cuenta corriente tradicionalmente presentan aumentos del orden del 10% durante el primer trimestre. Sin embargo, en el presente año no crecieron con respecto al saldo de diciembre de 1987, como correspondía; es así como al finalizar marzo su cuantía era la

misma que se tenía en diciembre y su tasa anual de aumento era apenas de 20.0%, mientras que al finalizar 1987 alcanzaba el 33.5% anual (2).

Este comportamiento del público produjo una notoria desintermediación financiera; es decir, recursos que en otra forma habrían estado a disposición de los agentes financieros para ser prestados, fueron atesorados por las personas. Se impidió, así, que hubieran servido de base para nuevos créditos. El estancamiento de los depósitos en cuenta corriente se explica por la mayor demanda de efectivo antes comentada.

### El multiplicador y la base monetaria

Los movimientos opuestos del efectivo y los depósitos a la vista en el período que comprende los finales y comienzos de cada año ocasionan, por su parte, sendas variaciones, también de dirección opuesta, en el multiplicador monetario y la base. El primero se reduce en noviembre y diciembre, en razón de la menor disponibilidad de depósitos en los bancos y de las cuantías elevadas de billetes en poder del público. Por su parte, la base monetaria sufre una marcada alza en noviembre y diciembre, para luego contraerse a comienzos del año, todo ello como consecuencia del cambio estacional en la preferencia de efectivo por parte del público.

Dada la transformación de plazos propia de la intermediación financiera entre depósitos y créditos, los bancos no pueden atender el retiro de un peso de depósitos con recuperación de activos (préstamos) por la misma suma; de ahí que normalmente recurran en diciembre a créditos del Banco Central. Por el contrario, a

(1) En abril 8, el Gobierno expidió el Decreto 634 que aclara varias de las disposiciones y amplía los montos de las cuentas que es necesario declarar.

(2) En algunas fechas y para determinados grupos de bancos hubo inclusive reducciones de los saldos de depósitos.

comienzos de año, al retornar la liquidez al sistema, se revierte el proceso y se contrae el dinero primario. Así, por ejemplo, durante los tres primeros meses de 1986 y 1987 la base se redujo en 15% y 12.3% respectivamente, mientras que en el pre-

sente año lo hizo apenas en 3.6%, considerablemente menos de lo usual; ello dio lugar a que la tasa anual de expansión de la base hubiera pasado de 31.4% a 44.4% entre diciembre de 1987 y marzo de este año (véase Cuadro 2).

CUADRO 2

Usos de la base monetaria

(Millones de pesos)

Marzo de:	Base monetaria				Efectivo				Reserva bancaria						
	Saldo	Variación año corrido		Variación anual		Saldo	Variación año corrido		Variación anual		Saldo	Variación año corrido		Variación anual	
		absoluta	%	absoluta	%		absoluta	%	absoluta	%		absoluta	%		
1983 ...	195 450	-48 308	-19 82	4 283	2 24	93 449	-36 635	-28 16	-97 718	24 05	102 001	-11 673	-10 27	-13 831	-11 94
1984 ...	232 963	-43 765	-15 82	37 513	19 19	107 011	-60 156	-35 99	13 562	14 51	125 952	16 392	14 96	23 951	23 48
1985 ...	269 435	-58 028	-17 72	36 472	15 66	139 963	-70 202	-33 40	32 952	30 79	129 472	12 174	10 38	3 520	2 79
1986 ...	352 652	-59 553	-14 45	83 217	30 89	191 858	-73 587	-27 72	51 895	37 08	160 794	14 034	9 56	31 322	24 19
1987 ...	463 448	-65 186	-12 33	110 796	31 42	237 066	-77 369	-29 40	45 208	23 56	226 382	12 183	6 50	65 588	40 79
1988 ...	669 590	-25 504	-3 67	206 142	44 48	349 508	-65 927	-15 80	112 442	47 43	320 082	40 423	14 40	93 700	41 39

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

Este comportamiento anormal de la base monetaria se explica por el no retorno del efectivo al sistema financiero. Los intermediarios debieron utilizar recursos del Banco de la República para enfrentar la iliquidez que estamos comentando. En consecuencia, la base monetaria se expandió para otorgarle financiación a los intermediarios, en una acción necesaria para la estabilidad de la banca y las corporaciones de ahorro y vivienda, así ello hubiera neutralizado los efectos de contracción producidos por el multiplicador. La financiación del Banco de la República al sistema bancario se llevó a cabo a través de la utilización del cupo ordinario de crédito por parte de los bancos y por medio de la recompra transitoria de títulos de inversiones voluntarias y forzosas (operaciones REPOS), en cuantía de cerca de \$ 12.000 millones.

Así mismo, las CAV no tuvieron excesos de liquidez durante el primer trimestre de este año como es corriente, dejando

por lo tanto de ser contraccionistas en cerca de \$ 40.000 millones (Cuadro 3).

CUADRO 3

Crédito neto al sistema financiero

Variaciones absolutas

(Millones de pesos)

	Primer trimestre 1987	Primer trimestre 1988
A. Crédito neto a bancos ...	2 846	11 584
B. Crédito neto al FAVI .....	-81 232	-32 244
C. Crédito neto al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras .....	—	951
D. Total (A+B+C) .....	-93 081	-32 681

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

En efecto, mientras en igual período de 1987 el crédito neto FAVI presentaba

una posición contraccionista de \$ 81.232 millones, durante el presente año dicho efecto fue de sólo \$ 32.244 millones, debido también al financiamiento para atender caídas en los depósitos de las CAV. De otra parte, las CAV perdieron depósitos por el reordenamiento de los excedentes de liquidez de algunas entidades públicas, que debieron dirigir sus excesos de recursos a solucionar faltantes de otras entidades estatales en aras de facilitar el manejo fiscal a nivel consolidado (cuadro 4).

CUADRO 4  
Corporaciones de ahorro y vivienda  
Total captaciones  
(Millones de pesos)

	Saldos	Variaciones porcentuales	
		Año corrido	Año completo
1986 Diciembre ...	562.580	—	28.9
1987 Marzo .....	662.722	17.8	22.7
Junio .....	705.123	25.3	27.5
Diciembre .....	678.869	—	20.7
1988 Marzo .....	769.495	13.3	16.1

Fuente: Informes semanales Corporaciones de Ahorro y Vivienda CAV.

Por su parte, las operaciones de mercado abierto (OMA) jugaron un papel eminentemente pasivo durante el trimestre, en especial durante marzo, mes en el cual su saldo se redujo en \$ 15.000 millones. La baja actividad en estas operaciones era necesaria frente a los problemas de liquidez del sector financiero y, especialmente, para evitar que se presionaran al alza las tasas de interés. Fue precisamente para reforzar esta política que se efectuaron operaciones expansionistas de recompra de títulos del Banco de la República, a muy corto plazo, conocidas como REPOS.

En cuanto al multiplicador monetario, tenemos que los cambios descritos en la

tendencia del efectivo y los depósitos en cuenta corriente ocasionaron una reducción de su nivel respecto de aquel esperado. Este comportamiento también se aparta del patrón histórico, según el cual, en ausencia de modificaciones del encaje legal, debe producirse una elevación del multiplicador a comienzos del año, en razón de la recuperación de las cuentas corrientes y la menor demanda de billetes en circulación.

CUADRO 5  
Corporaciones de ahorro y vivienda  
Captaciones sin depósitos oficiales  
y sin Fondo Nacional de Café  
(Millones de pesos)

	Saldos	Variaciones porcentuales	
		Año corrido	Año completo
1986 Diciembre ...	505.700	—	32.6
1987 Marzo .....	576.614	14.0	21.3
Junio .....	616.134	21.8	23.0
Diciembre ...	614.796	—	21.6
1988 Marzo .....	691.481	12.5	19.9

Fuentes: Informes semanales CAV, y FEDECAFE

La intensidad de este hecho atípico se refleja en un nivel del multiplicador de 1.4680 en marzo, 2.6% menos que en diciembre pasado cuando su valor fue de 1.5080. A ello también contribuyó la elevación de la tasa de encaje aplicable a la totalidad de los depósitos oficiales, que por disposición de la Junta Monetaria (Resolución 1 de 1988) aumentó del 43.5% al 65%. Dicha elevación fue parcialmente compensada por la reducción del encaje sobre los depósitos pertenecientes a entidades del orden nacional, el cual se redujo un mes más tarde del 80% al 65%.

### Medios de pago

Como se comentó en las Notas correspondientes al mes de diciembre de 1987, el

resultado final en cuanto a medios de pago excedió en cerca de tres puntos el objetivo buscado para esa fecha. Ello obligaba a ajustar los instrumentos de política a la meta que se perseguía, para recuperar la senda de evolución de la oferta monetaria compatible con las demás variables macroeconómicas, especialmente la tendencia del ingreso nominal, los precios y la producción. Para conseguir este propósito se necesitaba reducir la expansión de la liquidez que venía presentándose desde comienzos del cuarto trimestre de 1987, con el fin de situarla en tasas cercanas al 28% anual.

A pesar de los fenómenos extraordinarios del primer trimestre, el crecimiento anual de los medios de pago se ha reducido en forma significativa frente a las tasas que se registraron durante algunos meses de la segunda mitad de 1987. A este logro contribuyeron la elevación del encaje sobre depósitos oficiales y un manejo prudente de la Tesorería General de la Nación. En efecto, el crecimiento de  $M_1$  se redujo en algo más de cuatro puntos porcentuales al pasar del 32.9% anual al finalizar diciembre del año pasado, al 28.5% en marzo de este año, como lo ilustra el Cuadro 6.

CUADRO 6  
Medios de pago  
(Millones de pesos)

Marzo de:	Medios de pago				
	Saldo	Variac. año corrido		Variación anual	
		absoluta	%	absoluta	%
1983 ...	300 034	-25 665	-7.88	43 712	17.05
1984 ...	365 545	-40 625	-10.00	65 511	21.83
1985 ...	449 824	-51 291	-10.24	84 279	23.06
1986 ...	601 504	-40 680	-6.33	151 680	33.72
1987 ...	764 545	-23 925	-3.03	163 041	27.11
1988 ...	982 642	-65 617	-6.20	218 097	28.53

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

En conclusión, los varios movimientos reseñados, si bien tienen la común característica de apartarse de un patrón histórico conocido, se compensaron en parte unos con otros, de manera que el resultado final, o sea lo sucedido a los medios de pago en su condición de variable objetivo de la política monetaria, no dista significativamente de la meta buscada. Sin embargo, siguiendo los criterios generales expuestos a comienzos de estas Notas, cabe reiterar que no ha sido fácil prever la duración del fenómeno comentado de mayor preferencia de efectivo por parte del público. *En la medida en que se trate, como se espera, de un desplazamiento transitorio de dicha demanda, su reversión se traducirá en un reordenamiento de todas las variables analizadas sin que ello dé lugar a un incremento generalizado de la liquidez en la economía.*

### Los cuasidineros

Los denominados cuasidineros <sup>(3)</sup> vienen presentando una tendencia continuada de un menor ritmo de crecimiento desde comienzos de 1987. En efecto, mientras en julio de 1987 su tasa de aumento ascendía a 28% anual, a finales de diciembre del mismo año sólo alcanzaba un ritmo de 24.9% y en marzo 30 de este año era de sólo 21.5% (véase Cuadro 7). En este caso se trata de un cambio de la tendencia y no de un fenómeno estacional.

Este bajo crecimiento, inferior al incremento de la inflación, resulta claramente preocupante debiéndose examinar sus causas específicas. Ante todo, debemos precisar que no se trata de un comportamiento generalizado de todos los cuasidineros, sino, básicamente, de la lenta evolución de las captaciones de las CAV.

(3) Definidos como la suma de los depósitos de ahorro en la banca y la Caja Social de Ahorros (CSA), más los CDT de los bancos comerciales, las corporaciones financieras y la CSA, más los depósitos en las CAV.

CUADRO 7

Cuasidineros \*

(Millones de pesos)

Marzo de:	Cuasidineros				
	Saldo	Variac. año corrido		Variación anual	
		absoluta	%	absoluta	%
1983 ...	456 626	44 080	10.55	85 695	23.07
1984 ...	622 706	63 597	11.37	166 080	36.37
1985 ...	814 216	116 136	16.64	191 510	30.75
1986 ...	1 130 624	160 820	16.58	316 408	38.86
1987 ...	1 438 419	150 705	11.70	307 795	27.22
1988 ...	1 748 669	139 161	8.65	310 250	21.57

\*Incluye depósitos de ahorro, CDT, y depósitos CAV.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

Las razones del bajo comportamiento de los depósitos denominados en UPAC son distintas para cada uno de los siguientes dos períodos: el primero que comprende la segunda mitad de 1987, cuando las captaciones de las CAV disminuyeron en \$ 26.254 millones, 3.7%, y su crecimiento pasó del 27.5% al 20.6% anual en diciembre; el segundo hace referencia a lo ocurrido en el primer trimestre del presente año, cuando a pesar de un aumento de los depósitos de \$ 90.626 millones, 13.3%, la tasa anual se sitúa en sólo 16.1% al finalizar marzo (véase Cuadro 8).

En el primer caso, dicho comportamiento lo explica fundamentalmente la reducción de depósitos de entidades oficiales (particularmente ECOPETROL y TELECOM) y del Fondo Nacional del Café (FNC), las cuales retiraron de las CAV, entre agosto y diciembre de 1987, algo más de \$ 40.000 millones. En el segundo período, la variación de los depósitos en las CAV la explica la no recuperación de los depósitos oficiales y, en menor medida, la reducción de la dinámica del ahorro privado.

CUADRO 8

Cuasidineros

(Tasas anuales de crecimiento)

	Marzo 1987	Julio 1987	Diciembre 1987	Marzo 1988
Depósitos de ahorro (1) ...	41.3	39.2	28.8	22.4
Certificados de depósito a término .....	24.7	23.4	28.1	28.0
Bancos .....	30.5	29.1	31.8	25.8
Corfinancieras .....	-1.0	-0.9	11.3	41.9
Caja Social de Ahorros	-4.3	0.6	17.9	24.7
Depósitos de las CAV .....	23.0	28.0	20.6	16.1
Cuentas de ahorro				
UPAC .....	27.9	35.2	24.2	18.0
CDT UPAC .....	-1.0	-5.2	-0.9	1.7
Ordinarios .....	71.5	66.0	80.7	60.4

(1) Incluye Caja Social de Ahorros

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

Un examen detenido de la evolución de los depósitos UPAC señala que si se excluyen los de las entidades oficiales y los del FNC, ha habido un crecimiento anual del 20.0% a marzo de este año, frente a 21.3% en igual fecha de 1987, de manera que el estancamiento de las captaciones se debe más a la volatilidad de los depósitos del sector público que a desinterés de los ahorradores privados, pues seis de las diez corporaciones del sistema de valor constante presentan tasas anuales de crecimiento superiores al 25%, para las captaciones del ahorro privado. Las otras cuatro son aquellas que han explotado menos el mercado privado y que han dependido principalmente de recursos oficiales.

No obstante, es claro que el fenómeno de elevación de las tasas de interés, que analizaremos más adelante, junto con la aceleración de la inflación se traducen en una pérdida de rentabilidad relativa en las captaciones de las CAV al estar éstas en un régimen de rendimientos financieros controlados.

Por su parte, la evolución de las captaciones del sistema financiero a través de CDT en bancos y corporaciones financieras presenta incrementos en lo que va corrido del año, de 11.4% y 9.7% respectivamente; esto se traduce en que al finalizar el primer trimestre los crecimientos anuales sean de 25.8% para los primeros y 41.9% en las segundas, evolución que representa un cambio importante con relación a lo sucedido en igual período de 1987. En aquel entonces los bancos elevaron sus captaciones en monto similar, 14.3%, pero las corporaciones financieras prácticamente mantuvieron estable el saldo con relación a diciembre de 1986. La participación más activa de las corporaciones financieras en el mercado de depósitos a término en el presente año ha acentuado la competencia en el ahorro financiero y contribuido, con otros factores que se mencionan adelante, a la tendencia alcista de las tasas de interés.

### III. El comportamiento de las tasas de interés y el crédito

La tendencia al alza que vienen presentando las tasas de interés nominales de la mayoría de los activos financieros a partir del último trimestre de 1987, obedece a múltiples factores. Algunos son más bien fenómenos coyunturales, como es el caso del comportamiento anormal de la demanda de efectivo ya analizado; otros obedecen a presiones de más largo plazo como por ejemplo, la tendencia de la inflación y las imperfecciones del mercado financiero.

Hasta finales de agosto del año pasado las tasas de interés nominales de las captaciones a término (CDT a 90 días) de los bancos y corporaciones financieras habían presentado una marcada estabilidad (véase gráfico 2), a pesar de que la tasa de inflación, medida por el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor

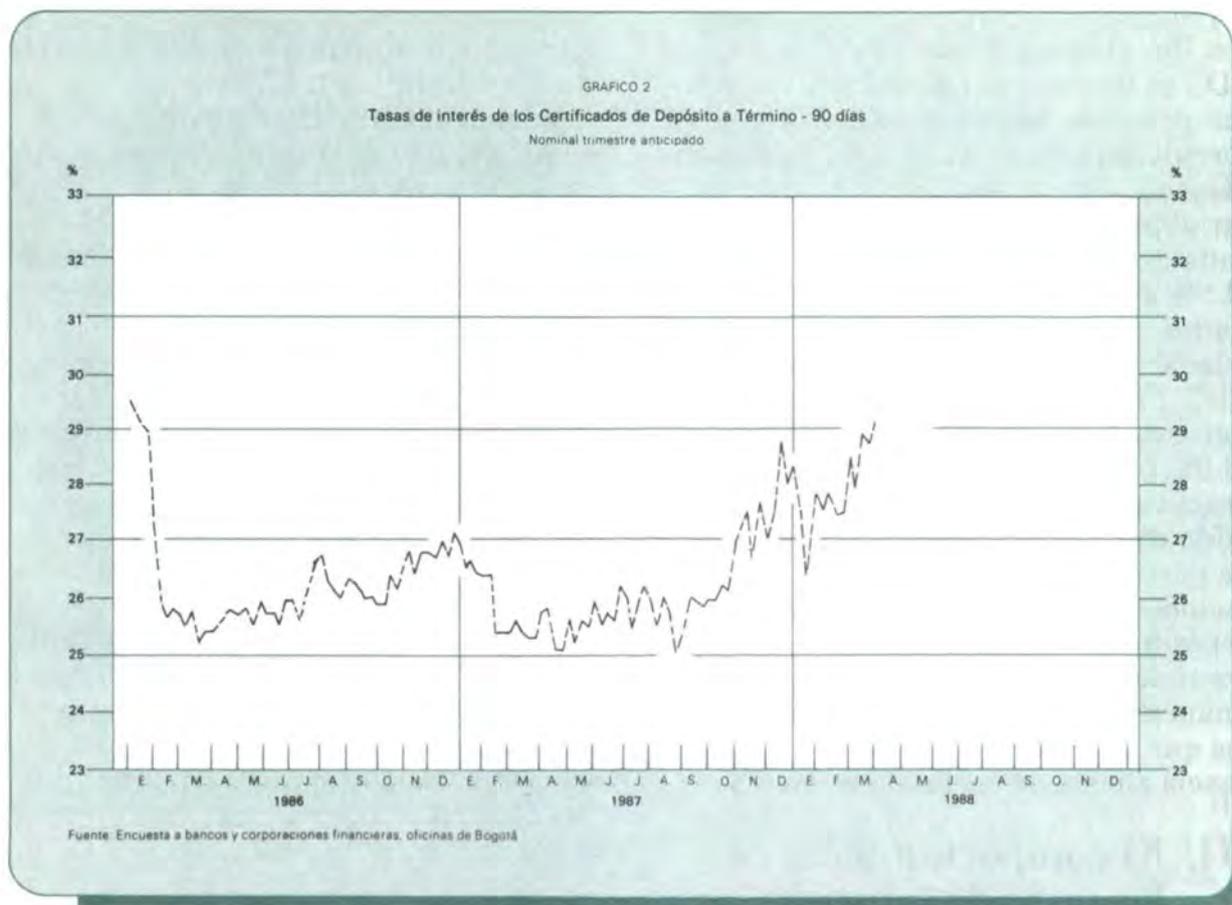
(IPC), se había acelerado a partir de abril. Ello condujo a que la tasa de interés real (expost), medida como la tasa de interés nominal deflactada por el IPC, alcanzara uno de los niveles más bajos de los últimos años (4).

Infortunadamente, a partir de septiembre del año pasado, se observa un ascenso de la tasa de interés real cuyo nivel hacia finales de marzo de 1988 era cercano al 7%. Aunque dicho nivel es alto internacionalmente, aún está por debajo de otros registrados en Colombia en años anteriores. Estamos, pues, frente a una situación que debe analizarse cuidadosamente, ya que si bien ha existido una asociación entre niveles extremadamente altos de las tasas de interés reales (1983-1984), con períodos de crisis en los sectores real y financiero de la economía, también es cierto que ha habido otras épocas en que han prevalecido condiciones económicas de desarrollo normal con tasas reales superiores a las de 1987.

#### Elementos coyunturales que han presionado las tasas de interés al alza

A partir de agosto pasado podemos identificar un proceso de elevación de las tasas de interés nominales en tres etapas claramente identificables. La primera, que va de agosto a noviembre, coincide con el retiro de depósitos en el sistema financiero por parte de las entidades oficiales y del FNC. Se caracterizó por acentuadas oscilaciones de las tasas, asociadas con los cambios en el régimen de encaje legal que modificó el sistema de cómputo e incrementó marcadamente el costo por desencaje. Este último factor influyó sobre la estructura de tasas de interés (mercado interbancario y captaciones a través de CDT) en ausencia de unos mecanismos ágiles de liquidez para los bancos en el Banco de la República, ya que la estruc-

(4) Véase Notas Editoriales de diciembre de 1987, Gráfico 1 y Cuadro 16, p. XXI.



tura del cupo ordinario permaneció fija, siendo sus condiciones inadecuadas para las necesidades de los bancos.

La segunda etapa corresponde al alza estacional de fin de año, que normalmente representa unos dos o tres puntos de incremento. Finalmente, la tercera debería haber sido una fase descendente, consecuencia del retorno de la liquidez al sistema financiero luego del aumento de medios de pago en diciembre. Sin embargo, como ya se anotó, esta última fase no se dio y las tasas de interés no descendieron, excepto durante un breve período de sólo dos semanas y más bien siguieron ascendiendo en forma pronunciada.

Tal comportamiento atípico de la tasa de interés en este tercer período, o sea en los

últimos meses, lo explica fundamentalmente el fenómeno extraordinario materia de estas Notas, el inusual incremento de la demanda de efectivo, agravado por el entorno inflacionario.

Sin embargo, conviene examinar un poco más este último aspecto. Uno de los factores más analizados en la literatura económica contemporánea ha sido el de la relación entre las tasas de interés y la tasa de inflación. La evidencia empírica de numerosos estudios, para diferentes países, indica que las tasas de interés nominales de corto plazo y la tasa de inflación no presentan una relación estrecha; pero en cambio, en el más largo plazo sí se da una relación aproximadamente de uno a uno entre la tasa esperada de inflación y la tasa de interés. Este fenómeno se produce en un período extenso y

cambiante, a lo largo del cual es posible que en plazos cortos las tasas reales de interés fluctúen marcadamente. Así mismo, se cuenta con evidencia de que las expectativas acerca del curso probable de la inflación futura también ejercen una presión al alza sobre las tasas nominales.

Una hipótesis que se puede postular para explicar la diferencia en el comportamiento de estas variables entre el corto y el largo plazo es la de que existe un rezago por parte de los ahorradores en reconocer que están frente a nuevas condiciones inflacionarias. Ello se debe a la dificultad para establecer si las alteraciones del IPC obedecen a un fenómeno temporal, o si corresponden a un cambio de tendencia con algo más de permanencia. Como se desprende de la experiencia de la segunda mitad de los años setenta y comienzos de la presente década (1980-1982) una aceleración de la tasa de inflación sí se ve acompañada, aunque con algún rezago, de una elevación de las tasas de interés nominales. Así, al registrarse en forma sostenida tasas anuales de inflación del orden del 25% durante el segundo semestre de 1987, y una vez se constató la aceleración de la inflación por encima de factores puramente coyunturales, las expectativas de inflación se comenzaron a incorporar a las tasas de interés.

De otra parte, al alcanzar la economía durante 1987 la mayor tasa de crecimiento de la década (alrededor del 5.6% real), se produjo un incremento sustancial en la demanda de crédito. Como se verá en la sección siguiente, a ello respondió el sistema financiero con una rápida expansión de sus colocaciones. Para que ello fuera posible, la competencia por los recursos prestables se acentuó, contribuyendo a impulsar las tasas de interés.

Un hecho al cual le hemos atribuido singular importancia en la explicación de las mayores tasas de interés, tiene que ver con la "organización industrial" del sec-

tor bancario. Como lo anotamos en anterior entrega de estas Notas (noviembre de 1987): "un determinado agente económico puede no estar buscando como objetivo la maximación de los beneficios sino, más bien, apropiarse de una parte adicional del mercado; es decir, darle prelación al crecimiento sobre las utilidades del ejercicio. ( . . . ) Por ejemplo, los bancos oficiales tradicionales pueden constituir un caso de agentes económicos que lo que buscan son metas de mayor crecimiento. En este evento, las políticas que pretenden cambiar su comportamiento a través de modificaciones de los costos no dan resultado: como es la sanción por desencaje o la mayor tasa de interés en las captaciones".

Finalmente, como fenómeno de largo plazo, cabe reiterar la pérdida de importancia relativa de los depósitos bancarios sin costo financiero. En lo corrido del presente año, dicha tendencia se acentuó en razón a la mayor demanda de efectivo, que, como se explicó, significó una reducción importante de los depósitos en cuenta corriente. Para ilustrar este aspecto podemos mencionar, como se ve en el Cuadro 9, que los depósitos en cuenta corriente pierden, a marzo del último año, dos puntos porcentuales dentro del total de fuentes en moneda nacional del sistema bancario.

Si bien los factores enunciados explican las causas de una elevación en las tasas de interés nominales, la reversión de esta tendencia dependerá del éxito que se tenga en controlar los excesos de liquidez en la economía y en resolver los problemas de abastecimiento de alimentos analizados en las Notas de enero. Los resultados de esta política deberán traducirse en una reducción del proceso inflacionario que, junto con la normalización de la relación de efectivo, producirán una rebaja de las tasas de interés registradas durante el primer trimestre del año.

## El papel de las operaciones de mercado abierto

El desarrollo de la política monetaria, en los últimos años, ha dado prelación al mecanismo de las OMA para el control a la expansión de los medios de pago. Tenemos el convencimiento de que este instrumento, a diferencia de otros como el encaje, ejerce su efecto de manera más

uniforme y neutral sobre los diferentes agentes económicos. Sin embargo, el Banco de la República ha buscado que su participación en dicho mercado no genere movimientos al alza de las tasas de interés.

En efecto, si se comparan las tasas de interés de los CDT con las del mercado de ofertas para títulos de participación a 90 días, emitidos por el Banco de la República, observamos que estas últimas siempre han sido inferiores a las de los CDT, con la sola excepción de las registradas en las semanas del 4 de diciembre y el 15 de enero. En este último caso dicha situación estuvo precedida de tres semanas de permanente descenso en las tasas de interés de las OMA, con niveles muy por debajo de las de los CDT (véase gráfico 3).

De otra parte, la política en materia de OMA ha buscado concentrar las captaciones en títulos a plazos mayores de los usuales de 90 días, en particular los de 180 y 360 días, con el propósito de lograr una mayor estabilidad del saldo y reducir la competencia por los recursos a tres meses. Desde luego bajo condiciones normales, las captaciones a mayor plazo exigen rendimientos mayores, pero ello no implica presión sobre el nivel de la tasa de interés porque el saldo de títulos colocados es prácticamente estable.

## El crédito bancario

Como ya señalamos, al alcanzar la economía durante 1987 la mayor tasa de crecimiento de la década, alrededor de 5.6%, se produjo también un incremento sustancial en la demanda de crédito. A ello respondió el sistema financiero con una rápida expansión de sus colocaciones, lo cual acentuó la competencia por los recursos prestables afectando de paso las tasas de interés. De otra parte produjo simultáneamente efectos desfavorables sobre los agregados monetarios, al presentarse desencajes que eran utilizados para mantener altos ritmos de préstamos.

CUADRO 9

### Fuentes y usos del sistema bancario

(Composición porcentual)

	Marzo 1987	Diciembre 1987	Marzo 1988
<b>FUENTES</b>			
Depósitos en cuenta corriente .....	35.0	34.7	33.2
Depósitos de ahorro .....	15.2	16.4	14.6
Certificados de depósito a término .....	29.5	27.6	29.3
Otros depósitos antes de 30 días .....	0.6	0.6	0.6
Créditos interbancarios .....	0.3	0.6	0.3
Préstamos y descuentos Banco de la República (1) .....	14.8	15.6	15.7
Redescuentos FEN .....	2.0	1.9	1.8
Depósitos fiduciarios .....	2.6	2.6	4.6
<b>Total</b> .....	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>USOS</b>			
Inversiones voluntarias .....	5.4	4.9	4.3
a) Inversiones en el exterior .....	2.2	2.1	1.9
b) Otras (2) .....	3.2	2.8	2.4
Inversiones voluntarias del encaje (3) .....	8.6	7.9	6.9
Inversiones obligatorias .....	6.3	5.8	6.1
a) Títulos de Fomento Agropecuario .....	3.4	3.2	4.0
b) Otras (4) .....	2.8	2.6	2.1
Créditos interbancarios .....	0.3	0.7	0.2
Cartera .....	57.2	59.1	58.6
Total deudores varios .....	7.8	7.2	8.3
Caja .....	1.9	2.1	2.1
Depósitos en Banco de la República .....	12.5	12.3	13.6
<b>Total</b> .....	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

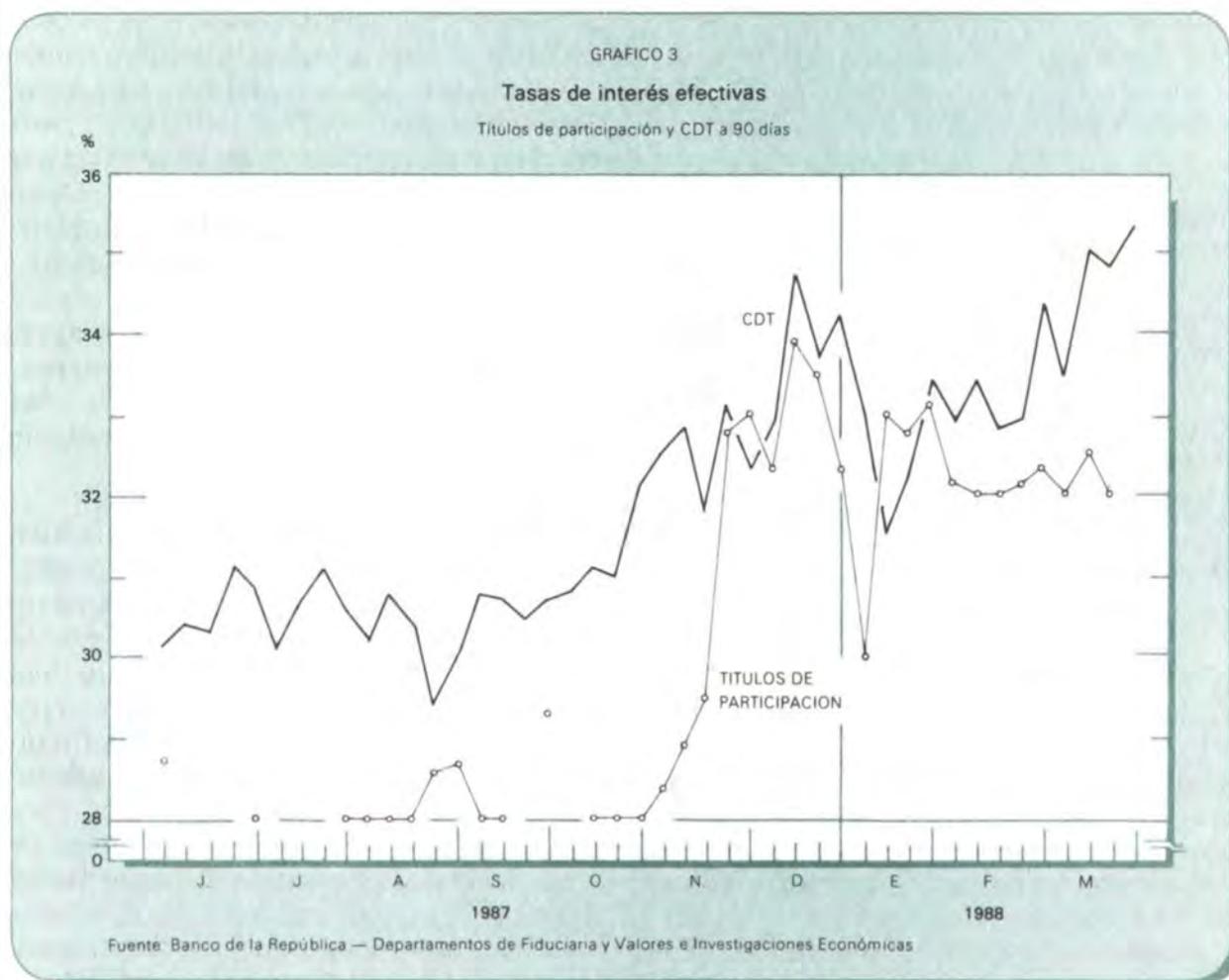
(1) Comprende: fondos financieros, PROEXPO, préstamos ordinarios y extraordinarios y líneas especiales de crédito del Banco de la República.

(2) Comprende títulos agroindustriales, títulos de participación, exceso en las inversiones del encaje y valores de empresas públicas y privadas.

(3) Comprende: cédulas del BCH, títulos de crédito del Banco de la República, Resolución 39/78 J.M., bonos de ahorro y vivienda ICT.

(4) Comprende: bonos agrarios Ley 90/48, bonos nacionales consolidados Ley 21/63, inversiones sección de ahorros (Dec. 1691/60, 2218/72), etc.

Fuente: Informe Semanal Consolidado de los Bancos



En oportunidades anteriores nos hemos referido a que el crecimiento de la cartera bancaria ha sido superior en algunos períodos al de las captaciones. Se tiene, por ejemplo, que la cartera ha venido creciendo en términos anuales así: 32.1% en el primer trimestre de 1987; 35.9% en el segundo; 36.7% en el tercero, y 34.6% en el último trimestre; en los primeros tres meses del presente año se observa una tasa de 34.0%. Por su parte, las captaciones medidas por las cuentas corrientes, crecen 20.0% al finalizar marzo de este año, los certificados a término 26.7% y los depósitos de ahorro 22.2%, lo que señala un aumento menor que aquel indicado para la cartera. Para sostener ritmos de colocaciones superiores a los de las captaciones, los bancos acuden en ocasiones al encaje, a liquidar inversiones voluntarias

y a desarrollar nuevas formas de captación en el mercado. Las dos primeras fuentes tienden a expandir la base monetaria. La tercera contribuye a la elevación de tasas de interés.

Como aparece en el Cuadro 9, la cartera en moneda legal de los bancos incrementa su participación durante el último año, marzo 1987 a marzo 1988, en detrimento de las inversiones voluntarias y del encaje. Durante el primer trimestre de este año los mayores requisitos de encaje sobre los depósitos oficiales y la desintermediación de depósitos ya comentados conducen a una ampliación de la brecha entre el ritmo de crecimiento de las principales fuentes de recursos de los bancos y sus usos. Ello es previsible que ocurra durante la etapa de transición, en razón a las difi-

cultades que tienen los bancos para reducir sus niveles de préstamos a la misma velocidad con que se contraen las fuentes de fondos prestables.

No obstante, es evidente que tanto las fuentes como los usos de recursos del sistema deben tender a crecer en el mediano plazo a las mismas tasas. Desequilibrios temporales, que por lo general conducen a una expansión insostenible de la cartera, son contrarios a un manejo ordenado de la política monetaria conduciendo a situaciones de desencaje y a un manejo pro-cíclico del crédito bancario.

#### IV. Implicaciones de los desajustes del trimestre

Para la política económica, y en particular la monetaria, es importante distinguir entre las perturbaciones del mecanismo financiero de origen endógeno y aquellas cuyas causas son exógenas al sistema: Igualmente, corresponde identificar los fenómenos que son controlables con los instrumentos disponibles de política, de aquellos que no lo son. Las autoridades monetarias se interesan siempre por examinar el grado de permanencia de una determinada perturbación para identificar si se está en presencia de cambios de fondo, o frente a hechos simplemente transitorios. Ciertamente establecer la clasificación anterior resulta relativamente fácil; no así su utilización para fines de la política aplicable a los hechos recientes que ha vivido el sistema financiero. A pesar de presentar serias dificultades, pensamos que solamente un diagnóstico claro de los determinantes de estos fenómenos económicos, apoyado en los tres aspectos anotados anteriormente, permitirá encontrar las políticas y acciones más convenientes para lograr el restablecimiento de la normalidad.

Dentro de la caracterización anterior tenemos que los cambios en las preferencias por los distintos activos financieros cons-

tituyen perturbaciones exógenas no controlables y en estos casos la política monetaria tan sólo puede tratar de compensar los efectos con medidas indirectas, pero no puede corregirlos en su base tal como ha sido el caso relatado sobre la mayor demanda de efectivo. Este desplazamiento, al tiempo que introdujo cambios sustanciales en los patrones históricos de comportamiento en los diferentes agregados monetarios, tuvo serias repercusiones sobre el sistema financiero y las posibilidades de un manejo monetario adecuado.

En efecto, la mayor demanda de efectivo ocasionó un proceso de desintermediación financiera que se reflejó básicamente en la reducción de los depósitos en cuenta corriente. Dicho fenómeno indujo una mayor competencia entre bancos y corporaciones por los recursos del ahorro financiero, lo cual significó una presión adicional al alza sobre las tasas de interés. Esto último acentuó aún más el fenómeno de reducción de la demanda de depósitos en cuenta corriente y por aquellos depósitos con rendimientos financieros regulados, como es el caso de los depósitos UPAC y los depósitos de ahorro, extendiendo los efectos perturbadores.

De otra parte, como la situación monetaria de comienzos de año se caracterizaba por un relativo exceso de oferta de dinero de conformidad con la tendencia observada desde el último trimestre del año pasado, el manejo monetario requería una política contraccionista orientada a esterilizar los excesos de liquidez. Si se mantenían los excesos de oferta de dinero, aun sin el nuevo ingrediente de una mayor demanda de efectivo, el ajuste en el mercado monetario tendería a producirse mediante una mayor tasa de inflación, reduciendo en el tiempo los saldos monetarios reales.

Desde el punto de vista del control monetario, los cambios exógenos a que nos

venimos refiriendo, significaron serias limitaciones a la acción de las autoridades que, como ya lo mencionamos, tenían la necesidad de reducir los excesos de oferta de dinero. Por ejemplo, las posibilidades de actuar vía operaciones de mercado abierto se redujeron, pues el Banco de la República debió mantener una actitud prudente en el mercado a fin de no acentuar la competencia por los recursos del ahorro financiero y por tanto no presionar aún más las tasas de interés de corto plazo.

Asimismo, la orientación del manejo monetario, que en los años recientes venía haciéndose por regulación de la base monetaria y no del multiplicador, debió cambiar en el primer trimestre de este año, para hacer que el descenso de este último, por una parte autónomo y por otra, producto de mayores encajes, ocasionara la reducción de los medios de pago. Más aún, fue necesario permitir un crecimiento importante de la base monetaria, a través del crédito al sistema financiero, para no agravar las implicaciones del proceso de desintermediación sobre los bancos y las corporaciones. Así, el cambio de la composición de las fuentes de recursos de las entidades bancarias hacia una mayor participación relativa de los depósitos con costo financiero, en presencia de elevadas tasas de crecimiento de las colocaciones, acentuó, de un lado, la competencia por el ahorro financiero, y presionó, de otro, el alza de las tasas de interés.

## V. Conclusiones

Las fuertes modificaciones en las principales variables económicas durante el primer trimestre del año dieron lugar a una serie de efectos negativos en el mercado monetario.

Como causa próxima de los fenómenos anotados puede señalarse el hecho que la preferencia por efectivo, que es elevada al finalizar el año, mantuvo estos niveles

en los primeros meses de 1988 alterándose la estacionalidad bien establecida de esta variable. Al mantenerse la elevada demanda de billetes, no se produjo la recuperación esperada en las cuentas corrientes del sistema bancario, lo cual incidió en las tasas de interés y el crédito, aumentando aquellas y restringiendo éste.

Así pues, la autoridad monetaria debió afrontar diferentes situaciones, algunas no esperadas. En primer lugar, recordemos que los medios de pago habían terminado el año anterior casi cinco puntos porcentuales por encima de lo programado; era entonces esencial actuar en este frente para lograr su reducción. Dado que la base monetaria venía también creciendo a tasas exageradas en los primeros meses, debido al aumento del efectivo, fue necesario aplicar correctivos sobre el multiplicador. Se logró de esta manera que los medios de pago se redujeran hasta localizarse dentro de los parámetros previstos; con ello se ha tenido bajo control esta variable que es el objetivo de la política monetaria. Conviene recordar que los efectos contraccionistas que operaron sobre el multiplicador por causa de la salida del efectivo, se contrarrestaron en buena parte por mecanismos de expansión a través de la base (FAVI y crédito a los bancos).

En segundo lugar, las OMA ejercieron su influencia en dos sentidos; por una parte, ante la demora del efectivo en retornar al sistema financiero, como era de esperarse dada su estacionalidad, se hicieron operaciones de recompra de corto plazo de títulos, con lo que se le daba liquidez al sistema bancario; por otra, se participó en tales operaciones a plazos más amplios, con fines contraccionistas, con cautela para no presionar las tasas de interés, que venían mostrando una tendencia al alza. Así, se sostenía la liquidez del mercado mediante mecanismos ágiles de expansión (REPOS) al tiempo que se evi-

taba que el Banco Emisor saliera totalmente del mercado de captaciones de plazos más amplios.

En tercer término, también con el propósito de facilitar las operaciones de las CAV, se redujo el encaje de estas entidades; con esta medida se le facilitaron recursos de consideración a las corporaciones, dentro del objetivo general de otorgar la liquidez necesaria al sistema productivo y más concretamente a la construcción.

Así pues, utilizando los instrumentos de que dispone, el Banco de la República ha logrado mantener los agregados moneta-

rios dentro de los límites esperados para conseguir la estabilidad propuesta en los precios, en tanto se da la liquidez apropiada al sistema financiero.

De acuerdo con el recuento anterior, se tiene entonces, que aún contando con las limitaciones que todavía presenta la política monetaria, creemos que fue posible actuar de manera eficiente para corregir las desviaciones que se presentaban en las variables monetarias, en especial debido a factores que a más de ser exógenos no eran previsibles; tal fue el caso de la lenta disminución en la demanda de efectivo en los primeros meses del presente año.

## VIDA DEL BANCO

### **Nuevo miembro principal en la Junta Directiva del Banco**

El doctor Carlos Alberto Garay Salamanca, quien desde julio del año pasado había sido designado por decreto del Gobierno Nacional en la suplencia de la Junta Directiva del Emisor, como representante del sector de la producción y distribución, pasa a ser miembro principal de la misma, según lo dispuesto en los estatutos de la Corporación, en reemplazo del doctor Juan Martín Caicedo Ferrer.

El doctor Garay Salamanca es Ingeniero Químico de la Universidad de América; magister en Economía de la Universidad de los Andes; Catedrático; autor de varias publicaciones de carácter económico, y acreedor de valiosas distinciones. Se ha desempeñado con gran éxito en entidades de carácter nacional e internacional; fue Vicepresidente de la Asociación Nacional de Industriales ANDI; Presidente de la Federación Nacional de Industriales de Tejidos de punto FEDEPUNTO, entre otros cargos, y en la actualidad ejerce la

Presidencia de la Asociación Colombiana de Industrias Plásticas ACOPLASTICOS.

### **Reestructuración administrativa de las Subgerencias de Sistemas, Industrial y de Asuntos Internos**

La Junta Directiva del Banco en sesión del día 17 de los corrientes aprobó la reestructuración administrativa de las subgerencias de Sistemas, Industrial y de Asuntos Internos, contemplando los siguientes cambios:

1. La Subgerencia de Sistemas se denominará en adelante de Informática.
2. Desaparecen como tales los departamentos de Construcciones, Comunicaciones y Edificios, y en su lugar, quedan los de Construcción y Edificios; Telemática; y Documentación y Servicios, adscritos a las subgerencias Industrial, de Informática y de Asuntos Internos respectivamente.

Con este reordenamiento de funciones se pretende la optimización de los servicios inherentes a las áreas mencionadas.