

El Banco de la República y el mercado monetario

I. Introducción

El mercado monetario de corto plazo ha registrado un desarrollo notable en el país durante los últimos años. A este proceso han contribuido los avances generados al interior del sistema financiero, así como la expansión y sofisticación del sector y de sus usuarios, reflejados en demandas crecientes por instrumentos financieros cada vez más diversos.

Por razones que se expondrán a lo largo de las presentes Notas, mientras más desarrollado se encuentre el proceso de intermediación financiera, más compleja resulta la tarea de las autoridades monetarias de procurar la estabilidad del ambiente financiero del país. Estas dificultades, asociadas con el manejo de la política monetaria, son especialmente significativas en el caso del mercado de recursos de corto plazo.

En un contexto en el cual intervienen múltiples agentes provistos de necesidades y un comportamiento financiero particular, se hace cada vez más factible que un intermediario cualquiera sufra los efectos de desfases temporales entre sus fuentes de recursos y sus necesidades en materia de liquidez. Tales desequilibrios implican, para un intermediario dado, o bien la presencia de excesos de liquidez, cuando sus necesidades netas de recursos caen transitoriamente con relación a sus fuentes, o bien un faltante en el caso opuesto.

Estas Notas explican el papel de la intervención del Banco de la República en el mercado de recursos a corto plazo, dentro del contexto de la política monetaria. En la parte segunda se explica la interrelación existente, distinguiendo entre la política monetaria de mediano y la de corto plazo; en la tercera se ilustran algunos mecanismos mediante los cuales desfases puramente temporales pueden tener efectos de más larga duración. En la sección cuarta se describe el caso específico del funcionamiento del mercado interbancario en Colombia, con énfasis en las principales causas de inestabilidad de sus fuentes y usos de fondos. Finalmente, en la quinta se discute el papel que deben asumir las autoridades monetarias en general y el Banco de la República en particular, en el examen de este mercado.

II. El mercado de corto plazo y la política monetaria

El mercado monetario de corto plazo desempeña un papel fundamental dentro de la dinámica financiera general. Para ilustrar su lugar dentro de la óptica global del sector financiero, se presenta a continuación el Diagrama I.

La política monetaria se diseña con base en dos conjuntos de información: a) las perspectivas en materia de la oferta y la

cumplimiento de los objetivos en materia de inflación, crecimiento y balanza de pagos. Las discrepancias entre las metas y el diagnóstico a mediano plazo se corrigen mediante un conjunto amplio de políticas, que incluyen ajustes al crédito doméstico y la aplicación de las llamadas operaciones de mercado abierto.

No obstante, con frecuencia se pueden presentar diferencias de muy corto plazo entre las metas y la evolución observada de la liquidez, así a mediano término se esté diagnosticando un equilibrio enteramente satisfactorio entre una y otra variable; tales discrepancias son materia de cuidadosa atención por parte de las autoridades. Las razones generales por las cuales ocurren, se ilustran en la siguiente sección, y en la parte cuarta se retoma el análisis de este tipo de problemas en el caso colombiano.

III. El mercado monetario y el peligro de desfases temporales

El mercado monetario debe cumplir la función de canalizar los recursos en poder de los intermediarios financieros con situaciones de liquidez temporalmente excedentarias, hacia intermediarios que se encuentran en la situación opuesta. Este es precisamente el tipo de problema común en un contexto financiero moderno y diversificado.

Es conveniente señalar la naturaleza de los problemas que preocupan a las autoridades monetarias con un ejemplo un tanto simplificado, pero ilustrativo. Supóngase que una empresa ha mantenido por mucho tiempo un saldo de recursos en un banco A y que decide, así sea sólo por una semana, cambiar de intermediario, para lo cual retira depósitos de dicho banco A, y los consigna en un banco nuevo, B. En este escenario, el banco A sufre una caída

en fuentes respecto de sus planes iniciales y el banco B experimenta un incremento en las suyas. Para el primero de ellos existe un faltante temporal de recursos, dados sus planes en materia de crédito, y para el segundo, un exceso temporal de liquidez.

Si a la semana siguiente la empresa vuelve a su comportamiento tradicional, sacando del banco B su depósito y consignándolo en aquel del cual había sido cliente permanente, nada serio ocurriría en el evento en que el banco B le hubiera prestado al banco A, por el término de una semana, sus recursos excedentarios, comportamiento poco probable, pero que para fines de análisis podríamos calificar como óptimo.

El préstamo entre intermediarios se negociaría de tal forma que al efectuar la empresa su reubicación de liquidez, se presente simultáneamente la amortización del préstamo que el banco B le concedió al banco A. La tasa de interés deberá ser mayor que cero de tal forma que al banco B le resulte ventajosa la operación, y debe ser menor que el costo de reducir cartera o incurrir en desencajes para que, al mismo tiempo, al banco A le resulte atractivo llevarla a cabo.

Hay, al menos, dos posibilidades de manejo de situaciones como ésta que producen efectos indeseables. La primera sería que el banco B decida prestar los recursos a un cliente por un plazo superior a una semana. Esto daría lugar a que a partir de la segunda semana, una vez efectuado el retiro por parte de la empresa, el banco B tenga un exceso de cartera respecto de depósitos. Sufrirá, consecuentemente, los efectos de un faltante de liquidez al cabo de la primera semana y por un período que está dado, en principio, por el plazo del crédito que otorgó.

Al mismo tiempo, el banco A habrá incurrido en los costos asociados con la caída de

depósitos, por ejemplo, reduciendo su cartera o desencajándose. Si el banco A incurre en un desencaje, el crédito total del sistema sube, por cuanto ello significa que mientras el banco B colocó sus recursos temporales, el banco A mantuvo su nivel de cartera inmodificado o en aumento.

Con fuentes de recursos constantes en el agregado, esto implica un exceso de crédito y la presencia de una alteración en el equilibrio monetario. Es muy claro que estos excesos son inconvenientes por cuanto la economía no ha generado los recursos necesarios para respaldar la expansión de la cartera.

Una segunda posibilidad, igualmente perturbadora, ocurre cuando el banco A busca afanosamente recursos, captando a través de mecanismos propios de plazos superiores a una semana. Este es el caso, por ejemplo, de la búsqueda de liquidez a través de instrumentos a término como los CDT cuya colocación implica alzas en la tasa pasiva a estos plazos. Existen dos razones básicas por las cuales fenómenos como éste no resultan deseables.

En primer lugar, el alza en las tasas pasivas de mediano plazo nada tiene que ver con la situación de liquidez a dichos plazos la cual no ha sufrido alteraciones. En efecto, se sabe que la empresa va a seguir manteniendo sus depósitos en los montos y con las características tradicionales a partir de la segunda semana y por eso no existe razón económica alguna para modificar las tasas de mediano plazo. En segundo lugar, si el banco A es exitoso en captar los recursos que necesita, debe ser cierto que este movimiento afectó negativamente las fuentes de intermediarios que nada tuvieron que ver con la alteración inicial. Así, existen terceros intermediarios cuyos depósitos caen y para quienes, evidentemente, se presenta un problema de desbalance entre fuentes y usos de fondos, con el agravante de que dichos faltantes ya no son para una semana

sino, como mínimo, para el plazo de vigencia del pasivo creado por el banco A.

Así, un simple movimiento transitorio de recursos de un banco cuya ocurrencia es en principio perfectamente normal, si es manejada de manera inadecuada, puede conducir a un desbalance entre el crédito ofrecido por el sistema financiero y sus fuentes de recursos a mediano plazo; a un alza en las tasas de interés de mediano plazo y a un exceso de oferta monetaria con consecuencias inflacionarias.

Este ejemplo ilustra la idea de que con usuarios cada vez más sofisticados, y agentes que modifican permanentemente la composición de su portafolio financiero, como viene sucediendo cada vez con mayor intensidad en Colombia, existe un potencial de disrupción importante del mercado monetario. Al mismo tiempo demuestra lo significativo para el país de contar con un mercado monetario amplio, eficaz y ágil que le permita a los intermediarios enfrentar los movimientos en materia de liquidez con prontitud y eficiencia.

IV. Aspectos institucionales del mercado de corto plazo en Colombia

En Colombia, el sistema financiero tiene cada vez usuarios con características y necesidades más diversas. Para atender esta multiplicidad de clientes, en los últimos años el sistema ha diversificado enormemente los servicios que ofrece, mediante la generación de instrumentos activos y pasivos novedosos, y la creación de intermediarios nuevos que intentan responder a las necesidades de dichos usuarios. Estos temas han sido materia de frecuente análisis y reflexión en estas Notas Editoriales en ocasiones anteriores.

En cuanto atañe al mercado monetario, su desarrollo ha corrido paralelo con el del sistema en general. Hoy en día es

común observar transacciones interbancarias en montos insospechados hace apenas pocos años. Así mismo, es normal ver fluctuaciones importantes, incluso en el espacio de un mismo día, en la tasa de interés del mercado interbancario, aspecto que refleja la agilidad con la cual el sistema responde a cambios momentáneos de la liquidez.

Estos desarrollos, a todas luces positivos, no dejan de presentar problemas ocasionales, ante los cuales las autoridades monetarias deben mantenerse siempre atentas. Para comprender el tipo de problemas específicos a nuestro mercado monetario, conviene considerar brevemente algunos aspectos de tipo institucional.

El mercado define la forma en que el sistema resuelve inconsistencias entre fuentes y usos de recursos. Por ello la discusión empieza con un análisis de las fuentes de recursos del sistema para luego examinar el problema de los usos.

A. Inestabilidad en las fuentes de recursos

Una primera posibilidad de perturbación en el funcionamiento del sistema financiero es la inestabilidad en materia de las fuentes de recursos. Mientras más cambiantes sean las fuentes, existe un

mayor potencial de problemas de liquidez. Los intermediarios financieros toman como fuente de recursos las captaciones que hacen a través de los diversos instrumentos financieros.

Depósitos

La estabilidad en las fuentes de recursos se puede medir utilizando como aproximación el llamado coeficiente de variación, el cual mide la relación entre la desviación típica y la media o promedio de la serie ⁽²⁾. Es decir, mide lo que se podría considerar una fluctuación "esperable" a nivel del agregado. Un índice de 10%, por ejemplo, indica que si la serie se ubica en su promedio, es típico que suba o baje en un 10% respecto a dicho promedio en el siguiente período. Mientras más grande sea el coeficiente de variación, más inestable la evolución de la fuente.

El Cuadro 1 presenta los coeficientes de inestabilidad para las fuentes más importantes de recursos del sistema bancario entre 1985 y 1989 ⁽³⁾.

(2) Este tema es tratado en: P. Arciniegas "La estabilidad en las captaciones de los intermediarios financieros colombianos" *Ensayos sobre política económica*, No. 6, diciembre, 1984.

(3) Se obtiene utilizando las 12 cifras mensuales en cada caso y para 1990, las de año completo.

CUADRO 1
Coeficiente de inestabilidad de las distintas fuentes
Sistema Bancario
(Porcentajes)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Cuentas corrientes	7	6	6	7	7	7
2. Depósitos de ahorro	9	13	9	8	8	4
3. Depósitos fiduciarios	30	12	13	25	22	10
4. CDT bancos	7	5	7	4	7	7

Fuente: Banco de la República; informes semanales de bancos.

Los datos estadísticos permiten deducir que las fuentes de recursos con mayor regularidad son los depósitos en CDT, los cuales presentan índices de inestabilidad muy bajos (entre 4 y 7%). De otra parte, se observa que los depósitos en cuenta corriente son bastante estables, ubicándose el respectivo índice alrededor de 7%. En cambio, los depósitos de ahorro han sido más inestables que las cuentas corrientes y lo fueron especialmente en 1986, algo sorprendente si se tiene en cuenta que estos devengan intereses y que su manejo a través de libreta es engorroso. Finalmente, es muy marcada la inestabilidad de depósitos fiduciarios, con índices que no bajan de un 10% a lo largo del período, y que en ocasiones han alcanzado niveles superiores a 25%.

La variabilidad tan marcada de los depósitos fiduciarios constituye la fuente de mayores problemas potenciales que existen para el sistema. Una razón por la cual exhiben tal comportamiento en la actualidad es la manera como funciona una parte importante del sistema tributario colombiano. Tenemos, por ejemplo, que si un banco capta recursos del contribuyente y los mantiene como depósitos en fiducia a nombre de la Nación, lo hace sabiendo que unos días después, debe trasladarlos a la cuenta de la Tesorería en el Emisor produciéndose su esterilización. En la medida en que el proceso sea muy cambiante, y se dé una gran concentración de recaudos tributarios a través de Bancos en una semana dada, esta fuente de recursos presentará una seria inestabilidad.

También surgen dificultades de las diferencias en materia de encaje. Cuando el contribuyente cancela impuestos contra su cuenta corriente, el banco experimenta una caída paralela en sus requerimientos de encaje, lo cual obedece a que los depósitos fiduciarios que se constituyen en la operación deben encajar con un menor por-

centaje que los depósitos en cuenta corriente que se liquidan. Ello libera recursos temporales para el banco, en montos que dependen de la diferencia en los encajes requeridos.

Podemos ver entonces, que analizada en perspectiva, la evolución de los depósitos como un todo ha sido relativamente estable, a pesar de la volatilidad de los depósitos fiduciarios. Su inestabilidad no implica problemas permanentes que dificulten sensiblemente la programación financiera de las entidades.

Fuentes primarias

La evolución de los depósitos, y por lo tanto de los recursos del mercado a corto plazo, responde obviamente a la dinámica de origen primario del dinero. Estas fuentes de expansión (y contracción) de la base monetaria se pueden dividir, para propósitos de ilustración, en aquellas asociadas con: a) el FAVI, b) los pagos y recaudos efectuados por la Tesorería General de la Nación y c) el sector externo.

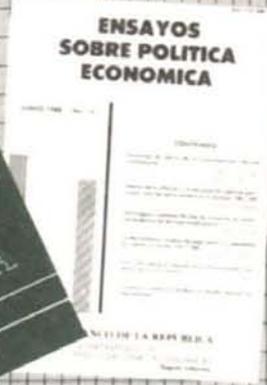
En la medida que la evolución de estas variables sea estable, el mercado operará con relativa tranquilidad, al contar con recursos primarios más o menos predecibles. Inestabilidades a nivel de estos flujos, de otra parte, generan problemas en el mercado. A continuación, se analizan las posibles fuentes de fluctuación en estos frentes.

a) FAVI

El Fondo de Ahorro y Vivienda, FAVI, refleja la evolución de los excesos de liquidez de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, así que en gran medida dependen del comportamiento de sus depósitos. Usualmente, el FAVI congela recursos en montos sustanciales a comienzos de año, cuando gran parte de la liquidez que se genera en diciembre regresa al sistema financiero. De otra parte, a



BANCO DE LA REPUBLICA
Colección bibliográfica



**Suscribase
ya!**

a las publicaciones periódicas del
BANCO DE LA REPUBLICA

NUEVOS
PUNTOS DE VENTA
Supermercados Febr
Calle 63A No. 15-55
Carrera 15 No. 97-25
Centro de Convenciones
Gonzalo Jiménez de Quesada
Bogotá



MUSEO DEL ORO
CULTURALES



BANCO DE LA REPUBLICA

SUSCRIPCION

COD: _____

NOMBRE O RAZON SOCIAL _____ CIUDAD _____ FECHA _____ C.C. _____

CARGO _____

DIRECCION O APARTADO _____

ZONA POSTAL _____ CIUDAD _____ TEL _____

FAVOR SUSCRIBIRME AL BOLETIN DE ARQUEOLOGIA POR _____

COLOMBIA
Nuestros precios tienen vigencia hasta el 31 de dic. de 1990

<input type="checkbox"/> 1 año \$ 1.800 3 ejemplares	<input type="checkbox"/> 2 años \$ 3.600 6 ejemplares	<input type="checkbox"/> 3 años \$ 5.400 9 ejemplares
--	---	---

CHEQUE No. _____ BANCO _____ VALOR _____

AUTORIZO CARGAR EL VALOR A MI TARJETA DE CREDITO

<input type="checkbox"/> Diners	<input type="radio"/> 3 meses	<input type="radio"/> 6 meses	<input type="checkbox"/> Credencial	<input type="checkbox"/> BIC	<input type="checkbox"/> Credibanco
	<input type="radio"/> 9 meses	<input type="radio"/> 12 meses			

TARJETA No. _____ FIRMA SUScriptor _____

FECHA VENCIMIENTO _____

EXTERIOR
Estos precios incluyen el valor del porte o destino

<input type="checkbox"/> 1 año US\$ 15 3 ejemplares	<input type="checkbox"/> 2 años US\$ 30 6 ejemplares	<input type="checkbox"/> 3 años US\$ 45 9 ejemplares
---	--	--

CHEQUE No. _____ BANCO _____ VALOR US\$ _____

REVISTA MENSUAL DEL BANCO DE LA REPUBLICA

Ha circulado sin interrupción por más de 60 años. Contiene las Notas Editoriales del señor Gerente General y amplia información estadística sobre moneda y finanzas, el Banco de la República y los fondos financieros, los intermediarios financieros, el mercado bursátil, el sector externo, las finanzas públicas, producción, precios y empleo, principalmente.

Suscripción anual
En el país \$ 9 600
En el exterior US\$ 60
Ejemplar suelto \$ 800, US\$ 6

ENSAYOS SOBRE POLITICA ECONOMICA

Desde 1982 esta revista da a conocer la importante labor de investigación que desarrollan los técnicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. La revista contiene estudios sobre aspectos monetarios, financieros, cambiarios y de comercio exterior, con especial énfasis en las implicaciones de política económica. Aparece dos veces al año.

Suscripción anual
En el país \$ 2 000
En el exterior US\$ 17
Ejemplar suelto \$ 1 000, US\$ 9

BOLETIN CULTURAL Y BIBLIOGRAFICO

Considerada una de las mejores publicaciones culturales del país, el Boletín recoge artículos importantes sobre las diferentes disciplinas artísticas y de investigación en el campo cultural. Contiene, además, una amplia sección de reseñas bibliográficas donde se da cabida a la producción editorial colombiana. Profusamente ilustrado, no sólo es consultado por su información sino por el agrado de tener una publicación de esta naturaleza. Se publica trimestralmente.

Suscripción anual
En el país \$ 3 200
En el exterior US\$ 20
Ejemplar suelto \$ 800, US\$ 6

BOLETIN MUSEO DEL ORO

Esta publicación, con tres entregas al año, presenta trabajos en el campo de la antropología, la etnografía y arqueología, donde se indagan las raíces culturales y la identidad de los colombianos. Incluye, también, reseñas sobre las diferentes investigaciones que se desarrollan en el país y sobre las publicaciones que en este campo se hacen en el país.

Suscripción anual
En el país \$ 2 400
En el exterior US\$ 10
Ejemplar suelto \$ 800, US\$ 4

PARA SU SUSCRIPCION O COMPRA:

En Bogotá:

Departamento Editorial

Calle 13 No. 35-51 — Teléfonos: 2010900 - 2776872

Casa de Moneda Calle 11 No. 4-93

En el resto del país:

Sucursales del Banco de la República



BANCO DE LA REPUBLICA

COD: _____

SUSCRIPCION

CIUDAD _____ FECHA _____

NOMBRE O RAZON SOCIAL _____

CARGO _____

DIRECCION O APARTADO _____

ZONA POSTAL _____ CIUDAD _____ TEL _____

ESTADO O DEPARTAMENTO _____ PAIS _____

	1 año	2 años	3 años		1 año	2 años	3 años
<input type="checkbox"/> Revista del Banco de la República	<input type="radio"/> 12 Nos \$ 9.600	<input type="radio"/> 24 Nos	<input type="radio"/> 36 Nos	<input type="checkbox"/> Ensayos sobre Política Económica	<input type="radio"/> 2 Nos \$ 2.000	<input type="radio"/> 4 Nos	<input type="radio"/> 6 Nos
<input type="checkbox"/> Boletín Cultural y Bibliográfico	<input type="radio"/> 4 Nos \$ 3.200	<input type="radio"/> 8 Nos	<input type="radio"/> 12 Nos	<input type="checkbox"/> Boletín Museo del Oro	<input type="radio"/> 3 Nos \$ 2.400	<input type="radio"/> 6 Nos	<input type="radio"/> 9 Nos

CHEQUE No. _____ BANCO _____

AUTORIZO CARGAR EL VALOR A MI TARJETA DE CREDITO _____

Diners 3 meses 6 meses 9 meses 12 meses Credencial BIC Credibanco

TARJETA No. _____ FECHA VENCIMIENTO: _____

_____ C C _____

FIRMA SUSCRIPTOR

* Precios vigentes hasta el 31 diciembre de 1989

finales de año, cuando la demanda por efectivo sube en grado notorio, el FAVI sirve como fuente para esta demanda y su saldo neto (pasivo) baja de manera pronunciada.

El Cuadro 2 muestra el saldo neto del FAVI a finales de cada trimestre para el período 1988-1990. En 1989 se observa la presencia de volúmenes muy significativos de excesos de liquidez congelados en el FAVI a lo largo del primer semestre. La evolución de estos excesos es, de otra parte, muy cambiante. El elevado nivel y la importante volatilidad implicaron la presencia permanente de un potencial de disrupción monetaria. En la semana que termina el 29 de septiembre, por ejemplo, el FAVI expandió \$ 60.900 millones.

CUADRO 2
Saldo neto del FAVI a fin de trimestre
(Millones de pesos)

	1988	1989	1990
Trimestre I	8.752	108.553	54.402
II	-537	104.140	62.438
III	51.351	83.713	93.139
IV	1.585	-25.247	N. D.

Fuente: Banco de la República.

Los excesos de liquidez de las CAV fluctúan en grado importante debido al ciclo de pagos de la economía. Las cuentas de ahorro en las CAV reflejan, en gran medida, el deseo de los agentes económicos de contar con recursos líquidos que devenguen intereses. Al disminuir los depósitos UPAC, caen tanto sus requisitos de encaje como sus excesos de liquidez. Así, el FAVI expandirá en estas ocasiones y contraerá cuando ocurre lo contrario.

Los saldos de las CAV en el Emisor reflejan adicionalmente el manejo de la liqui-

dez de la Federación de Cafeteros en Concasa. A su vez, el ciclo de la liquidez de la Federación responde, como es natural, al ciclo de la cosecha. Los períodos de compra de cosecha, usualmente entre noviembre y febrero, se asocian con caídas en los excesos de liquidez de las CAV.

Otro factor se liga con el hecho de que diversas empresas del país cancelan su nómina pasando recursos del sistema bancario al sistema UPAC unos días antes de hacerse efectivo el pago. Ello conduce a una pérdida de recursos de los bancos y a un aumento de los excesos de liquidez de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, los cuales se congelan en el FAVI. Traslados del sistema bancario a las corporaciones ocurren, igualmente, en fechas que anteceden los fines de semana y los festivos, ya que los depositantes tienen acceso a su liquidez y reciben, así mismo, un rendimiento por la duración de las festividades.

De otra parte, barreras institucionales, que impiden las operaciones interbancarias entre bancos y corporaciones de ahorro, no permiten que el mercado monetario suavice el impacto de estas fluctuaciones.

b) Pagos y recaudos de Tesorería

Los pagos efectuados por la Tesorería General, a través del sistema bancario y los traslados de recursos de éste a la Tesorería son otro factor de perturbación importante. En cuanto a los pagos, la Tesorería reduce el saldo de sus depósitos en el Banco de la República generando, por ende, liquidez primaria, y consigna recursos en los bancos comerciales. Estos, por supuesto, ven incrementadas sus fuentes. Infortunadamente estas operaciones no se realizan en forma regular, sino que se concentran en algunos períodos.

Tal acumulación se manifiesta de dos maneras: primero, se agrupan al inte-

CUADRO 3
Concentración de los pagos mensuales de la tesorería
 (Porcentaje)

	1990							
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.
Días hábiles								
1-5 .....	.31	.18	.12	.19	.18	.12	.19	.11
6-10 .....	.11	.22	.31	.03	.25	.18	.21	.16
11-15 .....	.36	.24	.32	.57	.20	.39	.41	.32
16 .....	.22	.36	.25	.21	.37	.31	.19	.41

Fuente: Tesorería General de la Nación.

rior de cada mes en unos días determinados y segundo, se hacen fundamentalmente a través de un número reducido de bancos.

El Cuadro 3 ilustra el grado de concentración de los pagos (domésticos) totales a lo largo de un mes determinado (4); las cifras muestran el porcentaje que de estos se realiza en un período del mes. El ejercicio se efectuó para los primeros ocho meses del año en curso.

Se advierte allí una distribución de los giros totales que dista mucho de ser homogénea. Primero, salvo en enero, existe una tendencia a girar proporciones muy bajas del pago total en los primeros días del mes. De otra parte, se observa una tendencia marcada a que una proporción significativa del pago se efectúe entre los días hábiles número 11 y 15, destacándose lo ocurrido en abril último, cuando el 57% del pago se hizo en dicho período de apenas cinco días hábiles, mientras que solamente el 21% del giro total se efectuó en los primeros diez días.

Esta variabilidad tiene que ver con elementos importantes del ciclo de pagos, como la cancelación de la nómina oficial, por ejemplo. Sin embargo, es indudable

que este comportamiento afecta la estabilidad del mercado de corto plazo.

Los traslados que hacen los bancos a la cuenta de la Tesorería en el Emisor reduce sus fuentes de recursos, así como el recaudo efectuado unos días antes las incrementa. En el Cuadro 4 se descomponen los ingresos a la cuenta de la Tesorería.

En esta situación, se observa un patrón muy diferente al encontrado en el caso de los pagos en cuanto hace al efecto sobre el mercado. La disminución en fuentes, y así la presión alcista en materia de tasas, se presenta en la primera parte del mes, con la excepción de junio y agosto. Nuevamente, en abril se tuvo una concentración muy marcada de la contracción en los días hábiles 6-10 del mes.

Así pues, la interacción entre la Tesorería y los bancos ha implicado expansión en las fuentes de estos en la segunda parte del mes y contracción en las fuentes de recursos en la primera parte del mismo.

(4) Se toman los pagos diferentes a la cancelación de deuda externa, de una parte, y deuda interna, de otra. Estos pagos son los que más afectan la disponibilidad de los bancos comerciales.

CUADRO 4

Concentración de los traslados a la tesorería

(Porcentaje)

	1990							
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.
Días hábiles								
1-5	30	37	53	09	14	04	42	07
6-10	38	35	37	80	56	28	28	22
11-15	28	13	07	10	15	23	16	30
16	04	15	03	01	15	45	15	41

Fuente: Tesorería General de la Nación.

c) Sector externo

El sector externo tiene efectos monetarios por vía de los reintegros de divisas, de una parte, y de la constitución de depósitos para giro de divisas, por la otra. Estos movimientos afectan, en sentido opuesto, la cantidad de dinero primario y, a través del multiplicador monetario, los depósitos bancarios. Por diversas razones, los reintegros de divisas y la constitución de depósitos para giro no se distribuyen de manera homogénea a lo largo de un mes particular.

De lo anterior podemos señalar, entonces, que las fluctuaciones en materia de liquidez primaria están en gran parte asociadas con factores estacionales claramente predecibles, pero no ocurre lo mismo con el ciclo de los pagos y los traslados de la Tesorería, el cual constituye un serio factor de perturbación de difícil predicción, no obstante el interés que han mostrado las autoridades de Hacienda por introducirle un mayor grado de normalidad a los giros de esta entidad.

B. Inestabilidad en los usos de los recursos

Los bancos comerciales buscan recursos para dos propósitos fundamentales: la

constitución de reserva bancaria en el Banco de la República y la colocación de cartera. Se discuten, en turno, los factores que inciden sobre la inestabilidad de estos usos de fondos.

Encaje bancario

Puesto que el sistema bancario debe cumplir con unos requerimientos en materia de encaje, la evolución de la reserva bancaria demandada depende de la percepción o expectativa que tenga el banco comercial respecto de lo que va a ser la evolución inmediata de dos variables; sus depósitos totales y la distribución de este total por tipo de captación.

Si el banco espera un incremento en sus depósitos, o una reasignación hacia aquellos con tasas de encaje altas, preverá un aumento en la reserva requerida y subirá su demanda por recursos para los efectos asociados con la constitución de reserva. En Colombia, siendo relativamente estables los depósitos totales, la demanda por reserva fluctúa a corto plazo principalmente por modificaciones en la composición de los pasivos.

La variabilidad en materia de la reserva requerida se ilustra en el Cuadro 5, cuyas cifras sintetizan el coeficiente de fluctua-

ción anual de dicha variable para el período 1985-1990. Se observa que la inestabilidad de la reserva requerida refleja con relativa claridad los cambios en los depósitos más importantes, entre 5% y 7%, en el período analizado.

Las autoridades monetarias han hecho en los últimos años, un gran esfuerzo, por minimizar el efecto nocivo de fluctuaciones transitorias en estos factores, mediante el sistema llamado "carry-over". Los bancos, en este esquema, ya no operan sobre horizontes de una semana. Así, ante perturbaciones semanales en el ciclo de pagos, existe un mecanismo potencial de financiación de un componente central de los usos, como es la constitución de reserva. Al esperar una fluctuación que implique esfuerzos considerables en materia de encaje la semana siguiente, el banco puede financiar una parte del desencaje constituyendo un exceso de reserva en la actual semana. El mecanismo de "carry-over" permite suavizar fluctuaciones *anticipadas* en materia de encaje y programar el flujo de caja del banco sobre un fundamento enteramente racional.

Cartera

La evolución de la cartera, el otro uso importante de recursos, depende en gran medida de la demanda por crédito al

interior de la economía. Sobre la base de esta demanda, cuyo fundamento es básicamente macroeconómico, el intermediario tiene un espectro de acción muy limitado en el corto plazo. Así, fluctuaciones en la demanda por crédito generan inestabilidad en los usos de recursos. Si la demanda sube por factores de tipo estacional, sin contrapartida inmediata en las fuentes, el banco acudirá al mercado de corto plazo con el fin de financiar tal incremento. Si la demanda cae transitoriamente, el banco será superavitario por un período idéntico a la duración del ajuste en la demanda. En el Cuadro 5 se presenta la evolución de los índices de inestabilidad de la cartera. Se nota que estos son más altos que los correspondientes a los depósitos distintos a los fiduciarios y a los de la reserva bancaria requerida.

A corto plazo existe una asimetría que es materia de gran preocupación para la política monetaria. Mientras que de una semana a otra es difícil para los bancos contraer sus activos, les resulta mucho más fácil expandirlos. Una vez iniciada una dinámica dada de colocaciones, los bancos son muy poco ágiles para llevar a cabo reducciones equivalentes de la cartera. En esto radica gran parte del problema asociado con las expansiones transitorias de liquidez, cuando éstas se interpretan erróneamente como de carácter estable y en ellas se apoyan aumentos

CUADRO 5
Coeficiente de variación de la reserva y la cartera bancaria
Sistema Bancario
(Porcentaje)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Reserva requerida	8	8	8	5	7	6
2. Reserva presentada	8	8	9	5	7	7
3. Cartera	7	8	10	7	9	6

Fuente: Banco de la República; informes semanales de bancos.

de cartera. Por ejemplo, en la última semana de septiembre de 1989, cuando el FAVI expandió \$ 60 mil millones, la cartera subió \$ 25 mil millones y luego otros \$ 20 mil millones en las dos semanas subsiguientes. Durante las tres semanas la cartera se incrementó en un total de \$ 45 mil millones. Ello implicó, para el final del trimestre, elevar las tasas de crecimiento anual de la cartera a su nivel más alto del año hasta el momento (29.8%) y desde entonces la cartera se ubica a tasas superiores al 30%, terminando el año con una tasa de 33.9%. No fue sino hasta el tercer trimestre de 1990 que la cartera cae a niveles inferiores al 30%.

Concluimos subrayando que la reserva requerida es tan estable como los depósitos más convencionales, lo cual minimiza la validez de la idea de que variaciones en la composición del pasivo impliquen aumentos sustanciales en la inestabilidad de la reserva. Al contrario, la cartera sí es más inestable que los depósitos, lo cual lleva a pensar que los problemas temporales han estado más asociados con fluctuaciones en cartera que con variaciones en materia de reserva.

V. El papel de las autoridades monetarias

En la segunda parte de estas Notas se destacaba el hecho de que el objetivo último de la política monetaria consiste en mantener una relación equilibrada entre las necesidades de saldos reales del público y la oferta, dentro de un contexto que implique el cumplimiento de las metas macroeconómicas. Se sabe que un incremento de la oferta monetaria, en ausencia de mayores necesidades reales por parte de los agentes económicos, tiene como efecto una presión inadecuada sobre el nivel de precios y la balanza de pagos. En esta sección se analiza, en mayor detalle, el caso colombiano, enfatizando la distinción entre corto y largo plazo y entre problemas transitorios y permanentes allí sugeridos.

Pese a que la autoridad vislumbre un sano equilibrio monetario a mediano plazo, es muy posible que, por factores inherentes al ciclo de los pagos en el país y a su creciente sofisticación financiera, la oferta de dinero nominal sea *transitoriamente* mayor o menor que las necesidades del público y que las metas establecidas por la Junta Monetaria. Estas diferencias temporales se expresan como excesos o faltantes coyunturales de liquidez, que afectan el flujo de caja de los intermediarios financieros.

La aparición de desequilibrios transitorios conlleva riesgos para la política monetaria, que constituyen materia de preocupación para el Banco de la República. Tales riesgos se originan en el hecho de que los diversos agentes pueden interpretar *equivocadamente* el desequilibrio temporal como reflejo de la situación monetaria a mediano plazo.

Excesos temporales de liquidez que se interpreten erróneamente como permanentes y se les dé un tratamiento consecuente, pueden conducir a expansiones del crédito que carecen de correspondencia a nivel de las fuentes de recursos a mediano plazo.

Así, un sobrante puramente transitorio de liquidez, generado incluso dentro del contexto de una economía totalmente equilibrada a mediano plazo, puede dar lugar a la sensación equivocada de que la economía dispone de una mayor oferta de recursos a largo plazo, implicando expectativas negativas respecto de los precios futuros, modificaciones en las tasas de interés de mediano plazo y variaciones indeseables en el crédito.

Defectos temporales de liquidez, de otra parte, pueden conducir a contracciones del crédito más allá de lo requerido por la situación de mediano plazo, o a una búsqueda afanosa de recursos que lleva a una elevación excesiva de las tasas de interés de activos con períodos de maduración

superiores al horizonte de tiempo del problema, con evidentes efectos adversos sobre la marcha de los negocios.

La separación que establecemos entre políticas que buscan afectar el *nivel* de mediano plazo de la oferta monetaria y aquellas que buscan su *estabilidad*, conduce a que sean perfectamente posibles escenarios en los cuales el Banco de la República emite títulos de mediano plazo (90 días y más) con objetivos contraccionistas y a la vez, compra transitoriamente títulos a 3 ó 7 días con objetivos expansionistas. Lejos de ser contradictorio, la separación de los objetivos y el diseño consecuente de estrategias de intervención en el mercado claramente diferenciadas, constituye el centro de una política monetaria ágil y dinámica, hacia la cual el país ha venido evolucionando de manera satisfactoria.

Se ha planteado anteriormente que un componente importante de la inestabilidad a corto plazo en Colombia, es decir, de la inadecuación temporal entre fuentes y usos, es altamente *predecible*. El aumento en la demanda por efectivo a fin de año, gran parte de las fluctuaciones en los depósitos y en los requerimientos de encaje, por ejemplo, pueden ser anticipados.

Sin detrimento de esfuerzos complementarios por estabilizar las principales fuentes de perturbación, y así reducir la inestabilidad, el Emisor no puede compensar desequilibrios enteramente predecibles, que como tales deben ser incorporados en el diseño gerencial de los bancos. Al evaluar la labor del Banco de la República es muy importante tener clara la distinción entre estabilidad y predictibilidad.

El Banco de la República efectúa un seguimiento permanente de los acontecimientos del mercado interbancario. Con este fin se estudian los resultados de varias encuestas diarias en cuanto a recursos disponibles, transacciones y

tasas de interés, con información proveniente de los bancos mismos y de otras instituciones. Estas cifras se complementan con la información más reciente en materia de liquidez primaria, es decir, de la base monetaria y de cada uno de sus componentes. Sobre este conjunto de datos diarios, el Banco llega a una posición respecto de las características de la situación coyuntural de disponibilidad de fondos.

El Banco puede concluir luego de estos análisis acerca de su intervención en el mercado de corto plazo. Esta decisión se basa en el criterio fundamental de que el sistema experimenta una situación difícil, la cual es temporal, pero al mismo tiempo generalizada al conjunto del sistema.

Cuando hay faltantes temporales y generalizados de liquidez el Banco de la República ofrece comprar títulos al sistema, con pacto de recompra por parte del intermediario a un plazo muy corto, con el fin de aliviar el problema. Esta operación, conocida como REPO, busca que el sistema pueda completar las fuentes requeridas para el normal desempeño de sus funciones, ante una disminución inesperada y generalizada de sus fuentes.

Cuando el problema es inverso, es decir, cuando se estima que existe un exceso temporal y generalizado de liquidez al interior del sistema, el Emisor entra al mercado intentando captar el monto total de los excesos estimados, ofreciendo a los bancos títulos de participación de muy corto plazo (7 ó 15 días) a una tasa de interés que se estima consistente con las realidades del mercado para esos plazos. En este esquema, el Banco de la República, siguiendo los lineamientos de la Junta Monetaria y del Comité de OMA, capta recursos hasta por el monto estimado del exceso temporal y generalizado de liquidez.

A través de estos dos mecanismos el Banco de la República, ciñéndose estrictamente a los lineamientos generales de

política monetaria trazados por la Junta Monetaria, ha intentado minimizar el efecto de las frecuentes inestabilidades propias de nuestro sistema financiero que hemos discutido en párrafos anteriores.

Vale la pena reflexionar brevemente en torno de algunos casos en los cuales las motivaciones del Emisor pueden estar sujetas a malos entendidos. En ocasiones, por ejemplo, las tasas de interés interbancario han sido muy altas reflejando escasez en el mercado y el Emisor no ha entrado a éste ofreciendo REPOS. Situaciones como la descrita no indican que el Banco de la República esté dejando de ejecutar correctamente sus funciones o que carezca de adecuada información. Lo que casos como el anterior reflejan es el propósito firme de garantizar estabilidad financiera, en la medida en que la política monetaria en Colombia se establece en torno de metas para agregados monetarios, es decir, que la variable objetivo es la cantidad de dinero en circulación y no las tasas de interés de corto plazo. El Banco, en este sentido, es consciente de que las altas tasas, aunque constituyen motivo de preocupación, no son razón suficiente para intervenir en el mercado incrementando la liquidez, si con ello se aparta de las metas monetarias.

No es posible controlar al mismo tiempo las tasas de interés y la base monetaria. Si la base evoluciona satisfactoriamente, es decir, si la cantidad de dinero primario en circulación es adecuada, el Banco de la República no puede ampliar o reducir los niveles de liquidez existentes ya que con ello se iría en contra de la política de mediano plazo establecida por la Junta Monetaria.

La causa de la elevación en tasas de corto plazo, en tales contextos, no es un exceso temporal y generalizado de dinero, sino un problema posiblemente de mediano plazo, o una dificultad localizada en unas pocas entidades. En consecuencia, la naturaleza del ajuste que se requiere para su corrección dependerá de las verdaderas causas del alza en la tasa de corto plazo.

Se ha visto, por ejemplo, que excesos en materia de colocaciones en bancos específicos (hechas frecuentemente con recursos de reconocida variabilidad), los llevan a búsquedas afanosas de recursos de corto plazo y a ofrecer elevadas tasas de interés tanto en el mercado interbancario como en el mercado de papeles de más larga maduración, con el fin de cubrir los efectos de sus elevados volúmenes de crédito. El ajuste requerido en esas circunstancias no puede ni debe ser una expansión de liquidez. Ello sólo ayudaría a agravar el problema.

La acción del Banco de la República en el mercado de corto plazo, desde su origen se ha orientado a solucionar casos de desequilibrio de tipo *transitorio y generalizado*. El criterio, acorde con sus objetivos institucionales, ha sido siempre el de ser un banco de última instancia. Por eso se ha intentado resolver el desequilibrio una vez se comprueba que el sistema no es capaz de hacerlo por sí solo, de acuerdo con las condiciones del mercado.

Si, dentro de una estricta adhesión a la programación monetaria de mediano plazo, surge un faltante de recursos al interior de un banco aislado, existe otro tipo de mecanismo para resolverlos previsto en las normas sobre crédito del Banco de la República a los bancos. Así, si un banco presenta caídas en sus captaciones de manera sistemática y tiene problemas consecuentes en sostener niveles adecuados y prudentes de cartera, el Banco de la República no puede atender este tipo de necesidad con mecanismos temporales como los REPOS. Para ello, se acude al cupo de crédito ordinario establecido en favor de todos los bancos y corporaciones con el propósito de atender, precisamente, este tipo de faltante de liquidez. Resolverlo con operaciones a corto plazo, ayuda a perpetuar un problema en el tiempo, haciendo que el costo del ajuste sea cada vez más alto.

De manera análoga, si por motivos asociados, por ejemplo al sector externo, se pre-

sentan excesos en la oferta nominal que se juzgan como más *permanentes*, se debe acudir a medidas y políticas que ataquen la raíz del problema.

VI. Conclusiones

El propósito básico de estas Notas ha sido destacar lo delicado del manejo monetario y la coherencia que debe existir en las acciones específicas de control. Con este fin hemos tratado de exponer de manera clara y sencilla la forma como opera el Banco de la República cuando quiera que ocurran variaciones de la liquidez en el corto plazo.

En los párrafos anteriores se ha analizado el mercado monetario de corto plazo en Colombia y el papel que desempeña el Banco de la República para un mejor comportamiento del mismo. Además, se ha buscado explicar las distintas posibilidades y alternativas que se le presentan a las entidades financieras en este proceso de cambio permanente que registran en su liquidez.

En este sentido es especialmente importante distinguir entre las variaciones temporales o sea de muy corta duración y aquellas que tienen un horizonte de tiempo mayor. La principal preocupación para las autoridades monetarias radica en la posibilidad de que excesos o defectos temporales de liquidez en el mercado de corto plazo se traten como si fueran sobran-tes de carácter permanente en manos de los intermediarios. Ello llevaría a elevaciones injustificadas de la *cártera*, de las tasas de interés de mediano plazo y a la generación, incluso, de problemas inflacionarios. Tal pudo haber sido el caso de la expansión originada en el FAVI durante la última semana de septiembre de 1989, la cual corrió paralela a una expansión de la *cartera* bancaria por encima de las fuentes de recursos y que no se revirtió sino hasta el tercer trimestre del año siguiente.

En el período reciente se han producido modificaciones de importancia en los instrumentos de captación e igualmente los agentes económicos son ahora más activos en la movilización de sus recursos. La inestabilidad en las fuentes de fondos de los bancos responden, fundamentalmente, al ciclo de los pagos de la economía, el cual es en gran medida predecible y por lo tanto en buena parte puede ser manejado por las instituciones del sector. Se hace indispensable que tanto las entidades del sistema financiero como aquellas que mueven recursos sustanciales, como es el caso de la Tesorería General, tengan clara la incidencia que estos cambios transitorios puedan ejercer en la liquidez de la economía y actúen de manera coordinada.

La política del Banco de la República en este mercado es muy precisa y definida; hay intervención cuando el sistema exhibe excesos o defectos temporales y generalizados de liquidez, pero si las dificultades son localizadas en unas pocas entidades, la intervención en el mercado de corto plazo carece de justificación, ya que se tienen otras formas eficientes para solucionarlas. De otra parte, cuando el problema es permanente y no puramente transitorio, la intervención se hace en el mercado de mediano plazo.

Luego de esta amplia explicación, pensamos que los agentes económicos y particularmente los intermediarios financieros tendrán, ahora, una mejor comprensión de las diferentes consecuencias generadas por los cambios que frecuentemente pueden ocurrir entre las fuentes de recursos y sus usos. De esta manera, en cuanto que muchas de estas variaciones pueden ser anticipadas, será posible con ello lograr una coordinación más estrecha y obtener así una mayor estabilidad monetaria.

VIDA DEL BANCO

Nuevo director del Fondo de Promoción de Exportaciones, PROEXPO

La Junta Directiva de Proexpo, en sesión del 30 de los corrientes y mediante Acta No. 540-352, designó al doctor Carlos Caballero Argáez como Director del Fondo en referencia.

El doctor Caballero Argáez es ingeniero civil de la Universidad de los Andes, con

“Master of Science” de la Universidad de California, Berkeley, y “Master of Public Administration”, de la Universidad de Princeton. Ha desempeñado, entre otros cargos, el de Técnico de la Unidad de Coordinación Presupuestal en el Departamento Nacional de Planeación, Director Ejecutivo de la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Asesor de la Junta Monetaria y, últimamente, Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia. Es autor de diversos e importantes libros y artículos de carácter económico.