

NOTAS SOBRE LA EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO EN LOS ULTIMOS AÑOS

Introducción

El objeto del presente documento es analizar muy someramente la evolución del sistema financiero colombiano con particular énfasis en los bancos comerciales y las corporaciones financieras, durante los últimos quince años. Mostraremos cómo, a pesar de algunos tropiezos, el proceso de liberación financiera iniciado en 1974 ha avanzado satisfactoriamente, consultando la necesidad de coordinar las políticas referentes al sistema financiero con las políticas macroeconómicas.

El trabajo está dividido en cinco capítulos. El primero analiza y describe a grandes rasgos el proceso de liberación financiera iniciado en Colombia en la primera mitad de la década pasada, así como las reformas de 1979 tendientes a neutralizar la desintermediación financiera. Se hace referencia a los principales esfuerzos de la liberación financiera y se describen y analizan los logros y problemas que dicho proceso ha enfrentado. Dentro de éstos se destacan el papel contraccionista que en términos monetarios hubo de jugar el sistema financiero en la bonanza cafetera de la década pasada y la respuesta de las autoridades a la crisis por la que atravesó el sector durante los años 1982 a 1985.

Los siguientes capítulos analizan más en detalle algunos de los aspectos relevantes que se reseñan en el capítulo primero. El segundo capítulo se concentra en el estudio de las inversiones forzosas y las inversiones sustitutivas del encaje, así como en el análisis de la evolu-

ción del régimen de encajes. La legislación respectiva y la presentación de algunas cifras permite concluir que a lo largo del período analizado dichas inversiones representan una carga cada vez menos onerosa para el sistema financiero, especialmente porque en el transcurso del tiempo la remuneración de éstas se ha incrementado. De igual forma, mostraremos cómo en el tiempo, gracias al desarrollo de las operaciones de mercado abierto, el sistema de encajes ha perdido importancia relativa como herramienta de control monetario.

En el tercer capítulo se analiza el crédito de fomento. Se muestra la forma como ha evolucionado de manera tal que cada vez es menos subsidiado, más independiente de la política monetaria y menos costoso para los intermediarios que lo financian.

El cuarto capítulo analiza la evolución de los principales pasivos del sistema financiero, en lo que atañe a sus montos, tasas de interés y plazos. Mostraremos que, como resultado de la evolución descrita en el primer capítulo, en la actualidad el país cuenta con un mercado de capitales mucho más desarrollado que el existente hace una década. La mayoría de los recursos del ahorro se moviliza a través de activos financieros con tasas de interés libres y positivas en términos reales y a plazos que hacen menos riesgosa la transformación que deben efectuar los intermediarios financieros. Finalmente, en el quinto capítulo se presentan las principales conclusiones del estudio.

I. Orientación del sistema financiero

A. Antecedentes

Desde la década de 1950 y hasta comienzos de los años setenta, las características del sistema financiero colombiano se pueden enmarcar dentro de un esquema típico de represión financiera. La política intervencionista que rigió el manejo de la economía durante este período se manifestaba, en el campo financiero, en la prioridad asignada a lograr una distribución selectiva de los escasos recursos de ahorro, hacia actividades que se consideraban prioritarias para acelerar el crecimiento económico.

Dentro de este criterio, resultaba de vital importancia el ofrecer recursos a sectores o actividades específicas a costos inferiores a los del mercado, con el objetivo de estimular la inversión. Así, el papel de las autoridades monetarias, más que el control mismo de los agregados monetarios, estaba relegado básicamente a intervenir en el proceso de asignación del ahorro financiero y suplir las deficiencias que en esta área presentaba el mercado de capitales.

En consecuencia, existían múltiples controles y restricciones a la actividad de los intermediarios financieros (especialmente en el sistema bancario) que se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. Existía una gran heterogeneidad en los niveles de las tasas de interés activas, las cuales se determinaban por lo general sin considerar criterios claros respecto al plazo de los recursos, el riesgo y el costo de los mismos.
2. Los topes a las tasas de interés tanto activas como pasivas conducían a la presencia de tasas de interés reales muy bajas o negativas, lo cual desestimulaba la movilización de recursos a través del mercado institucional, a la vez que generaba una mala asignación de recursos.

3. El sistema bancario tenía un papel importante en el financiamiento de la inversión vía el redescuento de recursos en el Banco Central, provenientes tanto de inversiones forzosas del sistema bancario, como de líneas de crédito para determinados fines, con intereses subsidiados.

La existencia de este conjunto de restricciones sobre las tasas de interés activas y pasivas, la asignación del crédito, el desestímulo al ahorro financiero, inversiones forzosas, etc., tuvo claros efectos sobre las posibilidades de crecimiento del sistema financiero, cuya importancia sólo habría de apreciarse a comienzos de los años setenta, cuando se empieza a cuestionar la eficacia de esta política.

Por una parte, el tamaño del sistema institucional era reducido y la relación de ahorro financiero a Producto Interno Bruto (PIB) era baja (6.1% para 1970). Existía un importante mercado extrabancario que suplía en parte la financiación de créditos de corto plazo correspondiente al sistema bancario tradicional. La asignación de recursos era ineficiente, ya que éstos no fluían hacia las actividades más productivas y probablemente de mayor riesgo, sino hacia aquellos deudores que ofrecían mayores garantías, con efectos adversos sobre la distribución del ingreso. Como resultado de ella, se canalizaban recursos hacia actividades que no eran necesariamente las de indispensable financiación y se inducía, cuando los recursos llegaban al fin propuesto, una intensidad de factores productivos, indeseable en una economía con abundancia de mano de obra. Ello determinaba que la demanda de crédito excediera apreciablemente las disponibilidades de recursos. Por último, las autoridades monetarias tenían muy poca autonomía, dada la estrecha vinculación de sus funciones a la necesidad de generar y orientar recursos hacia determinadas áreas de la economía.

B. La nueva orientación del sistema financiero

Diversos escritos de comienzos de los años setenta identificaban claramente los proble-

mas monetarios y del sector financiero con el manejo dado hasta el momento a la estructura de las tasas de interés: "El tema puede ser la cuantía y distribución óptima del crédito; puede ser lo referente a la generación de ahorro y sus formas de captación; o también tratarse de las instituciones financieras y su actividad como intermediarios; en todos los casos el fenómeno está relacionado con la estructura de tasa de interés" (1).

Aun cuando los controles sobre esta variable se consideraban la principal limitante, era claro que la concepción misma de las funciones del sistema financiero y su marco de operación, no permitían que éste desempeñara adecuadamente su papel en los procesos de movilización y asignación de los recursos de ahorro de la economía.

En consecuencia, era necesario crear las condiciones para el funcionamiento eficiente y libre del mercado financiero. La reforma financiera de 1974 marca el inicio de este proceso. Las autoridades, bajo el convencimiento de que el mantener reprimido el mercado no sólo limita la acción de la política monetaria, sino que restringe el crecimiento del sistema financiero y desestimula el desarrollo de nuevos instrumentos e instituciones en el mismo, en últimas en detrimento del sector real, iniciaron a mediados de la década del setenta un proceso de liberación gradual del sistema financiero.

Las primeras medidas estaban encaminadas, básicamente, a reducir la dispersión entre los rendimientos de los diversos activos financieros y disminuir el papel que desempeñaba el Banco Central en la expansión y asignación del crédito doméstico.

Es así como se elevaron los intereses de las cuentas de ahorro y los certificados de depósito a término y se impuso un tope a la corrección monetaria reconocida por el UPAC (2). Aun cuando esta medida constituía aparentemente un movimiento en contra de la liberación buscada, era indispensable para el propósito de inducir mayor competencia entre las diversas

formas de captación de recursos. El gradualismo en el proceso de ajuste de las tasas de interés pretendía evitar cambios muy bruscos entre los distintos activos financieros, que pudieran ocasionar dificultades al manejo de las operaciones bancarias.

En cuanto a las tasas activas, se eliminaron los topes existentes en los dos renglones principales de las colocaciones del sistema bancario, cuales eran la financiación de importaciones y la cartera proveniente de recursos ordinarios (3).

En lo concerniente al papel del Banco Central, se limitó el acceso de los bancos comerciales al mismo, recuperando su función básica como prestamista de última instancia. Para ello se elevaron las tasas de redescuento y se hicieron más severas las sanciones por incumplimiento en los requisitos mínimos de encaje legal.

Por último, se tomaron medidas para desmontar algunas de las inversiones forzosas a las que estaban sujetos los bancos y se redujeron los numerosos requerimientos de encaje sobre los distintos depósitos del público en los intermediarios financieros. Igualmente, y como se discute en detalle en el siguiente capítulo, se disminuyó notablemente la dispersión existente en materia de encajes.

El efecto de estas medidas se reflejó en un crecimiento acelerado de la actividad financiera durante gran parte de la década del setenta, a tasas que duplicaron las del resto de la economía y en un crecimiento del ahorro transferible respecto al PIB, relación que pasó de un 6.1% en 1970 a niveles entre el 11.0 y el 12.0% hacia fines de la década.

(1) Ortega, Francisco J. Discurso de Clausura del Cuarto Simposio sobre Mercado de Capitales. Medellín, septiembre de 1975.

(2) Ya que este papel se había introducido al mercado en 1972, con posibilidades de ofrecer rendimientos muy superiores a los existentes en el mercado. Vale la pena recordar que la creación del UPAC no respondió a un intento deliberado de reforma en el sector financiero, sino a las necesidades del sector de la construcción.

(3) Mediante Resolución 27 de 1975, la Junta Monetaria liberó la tasa de interés sobre crédito ordinario. Con anterioridad a dicha medida, ésta se hallaba sujeta a un tope del 16% anual (Resolución 11 de 1974).

C. La bonanza del sector externo 1975 - 1980

El proceso de liberación que se había iniciado con la reforma de 1974 se vio temporalmente interrumpido cuando a raíz de la bonanza del sector externo (1975-1980) fue necesario acudir a diversas herramientas que permitieran compensar los efectos monetarios de la rápida acumulación de activos internacionales.

En efecto, las reservas internacionales netas pasaron de US\$ 547 millones a finales de 1975 a US\$ 5.416 millones en 1980, un incremento de diez veces el valor inicial, el cual tuvo que asimilarse sin comprometer del todo la estabilidad interna en una espiral inflacionaria de alcances impredecibles. A pesar del éxito con que se sorteó dicha coyuntura, ello no estuvo exento de costos.

Las autoridades, partiendo de la base de que dicha bonanza era un fenómeno temporal, optaron por la política de permitir la acumulación de reservas mencionada, lo cual exigía la generación de importantes volúmenes de ahorro interno.

Dado que las características del mercado de capitales no permitían utilizar las operaciones de mercado abierto en los volúmenes requeridos, se optó inicialmente por acudir a otros mecanismos para compensar la expansión de la oferta monetaria. Los más importantes y a su vez los que tuvieron un mayor efecto sobre la actividad del sistema financiero fueron los marcados incrementos en los encajes bancarios y la introducción del certificado de cambio.

En primer lugar, se estableció en 1977 un *encaje marginal* del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente, con el propósito de restringir totalmente la posibilidad de expansión secundaria de los bancos a partir de estos recursos y se elevaron los encajes sobre otros tipos de depósitos.

Por otra parte (en reemplazo de las operaciones de mercado abierto) se introdujo en este mismo año el mecanismo de certificado de

cambio, papel denominado en dólares, de colocación forzosa, que se entregaba a los exportadores con un rendimiento lo suficientemente atractivo, para que el mantener o transferir este título durante el plazo estipulado permitiera diferir la monetización de las divisas.

Además, para tratar de impedir que el conjunto de las medidas contraccionistas y en particular, la presencia de los certificados de cambio, elevaran excesivamente las tasas de interés, en 1978 se establecieron topes a los intereses sobre las distintas formas de depósitos de ahorro.

Como se verá más adelante, la existencia de altos requerimientos de encaje durante un periodo prolongado (1977 a 1980) y en especial, el encaje marginal del 100%, afectaron en forma importante la rentabilidad de los bancos y por ende los incentivos para su capitalización. Adicionalmente, buscando evadir estas restricciones, los intermediarios diseñaron nuevas formas de captación que llevaron al desarrollo de un mercado paralelo, disminuyendo así las posibilidades de control por parte de las autoridades monetarias. Por último, el restablecimiento de controles a las tasas de interés alteró las condiciones relativas de rentabilidad de los diversos papeles, dificultando así los desarrollos que se estaban produciendo (y que las autoridades habían propiciado en 1974) en el frente financiero.

Hacia fines de la década del setenta, en vista de que las presiones expansionistas subsistían y se habían utilizado hasta el límite los instrumentos disponibles de control, se hizo evidente la necesidad de comenzar a crear las condiciones para hacer uso de las operaciones de mercado abierto, de tal forma que se pudieran relajar las restricciones al sistema bancario sin crear mayores traumatismos en el campo monetario. La racionalización de la estructura de las tasas de interés vigentes en el mercado institucional era requisito indispensable para que las nuevas operaciones de contracción no generaran una competencia inequitativa al sistema financiero. El reconocimiento de que

era indispensable volver a un régimen más libre de operación en el sistema financiero, marcó la pauta de lo que sería la política financiera a partir de 1979.

D. Las reformas de 1980 - 1983

Durante el año 1979 el Banco de la República emitió los llamados "Títulos de Participación", ofreciendo rendimientos altamente competitivos dadas las condiciones del mercado en ese momento. La movilización de recursos hacia estos papeles fue acelerada, aun cuando en principio se tuvo la precaución de emitirlos en cuantías mínimas lo suficientemente elevadas para que no desplazaran recursos de pequeños y medianos ahorradores hacia los mismos.

Sin embargo, de mantenerse controladas las tasas de captación de los intermediarios era posible que, en un plazo mayor, los títulos de participación comenzaran a atraer en forma importante recursos del sistema financiero. Ello indujo a que en el año 1980 se hicieran dos reformas de gran importancia: primero, se liberaron las tasas de interés de los certificados de depósito a término (CDT), y segundo, se congeló el encaje marginal del 100% en los niveles presentados a fines del mes de enero, para luego desmontarlo en su totalidad en el año 1983. Simultáneamente, se nivelaron las condiciones de rentabilidad de otros títulos del mercado, de tal forma que pudieran competir más ágilmente con los CDT y se limitaron administrativamente las innovaciones desarrolladas por los bancos (dentro de éstas las más difundidas eran las "cuentas convenio" y las "ventas de cartera" mediante las cuales los intermediarios financieros estaban remunerando captaciones a la vista). De esta forma se redujo la participación del mercado extrabancario y se estimuló la canalización de recursos a través del sistema institucional.

Además de estas reformas, se inicia en 1978 un proceso de fortalecimiento de las finanzas de los Fondos Financieros orientado, por una parte, a eliminar definitivamente el componente de emisión primaria dentro de sus fuentes de recursos y por otra, a ajustar las tasas de interés de los créditos, procurando que éstos

reflejen las variaciones en los costos de captación, como se discute más adelante (4). Con este propósito, se canalizaron nuevos recursos del sistema hacia la financiación de los fondos financieros y se crearon los Títulos Financieros Agroindustriales, con el objeto de captar recursos de ahorro a tasas competitivas y destinarlos al otorgamiento de crédito por parte de estas entidades. Dado que ello implicaba un aumento en el costo promedio de las fuentes de los fondos, mientras que sus tasas activas estaban controladas, al igual que las tasas que cobraban los bancos y corporaciones financieras por la parte no redescontable de los créditos, se inició en el año de 1983 un proceso de flexibilización de las tasas de interés de los créditos de fomento, el cual se discute en el capítulo tercero.

La política de desmonte gradual de restricciones continuó a lo largo de la década de 1980 y en especial hasta 1983 cuando los encajes marginales desaparecieron en su totalidad. Sin embargo, a comienzos de 1982 el sistema tuvo una crisis debido a malos manejos y baja capitalización, lo cual hizo necesario introducir ajustes al manejo de este sector y orientar las medidas de política hacia el rescate de las instituciones y el fortalecimiento patrimonial de todos los intermediarios.

E. La crisis financiera de 1982

Desde el año 1982 y, prácticamente hasta 1987, un número importante de intermediarios financieros entró en crisis. La presencia de prácticas irregulares en el manejo bancario, acompañada de una fase de receso en la actividad económica, condujo al resquebrajamiento financiero de varias entidades, las cuales se encontraban debilitadas patrimonialmente por diversos factores que habían desacelerado el ritmo de su capitalización en los últimos años.

Durante este período, el gobierno tomó un conjunto de medidas que van desde la liquidación,

(4) Las medidas más importantes a este respecto se materializaron en las Resoluciones 39 de 1978 y 12 de 1979 de la Junta Monetaria, las cuales crearon los Títulos de Crédito Nominativo y los Títulos Agroindustriales.

la intervención y la nacionalización de las entidades en crisis hasta el diseño de mecanismos que permitieran compensar las pérdidas que estaban generando dichas instituciones.

En cuanto al primero de estos aspectos, los cambios en la propiedad o la administración de los intermediarios tuvieron que acompañarse necesariamente de medidas financieras ya fuera a través del aporte directo de recursos de capital o mediante préstamos blandos y garantías oficiales que hicieran posible restablecer la solvencia de las entidades y permitirles seguir desempeñando su papel en la movilización del ahorro de la economía, sin perder la confianza del público y de los acreedores externos.

La política de las autoridades ha sido clara en cuanto a que no se ha favorecido a los accionistas de las instituciones intervenidas ni a los administradores, que fueron separados de sus cargos. Cuando se han adoptado medidas drásticas de saneamiento, los primeros han perdido su capital.

En materia de rentabilidad, las medidas se orientaron a generar nuevos ingresos que permitieran al sistema cumplir con las mayores exigencias en materia de provisiones. En este sentido, merecen destacarse medidas como la elevación en el rendimiento de los Títulos de Fomento Agropecuario y la creación de los Títulos de Capitalización Financiera.

Los primeros corresponden a la inversión obligatoria sobre las colocaciones de los bancos, en papeles creados para este propósito mediante la Ley 5a. de 1973. En cuanto a los Títulos de Capitalización Financiera, estos fueron creados con el objeto de constituir un fondo para el redescuento de créditos destinados a la adquisición de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de las entidades financieras. Para lo cual, se autorizó a los bancos a invertir hasta siete puntos de su encaje sobre exigibilidades a la vista y antes de treinta días en estos papeles. Ello, a la vez que liberaba encaje improductivo de los bancos, les per-

mitía obtener una rentabilidad adicional (la cual debía ser utilizada con el mismo fin que el producido del ingreso extraordinario sobre los títulos de la Ley 5a.), y favorecía simultáneamente la capitalización del sistema.

Dado que bajo las condiciones de rentabilidad existentes era difícil lograr que accionistas particulares se interesaran en estas entidades, los créditos con cargo a esta línea se otorgaban a tasas inferiores a las prevalecientes en el mercado, con el fin de estimular la compra de acciones. Posteriormente, cuando se estimó que las entidades ya estaban en condiciones de reemplazar esta forma de capitalización por la retención de utilidades (que ya estaban generándose en forma creciente) o alternativamente con dineros propios de los eventuales accionistas, se suspendió este sistema de capitalización subsidiada (junio de 1987) y se estableció que los recursos de este Fondo se utilizarían en el futuro en la compra de cartera improductiva de los bancos por parte del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

Ahora bien, en lo que respecta a los encajes, se continuó con la disminución gradual de los requisitos sobre las exigibilidades antes de treinta días y en 1986 se elevó en medio punto el encaje sobre CDT, para proveer de recursos al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras. Los beneficios de este desmonte de los encajes se analizarán en más detalle en los capítulos siguientes.

Las medidas de capitalización y, en general, el apoyo dado al sistema bajo los diversos mecanismos que se han diseñado, han tenido resultados bastante favorables en términos de los indicadores de la actividad financiera durante los últimos dos años. En la medida en que se ha logrado superar con éxito esta emergencia, las autoridades han reanudado sus esfuerzos para aumentar la eficiencia en la operación de los intermediarios financieros y permitirles así la generación de mayores niveles de rentabilidad. Las disposiciones más recientes en esta dirección serán analizadas en la próxima sección.

F. Disposiciones recientes

En la medida en que el sistema ha entrado en una fase de recuperación y su base patrimonial ha sido fortalecida, las autoridades han considerado que el apoyo futuro al sistema debe atender tres prioridades:

Primera, continuar con la racionalización de los controles a que está sometido, de tal forma que se estimule la generación de utilidades y, por ende, la capitalización de los intermediarios se haga con recursos propios o de terceros diferentes al gobierno;

Segunda, relacionado con el punto anterior, el gobierno ha presentado nuevamente a la actual legislatura un proyecto de ley que modifica la Ley 55 de 1975 y permite que el sector financiero se beneficie de inversión extranjera adicional;

Tercera, el fortalecimiento patrimonial de las entidades diseñadas para apoyar al sector, básicamente el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, de tal forma que éste cuente con recursos necesarios para respaldar el sano desarrollo de la actividad financiera. Dentro de dicho fortalecimiento se cuenta la puesta en funcionamiento del seguro de depósitos y la privatización de algunos de los bancos comerciales intervenidos.

En el primero de estos aspectos, las disposiciones más importantes son aquellas relacionadas con los sistemas de encaje y de inversiones forzosas, así como los avances logrados en lo que respecta al logro de un manejo más ágil de la liquidez primaria y, en particular, de la oferta de reserva bancaria, por parte del Banco Emisor.

1. Encajes

La activa participación que han tenido las autoridades monetarias en el mercado a través de las operaciones de mercado abierto, ha permitido que, desde el año 1983, no se haya acudido a la elevación en los niveles de encajes como mecanismo de contracción, aun en períodos de fuertes presiones expansionistas como lo fue la bonanza del sector externo en 1986.

Sin embargo, es claro que el propósito de las autoridades de continuar con una disminución gradual de los encajes depende de que se logren corregir desequilibrios en otros sectores de la economía, de tal forma que se reduzcan las presiones expansionistas sobre la base monetaria. Para poder proseguir en esta dirección se requerirá una mayor reducción del déficit del sector público, lo cual está previsto en las proyecciones macroeconómicas para el próximo bienio ⁽⁵⁾. Igualmente, el saneamiento progresivo del sector financiero y su relativa independencia de recursos monetarios debe contribuir a este propósito.

Partiendo de estos criterios, las modificaciones en los niveles de encaje en los últimos años han buscado compensar las presiones expansionistas de acuerdo con el origen de las mismas. Es así como se elevó en un punto el encaje sobre cuentas corrientes para compensar el efecto de la creación de un cupo dirigido al mismo sistema financiero ⁽⁶⁾ y se incrementó el requisito de encaje sobre los depósitos oficiales, para poner en igualdad de competencia a los bancos oficiales, los cuales estaban creciendo en forma excesiva con base en los mismos. Dado que se trataba de ajustes transitorios que debían desaparecer una vez se revirtieran las condiciones que dieron origen a estas medidas, en el transcurso del presente año se han reducido paulatinamente los requisitos de encaje del sistema bancario para permitir una asignación más libre de los recursos.

El mecanismo del encaje se tecnificó ampliamente, para darle a los bancos elementos más claros para su operación ⁽⁷⁾. Para este efecto, se ha buscado unificar gradualmente los niveles de encaje y se reformaron el sistema de cómputo de los mismos y el régimen de sanciones, con el doble propósito de mejorar el control

(5) Véase Notas Editoriales de mayo de 1988.

(6) La Resolución 32 de 1987 J. M. aumentó en \$ 10.000 millones el cupo concedido al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras mediante Resolución 104 de 1985 J. M., con el propósito de que éste interviniera la operación de un Banco que se hallaba enfrentando graves problemas de solvencia.

(7) Resolución 58 de 1987 de la Junta Monetaria.

monetario y facilitar a los intermediarios el manejo de su tesorería. Para ello, se pasó de un sistema contemporáneo a uno que podríamos llamar semi-desfasado, donde el período del encaje requerido coincide parcialmente con el presentado. Ello permite que los intermediarios trabajen con mayor información, lo cual, junto con la unificación de algunos encajes, significa la posibilidad de un manejo de tesorería más eficiente por parte de la banca. Simultáneamente, se introdujo el mecanismo del "carry-over", es decir, el traslado automático de los desencajes superiores al 1% del requerido, a la semana siguiente (o el mes siguiente en el caso de defectos en la posición mensual), lo cual debe disminuir la variabilidad de la demanda por reserva bancaria.

Igualmente, con el propósito de aumentar la competitividad de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda se elevó el tope y se modificó el cálculo de la corrección monetaria y se redujeron significativamente los requerimientos de encaje sobre sus depósitos.

2. *Agilización en el manejo de la liquidez primaria*

Para que las anteriores modificaciones en el régimen de encajes tengan los efectos deseados, es necesario complementarlas con mecanismos que agilicen el manejo de la liquidez primaria por parte del Banco de la República. Con este propósito, se diseñaron las operaciones Repos⁽⁸⁾, mediante las cuales el Banco Central recompra transitoriamente (hasta por un máximo de siete días) sus propios títulos, otorgando así liquidez al sistema bancario. La agilidad de este instrumento ha permitido graduar la liquidez cuando factores estructurales de corto plazo la afectan significativamente, permitiendo un mejor funcionamiento del mercado sobre bases competitivas.

Adicionalmente, se modificaron las condiciones del cupo ordinario de crédito para permitir un acceso automático de los bancos al mismo, cuando se presenten reducciones imprevisibles en sus exigibilidades⁽⁹⁾.

3. *Inversiones forzosas*

En cuanto a las inversiones forzosas, las autoridades han convenido en mantener mecanismos de crédito dirigido, porque nuestra economía requiere de algún grado de intervención del Estado para garantizar un flujo adecuado de recursos hacia determinados sectores. Evidentemente, "el mercado, por sí solo no está aún en capacidad de realizar la transformación de plazos que requieren determinadas actividades"⁽¹⁰⁾. Sin embargo, existe claridad en cuanto a que los créditos concedidos con dichos recursos no deben ser subsidiados y por ello se ha continuado con la política de ajustar las tasas de interés de los créditos de fomento. De otra parte, se reconoce que para los intermediarios representa una carga que las tasas de interés de las inversiones forzosas estén por debajo de las del mercado y, por ello, se ha procurado mejorar gradualmente la rentabilidad de dichas inversiones.

Siguiendo estas directrices las autoridades tomaron una de las medidas más ambiciosas de los últimos tiempos, al autorizar la Junta Monetaria la negociabilidad en el mercado secundario de valores de los Títulos de Fomento Agropecuario y los Títulos de Crédito de Fomento, o sea aquellos computables para el encaje sobre CDT de bancos, corporaciones financieras, y compañías de financiamiento comercial⁽¹¹⁾. De esta manera se liberan recursos que estaban invertidos en operaciones de baja rentabilidad, para dedicarlos a nuevas colocaciones con rendimientos de mercado, y a su vez, se favorece el fortalecimiento del mercado de capitales al ampliar la gama de posibilidades para el inversionista privado.

Como corolario de estas políticas, las autoridades han continuado con el propósito de fortalecer las finanzas de los Fondos Financieros, desmontando los subsidios implícitos en las tasas activas de interés. Salvo el crédito agropecuario

(8) Resolución 27 de 1988 de la Junta Monetaria.

(9) Resolución 56 de 1988 de la Junta Monetaria.

(10) Véase Notas Editoriales, Op. cit., página VI.

(11) Resoluciones 57 y 72 de 1987 de la Junta Monetaria.

de corto plazo, todas las demás operaciones de crédito industrial (Resoluciones 24 y 25 de 1987 J. M.), el crédito a los municipios a través del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (Resolución 53 de 1987 J. M.) y el crédito de capital de trabajo concedido por PROEXPO tienen un costo definido en términos de la DTF. La generalización de la tasa de interés variable (DTF) para los créditos dirigidos constituye uno de los avances importantes para el correcto funcionamiento del sistema financiero.

4. Fondo de Garantías

La creación del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras constituye un paso fundamental para el reordenamiento institucional del sistema financiero. Actualmente es el principal mecanismo de apoyo a las entidades financieras con graves problemas de solvencia.

En principio fue necesario que el Banco de la República concediera créditos al Fondo de Garantías, ya que éste no contaba con los mecanismos para obtener sus propios recursos. Recientemente, y ante la clara evidencia de que esta entidad debe contar con fuentes permanentes, distintas a las de emisión, que garanticen el cabal cumplimiento de sus propósitos, se diseñó el seguro de depósito, el cual permitirá, por una parte, dotar de fuentes sanas al Fondo de Garantías y por otra, constituir una reserva para responder a los ahorradores por sus depósitos. De esta forma se aísla la política monetaria de eventuales problemas de solvencia en el sistema.

En síntesis, se puede afirmar que, a pesar de la necesidad de variar el ritmo al cual sería deseable introducir medidas adicionales de liberación del sistema financiero tendientes a suprimir las distorsiones y restricciones innecesarias que aún prevalecen, la política monetaria durante las últimas dos décadas ha mantenido un criterio claro para su ejecución en el largo plazo, orientada siempre a propender por un sistema que funcione respondiendo cada vez más a las fuerzas del mercado. Obviamente, este proceso ha sido gradual, ya que su desarrollo depende de que

se logren corregir los desequilibrios que aún subsisten en otros sectores y las imperfecciones mismas del mercado financiero. Cualquier comparación entre el grado de sobre-regulación que había antes de 1974 y el que existe actualmente señala un cambio de fondo en las políticas acerca del sistema financiero.

Paralelo a esta progresiva liberación se ha ido desarrollando el mercado de valores. Este ha avanzado no sólo en el volumen de sus transacciones sino en las posibilidades de ofrecer papeles de mayores plazos y a tasas cada vez más competitivas. Como se verá en los siguientes capítulos, a ello ha contribuido la emisión de un volumen cada vez mayor de papeles negociables, dentro de los cuales los títulos del Banco Emisor y los papeles de deuda pública han tenido una función importante.

II. Encaje e inversiones forzosas y sustitutivas: Descripción de su evolución y sus costos

En este capítulo se describe brevemente la evolución de la carga que el régimen de encajes e inversiones forzosas ha representado para el sistema financiero desde la década pasada. En este sentido, se cubren tres tópicos: la importancia del encaje y las inversiones forzosas, su rendimiento (y el correspondiente costo de oportunidad para las entidades del sector) y la sustitución de los encajes por las operaciones de mercado abierto como instrumentos de control monetario, esto último con el fin de distribuir el costo de dicho control entre los sectores económicos y no concentrarlo únicamente sobre el sistema bancario.

En cuanto a la evolución de la importancia del encaje y las inversiones respecto a las captaciones y colocaciones del sistema, es clara su reducción en los últimos años, después de haber sido bastante elevada a comienzos de la década anterior y de haber crecido significativamente entre 1978 y 1980 por razón del control monetario (fundamentalmente por medio

de encajes) que impuso la bonanza del sector externo en ese período. Este comportamiento se aprecia en el Cuadro 1 y en la Gráfica 1.

CUADRO 1

Importancia de las inversiones forzosas y del encaje del sistema bancario

Fin de:	Bancos comerciales y Caja Agraria		Bancos comerciales
	Inversiones y encaje/ Captaciones (1)	Inversiones y encaje/ Colocaciones (2)	Inversiones y encaje/ Colocaciones (2)
1970			61.54%
1971			56.91%
1972			62.42%
1973			72.36%
1974			67.32%
1975			63.84%
1976	51.10%	58.62%	67.89%
1977	54.52%	58.44%	63.72%
1978	55.60%	62.65%	70.95%
1979	59.76%	69.24%	82.14%
1980	51.85%	62.25%	71.03%
1981	46.41%	56.68%	64.34%
1982	44.14%	50.45%	57.96%
1983	39.84%	43.64%	50.98%
1984	38.97%	43.84%	50.65%
1985	37.04%	43.47%	51.05%
1986	38.95%	45.71%	53.75%
1987	37.66%	43.12%	50.72%

(1) Inversiones y encaje = Inversiones sustitutivas del encaje + inversiones obligatorias + Reserva.
Captaciones = Depósitos en Cuenta Corriente + Depósitos de Ahorro + CDT.
Reserva = Reserva Bancaria = Reserva para encaje de los bancos comerciales y la Caja Agraria, consistente en caja y depósitos en el Banco de la República.
La Reserva de la Caja Agraria puede estar ligeramente sobreestimada para 1970-1977.

(2) Colocaciones = Cartera total + Deudores varios M/L + Inversiones voluntarias.

Fuente: Revista del Banco de la República 1974-1988 y balances mensuales de los bancos comerciales y la Caja Agraria.

La disminución del peso del encaje desde 1980 se explica por el desmonte del encaje marginal del 100% para nuevos depósitos en dicho año, y por la liberación de los recursos congelados entre

1977 y 1980 en 1983, cuando se eliminó completamente el encaje marginal. Desde entonces la importancia del encaje no ha sufrido alteraciones sustanciales hasta 1988. Prueba de ello es el hecho de que la reserva bancaria más las inversiones sustitutivas como proporción de las captaciones del sistema oscilaron entre el 28.3 y el 30% en los últimos cuatro años (12).

Ahora bien, no solamente el porcentaje de encaje total fue reducido, sino también la parte productiva del mismo ha ganado participación, aliviando de esta forma la carga que soportan los intermediarios financieros. Esta tendencia se ilustra en el Cuadro 2 y en la Gráfica 2.

CUADRO 2

Importancia de las inversiones sustitutivas dentro del encaje total

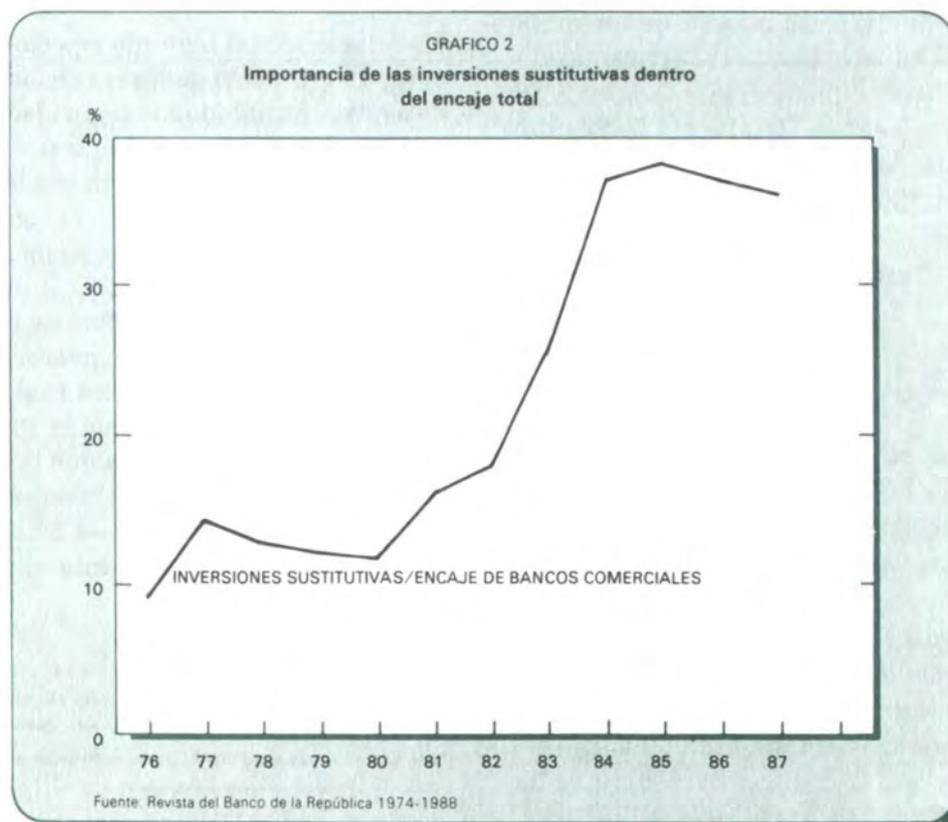
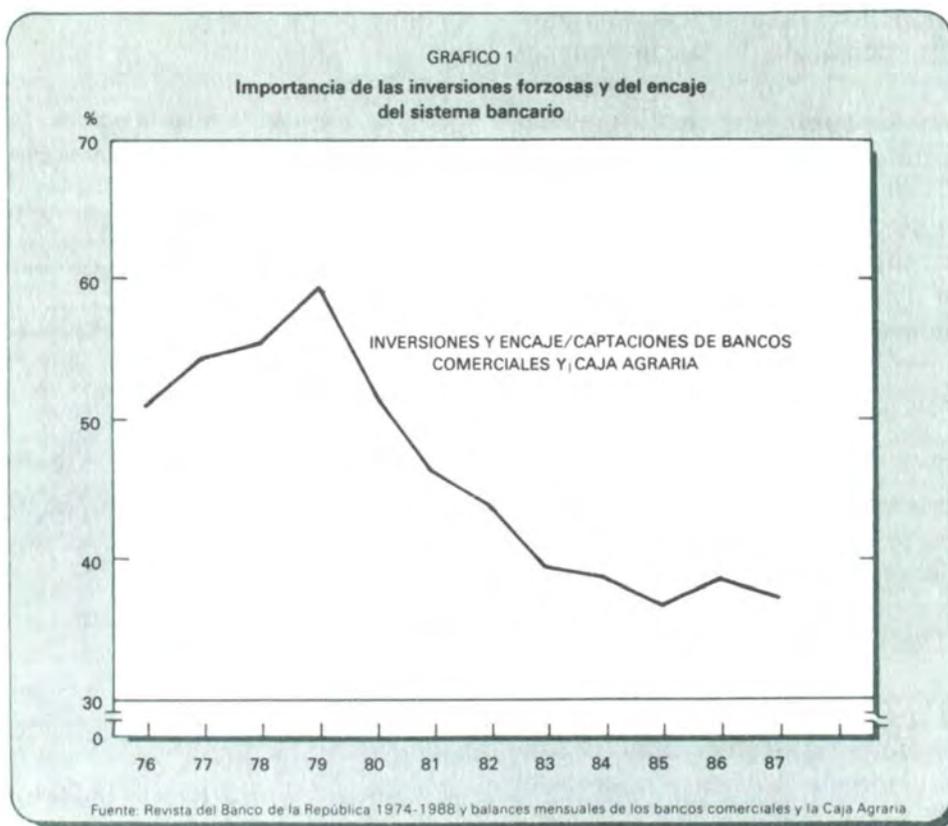
Inversiones/Encaje*

Fin de:	Bancos comerciales	Bancos comerciales y Caja Agraria
1976	9.4%	8.7%
1977	14.5%	13.5%
1978	13.0%	12.5%
1979	12.2%	13.0%
1980	11.9%	12.2%
1981	16.3%	16.1%
1982	18.2%	17.3%
1983	25.6%	24.7%
1984	37.3%	35.8%
1985	38.4%	37.1%
1986	37.3%	36.3%
1987	36.3%	35.1%

* Inversiones = Inversiones sustitutivas del Encaje.
Encaje = Inversiones + Reserva bancaria.
La Reserva de la Caja Agraria puede estar algo sobreestimada.

Fuente: Revista del Banco de la República 1974-1988.

(12) Recientemente, mediante las Resoluciones 48 y 57 de 1988, la Junta Monetaria permitió la sustitución de parte del encaje sobre depósitos oficiales por una inversión de \$ 10.000 millones en títulos del FAVI (con rendimiento aproximado de 25.3% efectivo anual) y redujo en dos puntos el encaje sobre las exigibilidades a la vista y antes de 30 días, lo que refuerza la tendencia decreciente de la importancia de esta carga.



Llama especialmente la atención el incremento de la participación de las inversiones registrado en 1984. Tal aumento se debió a la sustitución de siete puntos del encaje monetario sobre exigibilidades a la vista y antes de 30 días por los Títulos de Capitalización Financiera (Res. 60/84 y 84/85 J. M.), la cual incrementó la rentabilidad de los bancos y facilitó la capitalización de las instituciones del sector, como se mencionó anteriormente. Adicionalmente, conviene resaltar el esfuerzo de las autoridades por reducir la dispersión de los encajes. Muestra de ello son las Resoluciones 58 y 61 de 1987 J. M., que igualaron en 22% los encajes sobre las exigibilidades a más de 30 días y sobre parte de los CDAT, y la Res. 10/88 J. M., que disminuyó la diferencia entre los encajes de los diversos depósitos de establecimientos públicos.

Por su parte, el peso de las inversiones forzosas a que estaban sujetos los establecimientos bancarios fue reducido en 1974 en el marco del proceso de liberación financiera ⁽¹³⁾. Así, desde 1973 los Títulos de Fomento Agropecuario del FFAP (suscritos sobre las colocaciones) representan la mayor parte de las inversiones obligatorias de los bancos. Desde 1984 la rentabilidad de estos Títulos fue incrementada en 7 y 6 puntos, como se verá en detalle más adelante. Recientemente, las Res. 72 y 73/87 J. M. simplificaron la definición de la base de colocaciones y redujeron el porcentaje requerido de inversión en Títulos de Fomento Agropecuario, a la vez que aumentaron su rendimiento y permitieron su libre negociación y su cómputo como encaje de CDT ⁽¹⁴⁾.

En conclusión, es indudable que la importancia del encaje y las inversiones forzosas dentro de los usos productivos y las fuentes de recursos de los bancos ha disminuido notablemente. Tal resultado se puede extender, igualmente, a los otros intermediarios y en especial a las Corporaciones Financieras, como se ilustra en el Cuadro 3 y en la gráfica 3, donde se aprecia que el porcentaje de las captaciones que las inversiones forzosas y del encaje representan, se ha reducido del 63 al 41% entre 1976 y 1987.

CUADRO 3

**Importancia de las Inversiones Forzosas
y del Encaje — Corporaciones Financieras**

Fin de:	Inversiones/ Captaciones (1)
1976	63.2%
1977	44.8%
1978	50.7%
1979	69.7%
1980	52.3%
1981	48.1%
1982	46.2%
1983	40.9%
1984	42.9%
1985	40.0%
1986	43.6%
1987	41.3%

(1) Inversiones = Inversiones obligatorias + Inversiones sustitutivas del Encaje.
Captaciones = Bonos + CDT.
Fuente: Revista del Banco de la República 1981-1988.

En relación con el segundo aspecto en discusión, el del rendimiento de las inversiones forzosas y del encaje, ha habido con seguridad una mejora, en virtud del reconocimiento por parte de las autoridades del efecto que tienen las bajas tasas de interés de dichas inversiones sobre la rentabilidad de las entidades del sector.

Es así como entre 1970 y 1988 los rendimientos efectivos nominales de las inversiones han sido crecientes ⁽¹⁵⁾, y en términos reales, las pérdidas han disminuido, como se muestra en el Cuadro 4 donde se observa que la rentabilidad real anual promedio de las inversiones pasa del -11% entre 1974 y 1978 a -4.5% en los últimos cuatro años, período durante el cual ha sido

(13) Correa, María Claudia. "Consideraciones sobre el régimen de inversiones forzosas del sistema bancario y el impuesto inflacionario (1970-1985)". ESPE No. 9. Junio 1986. Págs. 19, 22 y 39-42.

(14) Los Bancos Ganadero y Cafetero no están sujetos a esta inversión y el Popular la tiene congelada.

(15) Correa, Ma. Claudia, Op. cit., págs. 23-24.

CUADRO 4
Rentabilidad real de las inversiones forzosas y del encaje*

Promedios anuales

1970-1973	-5.79%
1974-1978	-10.97%
1979-1983	-8.73%
1984-1988	-4.52%

* Calculada como $(1 + \frac{\sum l_i r_i}{\sum l_i}) - (1 + \text{Inflación})$

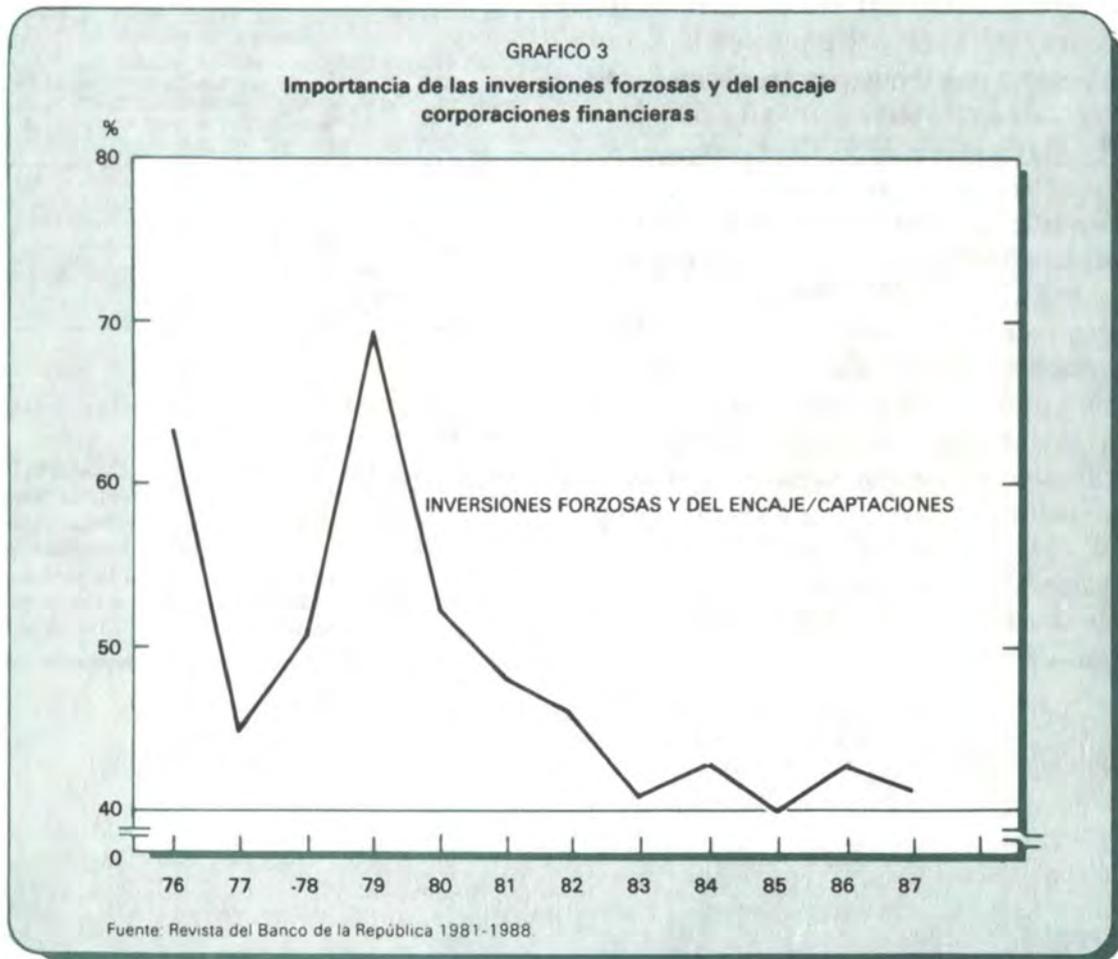
donde: l_i = Inversión i
 r_i = Rendimiento de la Inversión i
 Inflación = Variación IPC Total Nacional.

Fuente: Correa. ESPE No. 9 y Banco de la República DIE.

clara la política oficial de reconocer tasas de interés al menos similares a las de captación y de apoyar al sistema en la salida de la crisis que ha enfrentado desde 1982. Ejemplos de esta política han sido el rendimiento extraordinario sobre los títulos de fomento agropecuario (de 7 y 6 puntos en 1984-1986 y 1987 respectivamente)⁽¹⁶⁾, la elevación de la rentabilidad de los mismos a 17.36% efectivo anual desde 1988 y los ingresos derivados de la inversión en títulos de Capitalización Financiera, que rinden 20.22% efectivo anual⁽¹⁷⁾.

(16) El interés ordinario de esta inversión era del 8% anual trimestre vencido hasta diciembre de 1987.

(17) Tanto los ingresos sobre los Títulos de Capitalización Financiera como los rendimientos extraordinarios de los Títulos de Fomento Agropecuario deben destinarse por los bancos a constituir una reserva especial para la protección de su cartera.



Desde finales de 1987 se ha permitido la negociación de las inversiones del encaje de CDT de bancos y corporaciones y del encaje de los pagarés de las Compañías de Financiamiento Comercial (Títulos de Crédito de Fomento Res. 57/87 J. M.), así como la de los nuevos Títulos de Fomento Agropecuario. De esta manera, al tiempo que cumplen los requerimientos de encaje e inversión con la suscripción primaria de los títulos, los intermediarios pueden negociarlos, incrementando su rentabilidad según las tasas de interés de captación y colocación vigentes ⁽¹⁸⁾.

En tercer lugar, para examinar el cambio que se ha efectuado en la forma del control monetario, debe notarse que el encaje se redujo, como proporción de las captaciones, del 47% al 29% entre 1979 y 1983, y a partir de 1984 se nota una estabilización en este indicador alrededor del 30% (Cuadro 5 y Gráfico 4). Por el contrario, las operaciones con títulos del Banco de la República muestran una tendencia creciente desde 1984, llegando a representar más del 50% de la Base Monetaria desde 1986. Claro está que no todos los títulos son de voluntaria adquisición en el mercado; por ejemplo, en 1986 y 1987 el notable incremento en el saldo de los títulos se debe a los TREC y TREN ⁽¹⁹⁾ que son obviamente acordados con empresas del sector público. Sin embargo, deben resaltarse dos puntos: primero, a pesar de ser títulos "acordados", su empleo contrasta con el manejo monetario de la bonanza cafetera pasada cuando la reserva bancaria, como proporción de las captaciones, llegó al 47%; y segundo, gradualmente las OMA voluntarias han ganado participación, tal como se ha analizado en diferentes Notas Editoriales ⁽²⁰⁾.

CUADRO 5
Importancia de los instrumentos
de control monetario

Fin de:	Encaje/ Captaciones (1) %	Operaciones mercado monetario (2)/ Base Monetaria %
1976	34.9	9.5
1977	39.3	21.8
1978	41.4	16.1
1979	47.2	19.5
1980	41.1	26.0
1981	37.0	21.8
1982	34.7	30.2
1983	29.0	12.3
1984	29.3	17.5
1985	28.4	27.7
1986	31.0	64.3
1987	30.0	50.2

(1) Encaje = Inversiones sustitutivas del Encaje + Reserva Bancaria.
Captaciones = Depósitos cuenta corriente + Depósitos de ahorro + CDT.

(2) Las operaciones en el Mercado Monetario incluyen:
— Títulos de Participación suscritos por Instituciones Financieras, Particulares, Fondo Amortización TAN, Banco de la República y Sector Público no Financiero.
— Títulos Canjeables por Certificados de Cambio suscritos por Instituciones Financieras, Particulares, Federación Nacional de Cafeteros, Fondo de Exploración de ECOPETROL, Tesorería General, los de la Resolución 17 de 1988 de la Junta Monetaria (Banco de Colombia), y los de las Resoluciones 23 y 71 de 1984 de la Junta Monetaria.

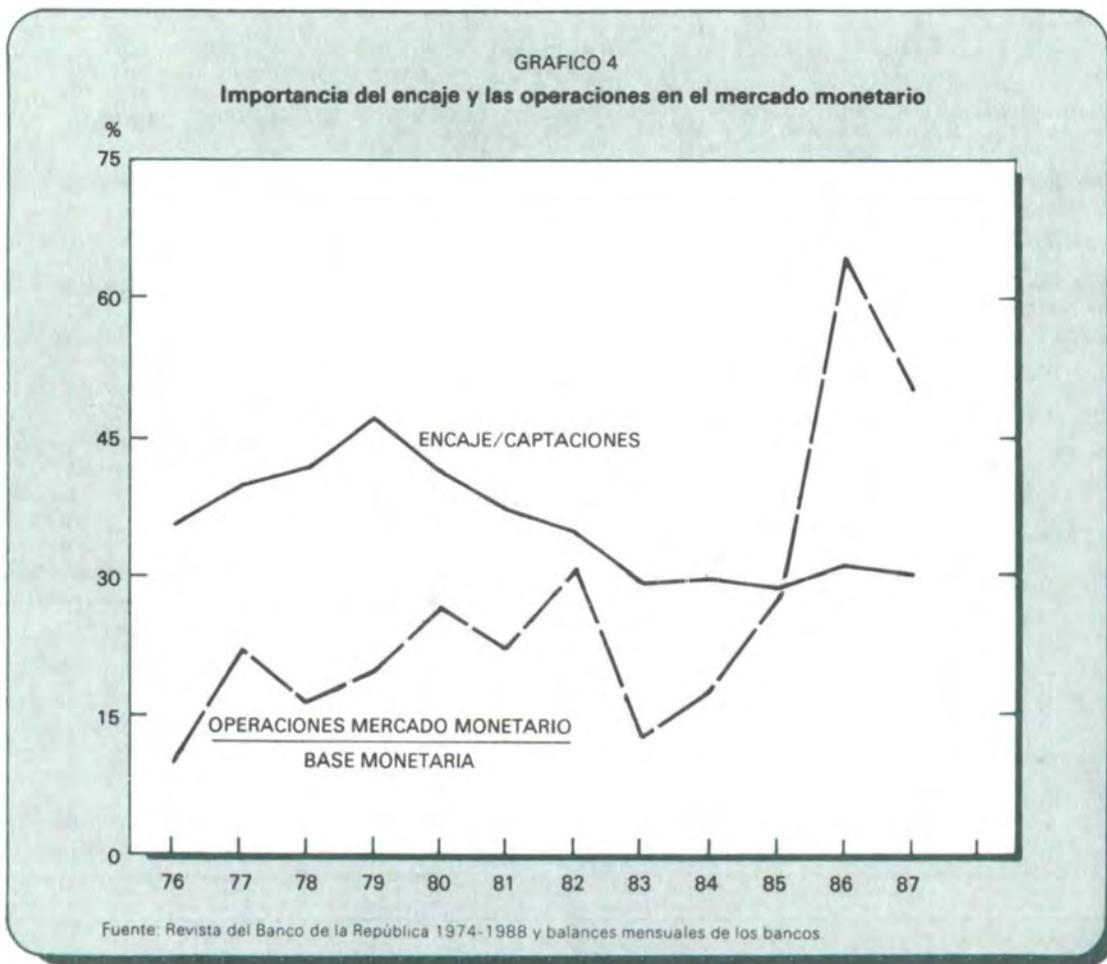
— Certificados de Cambio
— Títulos de Regulación del Excedente Cafetero (TREC) y Títulos de Regulación del Excedente Nacional (TREN)

Fuente: Revista del Banco de la República 1974-1988 y balances mensuales de los bancos.

(18) Banco de la República. Notas Editoriales de diciembre de 1987 y mayo de 1988.

(19) Los TREC (Títulos de Regulación del Excedente Cafetero) y los TREN (Títulos de Regulación del Excedente Nacional) son pasivos del Banco de la República suscritos, respectivamente, por la Federación de Cafeteros y algunas entidades públicas (Ecopetrol, Telecom y otras), con el fin de canalizar los recursos excedentes de estas empresas hacia la financiación del pago de deuda externa (especialmente del sector eléctrico) a través del FODEX.

(20) Véase en particular, las Notas de septiembre de 1986.



ANEXO

Régimen de encaje e inversiones computables del sistema financiero en 1988 — Bancos

Exigibilidad	% Encaje total	% Encaje monetario	Inversiones computables
1. Depósitos y exigibilidades antes de 30 días (excepto los de establecimientos públicos)	Primeros \$ 130 millones Resto: 42 (1)	18 42 - Inversiones (33 aproximadamente)	<p>A. Hasta 1% pagarés Provienda Social Forma "E" del ICT. Vencimiento a 1 año. Rend. 7.8% nominal anual TV (8.03 efectivo).</p> <p>B. Hasta 1% Títulos de Crédito Nominativos Res. 28/84 J.M. Plazo igual al de los préstamos otorgados para la venta de bienes recibidos en pago. Rendimiento: 24% anual TV (26.25 efectivo).</p> <p>C. 0.5% Bonos Clase "A" del FGIF. Vencimiento a 15 meses. Rendimiento: 12% anual TV (12.55 efectivo).</p> <p>D. Saldo a octubre 10/86 de la inversión en Títulos de Capitalización Financiera (Res. 60/84): \$ 33.769.5 millones. Rendimiento: 18% TA (20.22 efectivo). Plazo: 6 meses.</p> <p>E. Depósitos judiciales efectuados por los establecimientos bancarios nacionalizados según el Decreto 2920/82, previo concepto favorable de la Junta Monetaria.</p> <p>Rendimiento efectivo promedio ponderado: 19.1% (2).</p>
2. Depósitos y exigibilidades a más de 30 días (excluidos intereses y dividendos por pagar y CDT)	22	21.5	<p>A. 0.5% Bonos Clase "A" del FGIF. Vencimiento a 15 meses. Rendimiento: 12% anual TV (12.55 efectivo).</p>
3. CDT	10.5	0.0	<p>A. Hasta 10% Títulos de Crédito de Fomento Res. 57/87 J.M. Plazo: 1 año. Rendimiento: 25.44% efectivo anual (Colocados por descuento). Libremente negociables en el mercado, lo cual eleva su rentabilidad dependiendo de las tasas de interés pasiva y activa del mercado. Así por ejemplo, si la tasa de interés de captación por CDT es del 31.03% efectivo anual y la de colocación 41.1% efectivo anual, el rendimiento de esta inversión será del 38.4% efectivo anual.</p> <p>B. 0.5% Bonos Clase "B" del FGIF. Vencimiento a 15 meses. Rendimiento 24% anual TV (26.25% efectivo).</p> <p>C. Hasta 5.9% Títulos de Fomento Agropecuario que excedan el nivel registrado a junio 30/87 (los 5.9 puntos pueden sustituir parte de los 10 puntos que se pueden invertir en Títulos de Crédito de Fomento). Plazo: 1 año. Rendimiento: 17.36% efectivo anual. Los títulos emitidos desde enero 20/88 son colocados por descuento y libremente negociables en el mercado lo que eleva su rentabilidad a 33.9% efectivo anual para las mismas tasas de captación y colocación consideradas en el caso de los Títulos de Crédito de Fomento.</p> <p>Rendimiento Efectivo Promedio Ponderado: 37.5% suponiendo negociación de títulos y considerando que los bancos oficiales no tienen inversión en Títulos de Fomento Agropecuario.</p>
4. Depósitos de ahorro			
a) Depósitos de ahorro tradicionales a la fecha y CDAT a noviembre 30/87	30	0.5	<p>A. 10% Nuevos Bonos de Vivienda Popular del ICT. Vencimiento a 4 años. Rendimiento 20% SV (21% efectivo).</p> <p>B. 3.5% Bonos de Vivienda y Ahorro Clase "B" del ICT. Plazo: 15 años. Rendimiento: 12% anual TV (12.55% efectivo).</p> <p>C. 16% Cédulas Hipotecarias (no valorizables) del BCH. Vencimiento a 1 año. Rendimiento 18% anual TV (19.25 efectivo).</p> <p>Rendimiento Efectivo Promedio Ponderado: 19.05%.</p>

Régimen de encaje e inversiones computables del sistema financiero en 1988 — Bancos

Exigibilidad	% Encaje total	% Encaje monetario	Inversiones computables
b) Depósitos de ahorro tradicionales a la fecha y CDAT a Nov. 30/87 del Banco Popular	30	0.5	A. 10% Nuevos bonos de Vivienda Popular del ICT. B. 19.5% Bonos de Vivienda y Ahorro Clase "B" del ICT. Rendimiento Efectivo Promedio Ponderado: 15.41%
c) Depósitos de ahorro tradicionales a la fecha y CDAT a Nov. 30/87 de la Caja Agraria	20	0.5	A. 19.5% Créditos de Vivienda Rural, créditos a los ahorradores, créditos de fomento con plazo mayor de 1 año y alto rendimiento, y crédito para producción agrícola.
d) CDAT en exceso respecto a su nivel de noviembre 30/87	22	0.0	A. 22% Títulos de Crédito de Fomento. Plazo: 1 año. Rendimiento: 25.44% efectivo anual (colocados por descuento). Libremente negociables en el mercado. Rendimiento con negociación: 38.4% (véase inversiones del encaje de CDT).
5. Depósitos y acreedores fiduciarios	22	22	
6. Depósitos en M/E constituidos por el Banco de la República, según Artículo 35 del Decreto-Ley 444/67	33 sobre vigentes 100 sobre vencidos		
7. Exigibilidades por negociaciones de cartera (excluidas las generadas en operaciones con el FGIF)	42	42	
8. Depósitos de establecimientos públicos (de todos los órdenes)			
a) Depósitos fiduciarios distintos de impuestos, depósitos de ahorro tradicionales y CDAT, que excedan su nivel de enero 20/88, y cualquier otro tipo de exigibilidades diferentes de CDT y recaudos de impuestos	63 (1)	63 - Inversiones	\$ 10.000 millones en Títulos del FAVI denominados en UPAC, interés del 3% anual TV y plazo de 1 año. Rentabilidad efectiva de 25.3% aproximadamente. Estas inversiones se efectuaron en julio y agosto de 1988.
b) Depósitos fiduciarios distintos de impuestos, depósitos de ahorro tradicionales y CDAT, a enero 20/88, y recaudos de impuestos y CDT (a la fecha).		Conservan los regímenes de encaje e inversiones de las correspondientes exigibilidades del sector privado.	

(1) Mediante la Resolución 61/88 de la Junta Monetaria se redujo en 4 puntos *transitoria y gradualmente* el encaje correspondiente a las exigibilidades a la vista y antes de 30 días con el sector público entre septiembre y diciembre de 1988.

(2) No incluye los depósitos judiciales del numeral E.

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

Régimen de encaje e inversiones computables del sistema financiero en 1988 — Corporaciones financieras

Exigibilidad	% Encaje total	% Encaje monetario	Inversiones computables
1. CDT con plazo superior o igual a 6 meses	6.5	0.0	<p>A. 0.5% en Bonos Clase "B" del FGIF. Vencimiento a 15 meses. Rendimiento: 24% anual TV (26.25 efectivo)</p> <p>B. Hasta 6% en Títulos de Crédito de Fomento. Plazo: 1 año. Rendimiento 25.44% anual efectivo (colocados por descuento). Libremente negociables en el mercado. Sin embargo, los títulos negociados sólo se computan hasta por un 50% del encaje requerido (del 6%).</p> <p>Rendimiento Efectivo Promedio Ponderado: 31.5% efectivo anual, suponiendo que los Títulos de Crédito de Fomento que se negocian rinden lo especificado en la parte de CDT de bancos.</p>
2. CDT con plazo inferior a 6 meses	10.5	0.0	<p>A. 0.5% en Bonos Clase "B" del FGIF.</p> <p>B. 10% en Títulos de Crédito de Fomento en condiciones similares a las de CDT a 6 meses o más.</p> <p>Rendimiento Efectivo Ponderado: 31.65%.</p>

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

Régimen de encaje e inversiones computables del sistema financiero en 1988 — Corporaciones de ahorro y vivienda

Exigibilidad	% Encaje total	% Encaje monetario	Inversiones computables
1. Cuentas de ahorro	1	0.0	A. 1% en Títulos FAVI denominados en UPAC. A la vista. Rendimiento: 21.6% efectivo anual aproximadamente en la actualidad.
2. CDT con plazo igual o superior a 6 meses e inferior a 12	2.5	0.0	A. 2.5% en Títulos FAVI en las condiciones de la exigibilidad anterior.
3. CDT a 12 meses	1	0.0	A. 1% en Títulos del FAVI en las condiciones de la exigibilidad anterior.
4. Depósitos ordinarios	15	6	A. 9% en Títulos FAVI en las condiciones de la exigibilidad anterior.
5. CDT de 1 a 3 meses	10 ó 22 (Res. 48/88 J.M.)	0	A. Bonos de Fomento Urbano: Plazo 1 año. Rentabilidad: Igual al rendimiento máximo de las cuentas de ahorro UPAC pagadera por TV (4%). Rendimiento efectivo anual de 26.5% aproximadamente en la actualidad.

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

Régimen de encaje e inversiones computables del sistema financiero en 1988 — Compañías de financiamiento comercial

Exigibilidad	% Encaje total	% Encaje monetario	Inversiones computables
1. Documentos por pagar, obligaciones con establecimientos bancarios y otros establecimientos de crédito y negociaciones de cartera distintas de las efectuadas con el FGIF	10.5	0.0	A. 0.5% en Bonos Clase "B" del FGIF. Plazo: 15 meses. Rendimiento: 24% TV (26.25% efectivo anual). B. Hasta 10% en Títulos de Crédito de Fomento. Vencimiento a 1 año. Rendimiento 25.44% efectivo anual. Libremente negociables en el mercado. Sin embargo, si se negocian sólo se computan hasta por el 50% de su encaje requerido.
			Rendimiento Efectivo Promedio Ponderado: 31.65% efectivo anual suponiendo que los Títulos de Crédito de Fomento que se negocian rinden lo especificado en la parte de CDT de bancos.

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

Inversiones Obligatorias — 1988

BANCOS

Inversión	Porcentaje y Base de Suscripción	Plazo	Rendimiento
1. Bonos Agrarios Clase "L" (Ley 90/48)*	5% de los depósitos a la vista y antes de 30 días en M/L	6 meses	Rentabilidad: 4% anual TV (4.06 efectivo)
2. Bonos Nacionales de Deuda Interna (Ley 21/63)	5% de los depósitos a la vista y antes de 30 días en M/L y M/E	15 años	Rentabilidad: 8% anual TV (8.24 efectivo)
3. Títulos de Fomento Agropecuario Clase "A" del FFAP (Ley 5a. de 1973)**	15.5% de: préstamos y descuentos diferentes de los de fomento, deudores varios M/L, y algunas inversiones voluntarias. (Esta base incluye los recursos de CDT).	1 año	Rendimiento: 17.36% efectivo anual. Colocados por descuento. Los títulos emitidos desde enero 20/88 son libremente negociables en el mercado. Suponiendo que las tasas de interés activa y pasiva son 41.1% y 31.03% efectivo anual, el rendimiento de los títulos negociados es 33.4% efectivo anual.

* La Caja Agraria no está sujeta a estas inversiones.

** Los bancos Popular, Ganadero, Cafetero y la Caja Agraria no están sujetos a estas inversiones.

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

Inversiones Forzosas — 1988			
CORPORACIONES FINANCIERAS			
Inversión	Porcentaje y Base de Suscripción	Plazo	Características
1. Inversiones de capital	Mínimo el 80% del capital pagado y reserva legal		Pueden ser Boceas, acciones, cuotas o partes de interés y operaciones de underwriting en firme de sociedades pertenecientes a los sectores manufactureros, agropecuarios, agroindustriales, mineros, hoteleros y parques industriales.
2. Inversiones sustitutivas de capital	<p>Durante 2 años a partir de noviembre 25/87, podrán sustituirse las inversiones de capital con:</p> <p>a) Inversiones en Títulos de Crédito de Fomento Clase "B"</p> <p>b) Inversiones en Sociedades de Leasing o CAV hasta por el monto registrado a octubre 31/87.</p>		
Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.			

Inversiones Obligatorias — 1988			
CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA			
Inversión	Porcentaje y Base de Suscripción	Plazo	Rendimiento
1. Nuevos Bonos de Vivienda Popular ICT	3.5% de cuentas de ahorro	4 años	20% anual SV (21% efectivo)
2. Bonos de Fomento Urbano	Inversiones sustitutivas por defectos en la colocación de la cartera.	7 años	Igual a la máxima de las cuentas de ahorro UPAC pagadera por TV (4% efectivo). Rendimiento: 26.5% anual aproximadamente en la actualidad.
Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.			

III. Crédito de fomento ⁽²¹⁾

Antecedentes

Hasta mediados de la década del sesenta la canalización de recursos financieros hacia aquellas actividades consideradas prioritarias para el desarrollo nacional, que no eran atendidas por el sistema financiero con la oportunidad y en los volúmenes requeridos, se hacía a través del mecanismo de préstamos bancarios obligatorios. Sin embargo, los requisitos de alcanzar y mantener una determinada composición obligatoria de la cartera eran muy difíciles de verificar y, además, estaban obligando a la banca comercial a realizar una transformación de plazos con recursos tan volátiles como los depósitos en cuenta corriente.

Por éstas y otras razones, a partir de 1966 se decide crear la figura de los fondos financieros que, utilizando el instrumento del redescuento del Banco Central, sirvieran para reorientar recursos hacia los sectores prioritarios. Los créditos financiados con estos recursos y procedimientos se conocen como Crédito de Fomento. (En el Anexo 1 de este capítulo aparece una descripción del origen y de las principales fuentes de recursos de cada uno de ellos). La evolución del crédito de fomento que administra el banco de la República se examina en el presente capítulo. Mostraremos cómo en el tiempo éste se ha tratado de racionalizar en el sentido de: i) ir disminuyendo paulatinamente el subsidio en términos de tasas de interés de colocación; ii) independizar por completo las fuentes de recursos de los fondos financieros de la emisión primaria del banco central; iii) disminuir el costo que para los intermediarios financieros implica la suscripción de las inversiones forzosas que sirven de principal fuente de recursos para los fondos financieros.

Ciertamente, estos tres fundamentos de la política no son independientes entre sí y apuntan a lograr, en conjunto, una mejor asignación de

recursos en la economía, así como a reducir paulatinamente los subsidios a que conducen. El crédito de fomento se origina en la necesidad de efectuar una transformación de plazos entre las fuentes (corto plazo) y los usos (largo plazo) de recursos de los intermediarios financieros, en situaciones en las cuales se presentan imperfecciones en los mercados financieros ("market failures") que impiden canalizar voluntariamente ahorro hacia la inversión productiva. En ausencia de intervención por parte de las autoridades resultaría demasiado riesgoso para los intermediarios adquirir activos con una estructura de vencimientos muy superior a la de sus pasivos. Así, el crédito de fomento traslada el esfuerzo de transformación de plazos a los fondos financieros.

El crédito de fomento no necesariamente requiere hacerse a tasas de interés subsidiadas en la medida en que las inversiones que se financien sean económicamente rentables, si bien con plazos de maduración más largos. De igual forma, los recursos que intermedian los fondos no deben ser obtenidos a tasas de interés sustancialmente inferiores a las prevalecientes en la economía reflejando así el costo de oportunidad de un recurso escaso y evitando el traslado poco transparente de subsidios. Simplemente, se trata de intermediar a plazos largos y a tasas de interés (de captación y colocación) similares a las de mercado, recursos que el sistema financiero de otra forma hubiese preferido intermediar a plazos más cortos.

La evolución del manejo del crédito de fomento en Colombia ha seguido los anteriores lineamientos, si bien los avances han sido graduales. Progresivamente se han disminuido los subsidios en las tasas de interés de colocación; se ha descartado totalmente la emisión primaria como fuente de financiación de los fondos y se ha tratado de disminuir el costo que los intermediarios financieros asumen a través del régimen de inversiones forzosas y sustitutivas del encaje.

(21) Este capítulo es, en esencia, un resumen de diversos documentos de consulta interna elaborados en el Banco de la República.

1. Fuentes de recursos de los Fondos Financieros

En el Cuadro 6 se observa la evolución de la distribución de los recursos de los fondos financieros según sus fuentes para años seleccionados a partir de 1970. Se aprecia claramente que hacia finales de los años setenta el principal origen de los recursos eran los títulos clase "A" del FFAP, suscritos con base en las colocaciones de los bancos. Así mismo, tuvieron cierta importancia los aportes iniciales del Gobierno Nacional al FIP y las líneas de crédito externo, para los fondos industriales. Nótese que a pesar de los problemas surgidos de las condiciones de financiación de los fondos y las consecuentes distorsiones en la asignación de recursos no puede desconocerse el esfuerzo interno por movilizar recursos y los controles establecidos para la selección de los proyectos y la evaluación de las inversiones, como se analiza más adelante. Hasta 1979 los recursos descritos no fueron suficientes para financiar la cartera y por ello los fondos presentaban un déficit que se cubría con emisión. En el Cuadro 7 se observa el efecto monetario expansionista

de los fondos hasta 1979 y su efecto contractionista de allí en adelante. En 1975 el crédito neto del Banco de la República a los fondos financieros representó el 28% del aumento de la base monetaria en dicho año.

CUADRO 6

Composición de las fuentes de recursos de los fondos financieros %

	1970	1975	1980	1986
Títulos FFAP (1)	24.6	65.5	45.4	36.0
Títulos agroindustriales	—	—	14.0	6.4
Encaje entidades fin. (2)	—	3.2	18.8	43.7
Otros (3)	75.4	31.3	21.8	13.9

(1) Antes de 1974 corresponde a títulos de la Resolución 77 de 1970, de la Junta Monetaria.

(2) Antes de 1978 (Resolución 39), corresponde a títulos de la Resolución 33 de 1974, de la Junta Monetaria.

(3) Incluye recursos externos y otras disponibilidades como los bonos del 18% de la Resolución 51 de 1976, capitalización de utilidades, aportes del Gobierno Nacional y otros.

CUADRO 7

Crédito neto del Banco de la República a los fondos financieros (Millones de pesos)

	Disponibilidades	Financiamiento	Neto
1970	949.1	1 261.7	312.6
1975	7 093.4	9 641.4	2 548.0
1980	32 863.2	32 235.1	-628.1
1986	127 342.3	114 864.0	-12 478.3

Fuente: Banco de la República.

Nota: Son promedios anuales calculados con base en datos de fin de mes.

Un primer paso para eliminar el déficit de recursos de la década anterior fue destinar una inversión forzosa del sistema financiero al presupuesto de los fondos de fomento. La Resolución 39 de 1978 de la Junta Monetaria creó una inversión sobre los CDT de las corporaciones financieras. Posteriormente este criterio se extendió hacia los depósitos a término de los bancos y compañías de financiamiento comercial. Un complemento a dicha fuente de recursos se creó en 1979, mediante Resolución 12 de la Junta Monetaria, la cual creó los Títulos Agroindustriales, a través de los cuales se captan recursos de ahorro a tasas competitivas.

Los Cuadros 6 y 7 reflejan el hecho de que las autoridades colombianas han tenido éxito en independizar el financiamiento de los fondos financieros del manejo monetario. En este sentido, el reglamento constitucional del Emisor (Decreto 340 de 1980) obliga al Banco de la República a mantener equilibrado el presu-

puesto de los fondos. Ello tiene un doble beneficio: por un lado, evita que el manejo monetario sea dependiente del manejo del crédito de fomento. Por otro, y como ilustraremos más adelante, racionaliza la operación de los fondos, en el sentido de que éstos, al no contar con fuentes de recursos sin costo financiero directo (como es el caso del crédito de emisión), se ven en la obligación de realizar sus operaciones activas a tasas de interés cada vez más cercanas a las de mercado.

2. Tasas de interés

A partir de 1979 el crédito dirigido pasó a ser financiado exclusivamente con recursos del ahorro financiero, captados mediante el mecanismo de inversiones forzosas o competitivamente en el mercado y, en consecuencia, el costo promedio de los recursos de los fondos se elevó.

La captación a través de títulos de la Resolución 39 de 1978 y de títulos agroindustriales y, más recientemente, el aumento en el rendimiento de los títulos Clase "A" (Resolución 37 de 1987) ha elevado la tasa promedio de captación, tal como se desprende del Cuadro 8. En el caso del FFAP, el costo promedio de captación pasó de 13.40% en 1983 a 19.71% en 1986. Para evitar que el aumento en dichos costos se traduzca en pérdidas de tipo estructural para los fondos, ha sido necesario que la Junta Monetaria ajuste las tasas de interés de los préstamos (véase Cuadro 8). Sin embargo, en este campo todavía se puede avanzar.

La situación de Pérdidas y Ganancias de los fondos no es la única razón que justifica el proceso de ajuste en las tasas de interés del crédito dirigido. En efecto, existe el convencimiento que el problema fundamental de las actividades atendidas por el crédito de fomento es la escasez de recursos en el mercado, debido sobre todo al riesgo inherente de algunas actividades y a la transformación de plazos que otras actividades implican, y no a una supuesta menor rentabilidad privada de éstas. De allí que lo que se requieren son fórmulas que permitan resolver los problemas de riesgo y transformación de plazos, y en el caso del FFAP de

acceso de los pequeños agricultores al sistema financiero no oficial. No se requieren necesariamente subsidios, entendidos éstos como préstamos a tasas de interés inferiores a los costos de captación.

CUADRO 8
Costo de captación y colocación de los recursos de los fondos financieros (%)

	1983	1984	1985	1986
FFAP				
1. Captación (1)	13.40	14.93	15.72	19.71(3)
2. Colocación (2) (4)	16.66	17.11	17.15	18.00
Diferencia	3.26	2.18	1.43	-1.71
FIP				
1. Captación (1)	20.40	21.10	22.70	21.10
2. Colocación (2)	23.67	23.89	24.03	24.15
Diferencia	3.27	2.79	1.33	3.05
FFI				
1. Captación (1)	23.60	23.60	23.70	21.70
2. Colocación (2)	21.80	21.97	21.82	21.67
Diferencia	-1.8	-1.63	-1.88	-0.03
FCE				
1. Captación (1)	26.46	25.20	24.00	21.30
2. Colocación (2)	13.59	16.83	16.01	18.09
Diferencia	-15.41	-8.37	-7.99	-3.21

(1) Calculado ponderando la participación de los recursos.

(2) Calculado ponderando por los saldos de cartera.

(3) Incluye sobrecosto de siete puntos de los Títulos Clase A.

(4) No se incluyen los redescuentos de la Caja Agraria. Por consiguiente, las tasas de redescuento promedio están sobreestimadas.

Fuente: (1) Revista Banco de la República.

Mediante la Resolución 109 de 1983 de la Junta Monetaria se inició la flexibilización de las tasas de interés de los créditos de fomento industriales, atando a la DTF ⁽²²⁾ la parte no

(22) Tasa de captación de las Corporaciones Financieras a través de Certificados de Depósito a Término a 90 días.

redescontada de los créditos dirigidos. Con esto se solucionaba el problema de riesgo para los intermediarios pero no para los fondos. Por tal razón, en 1987 (Resoluciones 24 y 25) se amplía dicha flexibilización a la totalidad de las líneas de crédito, excepción hecha de algunas específicas del FFAP, incluyendo la parte redescontable de ellas.

A pesar de lo anterior, el estado de Pérdidas y Ganancias de algunos fondos sigue siendo negativo. Resulta necesario que las tasas de colocación y redescuento del crédito de fomento se revisen o que, en su defecto, se establezcan los mecanismos para que las pérdidas, si se insiste en ellas, sean cubiertas con recursos del Presupuesto Nacional. Así, aquellas actividades o sectores que se desee explícitamente subsidiar por razones distributivas o de otra índole ("merit goods") deben beneficiarse de aportes fiscales directos. Ello tiene la ventaja de hacer explícitos la fuente y el receptor de dichas transferencias para, de un lado, poner de presente el costo y los beneficios de esos programas y, de otro, contribuir a deslindar los aspectos monetarios de la política económica y financiera de aquellos eminentemente fiscales.

ANEXO 1

Naturaleza y principales fuentes de recursos de los Fondos Financieros

A. ORIGEN Y OBJETIVO DE LOS FONDOS:

1. Fondo Financiero Agropecuario (FFAP): es creado por la Ley 5 de 1973, con el fin de redescontar los créditos de fomento agropecuario que se otorguen a corto, mediano y largo plazo.

2. Fondo para Inversiones Privadas (FIP): es creado por la Resolución 11 de 1963 de la Junta Directiva del Banco de la República, con el fin de suministrar al sector privado recursos financieros con destino a inversiones prioritarias en especial aquellas que diversifican y fomentan las exportaciones.

3. Fondo Financiero Industrial (FFI): fue creado por la Junta Monetaria en 1968, con el objetivo básico de conceder créditos a la pequeña y mediana empresa manufacturera y minera.

4. Fondo de Capitalización Empresarial (FCE): fue creado mediante la Resolución 16 de 1983 de la Junta Monetaria, con el propósito de fomentar la capitalización de las sociedades anónimas nacionales, inscritas en las bolsas de valores, que pertenezcan a los sectores manufacturero, agroindustrial, de la construcción o del comercio interno.

B. PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS A DICIEMBRE 31 DE 1987

Al finalizar 1987, los cuatro fondos recién descritos tenían redescontados recursos por \$ 160 mil millones, correspondiéndole el 80.8% al FFAP, el 6.5% al FIP, el 3.0% al FFI y el 9.6% al FCE. A igual fecha, las principales fuentes de recursos de cada fondo fueron:

1. FFAP: del total de recursos redescontados

a) El 48% proviene de Títulos de Fomento Agropecuario (Resolución 53 de 1973). Se trata de una inversión obligatoria para los bancos, excepción hecha de la Caja Agraria, el Banco Ganadero y el Banco Cafetero, consistente en un monto equivalente al 15.5% de las colocaciones. A partir de 1988 tal inversión devenga un interés efectivo anual de 17.36%, rentabilidad que mejora sustancialmente si se tiene en cuenta que desde el presente año está permitido negociar dichas inversiones en el mercado secundario de valores.

b) El 43% proviene de inversiones del encaje de los bancos comerciales, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial (Resolución 39 de 1978). En dichos títulos los intermediarios deben invertir 10 puntos del encaje sobre Certificados de Depósito a Término. Devengan una tasa de interés efectiva anual de 25.44%. Con el afán de permitir su negociabilidad en el mercado secundario de valores fueron reemplazados por los Títulos de la Resolución 57 de 1987.

c) El 8% proviene de la colocación, por parte del Banco de la República, de Títulos Agroindustriales. Dichos títulos se colocan a tasas de mercado.

2. FIP: sus recursos provienen de líneas de crédito externo y de la capitalización de utilidades provenientes de la colocación de los aportes originales hechos a dicho fondo por el Gobierno Nacional.

3. FFI: del total de recursos redescontados.

a) El 83% proviene de títulos de la Resolución 39 de 1978.

b) El 17% restante incluye capitalización de utilidades y crédito externo.

4. FCE: el 100% de sus recursos provienen de títulos de la Resolución 39 de 1978.

ANEXO 2

Medidas adoptadas para la agilización de las aprobaciones y desembolsos con cargo a los recursos de los Fondos Financieros.

1. DESCENTRALIZACION

Con el fin de agilizar el proceso de aprobación de las solicitudes de crédito con cargo al Fondo Financiero Industrial y al Fondo para Inversiones Privadas, el Departamento de Crédito Industrial del Banco de la República (DCI), cuenta en la actualidad con nueve (9) sucursales en las ciudades de Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Cartagena, Ibagué, Pereira, Cúcuta y Pasto. Recientemente, la Junta Directiva del Banco autorizó ampliar el límite de aprobaciones para operaciones individuales de crédito de \$ 20.0 a \$ 40.0 millones para las sucursales de Medellín y Cali y de \$ 20.0 a \$ 30.0 millones para las demás sucursales.

Se decidió igualmente ampliar los tope límites de aprobación en los diversos comités de la

oficina principal. Así, al Comité de dirección se le otorgó autonomía para la aprobación de solicitudes individuales hasta por valor de \$ 80.0 millones, al Comité de Subgerencia de \$ 80.0 a \$ 150.0 millones, al Comité de Junta Directiva de \$ 150.0 hasta \$ 300.0 millones y de este valor en adelante pasan al Comité de Junta Directiva Central (1).

2. REDESCUENTO AUTOMATICO

En septiembre del año anterior, la Junta Directiva del Banco autorizó la implementación del mecanismo de redescuento automático para las solicitudes de crédito con cargo al FFI ordinario cuyo valor no supere los \$ 2.0 millones, de empresas con activos inferiores a \$ 10.0 millones.

El objetivo central de esta medida es agilizar la entrega de los recursos para una proporción importante de los beneficiarios del FFI (aproximadamente el 70% del número de solicitudes recibidas caen dentro de este rango), disminuyendo de esta manera los costos asociados con la demora en la aprobación y desembolso del crédito.

Adicionalmente, la Junta Directiva del Banco autorizó recientemente una serie de medidas especiales para los beneficiarios del programa de crédito a la pequeña y mediana minería de metales preciosos. Dentro de éstas se destacan: la autorización del redescuento automático para aquellas solicitudes que no superen los \$ 5.0 millones y la eliminación del requisito de adjuntar la declaración de renta y el registro mercantil, en caso de que las solicitudes sean presentadas por personas naturales o sociedades de hecho. Tampoco se exige la presentación de estados financieros históricos (se aceptarán los estados que presenten con la solicitud, debidamente ratificados por el intermediario financiero respectivo).

(1) Anteriormente estos tope eran: Comité de Dirección de \$ 10.0 a \$ 50.0 millones; Comité de Subgerencia de \$ 50.0 hasta \$ 100.0 millones; Comité de Junta Directiva: de \$ 100.0 a \$ 300.0 millones, y Junta Directiva Central: de \$ 300.0 millones en adelante.

3. LIMITE LIBRE

Para agilizar la aprobación de solicitudes con cargo a los recursos de líneas externas, se ha establecido un límite libre que le permite a la corporación financiera intermediaria tramitar en un formulario simplificado, solicitudes individuales de crédito hasta por un monto determinado. Estas solicitudes son remitidas al DCI, pero su aprobación no requiere la elaboración de un concepto.

IV. Evolución de algunos activos del sistema financiero

Los resultados de los esfuerzos de liberación a que se hizo referencia en el primer capítulo se pueden constatar de diversas maneras. En el segundo capítulo veíamos que ha habido una disminución en el costo que los encajes y las inversiones (forzosas y sustitutivas) implican para el sistema financiero. Además, resaltábamos el hecho de que la política monetaria se fundamenta cada vez más en operaciones de mercado abierto y no en la alteración del régimen de encajes. En el tercer capítulo ilustramos el hecho de que el crédito de fomento ha evolucionado de manera tal que cada vez es menos subsidiado, más eficiente y hoy en día, totalmente independiente de la emisión primaria del banco central.

En este capítulo ilustraremos brevemente un hecho adicional que resulta del proceso de liberación por el cual ha atravesado el sistema financiero colombiano en los últimos años. Nos referimos a la creciente diversificación del pasivo de los intermediarios, proceso que permite que hoy en día la mayoría del ahorro transferible se intermedie a tasas de interés reales positivas.

El análisis resulta más adecuado si nos referimos simultáneamente a los Cuadros 9 y 10 que aparecen a continuación. Del Cuadro 9 resulta claro que hacia 1970 el público no tenía posibilidades de obtener rentabilidades atractivas mediante la suscripción de pasivos con el

sistema financiero institucional. Los bancos comerciales captaban el 95.3% del ahorro institucional y lo hacían primordialmente a través de depósitos en cuenta corriente. La única alternativa a éstos eran los depósitos de ahorro, que, de acuerdo con el Cuadro 10, ofrecían una tasa de interés inferior a la tasa de inflación.

El cambio más importante que se da entre 1970 y 1975 es la aparición de las corporaciones financieras de ahorro y vivienda (CAV). A través del sistema UPAC los ahorradores podían obtener tasas de interés reales positivas en sus activos de corto plazo. Sin embargo, todavía en 1975 cerca del 52% de las captaciones del sistema financiero institucional se hacían a través de depósitos en cuenta corriente.

A partir de 1980 se consolidan las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial. Para dicho año, el 50% de las captaciones del sistema se hacen a través de los CDT de bancos y de las captaciones de los demás intermediarios. En todos los casos, se trata de pasivos con tasas de interés superiores a la tasa de inflación.

La evolución recién descrita tiene beneficios inobjetables: i) permite que el ahorro de las unidades superavitarias de la economía se canalice a través del sistema financiero institucional; ii) obliga a los intermediarios financieros a hacer un uso más eficiente de los recursos que intermedian. Puesto que dichos intermediarios tienen que ofrecer tasas de interés reales positivas por sus pasivos, procurarán mantener activos de alta rentabilidad. Esto último tiene como corolario una asignación más eficiente del ahorro financiero.

La positiva evolución del mercado de capitales es otro punto que conviene relieves. Mientras en 1983 las transacciones en las bolsas de valores del país representaban el 15.0% del ahorro financiero transferible, para 1987 esta proporción había ascendido a 31.0%. Este notable incremento de todas formas subestima el desarrollo del mercado secundario, dado que no todas las transacciones se efectúan en bolsas organizadas de valores.

CUADRO 9

Principales fuentes de recursos del sistema financiero

(Millones de pesos y porcentajes)

	1970		1975		1980		1985		1987	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
1. Sistema bancario (1)	16.505	95.3	52.958	77.2	238.196	65.0	822.784	57.7	1.436.126	60.7
Depósitos en cuenta corriente	12.981	74.9	35.429	51.7	130.135	35.5	374.283	26.2	630.545	26.6
CDT	99	0.6	5.240	7.6	53.327	14.6	292.998	20.6	503.156	21.3
Depósitos de ahorro	3.425	19.8	12.289	17.9	54.734	14.9	155.503	10.9	302.425	12.8
2. Corporaciones financieras (2)	823	4.7	2.170	3.2	26.473	7.2	84.503	5.9	106.052	4.5
CDT	240	1.4	654	1.0	19.453	5.3	67.062	4.7	92.922	3.9
Bonos en circulación	583	3.3	1.516	2.2	7.020	1.9	17.441	1.2	13.130	0.6
3. Corporaciones de ahorro y vivienda	—	—	13.462	19.6	83.242	22.7	439.792	30.8	682.693	28.8
Cuentas de ahorro UPAC	—	—	8.306	12.1	58.614	16.0	340.311	23.8	576.879	24.4
CDT UPAC	—	—	5.156	7.5	21.929	6.0	94.241	6.6	93.466	3.9
Depósitos ordinarios	—	—	—	—	2.699	0.7	5.240	0.4	12.348	0.5
4. Compañías de financiam. comercial	—	—	—	—	18.775	5.1	80.313	5.6	143.214	6.0
Documentos por pagar	—	—	—	—	18.775	5.1	80.313	5.6	143.214	6.0
Total	17.328	100.0	68.590	100.0	366.686	100.0	1.427.392	100.0	2.368.085	100.0

(1) Incluye Caja Agraria.

(2) No incluye FEN ni corporaciones intervenidas.

Fuente: 1970-1975 — Asociación Bancaria, 1980-1987 Banco de la República.

CUADRO 10

Tasas de interés de algunos activos del sistema financiero

	1970	1975	1980	1985	1987
1. Sistema bancario					
CDT (3 meses)	5.0	25.6	35.1	35.6	34.0
Depósitos de ahorro	4.1	17.0	22.7	22.7	22.7
2. Corporaciones financieras					
CDT	—	26.8	37.8	37.8	34.8
Bonos en circulación	—	19.7	19.7	—	—
3. Corporaciones de ahorro y vivienda*					
Cuentas de ahorro UPAC	—	24.4	25.5	29.0	25.8
CDT UPAC (6 meses)	—	25.6	26.7	30.2	28.3
Depósitos ordinarios	—	—	19.0	19.0	16.0
4. Compañías de financiamiento comercial					
Documentos por pagar	—	—	—	37.4	35.4
5. Tasa de inflación	7.2	17.5	24.6	21.8	22.6

* Se crearon en 1972. Las tasas de interés se calcularon con el tope máximo de corrección monetaria vigente al final del año.

CUADRO 11

Resumen de las transacciones de las bolsas de valores del país *

	(1) Acciones	(2) Renta fija (1)	(3) Certificambio y títulos canjeables	(4) Total (1)+(2)+(3)	(5) Transacciones en bolsa/ Ahorro financiero transferible (2) %
1983	5.429.6	46.153.0	42.898	94.480.9	15.0
1984	5.336.3	92.954.9	53.653	151.944.2	19.0
1985	4.784.8	103.066.5	219.445	327.296.3	20.0
1986	10.393.9	183.462.0	163.865	357.296.3	25.0
1987	20.519.8	356.376.2	180.798	557.694.0	31.0

* Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente.

(1) Excluye certificados de cambio y títulos canjeables.

(2) Ahorro financiero transferible = Cuasidineros + Cédulas del B.C.H. + Pagarés de compañías de financiamiento comercial.

Fuente: Herrera, Santiago. "El mercado de capitales y la política financiera en Colombia". Versión preliminar, octubre 4 de 1988.

El Cuadro 11 presenta un resumen de las transacciones en las bolsas de valores del país en el período 1983-1988; en la última columna se puede apreciar su creciente importancia, explicada en buena parte por la evolución de papeles de renta fija ya que el valor de las acciones transadas no alcanza a representar ni siquiera el 4% del total de operaciones.

Este desarrollo del mercado de papeles de renta fija se explica por la negociabilidad de los títulos en el mercado, los cuales en su totalidad son endosables y por tanto tienen liquidez en el mercado secundario. El desarrollo de este mercado ha permitido una reasignación de recursos más eficiente, simultáneamente contribuyendo al incremento de la actividad fiduciaria y al crecimiento y consolidación del mercado de valores.

Adicionalmente, el mercado se ha ido moviendo hacia una ampliación del plazo de los papeles que se transan; es así como buena parte de estos títulos tienen plazos de maduración superiores a un año, lo cual representa un cambio importante puesto que en el pasado la mayor parte de las operaciones eran de muy corto plazo, tratándose básicamente de títulos a tres meses.

En efecto, en la actualidad están, por ejemplo: las nuevas cédulas del BCH con plazos hasta de cinco años y amortización gradual; el TAC con plazo de maduración de tres años; los TER de la FEN de dos años, y algunos CDT de corporaciones financieras y CAV a un año; estos últimos gozan de encajes preferenciales con el propósito de fomentar su penetración en el mercado.

De otra parte, los títulos que emite el Banco de la República con el propósito de regular el mercado monetario también han ganado participación dentro del mercado de activos financieros, lo cual ha permitido que las OMA se hayan convertido en el principal instrumento de control monetario. Con el tiempo, se han modificado las características de estos títulos buscando ampliar sus plazos de maduración. En esta forma, la participación del Banco de la República en el mercado de valores ha contribuido significativamente al desarrollo del mercado financiero.

También es importante señalar que a partir de diciembre de 1987 se permitió la negociabilidad en el mercado secundario de algunos títulos de inversiones obligatorias de los bancos

(Ley 5 de 1973) y del encaje de CDT, sustituyéndose así la tenencia obligatoria de estos títulos por la suscripción primaria de los mismos. Con la anterior medida, al tiempo que se logra mejorar la rentabilidad de los intermediarios, se amplía la gama de títulos en el mercado lo cual aumenta las opciones de los inversionistas y por tanto se fomenta el mercado financiero.

Por último, debemos resaltar que si bien ha habido un incremento de los títulos emitidos por entidades financieras, también el gobierno ha dado pasos importantes en esta dirección al financiar parte del faltante fiscal con recursos del mercado doméstico vía la colocación de TAN.

V. Consideraciones finales

Al efectuar una evaluación del nivel de algunos de los indicadores de las acciones de política que inciden sobre las actividades de los intermediarios financieros, resulta de trascendental importancia examinar su evolución en el largo plazo. Un análisis de "corte transversal" no permite, por definición, evaluar la tendencia, dirección y consistencia con que se han orientado las medidas de las autoridades monetarias a lo largo del tiempo. El objetivo del presente estudio ha sido precisamente el de poner en perspectiva los principales desarrollos en el sistema financiero colombiano durante los últimos quince años, particularmente en los que se refiere a los bancos y las corporaciones financieras.

En el primer capítulo se reseñan los avances y tropiezos que se han enfrentado en el proceso de pasar del sector altamente reprimido de comienzos de la década de los setenta (caracterizado por tasas de interés controladas a niveles reales insostenibles, regulación de la composición de la cartera de los bancos, financiamiento primario del crédito de fomento, muy limitados activos financieros y absoluto predominio de los bancos en el sistema financiero) y, por ende, caracterizado por muy bajas tasas de ahorro transferible y un importante

mercado "extrabancario" no regulado, a la situación actual.

Si bien dicho proceso ha sido gradual, debió efectuarse a ritmos diferenciales dependiendo de la situación macro-económica, particularmente cuando cambios muy significativos en la liquidez doméstica obligaron a las autoridades a aplicar políticas monetarias restrictivas que impusieron una parte importante del esfuerzo estabilizador sobre los intermediarios financieros (1977-1980). Ejemplo de ello fue el establecimiento de un encaje marginal del 100% sobre los incrementos en los depósitos en cuenta corriente a partir de 1977. Así mismo, la crisis del sector financiero iniciada en 1982 obligó a las autoridades a adoptar medidas extraordinarias de apoyo al sector y a reorientar los mecanismos de control monetario hacia una menor importancia relativa de los encajes legales, dándole, sobre todo a partir de 1985-1986, un papel primordial a las operaciones de mercado abierto —OMA— que realiza el Banco de la República en el control monetario.

En síntesis, y, desde luego, sin pretender que se ha tratado de un proceso completamente programado y lineal, no deja de sorprender el notable grado de consistencia y marcado progreso que se ha logrado en orientar al sector financiero a operar con menores distorsiones y regulaciones innecesarias o inconvenientes, permitiendo que responda más a las señales del mercado. Dicha orientación ha contribuido a más que duplicar la relación de ahorro transferible al Producto Interno Bruto (PIB) en el curso de los últimos 15 años.

Con este recuento de los avances alcanzados tampoco se busca dar una impresión complaciente, ya que creemos que el sector sigue siendo, de un lado, relativamente frágil y requiere de continuos esfuerzos de capitalización, para lo cual debe incrementar su rentabilidad y eficiencia y, de otro, que el sector financiero colombiano registra un relativo atraso en su desarrollo frente a patrones internacionales. Para remediar dichas debilidades, se requiere continuar avanzando en el camino que se ha seguido en los años analizados en este estudio (1970-1987).

A este respecto, no deja de ser preocupante que los márgenes de intermediación de los bancos, es decir, la diferencia entre sus tasas activas o de colocación y sus tasas pasivas o de captación, presenten diferencias de casi diez puntos porcentuales. Márgenes de tal magnitud que recogen no sólo el costo financiero de las regulaciones que se han venido imponiendo a lo largo de los años (que no es, en últimas, otra cosa que un impuesto a la intermediación), sino también la ineficiencia operativa de los mismos intermediarios (incluyendo sus errores del pasado en términos de activos improductivos), en un sistema en el que no se permite la entrada de nuevos bancos, es una clara invitación a la aparición de "innovaciones financieras" que conducen a la desintermediación de fondos del sistema.

En el segundo capítulo se examinan, con algún grado de detalle, la evolución del régimen de inversiones forzosas y sustitutivas del encaje, y los principales cambios en los instrumentos de control monetario. Dicho examen pone de presente la reducción del costo de oportunidad que representan para los intermediarios financieros las inversiones forzosas, al haberse incrementado sustancialmente su rentabilidad y, más recientemente, al haberse permitido su negociabilidad en el mercado secundario de valores. Así mismo, la participación de las inversiones sustitutivas dentro del encaje legal han pasado de un 9 a un 36% entre 1976 y 1987. En síntesis, mientras que a finales de la década pasada las inversiones forzosas y del encaje llegaron a representar casi un 60% de las captaciones de la banca, con rendimientos reales promedio negativos del 11%, en los últimos dos años su participación se había reducido a alrededor del 38%, con tasas de rentabilidad real negativas del cuatro y medio por ciento.

Un hecho de la mayor importancia en el desarrollo de nuevos instrumentos de control monetario, que evitan que todo el peso de eventuales políticas restrictivas recaiga sobre los

intermediarios financieros, lo constituye el auge alcanzado por las OMA a partir de mediados de la década de los ochenta. En efecto, de tener un peso muy reducido frente a la base monetaria a mediados de la década de los setenta las OMA pasaron diez años después a representar más del 50% de la base. Este cambio en la importancia relativa de los instrumentos de control monetario no sólo ha tenido la ventaja ya anotada, sino que además le ha permitido a las autoridades monetarias ofrecerle al público toda una nueva gama de activos financieros que han contribuido al desarrollo del mercado de valores.

En el tercer capítulo analizamos el proceso de independizar el manejo del crédito de fomento de la política monetaria y de reducir los costos en materia distributiva y de asignación de recursos que surgen de las tasas de interés altamente subsidiadas. Así, a partir de 1979 los Fondos Financieros que administra el Banco de la República dejaron de producir un efecto expansionista neto sobre la base monetaria, rigiéndose, por mandato legal (Decreto 340 de 1980), dentro de la norma de presupuestos balanceados. El mismo cambio en las preferencias del público y el auge de las captaciones de Certificados de Depósito a Término (CDT) de los bancos y corporaciones financieras ha introducido cambios importantes en las fuentes y en el costo de los recursos que alimentan dichos fondos, haciendo inevitable, además de deseable, reducir los subsidios cruzados, generalmente regresivos en términos de la distribución del ingreso, que se estaban otorgando a través de ellos.

Finalmente, el Documento concluye con algunas breves reflexiones sobre el desarrollo reciente del mercado de capitales colombiano. Allí resaltamos el creciente grado de diversificación y profundización que éste ha alcanzado, movilizándolo un creciente volumen de ahorro transferible a tasas de interés de mercado.