



# ENSAYOS

sobre política económica

---

## *La estabilidad en las captaciones de los intermediarios financieros colombianos*

Patricia Arciniegas B.

Revista ESPE, No. 6, Art. 04, Diciembre de 1984  
Páginas 149-165



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

# LA ESTABILIDAD EN LAS CAPTACIONES DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS COLOMBIANOS\*

## INTRODUCCION

Es un hecho que el sector financiero colombiano capta en general, recursos de muy corto plazo. En efecto, el proceso inflacionario que ha vivido el país en los últimos años ha determinado que las preferencias de los ahorradores se canalicen hacia activos de alta liquidez o con posibilidades de vencimiento, dentro de términos cortos. Sin embargo la financiación de actividades indispensables para el crecimiento económico requiere del otorgamiento créditos a plazos amplios. Esto, dada una estructura pasiva como la que poseen los intermediarios financieros en Colombia, aumenta el riesgo de iliquidez en la operación de estas entidades desestimulando la irrigación de crédito de largo plazo a sectores claves de la economía. .

En este orden de ideas, el objetivo de este trabajo es el de examinar la posibilidad que tienen los distintos intermediarios financieros de transformar sus pasivos de corto plazo en créditos de largo plazo, sin enfrentar problemas de iliquidez. Con este propósito se examina qué tan estables son los distintos tipos de depósito que se realizan en estas instituciones y el impacto que tuvieron sobre el comportamiento de estos recursos, algunas medidas de política económica que se llevaron a cabo en años recientes.

El trabajo está dividido en tres capítulos. En el primero de ellos se explica la importancia que tiene para los países menos desarrollados, lograr una transformación de plazos que permita financiar inversiones indispensables para el crecimiento. En el segundo capítulo se presenta el indicador de estabilidad que se va a utilizar en este ejercicio. Por último en el tercer capítulo se muestran los resultados obtenidos y se plantean algunas conclusiones.

## I. LA TRANSFORMACION DE PLAZOS EN LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS DE LOS PAISES MENOS DESARROLLADOS

Cuando los países con menor grado de desarrollo intentan llevar a cabo sus objetivos de crecimiento económico generalmente se enfrentan a un doble dilema. Por un lado el crecimiento requiere de una gran formación de capital, la cual resulta difícil de obtener dado el tamaño relativamente reducido que

---

\* Trabajo elaborado por Patricia Arciniegas. La autora agradece los valiosos comentarios de Olver Bernal. Igualmente la paciencia de Martha Misas y Andrés Higuera, así como la colaboración de Hugo Oliveros en el tratamiento estadístico de la información.

tienen los mercados de capitales en estos países. Por otro lado aquellos sectores que se consideran prioritarios para el desarrollo, no siempre cumplen con los requisitos de rentabilidad y riesgo que les permitan asegurarse una irrigación suficiente de crédito, por parte del mercado. Por lo tanto, se hace necesario orientar la asignación de recursos a través de crédito subsidiado con destinación específica y/o especializando a las instituciones del sistema financiero en la atención de determinados sectores.

Esta necesidad de canalizar recursos hacia los sectores seleccionados junto con la existencia de mercados de capitales reducidos, donde generalmente no se ha desarrollado aún una demanda de parte de los ahorradores por activos de largo plazo, hace que los intermediarios financieros se vean obligados a colocar sus fondos a plazos más largos que aquellos a los cuales captan recursos del mercado. La transformación de plazos que necesariamente tienen que realizar las instituciones del sistema financiero, aumenta el riesgo de sus operaciones y las hace potencialmente inestables. Aunque la estabilidad con que funcione una institución no depende únicamente de la cantidad de créditos de largo plazo otorgados con pasivos de corto plazo, pues también inciden la calidad y cantidad de información que maneje el intermediario, su rotación de cartera y el grado de diversificación de su portafolio, el lograr una buena transformación de plazos sí es un elemento fundamental para el desarrollo de los objetivos de crecimiento económico. En efecto, la financiación de inversiones que requieren de plazos relativamente amplios con recursos captados del mercado a plazos muy cortos, aumenta la posibilidad de afrontar situaciones de iliquidez ante un retiro masivo de depósitos o un retraso en los reembolsos de los créditos. Esto incide en que las instituciones financieras tiendan a desatender la colocación de créditos en las actividades fundamentales para el crecimiento.

La situación anteriormente descrita se hace aún más crítica en presencia de fuertes procesos inflacionarios. De una parte aumenta la preferencia de los ahorradores por activos de alta liquidez, ante la incertidumbre que tiene la rentabilidad real de papeles a largo plazo o con renta fija. De otra parte, aumenta el riesgo para los intermediarios en la financiación de operaciones de largo plazo, no sólo por la mayor preferencia por liquidez que existe en el mercado del ahorro, sino por las variaciones que se puedan presentar sobre las tasas de interés en un contexto inflacionario. En efecto, en estas circunstancias el intermediario que coloque créditos a plazos amplios con recursos de alta liquidez, incurre en la posibilidad de obtener pérdidas en el momento en que se presente un diferencial entre las tasas de interés a las que esté pagando los recursos de ahorro y aquellas que está cobrando por los créditos negociados en períodos anteriores.

Por lo tanto, en los países donde existen niveles altos de inflación pero donde se hace indispensable transformar corto en largo plazo, las institucio-

nes financieras se ven obligadas a recurrir a los recursos del Banco Central siempre que se ven enfrentadas a situaciones de iliquidez. Sin embargo, si se quieren evitar los efectos negativos que sobre el manejo monetario tiene una dependencia excesiva por parte del sistema financiero de los recursos del Banco Central, será necesario que los intermediarios logren una transformación de plazos que les permita otorgar créditos amplios sin desestabilizar su funcionamiento.

### El caso colombiano

Obviamente Colombia no escapa a la disyuntiva que existe entre un mayor ritmo de crecimiento económico y una ineficiente asignación social de los recursos por parte del mercado. La forma en que las autoridades económicas del país resolvieron este conflicto, además del otorgamiento de crédito subsidiado, ha sido a través de un ordenamiento de las instituciones financieras en un esquema de banca especializada, pero con una característica particular: se especializan las instituciones en sus operaciones activas y a la vez se les otorga un mayor grado de competitividad en la captación de recursos. Este esquema, permite por lo tanto, la canalización del crédito de acuerdo a las necesidades de crecimiento económico, pero disminuyendo simultáneamente el riesgo en las operaciones de las entidades del sistema, gracias a un mayor grado de homogenización en su lado pasivo. La competencia en el mercado del ahorro permite ampliar el margen de ajuste de los intermediarios ante cambios súbitos en las condiciones del mercado de ahorro o preferencias distintas por parte de los ahorradores (1).

A pesar de esta asignación sectorial de las entidades financieras en Colombia algunas de ellas no han logrado cumplir los objetivos de desarrollo económico para los cuales fueron creadas y han dependido en un alto grado de los recursos del Banco de la República para su funcionamiento. Este es el caso de las corporaciones financieras, donde se observa con claridad que de su aparición en el mercado no se han obtenido los resultados esperados, en cuanto a la financiación de los sectores productivos. En efecto, a pesar de los esfuerzos que se han hecho por dotar a estas entidades de instrumentos competitivos en el mercado del ahorro y de las múltiples regulaciones que han sido expedidas con el fin de orientar sus operaciones crediticias hacia el largo plazo (2), la especialización de estas entidades en este tipo de operaciones no

(1) Para un análisis más detallado de las ventajas que tiene el esquema imperante en Colombia, ver Marta Lee en **Comentarios a la reforma del sistema financiero**, octubre de 1983, Revista Ensayos sobre Política Económica No. 4.

(2) El Decreto 2461 de 1980 reglamentó que las corporaciones financieras no podían expedir créditos con plazos inferiores a un año. Posteriormente a través de una Resolución de la Junta Monetaria y del Decreto 3277 de 1980 se les obligó a invertir una mayor proporción de sus activos y de su patrimonio en empresas del sector productivo; para profundizar en el tema de las corporaciones financieras, ver Humberto Mora: **Rentabilidad, especialización y capitalización de las corporaciones financieras privadas**, Revista Ensayos sobre Política Económica No. 4.

ha sido significativa (3). Aunque la explicación de este comportamiento se encuentra en la conjugación de elementos distintos (la rentabilidad relativa de las distintas operaciones que realizan, la rotación de su cartera, el riesgo que tiene la inversión en los sectores que les han sido asignados, etc.), la posible dificultad que enfrenten estas instituciones para transformar recursos de corto plazo en créditos de largo plazo debido a las tasas de crecimiento que presenten sus captaciones, podría ser otro elemento que impidiera a estos intermediarios otorgar financiación a plazos amplios.

De otro lado otras instituciones del sistema han logrado otorgar crédito de largo plazo captando recursos de alta liquidez, como es el caso de las CAV. De nuevo, el hecho de que estos intermediarios hayan podido prestar al largo plazo sin desestabilizar su funcionamiento depende de gran cantidad de factores, uno de los cuales puede ser el comportamiento de los recursos que estos intermediarios captan en el mercado. Por lo tanto, con el objeto de examinar la posibilidad que tienen las distintas instituciones del sistema financiero de transformar plazos y así cumplir con los objetivos de desarrollo económico que les han asignado, se realizó este trabajo. Esta posibilidad se evidenciará al analizar las tasas de crecimiento mensuales de los distintos tipos de recursos que captan los intermediarios. Aquellas instituciones cuyos recursos presenten reducciones bruscas en sus niveles de un período a otro, tendrán grandes riesgos de iliquidez al realizar la transformación de plazos. Por el contrario las instituciones que manejen recursos cuyo crecimiento sea nulo o en aumento a través del tiempo, no tendrán ningún problema al contar permanentemente con un determinado nivel de depósitos que les permiten cubrir cualquier eventualidad futura. Es necesario aclarar que aun cuando exista la posibilidad de lograr una transformación de plazos para ciertas instituciones, de ello no se desprenderá que necesariamente otorguen crédito de largo plazo. Como ya dijimos existen otra serie de elementos de rentabilidad y riesgo de inversión que influyen sobre la decisión que hace el intermediario y que aquí no vamos a tomar en consideración. Para el análisis que se realizó en este trabajo se hicieron unas consideraciones particulares sobre lo que se definía como un comportamiento estable o inestable para cualquier tipo de recurso. Estas

---

(3) Al analizar la estructura de las colocaciones de estos intermediarios se observa cómo a partir de 1977 las operaciones crediticias de corto plazo han aumentado significativamente en el total de créditos concedidos, pasando de ser el 25.6% del total de préstamos durante el primer semestre de 1977 a representar el 36.4% para el tercer trimestre de 1980. A junio de 1982 esta tendencia se mantenía para las operaciones de corto plazo las cuales, aunque no son comparables con las de período anteriores debido a una modificación en su definición, representaban a esta fecha el 76% del total de préstamos de las corporaciones financieras. De otra parte las inversiones también disminuyeron su participación relativa en el total de operaciones de estas entidades a partir de 1979, y dentro de éstas especialmente las inversiones de capital.

consideraciones así como el tipo de cálculo que se realizó se presentan en la siguiente sección.

## II. UN INDICADOR DE ESTABILIDAD RELEVANTE PARA LA TRANSFORMACION DE PLAZOS

Con el fin de examinar la posibilidad que tiene un intermediario financiero para transformar sus pasivos de corto plazo en créditos de largo plazo sin correr riesgo de iliquidez, era necesario definir lo que se iba a considerar como depósitos estables, es decir aquellos que por su comportamiento permitieran realizar esta transformación, y depósitos inestables, aquellos que dificultaran el otorgamiento de créditos amplios. Con este propósito se examinaron dos indicadores de estabilidad, uno de los cuales había sido utilizado en la medición de este mismo tipo de problemas. Sin embargo debido a la definición implícita de lo que se consideraba como depósitos estables o inestables, ambos indicadores fueron descartados y se prefirió trabajar con un nuevo indicador que se planteará más adelante.

El primer indicador que se examinó se basaba en la medición de la desviación existente entre los valores observados y otros valores calculados por una regresión, suponiendo que una mayor desviación con respecto a los valores estimados se podía considerar como mayor indicador de inestabilidad de los recursos. Los valores calculados a través de la regresión, se tomaron en este ejercicio como depósitos con crecimiento estable, suponiendo que recursos con comportamiento "estable" son aquellos que crecen con la tendencia histórica. En particular se planteaba que los depósitos que se realizan a través del instrumento  $i$  en el intermediario  $j$  crecerían exponencialmente con una tasa de  $b\%$ . Esto se expresa como:

$$\text{Log } X_{ij} = a + b_t + U_{ij} \quad (1)$$

Donde los depósitos estables son el valor estimado de (1) o sea  $\widehat{\log X_{ij}}$ . Por lo tanto la desviación estándar de los errores estimados, es decir la desviación encontrada entre los valores observados y los estimados, ajustada por el valor promedio de la variable sería el indicador que nos permitiría medir el grado de estabilidad del instrumento  $i$  en el intermediario  $j$ .

$$IE_{ij} = \frac{1}{\log \bar{X}_{ij}} \sqrt{\frac{\sum (\log X_{ij} - \widehat{X}_{ij})^2}{N}}$$

Donde:  $N$  = Número de observaciones

$X_{ij}$  = Valor observado

$\hat{X}_{ij}$  = Valor estimado

$\bar{X}_{ij}$  = Valor promedio

Junto con este primer indicador se examinará otro método, que ya había sido trabajando por Deena R. Khatkhate y Klaus Walter Riechel para examinar la posibilidad de transformar plazos sin enfrentar riesgos de iliquidez y que está basado en el análisis del porcentaje de recursos que permanece en una institución por más de una período (4). Para este segundo indicador se parte, como en el primer caso, de considerar que los depósitos estables son aquellos que crecen según la tendencia histórica. Una vez se hace la estimación correspondiente se proceden a proyectar los valores para períodos futuros, calculando el valor inferior de un intervalo de confianza, con una prueba de significancia de una cola, para cada una de las proyecciones realizadas. Por último se expresan los valores inferiores de cada intervalo de confianza como un porcentaje de las proyecciones encontradas. El dato que se obtiene con esta metodología nos indicará, con un determinado nivel de confianza, qué porcentaje de los distintos tipos de depósitos que se hacen en una institución, permanecerá en ella durante períodos futuros. Por supuesto entre menor sea este porcentaje, más inestable será el comportamiento de los recursos de la institución y mayor será el riesgo que corra el intermediario al otorgar créditos de largo plazo.

Como vemos los dos indicadores tienen como planteamiento implícito el hecho de que hay una mayor estabilidad en aquellos recursos que se comporten con mayor ajuste a una tasa de crecimiento de tendencia. Sin embargo este comportamiento no necesariamente permite asegurar que un intermediario pueda otorgar crédito de largo plazo con recursos de alta liquidez, sin enfrentar un mayor riesgo en su operación. En efecto el aspecto que es verdaderamente relevante en cuanto al problema de la transformación de plazos, está referido a que los recursos mantengan una tasa de crecimiento ascendente o por lo menos nula. Este tipo de comportamiento permite garantizar que no se presenten caídas imprevistas en el nivel de determinado depósito, que impidan al intermediario colocar a largo plazo al obligarle a mantener una reserva para responder a sus pasivos de corto plazo, anteriormente contraídos.

Por lo tanto para medir la inestabilidad de los distintos recursos de los intermediarios financieros colombianos, se calculó la desviación estándar

(4) Ver Deena R. Khatkhate y Klaus Riechel en **Multipurpose Banking its Nature, Scope and Relevance for Less Developed Countries** IMF, Staff Papers, Vol. 27 No. 3, septiembre, 1980.

ajustada por el valor promedio de esta caída del nivel. Esta medida de dispersión conocida como coeficiente de variación, se tomó como el indicador del grado de inestabilidad que presentaron los distintos tipos de recursos. La utilización de esta medida era la más indicada puesto que no sólo interesaba conocer la dispersión de los datos sino examinar qué tan significativa era esta dispersión de acuerdo al valor medio de caídas en depósitos. Por lo tanto al ajustar la desviación estándar por el promedio de caídas en depósitos, se podía captar la importancia que tenía la dispersión encontrada en los datos, para los intermediarios de distintos tamaños.

El cálculo se hizo para una muestra de bancos, corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda, donde se buscó que quedaran representadas instituciones de todos los tamaños. La información utilizada fue extraída del balance mensual de los intermediarios para un período de seis años, a partir de enero de 1977. No se incluyeron datos anteriores a esta fecha por considerarse que el poco desarrollo que tenía el sistema financiero y la aparición de algunos de los activos a examinar, que se produce antes de 1977, podían alterar inconvenientemente los resultados.

El análisis de la inestabilidad de los depósitos se realizó no sólo para los distintos instrumentos de captación, sino que adicionalmente se examinó qué influencia tuvieron diferentes medidas de política económica, que se llevan a cabo durante el período de estudio, sobre el comportamiento de los recursos totales con que cuenta cada institución. Para el análisis, se excluyeron los datos posteriores a junio de 1982 con el fin de no introducir las distorsiones que generó la crisis financiera sobre el comportamiento de los recursos de cada institución. Como se sabe, la crisis financiera afectó principalmente a las instituciones de menor tamaño por ser éstas las que representaban una mayor inseguridad para los ahorradores. Para el segundo tipo del análisis, examinar el comportamiento de los recursos según medidas de política económica, se trabajó con toda la información dividiendo el período de estudio en tres subperíodos diferenciados entre sí por distintas características económicas.

Es preciso decir que a pesar de los cuidados que se tuvieron por excluir aquella información que pudiera estar excesivamente afectada por el poco desarrollo inicial del sistema financiero, así como por algunos acontecimientos ocurridos recientemente en sus instituciones, estos cuidados no fueron suficientes. Desafortunadamente el período que en últimas se escogió como período de estudio, aún se encuentra afectado por la aplicación de distintos mecanismos de control monetario, lo cual obligó a tomar medidas radicalmente distintas sobre el sector financiero, que obviamente desestabilizaron el funcionamiento de los distintos recursos dificultando el análisis de estabilidad que se quiere realizar aquí. A pesar de esta limitación, se encontraron ciertas relaciones importantes que se presentan en el próximo capítulo.

Adicionalmente, es necesario aclarar que el análisis que se realiza en el siguiente capítulo sólo está referido a comparaciones relativas entre los coeficientes de dispersión obtenidos, tanto para los distintos tipos de instrumentos como para el total de recursos en distintos períodos escogidos. Desafortunadamente no es posible conocer qué tan significativas son las diferencias encontradas debido a que no se cuenta con un patrón que pueda considerarse como "estable" (5). Para esto sería necesario realizar comparaciones con el comportamiento de estos mismos tipos de recursos en países con sistemas financieros más desarrollados. Sin embargo esta posibilidad desborda los límites del trabajo que se requiere realizar aquí. A pesar de esto, los resultados encontrados, resultan bastante claros y muy ilustrativos para conocer con mayor profundidad el comportamiento de los distintos activos con que cuenta el sistema financiero colombiano.

### III. RESULTADOS Y CONCLUSIONES

Los resultados que se obtuvieron al aplicar la metodología descrita en el capítulo anterior, se pueden ver en los cuadros 1 y 3 que se presentan en esta sección. En el primero de estos cuadros se observa la dispersión encontrada para cada tipo de depósito de los tres intermediarios financieros. En el cuadro tres está consignado el comportamiento de los recursos que captan los intermediarios del mercado, durante los tres subperíodos escogidos.

#### 1. Los instrumentos

Al analizar los coeficientes de dispersión que se obtuvieron para los distintos tipos de depósitos de cada intermediario, cuadro 1 se observan algunos resultados de importancia. En efecto, allí se puede ver cómo para el sistema bancario es particularmente claro que el mayor grado de dispersión en estos intermediarios lo presentaron los certificados de depósito a término. Para cinco de los seis bancos escogidos como muestra, los certificados de depósito a término tuvieron un mayor grado de inestabilidad en comparación con los demás instrumentos de captación utilizados por estos intermediarios. De otro lado los depósitos en cuenta corriente tuvieron el comportamiento más estable de los tres instrumentos, para cuatro de los seis bancos.

---

(5) En efecto, no existe ningún tipo de prueba que permita concluir acerca de la significación de las diferencias encontradas entre los distintos instrumentos. Sería necesario conocer un valor del coeficiente de variación que se pudiera considerar como estable y respecto del cual se pudiera realizar las comparaciones. En el caso que se estudia en este trabajo no tiene ningún sentido aplicar pruebas de homocedastidad, o varianzas homogéneas, ni análisis de varianza, u otras pruebas no paramétricas las cuales generalmente buscan examinar si se produjeron cambios en la evolución de la información, entre períodos o entre grupos. El coeficiente de variación que se utilizó en este trabajo está captando precisamente estos efectos sin que las pruebas mencionadas puedan añadirle mayores elementos que pudieran ser de utilidad.

En el caso de las corporaciones de ahorro y vivienda los resultados obtenidos, con la muestra utilizada, no permiten concluir cuál es el instrumento más estable. Sin embargo se ve con facilidad que tanto los CDT's como los depósitos de ahorro presentan los menores coeficientes de dispersión y que los depósitos ordinarios resultan ser los depósitos más inestables para estos intermediarios. Por último en el caso de los CDT's de las corporaciones financieras se encontró que, aunque los coeficientes de dispersión de este instrumento presentaban niveles similares a los presentados por los CDT's que emite el sistema bancario, estos últimos tuvieron para cuatro de los seis casos un comportamiento mucho más inestable.

CUADRO 1

**Coefficientes de variación para los distintos instrumentos de captación del sistema financiero colombiano**

(%) (1)

Enero 1977 — Junio 1982

Bancos	Depósitos de ahorro	Depósitos cuenta corriente	Certificados de depósito a término
1	164	185	105
2	115	94	144
3	85	89	248
4	106	76	144
5	162	86	197
6	96	85	198
Corporaciones financieras			Certificados de depósito a término
1			230
2			84
3			195
4			241
5			148
6			107
Corporaciones de ahorro y vivienda	Depósitos ordinarios	Depósitos de UPAC	Certificados de depósito a término
1	113	87	85
2	105	77	96
3	173	103	87

(1) Los coeficientes están expresados en porcentajes.

A partir de esta evidencia estadística y teniendo en cuenta que estos resultados sólo están referidos a una muestra, se puede ver cómo los depósi-

tos en cuenta corriente y los depósitos de ahorro UPAC parecen ser los instrumentos que presentan un menor grado de inestabilidad dentro del sistema, en comparación con otro tipo de depósitos. En efecto los coeficientes de dispersión encontrados para estos dos tipos de recursos se encuentran, en su gran mayoría, por debajo de la unidad. Así mismo, los certificados de depósito a término emitidos por las CAV presentan un comportamiento estable en relación a otros depósitos. Por el contrario los CDT's emitidos por los bancos y corporaciones financieras tienen el comportamiento más inestable de todo el sistema financiero, siendo en general más inestable el comportamiento de los CDT's bancarios.

La explicación de estas diferencias encontradas en el grado de inestabilidad de los distintos instrumentos parecen estar referidas no sólo a las características que posee cada tipo de recurso sino a la variación que se haya presentado en su rentabilidad, en relación con otros instrumentos, durante el período de estudio.

En efecto, de una parte parece existir una relación clara entre estabilidad y aquellos instrumentos que captan del mercado recursos considerados como "permanentes" para el ahorrador. Este es el caso de los depósitos que se hacen en cuenta corriente los cuales debido a las características particulares que poseen se utilizan para realizar transacciones corrientes de los ahorradores y por tanto están referidos al componente permanente del ingreso. Así mismo, los depósitos que se realizan en las cuentas de ahorro con corrección monetaria, cuya liquidéz es casi inmediata sin grandes costos de transacción, aunque pueden tener algún componente especulativo debido a la corrección generalmente se utilizan para realizar transacciones corrientes. Por lo tanto, la relación que tienen estos dos instrumentos con elementos permanentes del ingreso de los ahorradores, permitirá que su comportamiento sea más estable a través del tiempo y aunque presenten caídas de nivel éstas sean más fácilmente predecibles, al comportarse con cierto ajuste a un patrón.

De otro lado, una relación que aparece igualmente clara es la mayor inestabilidad que existe para aquellos instrumentos que vieron modificada sustancialmente su rentabilidad en comparación con otros instrumentos. Este es el caso de los depósitos ordinarios en las CAV los cuales aunque siempre ofrecieron una rentabilidad del 19% sobre el saldo diario, presentaron un gran dinamismo durante el período 1976-1978, dado que en esa época la corrección monetaria, había sido fijada en 18%. Una vez la corrección monetaria supera este límite, la caída de los recursos captados a través de depósitos ordinarios es evidente, pasando de representar el 18% del total captado a finales de 1978 a ser únicamente el 2% a finales de 1982. Obviamente estos ascensos y caídas bruscas se reflejan en los coeficientes de dispersión encontrados para estos instrumentos.

Por último acerca de las causas que afectaban el comportamiento de los CDT's la evidencia estadística no permitió ser concluyentes. En primer lugar es necesario distinguir los CDT's emitidos por corporaciones de ahorro y vivienda de aquellos emitidos por los bancos o por las corporaciones financieras. En el anexo 1 se puede ver que existen diferencias entre estos dos grupos de CDT's, principalmente en cuanto a plazo y a régimen tributario que se les aplica (6). En efecto, el hecho de que los CDT's que emiten las CAV sean redimibles únicamente a seis y doce meses, influyó en que estos certificados tuvieran un comportamiento más estable que los emitidos por los demás intermediarios.

Respecto a los CDT's emitidos por los bancos y corporaciones financieras se presentaba una hipótesis acerca de las posibles causas de su comportamiento. Esta hipótesis estaba referida al hecho de que los depósitos que se hacen en estos certificados están en mayor relación con lo que podríamos llamar el elemento "transitorio" del ingreso, es decir aquellos remanentes que tiene el ahorrador sobre sus gastos permanentes. En este caso y debido a las características que posee el certificado de depósito a término, una rentabilidad positiva real superior a la de los demás instrumentos examinados, era posible suponer que los depósitos que se hicieran en estos activos tendrían un mayor componente especulativo, haciendo más inestable su evolución.

Sin embargo, era necesario tomar en consideración el hecho de que los CDT's habían sufrido un fuerte cambio de rentabilidad, durante el período de estudio, lo cual podía haber afectado su comportamiento. En efecto, estos instrumentos pasaron de ofrecer una rentabilidad controlada de 25.6% anual efectiva para diciembre de 1979, a ofrecer una tasa de interés libre, 36.81% en promedio para bancos y corporaciones financieras, a diciembre de 1980 (7). El sorprendente monto de recursos que comenzó a captarse a través de este instrumento, a partir de la liberación de sus tasas de interés, se explica en parte por el cambio en la rentabilidad ofrecida y en parte por la reversión que se hizo hacia este instrumento de las operaciones de venta de cartera. En efecto, la hipótesis que se ha sugerido a este respecto es que la reversión de las ventas de cartera se hizo principalmente hacia CDT's, no sólo porque estos instrumentos tenían menores requerimientos de encaje frente a otros instrumentos del sistema, sino porque a través de la liberación de su tasa de interés se podía aumentar la rentabilidad de los mismos, compensando su iliquidez y haciéndolos atractivos para el público (8).

---

(6) La reforma Tributaria de finales de 1982 intenta corregir estas diferencias. Ver anexo 1.

(7) Ver Revista del Banco de la República, diciembre 1980.

(8) Esta hipótesis está planteada por Hernando José Gómez en el "Comportamiento de la Oferta Monetaria y las Innovaciones Financieras en 1980", documento de trabajo No. 18, DIE, Banco de la República.

Por lo tanto con el fin de examinar si la hipótesis planteada tenía alguna validez se calculó el coeficiente de dispersión para estos recursos, en dos períodos: enero de 1977 a diciembre de 1979 y enero de 1980 a junio de 1982. El primero de estos períodos podía considerarse como un período más "normal" para los CDT's puesto que aunque estos instrumentos habían visto modificada su rentabilidad, a través de cambios en su encaje, estas modificaciones habían sido muy poco significativas. Por lo tanto de poder comprobarse que en este período los CDT's seguían teniendo un comportamiento inestable, se podía lograr una evidencia indirecta acerca de que la verdadera causa de su inestabilidad era la característica "especulativa" que tienen los recursos que estos instrumentos captan del mercado.

En el cuadro 2 se pueden ver los resultados obtenidos para los dos períodos. En efecto al excluir el período de fuerte dinamismo en los recursos captados a través de CDT's, 1980-1982, los indicadores de dispersión siguen siendo elevados. Esto es particularmente claro para el caso de las corporaciones financieras donde los coeficientes para 1976-1979 son en su gran mayoría superiores a la unidad y sólo en uno de los casos se presenta un comportamiento más estable de los CDT's para el primer período. En el caso del sistema bancario no se puede concluir de manera definitiva, ya que para tres de los seis casos se presenta un comportamiento más estable de los CDT's durante el primer período, 1977 a 1979. Sin embargo se ve que en general los CDT's presentaron una evolución más inestable durante 1976-1979, en comparación con el segundo período, 1980-1982.

CUADRO 2

**Coefficientes de variación de los CDT's**

(%) (1)

	Bancos		Corporaciones financieras	
	7701-7912	8001-8206	7701-7912	8001-8206
1 .....	66	107	247	125
2 .....	161	16	88	77
3 .....	76	151	178	83
4 .....	72	70	116	164
5 .....	143	68	142	88
6 .....	67	130	102	72

(1) Coeficientes expresados en porcentajes.

Por lo tanto de lo anterior se puede afirmar que parece existir una relación entre el comportamiento inestable que presentaron los CDT's y el hecho de que estos instrumentos captan unos recursos que generalmente se colocan con un criterio especulativo. En efecto, al calcular los coeficientes de disper-

sión para el período 1976-1979, un período que se puede considerar un poco más "normal" que el siguiente para estos instrumentos puesto que sufre modificaciones muy poco significativas, se encuentra que en la mayoría de los casos estos coeficientes siguen siendo elevados, es decir los CDT's siguen presentando un comportamiento inestable. La explicación de esta evolución como ya se dijo anteriormente, podría estar referida a que estos instrumentos captan recursos "transitorios" del ahorrador.

Por último aún faltaba responder un interrogante con respecto a los coeficientes de dispersión encontrados para los distintos tipos de depósitos. En efecto, a primera vista parecería existir una relación entre la especialización que tienen ciertos intermediarios en determinados instrumentos y el grado de estabilidad encontrado para estos mismos instrumentos. Este sería el caso de las cuentas corrientes y los depósitos de ahorro UPAC, los cuales son monopolio "natural" de bancos y corporaciones de ahorro y vivienda; y resultaron ser los instrumentos más estables. De ser cierto lo anterior la inestabilidad de los CDT ofrecidos por los bancos y corporaciones financieras (9) se explicaría en parte por la mayor competencia a que está sujeto cualquier depósito que se realice en este instrumento, debido no sólo a que puede ser emitido por todos los intermediarios sino adicionalmente al hecho de que estos instrumentos compiten con numerosos activos del mercado de los cuales son sustitutos cercanos (títulos de participación, certificados cafeteros, etc.).

Sin embargo contra esta argumentación había dos hechos que hacían imposible aceptarla con la evidencia empírica disponible hasta el momento. En primer lugar la especialización de los intermediarios en los instrumentos anteriormente mencionados no es perfecta. En efecto, para el caso colombiano trabajos recientes han demostrado que existe un alto grado de sustituibilidad entre la demanda por  $M_1$  y por depósitos de ahorro UPAC (10). Por lo tanto, aún en el caso de los depósitos que presentaron el comportamiento más estable, en relación con los demás recursos del sistema, se puede ver que tienen un elemento de competencia al ser altamente sustituibles entre sí. En segundo lugar y como ya se mencionó anteriormente, el hecho de que el comportamiento de los CDT's esté afectado por los cambios súbitos en su rentabilidad así como por la reversión de operaciones que se registran por fuera del balance, dificulta el análisis de la influencia que puedan tener factores tales como la competencia de otros intermediarios sobre el comportamiento de estos recursos.

---

(9) Como ya vimos los CDT's emitidos por las CAV no tiene exactamente las mismas características de los demás, lo cual hace que su comportamiento sea distinto y que no sea un buen sustituto de los CDT ofrecidos por los demás intermediarios.

(10) Ver Martha Lee y Hugo Oliveros "La Demanda por Activos Líquidos en Colombia", Revista "Ensayos sobre Política Económica" No. 3.

Antes de terminar con el análisis según tipo de instrumento, es preciso mencionar que no se encontró ninguna relación entre el tamaño del intermediario o la mayor participación de determinado recurso en el total de sus captaciones, y los correspondientes coeficientes de estabilidad.

## 2. La medidas de política económica

Con el fin de examinar de qué manera distintas decisiones de política económica habían afectado el comportamiento de los recursos, se analizó la dispersión del total de los recursos, para cada uno de los intermediarios seleccionados como muestra. Los resultados de este análisis se encuentran en el cuadro 3.

CUADRO 3

### Coeficientes de variación para el total de los recursos de los distintos intermediarios financieros (1)

Bancos	7701—7912	8801—8112	8201—8312
1 .....	129	149	197
2 .....	87	75	57
3 .....	92	129	95
4 .....	65	36	90
5 .....	94	65	92
6 .....	102	35	160
Corporaciones financieras			
1 .....	247	138	44
2 .....	88	79	82
3 .....	178	67	84
4 .....	116	174	123
5 .....	142	98	50
6 .....	102	79	139
Corporaciones de ahorro y vivienda			
1 .....	59	54	71
2 .....	99	52	75
3 .....	85	20	68

(1) Coeficientes expresados en porcentajes

En primer lugar se observa claramente que el período de fuertes controles monetarios, enero de 1977 a diciembre de 1979 fue un período de mayor inestabilidad para la gran mayoría de intermediarios, en comparación con el período siguiente. En efecto, la aplicación de fuertes controles a través de

encaje desestabilizó de manera importante el comportamiento de algunos recursos y produjo la creación de innovaciones financieras con el fin de escapar a los controles, disminuyendo por lo tanto el volumen de recursos registrados en los instrumentos tradicionales. Estos hechos se reflejan en los coeficientes de dispersión los cuales fueron superiores a los del período siguiente, en doce de los quince casos.

Por el contrario las medidas de liberación que se toman para el segundo período de estudio, enero de 1980 a diciembre de 1981, disminuyen los coeficientes de dispersión para la gran mayoría de los casos. En el cuadro 3 se puede ver cómo a raíz de la liberación de tasas de interés de CDT's y del relajamiento de los controles a través de encajes la inestabilidad del sistema se reduce en una gran proporción. Por lo tanto a partir de esta evidencia se podría suponer que un crecimiento estable de los depósitos se garantizará, en mayor grado, en un contexto donde se eviten controles excesivos sobre los distintos intermediarios que puedan alterar la rentabilidad de las operaciones "institucionales" que realizan.

Por último al analizar el período que pretendía captar los efectos de la crisis financiera (1982-1983), se encontró que en general los intermediarios de menor tamaño fueron los que vieron aumentados sus coeficientes de dispersión. Por el contrario las instituciones más grandes los vieron en algunos casos reducidos frente al valor del período anterior.

## CONCLUSIONES

De los resultados encontrados se pueden plantear básicamente dos conclusiones, que resultan de gran importancia, para los lineamientos futuros de medidas que se tomen respecto a los distintos intermediarios examinados.

En primer lugar, las relaciones encontradas entre el grado de liquidez de los instrumentos y su estabilidad, permiten plantear que existen algunos intermediarios financieros en Colombia para los cuales el comportamiento de sus recursos pudo haber sido un elemento que dificultara el otorgamiento de crédito de largo plazo. Este es claramente el caso de las corporaciones financieras, las cuales dependen en gran proporción de los recursos captados a través del CDT's, los instrumentos más inestables del sistema. La elevada participación de los CDT's en el total de recursos de una corporación financiera (11) así como el hecho de que éste sea su único instrumento de captación, pueden ser elementos que hayan incidido en que estos intermediarios dependan, para el otorgamiento de créditos de largo plazo, de líneas internacionales de crédito o recursos del Banco Central. Obviamente esta situación

(11) Los CDT's pasaron de ser el 15.1% del total de recursos de las corporaciones financieras a principios de 1977, a ser un 35.51% para junio de 1982. Ver Humberto Mora, *op. cit.*

ha impedido que las corporaciones financieras cumplan cabalmente con los objetivos de financiación amplia a los sectores productivos. Por el contrario las demás entidades del sistema, cuentan con instrumentos más estables, depósitos en cuenta corriente y depósitos de ahorro UPAC, y en una proporción importante dentro del total de sus recursos. Esto puede ser un componente que haya facilitado, en aquellos casos en que éste ha sido el objeto, una transformación de plazos sin desestabilizar el comportamiento del intermediario.

Por lo tanto la recomendación que se desprende de lo anterior es que una revisión futura acerca del papel de las corporaciones financieras y de las posibilidades de que éstas cumplan con los objetivos para los cuales fueron creadas, financiación de largo plazo a los sectores productivos, necesariamente debe tomar en consideración la inestabilidad que presenta su único instrumento de captación, así como las características de estabilidad que presentaron otros instrumentos de mayor liquidez y que captan recursos más "permanentes" del ahorrador.

La segunda conclusión de importancia se refiere a los impactos que tienen los cambios bruscos en las condiciones de los distintos recursos, sobre su estabilidad. En efecto tanto la aplicación de fuertes encajes como el cambio

## ANEXO 1

Tabla comparativa de captación

Características	CDT bancos	CDT Corporaciones financieras	CDT CAV
Plazo mínimo	3 meses	3 meses	6 meses
Liquidez	Sólo al vencimiento	Inmediata	Inmediata (con pérdida de intereses aun cuando no de corrección).
Cuenta mínima	Especificada	No especificada	Especificada
Tasa de interés efectiva anual a diciembre de 1979	25.6	25.6	5% efectiva anual más corrección monetaria para 6 meses y 7% efectivo anual más corrección monetaria para 12 meses.
A diciembre de 1980	Libre	Libre	Libre
Tributaria	5% del valor de los intereses mayores de \$ 80 diarios	Igual a bancos	Los primeros 8 puntos de corrección monetaria son exentos y los restantes se tratan como ganancia ocasional.
*	5% sobre el 74% del pago de interés anual	* Igual a bancos	* Los primeros 8 puntos de corrección monetaria son exentos. Se aplica una retención del 5% sobre el 60% de los intereses anuales.

\* Cambios que introduce la Reforma Tributaria de finales de 1982

súbito en la rentabilidad ofrecida por los instrumentos alteraron de forma importante el comportamiento de los distintos recursos. Por lo tanto se puede suponer que con un crecimiento estable de los depósitos se garantizará, en mayor grado, en un contexto donde se eviten cambios bruscos en rentabilidad o controles excesivos sobre los distintos intermediarios y donde se permite al sistema financiero desarrollarse con mayor flexibilidad.