



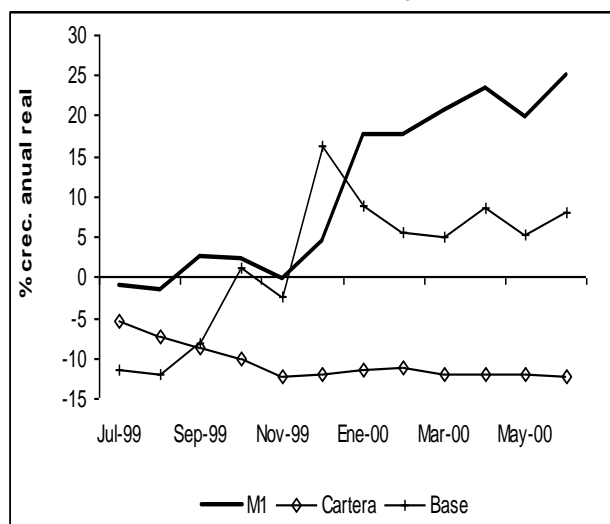
Agregados monetarios y crediticios:

¿INDICADORES DE QUÉ?

El último comunicado de prensa del Banco de la República ha despertado nuevamente el debate en torno a la evolución de los principales agregados monetarios. Textualmente, la Junta del Banco afirma que “*el rápido crecimiento de ciertos agregados monetarios, como ha venido ocurriendo con la base monetaria y los medios de pago (M1) podría constituir a mediano plazo otro elemento de presión al alza de precios*”.

De otra parte, es generalizada la interpretación errónea sobre el desempeño del crédito del sector financiero, fundamentada en las cifras agregadas que publican la Superintendencia Bancaria y el Banco de la República. Se ha vuelto costumbre ver titulares de prensa y boletines económicos en donde se hace alusión a tasas de decrecimiento anual de la cartera superiores al 10% (Gráfico 1).

Gráfico 1
Crecimiento real cartera, M1 y base



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Con esta breve nota la Asobancaria quiere llamar la atención sobre el extremo cuidado que se debe tener al examinar la evolución reciente de los indicadores monetarios y de crédito. En particular, se analizarán cuáles son los factores que han incidido sobre el crecimiento de M1 y la cartera. Una interpretación equivocada de lo que muestran las cifras podría trascender la esfera netamente informativa e incidir sobre la toma de decisiones de política económica y las expectativas de los agentes.

M1 y la demanda

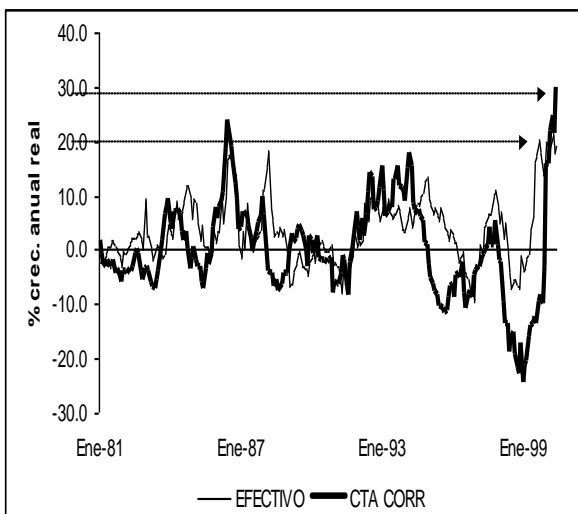
La base monetaria viene registrando un crecimiento anual del 17%, y su promedio móvil de orden 20 se encuentra \$350 mm por encima del corredor. M1 crece al 37% como resultado de una tasa de crecimiento anual del 30% en el efectivo y del 45% en las cuentas corrientes. Si se considera una perspectiva de más largo plazo, vemos que el desempeño de los componentes de M1 es excepcional (gráfico 2).

El notable crecimiento del efectivo está asociado, fundamentalmente, con la reducción de la tasa de interés que, junto con el impuesto a las transacciones financieras, ha reducido la preferencia por depósitos en cuentas de ahorro. No parece haber indicios de una mayor preferencia por efectivo con motivos transaccionales, ya que como lo indican las encuestas de opinión de la ANDI y Fedesarrollo, la industria sigue reportando como principal problema la falta de demanda interna; lo mismo sugiere el Banco de la República en su último Informe Sobre Inflación a junio, al llamar la atención sobre la debilidad de la demanda de bienes de consumo en la primera parte del año (Pág. 28).

De otro lado, el crecimiento de las cuentas corrientes podría estar reflejando, además de la caída en las tasas de interés, el repunte que ha registrado la economía. Sin embargo, estos factores son insuficientes para explicar un despegue

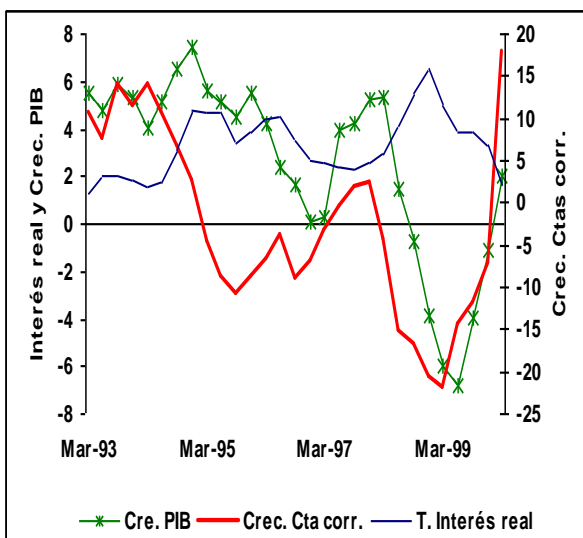
como el observado; solamente en pleno período de auge de la economía y de bajos tipos de interés (1993-1995) las cuentas corrientes crecieron a tasas reales cercanas a las actuales (Gráfico 3).

Gráfico 2
Crecimiento anual efectivo y depósitos en cuenta corriente



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Gráfico 3
Crecimiento económico, cuentas corrientes y tasa de interés real



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Nuevamente aquí entra a jugar un papel decisivo el impuesto a las transacciones financieras; en particular, su reglamentación a partir de enero del 2000, mediante la ley 508 de 1999 que dispuso que los traslados entre cuentas corrientes y de ahorro de un mismo titular en la misma entidad financiera estarían gravados con el impuesto del 2X1000; parecería que las empresas han optado por centralizar el manejo de sus recursos en las cuentas corrientes, ya que mediante ellas aseguran el acceso al sistema de pagos sin sacrificar mucho en términos de rentabilidad, dadas las actuales tasas de interés.

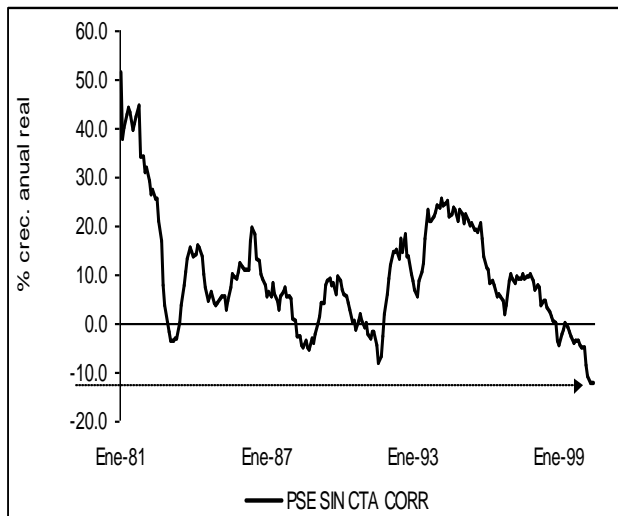
Los otros M's

Si bien M1 viene creciendo a tasas excepcionales, no ocurre lo mismo con otros agregados monetarios más amplios. Con el ánimo de ilustrar el pobre desempeño de otros pasivos diferentes a las cuentas corrientes bancarias, utilizamos los pasivos sujetos a encaje sin considerar las cuentas corrientes (PSEC).

El gráfico 4 contrasta con el comportamiento descrito en el gráfico 1. El crecimiento anual real de los PSEC es ligeramente inferior al -10% y es el más bajo en los últimos veinte años. La pobre dinámica de este indicador está asociada, entre otros, con el menor crecimiento que viene registrando el mercado de crédito y con los factores que inciden negativamente sobre el multiplicador bancario, como la mayor preferencia por efectivo.

Un desempeño pobre de los agregados monetarios amplios, que no es sino la otra cara de la moneda del mercado de crédito, no puede generar alarma de presiones inflacionarias, ni en el corto ni en el mediano plazo. Lo anterior indica que la mayor liquidez expresada en el crecimiento de la base monetaria no se está multiplicando a través del sector financiero mediante la ampliación de los depósitos o el crédito.

Gráfico 4
Crecimiento anual real de PSEC



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Algunos reproches

Hay quienes opinan que la mayor liquidez que el Banco de la República ha dado a la economía se ha desperdiciado en la compra de dólares y de inversiones en TES por parte del sector financiero. Tales decisiones, en su opinión, son reprochables porque esos recursos se podrían destinar para el otorgamiento de créditos.

Esas afirmaciones suscitan por lo menos dos comentarios. Primero: la compra o venta de dólares por parte del sector financiero o de cualquier otro sector, no afecta la cantidad de dinero que hay en circulación en la economía, a menos que el Banco de la República intervenga directamente comprando o vendiendo divisas para defender determinado tipo de cambio. En esquemas cambiarios flexibles, como el nuestro, el Banco de la República sólo interviene en circunstancias extremas para acumular reservas o para evitar excesivas volatilidades del tipo de cambio. En fin, si no se afecta la cantidad de dinero en circulación, tampoco se afecta la oferta potencial de crédito.

Segundo: la constitución de inversiones en TES por parte del sector financiero tiene como

racionalidad la obtención de un beneficio asociado con la tasa de interés de riesgo cero, y la administración de la liquidez de las entidades financieras. La rentabilidad de los TES es de las más atractivas del mercado, lo que sumando a su riesgo bajo, la hacen una inversión interesante para cualquier agente racional. Del mismo modo, una entidad que no cuente con un portafolio de TES no puede acceder directamente a los recursos de liquidez que otorga el Banco de la República mediante sus operaciones repo.

Correcciones necesarias

Si nos ceñimos a lo que indican las cifras de cartera publicadas por el Banco de la República o la Superintendencia Bancaria, podríamos afirmar que el crédito bancario total se viene contrayendo a la alarmante cifra del 6% en términos anuales. Sin embargo, no resulta adecuado comparar saldos que han sido afectados por factores distintos a la propia dinámica del mercado de crédito.

El saldo actual de la cartera en moneda legal (\$44.3 billones al 7 de julio) es el resultado, además de la dinámica de nuevos desembolsos y amortizaciones, de los castigos de cartera contemplados en los programas de capitalización bancaria del FOGAFIN, de las reliquidaciones contempladas en la Ley de vivienda, de las titulaciones y, en general, del proceso de saneamiento de la banca. Este proceso ha representado una contracción del saldo de cartera cercano a los \$6.7 billones (Cuadro 1). En palabras del propio Banco de la República, "En conjunto, estas operaciones pudieron haber representado hasta 11.6 puntos porcentuales del crecimiento anual de la cartera neta"¹

El país requiere que con prontitud la Superintendencia Bancaria adelante la tarea de depurar las cifras de cartera, de tal manera que se pueda contar con bases comparables que indiquen la verdadera dimensión del apretón crediticio que viene experimentando la economía

¹ Informe Sobre Inflación. Junio de 2000. Banco de la República.

desde el año pasado. Cualquier análisis que se siga haciendo con base en las cifras actuales debe tomarse con cautela para evitar llegar a conclusiones parciales.

Cuadro 1

Operaciones que reducen el saldo de cartera

Operación	Billones de \$
Castigos cartera	1.31
Saneamiento B. Privada	0.49
Cartera entidades liquidadas	1.04
Venta cartera y titularizaciones	0.45
Cartera entregada en Admon.	0.18
Bienes recibidos en pago	0.25
Cartera BCH	0.75
Reliquidación deudas	2.26
Total	6.73

Fuente: Superintendencia Bancaria

Conclusión

Los agregados tradicionales han ido perdiendo relevancia como indicadores de las verdaderas condiciones monetarias, ya que su desempeño está altamente influenciado por factores ajenos a la política monetaria. En este contexto se reduce la importancia de las metas cuantitativas de dinero en circulación y cobra mayor vigencia la necesidad de avanzar en el esquema de inflación objetivo (*inflation targeting*).

La evidencia reportada por los agregados crediticios está influenciada por el ruido que generan operaciones que nada tienen que ver con el funcionamiento normal del mercado de crédito. Para tener una aproximación de la magnitud de dicho ruido, se construyó el cuadro 2 con base en cifras proporcionadas por la Superintendencia Bancaria hasta el mes de febrero; de allí se puede concluir que entre 7 y 11.4 puntos de la contracción anual que registran las cifras agregadas es el resultado de los movimientos contables producto del saneamiento bancario. Por lo tanto, el desplome de la actividad crediticia no es de la magnitud que sugieren las cifras actualmente disponibles.

Cuadro 2

Distorsión sobre el crecimiento de la cartera

	Dic-98	Ene-99	Feb-99
Cartera Bruta	54.10	54.35	54.04
	Dic-99	Ene-00	Feb-00
Cartera Bruta	52.15	48.91	49.06
Saneamiento*	3.68	6.18	5.50
Saldo corregido	55.83	55.09	54.56
Var. Anual sin corregir	-3.60	-10.01	-9.22
Variación anual corregida	3.20	1.36	0.96
Diferencia puntos	6.8	11.4	10.2

* Incluye: titularizaciones, castigos, saneamiento FOGAFIN, ventas de cartera, cartera entregada en Admon, cartera entidades liquidadas.

Fuente: Superintendencia Bancaria, Cálculos Asobancaria