



Se dispara la demanda por efectivo: ¿SEÑAL DE RECUPERACION?

Las cifras de agregados monetarios publicadas por el Banco de la República muestran que la demanda de efectivo sigue creciendo en la economía.

Con el fin de aportar algunas herramientas de análisis, en esta nota queremos mostrar cuál ha sido el comportamiento reciente del efectivo y plantear qué factores pueden estar incidiendo directamente sobre la mayor preferencia por efectivo. Vamos a mostrar que la mayor demanda de efectivo está estrechamente asociada al cambio de nivel del gravamen sobre los movimientos financieros y a los nuevos síntomas de reactivación de la economía.

De la misma manera, la Asobancaria llama la atención en torno al hecho de que una mayor cantidad de liquidez en el mercado, no significa una mayor disponibilidad de recursos por parte del sector financiero para financiar nuevas expansiones de activos de cartera o de inversiones.

Los hechos recientes

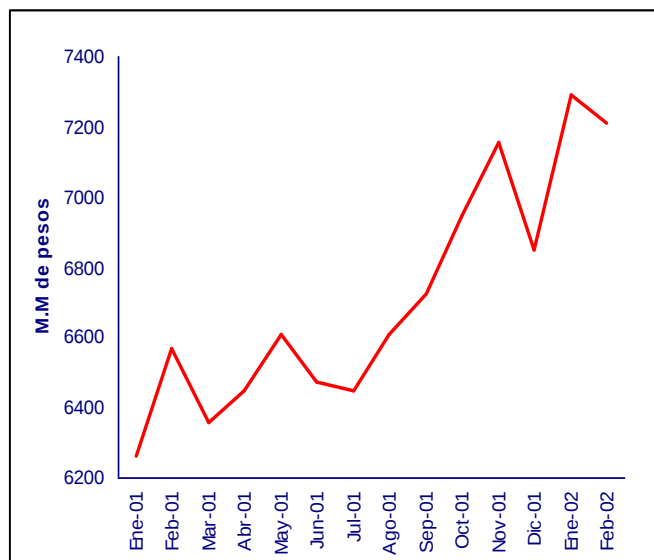
Las últimas cifras disponibles del Banco de la República, correspondientes al 22 de febrero de 2002, muestran que el efectivo en poder del público se ha incrementado considerablemente.

En efecto, el saldo de efectivo asciende a \$7.1 billones, esto es, \$1 billón (16.1%) superior al registro observado el mismo periodo del año anterior. Al eliminar el efecto estacional de mayor demanda por efectivo al finalizar el año, el crecimiento es del orden de \$500 mil millones (un crecimiento real anual superior del 4.9%).

De otra parte, al analizar algunos indicadores, elaborados a partir de las cifras del Banco de la República, se corrobora el hecho de que la demanda de efectivo se ha incrementado,

incluso en niveles muy superiores a los observados en periodos como el 2000, cuando en previsión de los efectos del Y2K se inyectaron grandes cantidades de circulante a la economía.

Efectivo. Serie desestacionalizada Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Indicadores de efectivo

Efectivo como porcentaje de los agregados monetarios (cifras a febrero de cada año)

	Base Monetaria	Pasivos sujetos a encaje	Cuentas de ahorro	Cuentas corrientes
1998	46.14	7.91	22.77	59.26
1999	57.08	7.90	25.32	73.46
2000	63.77	9.66	28.57	76.05
2001	68.21	12.37	38.43	85.80
2002	69.75	13.04	39.13	90.23

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

- Como porcentaje de la base monetaria, en promedio, el efectivo ha pasado del 46.1% al 69.7%, en los últimos cinco años.

- Un indicador acertado de la mayor preferencia por efectivo, lo constituye su participación dentro de las cuentas corrientes y de ahorro. En este caso, el efectivo también ha aumentado significativamente su participación.

La Asobancaria realizó un sencillo ejercicio, en el cual se calculó una función de demanda por efectivo (anexo). Los resultados del mismo permiten concluir que los factores de mayor incidencia en el crecimiento de la demanda por efectivo son el gravamen a los movimientos financieros, y la dinámica de la actividad económica. En estas dos variables hay cambios recientes que pueden dar indicios de porqué sigue creciendo la demanda de efectivo. Otros factores que, en menor medida, explican este comportamiento son: la reducción de las tasas de interés, el comportamiento de la inflación y, la estacionalidad de mayor demanda por efectivo de fin de año.

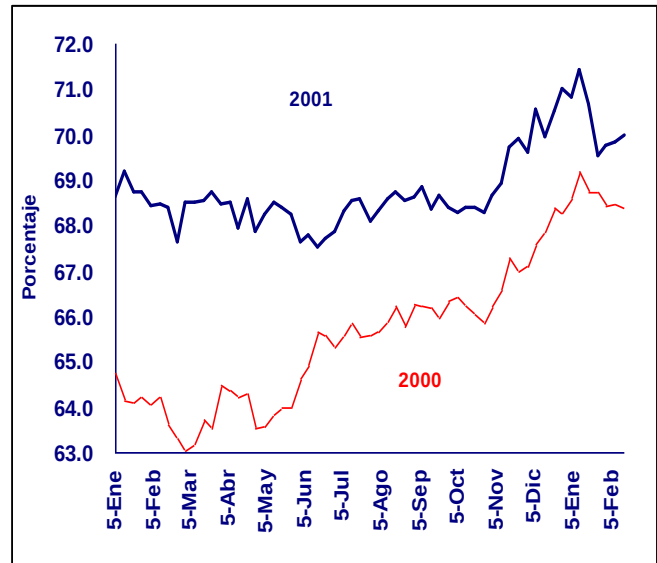
De acuerdo con la función de demanda estimada (anexo), se observa que el impuesto a las transacciones financieras implica un incremento del efectivo del 25%.

El gráfico anterior muestra que el cambio del impuesto del 2x1000, vigente en el 2000 al 3x1000 que rige desde enero de 2001, produjo un cambio significativo en la demanda de efectivo; de representar el 65 de la base monetaria, saltó al 69%; aún cuando la diferencia se redujo un poco en el transcurso del 2001, es evidente que acentuó el comportamiento de los agentes económicos.

Gravamen a los movimientos financieros

Sin duda, la hipótesis que mayor fuerza tiene para explicar el significativo incremento en la preferencia por efectivo está asociada con el gravamen a los movimientos financieros. Las cifras del Banco de la República muestran que, como consecuencia del 3x1000, el efectivo aumentó su nivel en los dos últimos años en cerca de \$2.5 billones (51.8%).

Efectivo como porcentaje de la base monetaria



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Síntomas de reactivación de la economía

Los resultados de nuestro ejercicio (anexo) sugieren que el aumento de un 1% en el PIB real incrementa la preferencia por efectivo en el 3%. Sin duda, los favorables resultados de crecimiento económico en el último trimestre del año (1.06% trimestral) contribuyen a explicar la mayor demanda por efectivo.

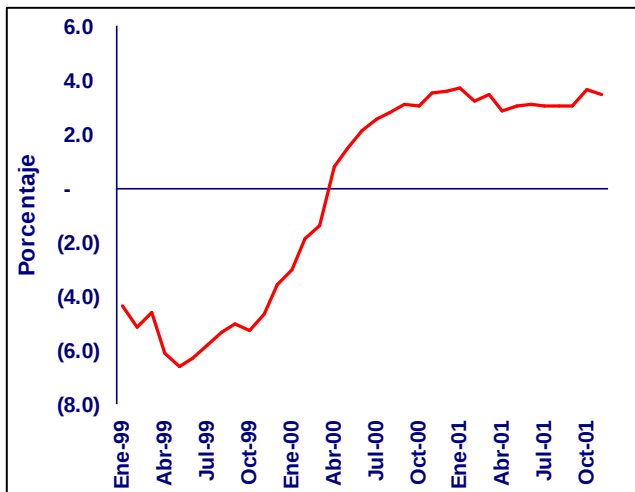
Hay varios indicadores que permiten corroborar que en el presente año la dinámica de crecimiento de la economía se sigue consolidando y, por lo tanto, incidiendo en la mayor demanda de efectivo.

* Las ventas reales del comercio al por menor.

De acuerdo con las cifras más recientes del DANE, las ventas reales de comercio al por menor siguen creciendo a un ritmo importante (4% anual), lo cual es una clara muestra del

significativo repunte que ha registrado este sector de la economía.

Ventas de comercio al pormenor sin combustibles ni vehículos Crecimiento anual

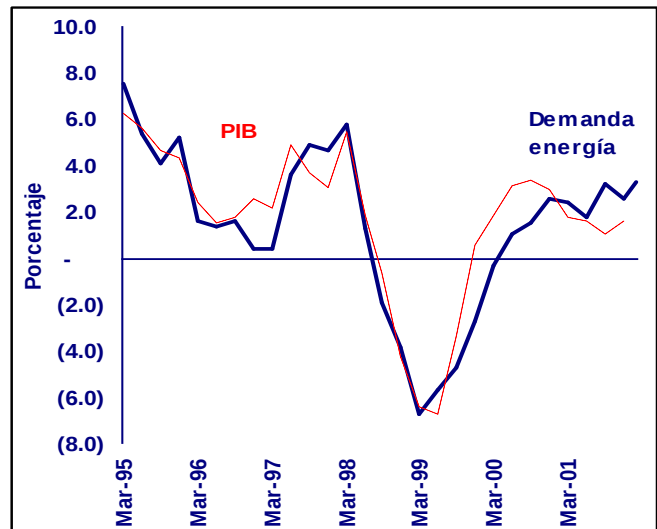


Fuente: DANE

* Importante crecimiento de la demanda de energía

La demanda de energía, que constituye un importante indicador coincidente de la actividad económica, muestra un considerable repunte (ver gráfico)

Demanda de energía y PIB Crecimiento anual



Fuente: Ministerio de Hacienda

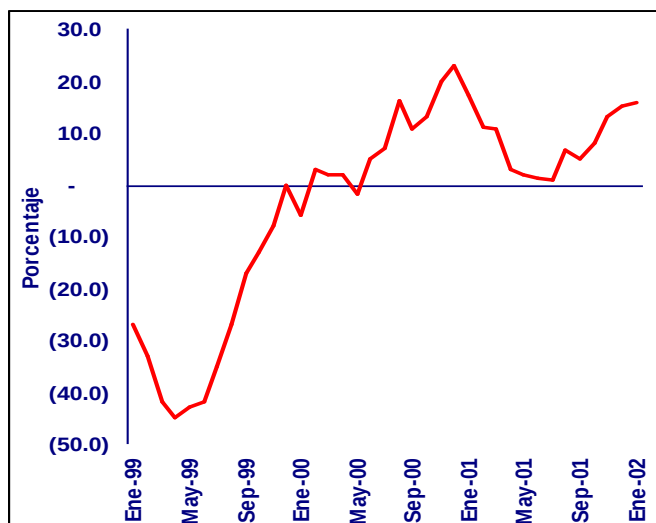
* Favorables expectativas de la situación económica

Según la encuesta de opinión industrial de Fedesarrollo, los industriales del país mantienen unas relativamente favorables expectativas en torno a la situación económica actual.

Lo anterior permite concluir que el proceso de recuperación económica del último trimestre del año pasado continuó en las primeras semanas de este, explicando parte del crecimiento del efectivo.

Situación económica actual

Balance de respuestas en la industria



Fuente: Fedesarrollo

Otros factores de incidencia en la mayor demanda de efectivo

Además del 3x1000 y los favorables resultados obtenidos en materia de crecimiento económico, existen otros factores que inciden sobre el comportamiento del efectivo.

- *La reducción en las tasas de interés*

La estimación de nuestra función de demanda por efectivo muestra que la reducción de un punto porcentual en las tasas de interés (CDT a 90 días) genera un aumento de la demanda del efectivo en 0.22%.

Claramente, la reciente tendencia descendente de las tasas de interés ha afectado considerablemente la preferencia por efectivo. Es necesario tener en cuenta que este comportamiento se ha visto reforzado porque con la reducción de las tasas de interés, el impuesto a las transacciones financieras se vuelve más oneroso, generando incluso rentabilidades negativas en algunos casos.

- *El comportamiento de la inflación*

Otro de los factores que ha contribuido a que el público manifieste una mayor demanda por liquidez, lo constituye el comportamiento del nivel de precios de la economía. De nuevo, en nuestro ejercicio es claro que un incremento de un punto

porcentual en el IPC genera un aumento del 0.57% en el efectivo.

Consideraciones finales

La principal conclusión que podemos sacar en esta nota es que los factores que mayor incidencia ha tenido en la mayor preferencia por efectivo han sido el 3x1000 y el importante proceso de recuperación de la economía; éste último ha sido evidente en sectores como el comercio, la industria y en la recuperación de algunos indicadores líderes de la economía como el consumo de energía.

Sin embargo, otros elementos como la reducción en las tasas de interés del mercado y los niveles de inflación generan importantes efectos en los niveles de efectivo, aún descontando los factores estacionales.

También se concluye que, como consecuencia de la distorsión generada por el gravamen a los movimientos financieros, una mayor cantidad de liquidez en el mercado no significa una mayor disponibilidad de recursos por parte del sector financiero para financiar nuevas expansiones de activos de cartera o de inversiones; por el contrario, en el evento en que el crédito retorne a la senda de crecimiento, existirían razones suficientes para pensar en la posibilidad de que se puedan generar presiones adicionales sobre las tasas de interés.

ANEXO

Se calculó una función de demanda por efectivo del tipo $\ln E = f(\ln YR, \ln R, \ln P, \text{Dummy}, \text{Dummy1})$,
dónde:

E: efectivo

YR: PIB real

R: tasa de interés nominal en logaritmos

P: IPC en logaritmos

La variable Dummy=1 cuando hay impuesto y Dummy=0 cuando no había impuestos

La variable Dummy 1=1 en diciembre y Dummy 1=0 en los otros meses del año

Variables Explicativas	Coeficiente	Estadístico t*
Constante	-23.6	-2.36
Ln P	0.57	2.86
Ln YR	3.03	2.76
Ln R	-0.22	-4.63
Dummy	0.25	2.55
Dummy 1	0.26	9.34

$R^2 = 0.98$

Fuente: Asobancaria