

EFFECTOS DE LA POLITICA DEL EMISOR SOBRE LA LIQUIDEZ

Entre abril de 2006 y agosto de 2007 el Banco de la República llevó la tasa base para las subastas de expansión de 6,0% a 9,25%, con el fin de mantener la inflación dentro de sus rangos objetivo. La política del emisor no solo modificó la tasa de interés de referencia sino que también revivió el esquema de encajes sobre los depósitos, para reducir la liquidez y el crédito en la economía.

Como resultado de esta política, el Banco logró contraer la liquidez del sistema financiero y a su vez elevar las tasas de interés del mercado. Dado el buen comportamiento de la inflación durante el mes de Julio, en la última reunión de la Junta Directiva se hizo una pausa, al menos de manera momentánea, a los incrementos graduales en la tasa de intervención.

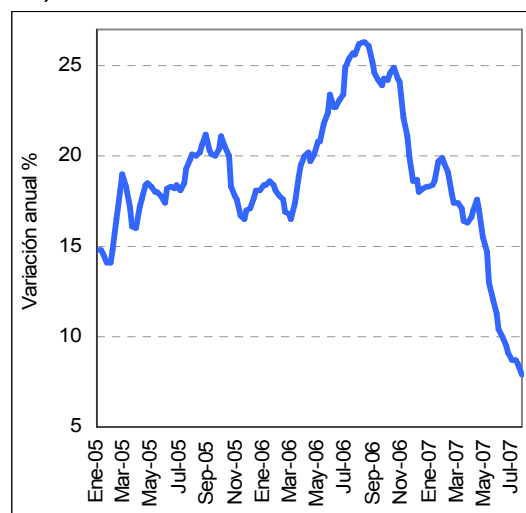
Esta edición de Semana Económica analiza la evolución de los principales agregados monetarios, así como los impactos que la contracción de la liquidez ha generado sobre los balances de los establecimientos de crédito.

La evolución de los principales agregados monetarios

La política de elevación en las tasas de interés, como era de esperarse, tuvo impactos importantes sobre los agregados monetarios. Las más recientes cifras semanales del Banco de la República, correspondientes al 17 de agosto de 2007, muestran que el agregado monetario M1 (efectivo + depósitos en cuenta corriente) registra un saldo acumulado de \$35,5 billones, y un crecimiento anual de 6%, cifra

significativamente inferior a la observada el mismo periodo del año anterior, cuando el incremento fue de 25,6% anual (gráfico 1).

Gráfico 1
Variación anual de M1 (promedio móvil 4 semanas)*



* Cifras al 17 de agosto de 2007.

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

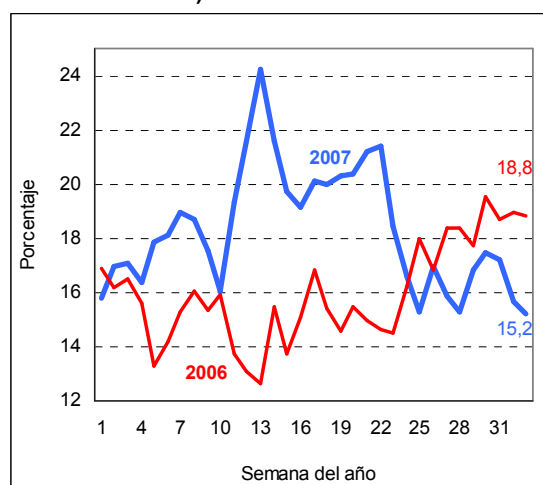
Un análisis de los componentes de M1 permite observar que, en promedio, la participación del efectivo y de los depósitos en cuenta corriente ha permanecido constante con respecto al periodo enero-agosto de 2006 (51% para el efectivo y 49% para los depósitos en cuenta corriente), y que ambos componentes han tenido una importante reducción en su ritmo de crecimiento. El efectivo, cuyo saldo al 17 de agosto alcanzó los \$18 billones, registró una tasa de crecimiento anual de 7,7%, variación que fue 23,2 puntos porcentuales inferior a la registrada en 2006. Los depósitos en cuenta corriente que a esa misma fecha registraron un saldo de

\$17,5 billones tuvieron una variación de 4,2%, cifra 16,5 puntos porcentuales menor a la de igual período del año anterior.

Por otra parte el multiplicador bancario (definido como la relación entre M1 y la base monetaria) se ha reducido moderadamente entre 2006 y 2007, al mismo tiempo que la base monetaria ha venido creciendo pero a menor ritmo. Las cifras muestran que, en promedio, el multiplicador de M1 para lo corrido de 2007 fue de 1,40, mientras que en el mismo periodo de 2006 llegaba a 1,44. La base monetaria, que muestra un saldo de \$26,1 billones, registró un incremento de 9,8% anual, cuando hace un año su crecimiento superaba el 31,3%.

Otros agregados que incluyen componentes menos líquidos que los de M1 y la base muestran también una tendencia a desacelerarse. El agregado monetario ampliado (M3 + bonos) exhibe un crecimiento anual de 15,2%, cifra inferior en 3,6 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior (gráfico 2).

Gráfico 2
Crecimiento anual de M3 + Bonos (con base en datos semanales)*



* Cifras al 17 de agosto de 2007.

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Después de las primeras trece semanas del año, M3+bonos ha registrado una tendencia decreciente, reflejando el

efecto que ha tenido sobre la liquidez de largo plazo la política de normalización monetaria adelantada por el emisor. A mediados de agosto el agregado de M3+bonos alcanzó \$141,6 billones, por lo cual la diferencia entre la cifra de agosto de 2007 y la del año anterior es de \$18,6 billones aproximadamente.

La diferencia en tasas de crecimiento entre el agregado amplio y los más líquidos refleja la recomposición en los balances pasivos de los bancos, toda vez que, como se muestra más adelante, los depositantes han hecho una recomposición de sus portafolios hacia pasivos bancarios menos líquidos como los CDTs.

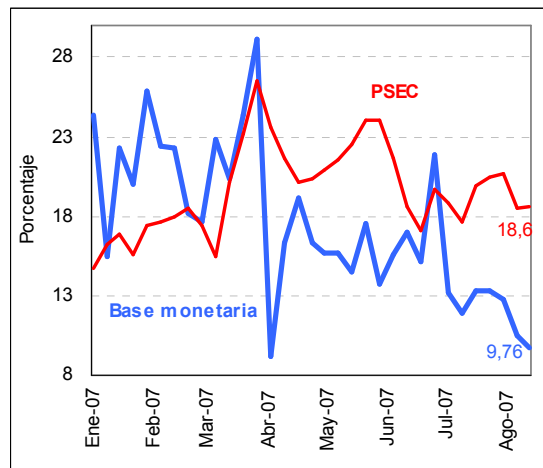
Otra forma de examinar la dinámica decreciente de la liquidez es comparando el desempeño de la creación primaria y secundaria de dinero. En el gráfico 3 se muestra la variación anual, entre enero y agosto de 2007, de la base monetaria y de los pasivos sujetos a encaje, diferentes a las cuentas corrientes. Allí se evidencia que la menor dinámica de la liquidez primaria (medida por el crecimiento de la base monetaria) ha estado acompañada de una caída en la proporción de dinero utilizado para la emisión secundaria, especialmente durante los últimos cinco meses del año.

Dentro de los pasivos sujetos a encaje los cuasidineros¹, que tienen la participación más alta dentro de este agregado monetario (76%), crecieron 21% con respecto a agosto del año pasado, mientras que en 2006 este incremento fue de 18,3%.

¹ En Colombia, dentro de los cuasidineros se incluyen los siguientes activos: los depósitos de ahorro en el sistema financiero, los certificados a término de los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial y los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda.

Gráfico 3

Crecimiento anual de la base monetaria y los pasivos sujetos a encaje sin cuentas corrientes en 2007*



* Cifras al 17 de agosto de 2007.

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

En resumen, los agregados monetarios reflejan una contracción importante en la liquidez de la economía. El menor ritmo de crecimiento del dinero, en cualquiera de sus definiciones, explica en buena medida el comportamiento observado por la inflación en los últimos meses y seguramente servirá de predictor de lo que sucederá en lo que queda de 2007.

La liquidez a nivel micro

La política adelantada por el Banco de la República para contraer la liquidez de la economía ha tenido importantes impactos a nivel microeconómico.

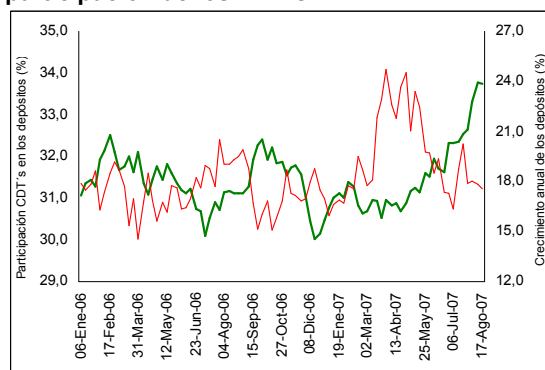
Las últimas cifras disponibles, a la tercera semana de agosto, muestran que los depósitos y exigibilidades de los establecimientos de crédito sumaron \$110,3 billones y registraron un crecimiento anual del orden del 17,5% (gráfico 4). Este incremento fue inferior en 2 puntos porcentuales al de igual período de 2006, y menor en cerca de 7% al de abril de 2007, lo cual evidencia la reciente desaceleración en el ritmo de expansión de las captaciones, al alcanzar de nuevo el nivel de crecimiento promedio del año anterior.

Los CDT's, por su parte, después de haber registrado un crecimiento anual del 15% a comienzos del año, hoy se expanden a un ritmo anual del 27%. Además de este importante cambio en la tendencia, los CDT's también han venido ganando terreno dentro del total de las captaciones, al aumentar su participación en cerca de 3 puntos porcentuales en el último año (gráfico 4).

Sin lugar a dudas, dicho comportamiento es la respuesta a la imposición de encajes marginales más altos para las cuentas corrientes y de ahorro. Esto ha traído como consecuencia un incremento considerable en los costos financieros del fondeo de los intermediarios, situación que combinada con el aumento en la tasa de intervención del Emisor ha generado el repunte de las tasas de interés de corto plazo, elevando el costo de oportunidad para los ahorradores de mantener sus depósitos en cuentas corrientes y de ahorro frente a los depósitos a término.

Gráfico 4

Crecimiento anual del total de depósitos y participación de los CDT's



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Es importante recordar que en esencia la actividad bancaria consiste en asumir riesgos, siendo uno de ellos el riesgo de liquidez. El negocio de la intermediación financiera consiste en captar recursos en cuentas de ahorro y corrientes y colocarlos en cartera a mediano y largo plazo. En este proceso los bancos deben mantener siempre la

disponibilidad de recursos para que sus depositantes puedan retirarlos en cualquier momento. Precisamente y para mitigar el riesgo que se origina de la posibilidad de no disponer de recursos en el corto plazo para atender las exigibilidades de los ahorradores, la banca estructura sus activos de manera acorde con la madurez de sus pasivos, y conforma una red de liquidez interbancaria, respaldada además con la provisión de recursos del Emisor como prestamista de última instancia.

La historia muestra que hasta hace poco los bancos tenían la posibilidad de liquidar activos en condiciones de mercado, o recurrir al Banco de la República para cubrir las brechas existentes entre los vencimientos de activos y pasivos

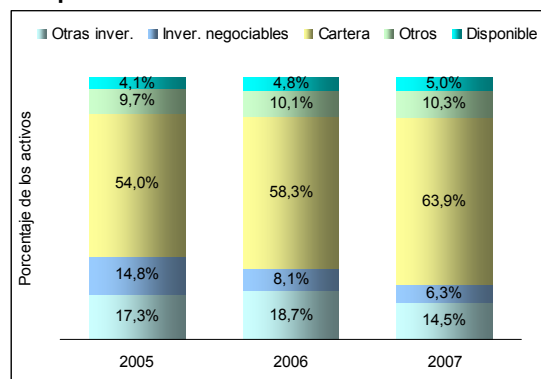
Sin embargo, al caer la liquidez agregada de la economía como resultado de las políticas del Emisor, los bancos se ven obligados a recomponer en forma paulatina sus activos, saldando en primer lugar sus inversiones más líquidas y recomponiendo el activo bancario en favor de la cartera.

Mientras que en julio de 2005 las inversiones negociables² representaban el 14,8% del total de activos, a julio de 2007 su participación descendió al 6,3% (gráfico 5). La liquidación de inversiones ha disminuido de manera importante el margen con el que los bancos contaban anteriormente para atender sus necesidades de liquidez y para expandir su actividad crediticia.

Adicionalmente no hay que olvidar que si bien la sustitución entre los recursos de cuentas de ahorro y corrientes por CDT's, reduce el riesgo potencial que se deriva del descalce entre los vencimientos de los activos y los pasivos de los bancos, el costo financiero del pasivo aumenta, ya que se debe salir a captar recursos financieros más

costosos, como los depósitos de largo plazo.

Gráfico 5
Composición del activo*



* Cifras a julio de cada año.

Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria.

Las consecuencias

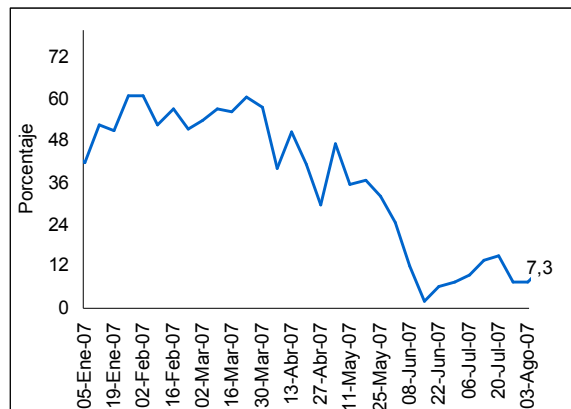
Una coyuntura de liquidez más estrecha desde el punto de vista de la disponibilidad de recursos internos obliga a los bancos a tomar medidas de ajuste ante la nueva situación.

La primera de ellas, dentro de la misma línea de la política monetaria, es la de reducir los fondos prestables en la economía. Esta situación es fácil de constatar con la evolución reciente de los desembolsos, cuyo incremento anual al 3 de agosto fue de 7,3%, inferior en más de 50 puntos a la tasa de crecimiento observada a comienzos del año. El ajuste más severo se ha observado en los desembolsos de consumo y cartera preferencial. Esto indica que una desaceleración de la demanda a partir del tercer trimestre de este año es altamente probable (gráfico 6).

² Que son aquellas que se pueden liquidar en cualquier momento.

Gráfico 6

Tasa de crecimiento anual del total de nuevos desembolsos acumulados cuatro semanas



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria.

Otra de las consecuencias que se derivan de la estrechez de la liquidez es la reducción de los plazos de colocación de cartera. Aunque esta situación es menos evidente que la de la reducción de los desembolsos, ya que puede estar influenciada por el aumento del costo financiero, las cifras más recientes permiten advertir algo al respecto.

La participación de los desembolsos de consumo a plazos superiores a 36 meses venía subiendo desde niveles de 50% a comienzos de 2006 hacia niveles del 66% a finales de abril de 2007, con una interrupción temporal en el cuarto trimestre de 2006. Sin embargo, una vez se adopta la medida de encaje marginal, ésta tendencia se revierte rápidamente y al 17 de agosto ya ha bajado a niveles del 57%. Es evidente que conseguir financiación para créditos de consumo a largo plazo será cada vez más difícil y costoso (gráfico 7).

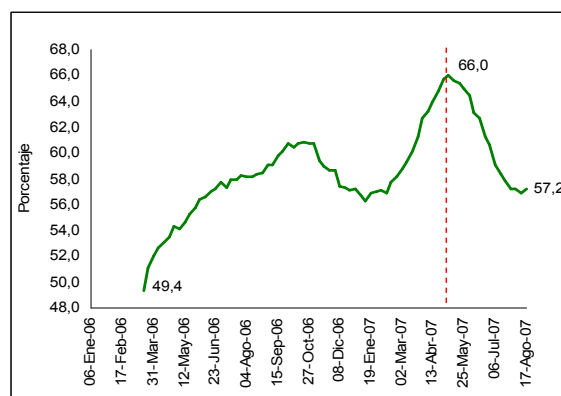
Reflexiones finales

Las medidas del Banco de la República por contraer el brote inflacionario han logrado el impacto deseado. En varias ediciones anteriores de Semana Económica, hemos mostrado cómo paulatinamente han subido las tasas activas de la economía en respuesta a los

cambios en la política de intervención y de encajes.

Gráfico 7

Participación de los desembolsos de consumo a plazos superiores a 3 años



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria.

El canal de transmisión de la política ha sido relativamente lento, toda vez que las subidas de tasas de intervención se dieron en un contexto de abundante liquidez financiera³. Al ir aumentando el costo de las captaciones la primera opción de los intermediarios fue liquidar sus activos líquidos, proceso que se ha venido dando de manera continua desde que comenzó el proceso de ajuste de tasas. Una vez culminado ese proceso el ajuste se ha observado a través de las tasas de interés del mercado y de los niveles de crédito disponible.

El comportamiento de los agregados monetarios muestra que en efecto la liquidez de la economía ha disminuido notablemente su ritmo de expansión, como respuesta a las medidas

³ Las tasas de los préstamos preferenciales y de tesorería fueron las primeros en reaccionar ante las medidas del emisor, ya que entre junio y diciembre de 2006 pasaron de 9,19 a 10,85% y de 8,34 a 10,12%, respectivamente. Las tasas de los créditos de consumo así como los de las tarjetas de crédito se mantuvieron siempre en niveles de entre 19 y 21% durante este período. Por su parte, las tasas de los microcréditos se mantuvieron en un nivel de aproximadamente 21% hasta finales de 2006, para luego incrementarse por encima de 30% seis meses después.

adoptadas por el emisor. En respuesta a esta situación los intermediarios financieros han tenido que acomodarse. Los márgenes de liquidez con los que se contaba en el pasado reciente se están agotando, y por ello la transmisión de la política es ahora más fluida reflejándose en mayores tasas de interés en el mercado. También se observa una recomposición en la estructura de la cartera en términos de los plazos de maduración.

Los excesos de liquidez en el sistema financiero, son historia del pasado y las consecuencias sobre la intermediación financiera son marcadas. Esperamos que una vez se normalice la situación inflacionaria se recuperen los niveles de liquidez y con ello se estabilicen las tasas de interés, y se restablezca la tendencia que traía la economía de expandir la duración de sus créditos.