

PROFUNDIZACION FINANCIERA Y POLITICA MONETARIA

Introducción

El Banco de la República, por intermedio de su Departamento de Investigaciones Económicas, realiza labores permanentes de estudio sobre la evolución de las variables monetarias y de crédito, con el objeto de examinar en mayor detalle las relaciones que éstas tienen con otros aspectos de la economía, por ejemplo, las tasas de interés, y particularmente con el nivel general de precios. También se trabaja en mejorar el conocimiento acerca del patrón de comportamiento de las series monetarias, especialmente con relación a los cambios que ocurren a lo largo de un período anual. En estas Notas presentamos algunos resultados recientes, de gran utilidad para que los agentes económicos, y en particular las instituciones financieras, conozcan las causas de ciertas alteraciones en las cuentas corrientes, el efectivo, el crédito y los cuasidineros, de manera que puedan interpretarlas correctamente y así orientar mejor sus decisiones.

El análisis de las series de largo plazo relacionadas con los instrumentos de captación de recursos de los intermediarios financieros en Colombia, tales como las cuentas corrientes, de ahorro, los certificados de depósito a término, etc., nos permite observar que en la primera mitad de los años setenta hubo un cambio de tendencia muy claro en el comporta-

miento de tales variables. Este coincide con la elevación permanente de los índices de inflación, con el consecuente aumento en las tasas de interés del mercado, y la aparición de nuevas formas de intermediación. La tendencia se acentúa durante la década de los años ochenta, al ampliarse la acción del mercado en la determinación de las tasas de interés sobre operaciones, tanto activas como pasivas, de los diversos intermediarios.

La composición de los pasivos del sector financiero registró una modificación importante durante las dos últimas décadas. Por ejemplo, en 1970 los depósitos en cuenta corriente representaban el 75% de las principales fuentes de recursos del sistema, mientras que en el año pasado este porcentaje se había reducido a 26.9%. Cambios como este reflejan la evolución de la demanda de dinero, e implican que las personas manejan más eficientemente su portafolio financiero y, por lo tanto, que mantienen una menor proporción de sus recursos en dinero. Esto afecta la evolución de M_1 a través de dos canales: en primer lugar, porque se requiere un menor saldo de efectivo para llevar a cabo las transacciones correspondientes a un mismo ingreso nominal; en segundo término, se demanda dinero principalmente para transacciones y no como instrumento para mantener excesos temporales de liquidez. Por consiguiente, la estacionalidad de la demanda de dinero es determinada cada vez más por la estacionalidad del gasto.

En la siguiente sección se analiza el cambio estructural experimentado por el sector financiero. Posteriormente, se definen los objetivos de las políticas crediticia y monetaria. Además, se demuestra cómo durante los últimos años, la política crediticia cumplió adecuadamente con sus objetivos. Por último, se examina el efecto que ha tenido la profundización financiera sobre la política monetaria.

I. Cambio estructural en la composición del ahorro financiero

El desarrollo de la demanda de dinero en los últimos cuarenta años se puede dividir en dos etapas. En la primera, la cual transcurre en las décadas de los años cincuenta y sesenta, se consolidan las cuentas corrientes como activo monetario. Se presenta, en consecuencia, una sustitución de efectivo por dichas cuentas. Es decir, el sistema bancario se desarrolla en estos años a través de la expansión de tales depósitos. La segunda etapa, que se inicia en los años setenta, se caracteriza por la creación de nuevos intermediarios e instrumentos financieros, más que por la utilización intensiva de los mecanismos de ahorro existentes y constituye, por lo tanto, una profundización del sistema financiero.

El cambio estructural que se presentó en la década de los setenta obedeció no sólo al normal avance de la economía, sino a las medidas de política que se adoptaron en esa época. Un primer factor de gran trascendencia fue la creación del sistema UPAC, cuyo crecimiento inicial se aceleró debido a que se le permitió ofrecer (y cobrar) tasas de interés reales positivas. No obstante, este proceso se dirigió más a las necesidades del sector real que a transformar el sector financiero. Posteriormente, la reforma financiera de 1974 buscó propiciar la evolución y el fortalecimiento del sector, primordialmente a

través de la liberación de las tasas de interés. La mejora en la remuneración a los distintos tipos de depósitos se convirtió en el principal estímulo al desarrollo del ahorro financiero. La expansión de los diferentes instrumentos de ahorro con interés llevó a que los depósitos en cuenta corriente de los bancos disminuyeran su importancia dentro de las fuentes del sistema financiero⁽¹⁾.

El cambio en la composición del ahorro no sólo nos indica el éxito de la política de remunerarlo para incentivar su canalización mediante mecanismos institucionales, sino también nos muestra que los agentes económicos se han vuelto cada vez más eficientes en el manejo de su liquidez. Es decir, a medida que ha crecido el sector, se ha facilitado y promovido el manejo eficaz y cuidadoso de los fondos líquidos por parte de las empresas y de los agentes individuales.

El anterior proceso resulta lógico y en cierto grado predecible. Así, es claro que mantener saldos de dinero superiores a las necesidades de transacciones implica una pérdida en términos de rentabilidad, ya que se deja de percibir la tasa de interés nominal. Sin embargo, no disponer de liquidez también tiene un costo de oportunidad, que puede consistir, por ejemplo, en el tiempo que se pierde retirando dinero cada vez que se requiere hacer alguna transacción.

En este sentido se entiende por qué, a principios de los setenta, los agentes económicos mantenían buena parte de sus

(1) Las principales fuentes de recursos del sistema financiero incluyen: del sistema bancario, los depósitos en cuenta corriente, los CDT y los depósitos de ahorro; de las corporaciones financieras, los CDT y los bonos; de las corporaciones de ahorro y vivienda, las cuentas de ahorro, los CDT y los depósitos ordinarios; finalmente, incluyen los pagarés de las compañías de financiamiento comercial. Véase VARGAS, Hernando, LEE, Martha, MONTES, Fernando y STEINER, Roberto, "Notas sobre la evolución del sistema financiero en los últimos años", *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1988.

recursos en efectivo o en cuentas corrientes. Dado que los mecanismos de ahorro más comunes eran las cédulas del Banco Central Hipotecario y las acciones, el costo transaccional de convertir estos ahorros en dinero podía ser superior a la pérdida de rentabilidad proveniente de mantener los recursos en efectivo. Dentro de este orden de ideas, al generar el avance financiero una expansión en los instrumentos de captación, en las clases de intermediarios y en las facilidades ofrecidas por éstos, se redujeron gradualmente los costos transaccionales. El incremento en la inflación del orden de 25% durante la primera mitad de la década de los años setenta, aumentó el costo de oportunidad de mantener recursos en cuentas corrientes o en efectivo, y, consecuentemente, también propició la búsqueda de mayor eficiencia en el manejo del portafolio financiero.

De lo anterior se deduce que la interrelación entre profundización financiera y mayor eficiencia en el manejo de la liquidez, ha repercutido sobre la evolución del agregado monetario M_1 . En la medida que las personas mantengan una menor proporción de sus recursos líquidos en efectivo o en cuentas corrientes, la relación entre el ingreso nominal y el agregado M_1 aumentará⁽²⁾. En otras palabras, para llevar a cabo las transacciones correspondientes a un mismo nivel de ingreso nominal, se necesita cada vez un menor saldo de dinero, ya que la mayor eficiencia en el manejo de la liquidez implica una más rápida rotación de M_1 —mayor velocidad—.

En el Gráfico 1 se observa la evolución de la velocidad de circulación desde 1950. Se distinguen allí dos tendencias muy claras. En la primera, la velocidad desciende, para estabilizarse alrededor de un nivel de siete. Este proceso corresponde al de la sustitución de efectivo por cuentas corrientes —fenómeno efectuado al interior de M_1 — al irse “monetizando”

cada vez más la economía. En la segunda, dicha velocidad aumenta en forma gradual. Así, el cambio estructural en el sistema financiero genera una sustitución paulatina de M_1 por instrumentos financieros con interés. El incremento en la velocidad ha sido progresivo, ya que el desarrollo del sector financiero también ha sido lento.

El fenómeno de incrementos seculares en la velocidad del dinero tiene antecedentes en países con sistemas financieros más avanzados. En Estados Unidos, por ejemplo, la velocidad aumentó en forma estable, a un ritmo promedio del 3% anual, entre 1952 y 1981⁽³⁾. Por su parte, Canadá ha experimentado incrementos anuales similares en esta variable durante las últimas dos décadas.

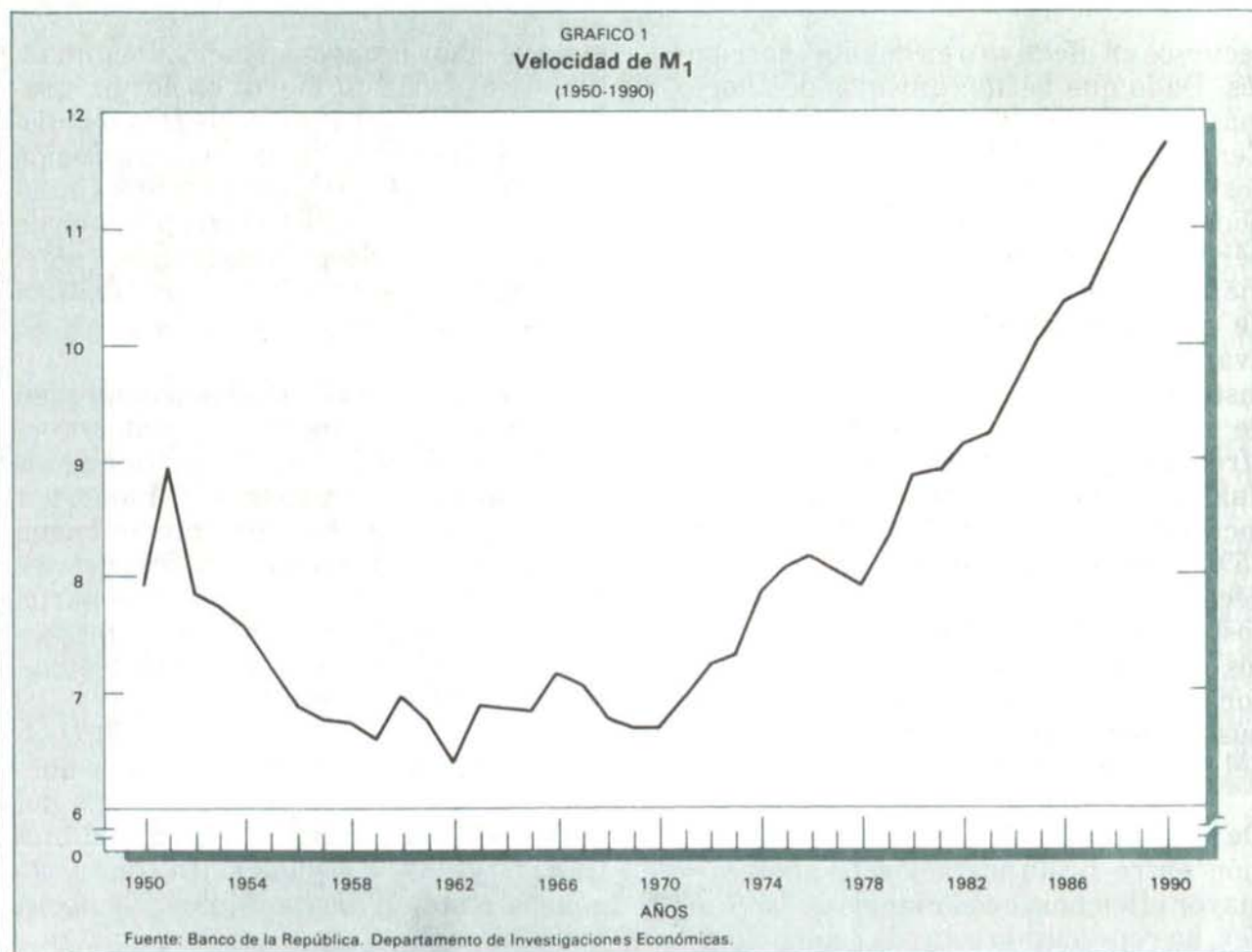
Con base en lo anterior, se concluye además que las mejoras en la eficiencia del manejo del portafolio financiero son continuas, y las consecuencias que éste genera resultan irreversibles. Es decir, aun si se redujera la inflación a un dígito, las personas no cambiarían sustancialmente la composición de su portafolio financiero, debido a la presencia de alternativas que antes no existían. En términos de la variable velocidad, ello significa que ésta no volverá a los niveles de los años setenta.

II. Política monetaria y política crediticia

La política crediticia busca crear condiciones bajo las cuales la evolución de los recursos del sistema financiero sea paralela a las necesidades de crédito no inflacionario en la economía. Si suponemos que

(2) Esta proporción (ingreso nominal/ M_1) se denomina velocidad de circulación del dinero.

(3) KERAN, Michael, “Velocidad y expectativas de inflación: 1922-1988”, *Reserva Federal de San Francisco*, No. 3, 1984.



los requerimientos de financiamiento del sector real se distribuyen proporcionalmente durante los doce meses del año, las fuentes de los recursos financieros también deben crecer en igual forma.

A la política monetaria le corresponde satisfacer la demanda por dinero de la economía, manteniendo la inflación bajo control, y garantizando un nivel de liquidez adecuado para el crecimiento del ingreso real. Por lo tanto, es importante que exista una relación predecible entre dicha demanda de dinero y el ingreso nominal. Al respecto, diversos estudios han establecido que el instrumento monetario adecuado es M_1 .

Conviene recordar que a principios de los años setenta, cuando los depósitos en cuenta corriente constituían la fuente principal de los recursos del sistema

financiero, la política monetaria se confundía con la crediticia. Así, esfuerzos por restringir la oferta monetaria con el fin de reducir la inflación, tenían repercusiones directas y proporcionales sobre la evolución del crédito. Dentro de este orden de ideas, una reducción del 5% en las cuentas corrientes generaba una caída aproximada del 4% en el nivel del crédito canalizado a través del sector financiero institucional.

La situación anterior se modifica con la pérdida de importancia relativa de las cuentas corrientes dentro de las principales fuentes de recursos del sistema financiero. En las Notas Editoriales de junio de 1989 se mostró cómo la evolución del crédito de la economía durante esta última década fue paralela a la de los cuasidineros, y se alejó de la trayectoria de M_1 . Además, se concluía que la variable que

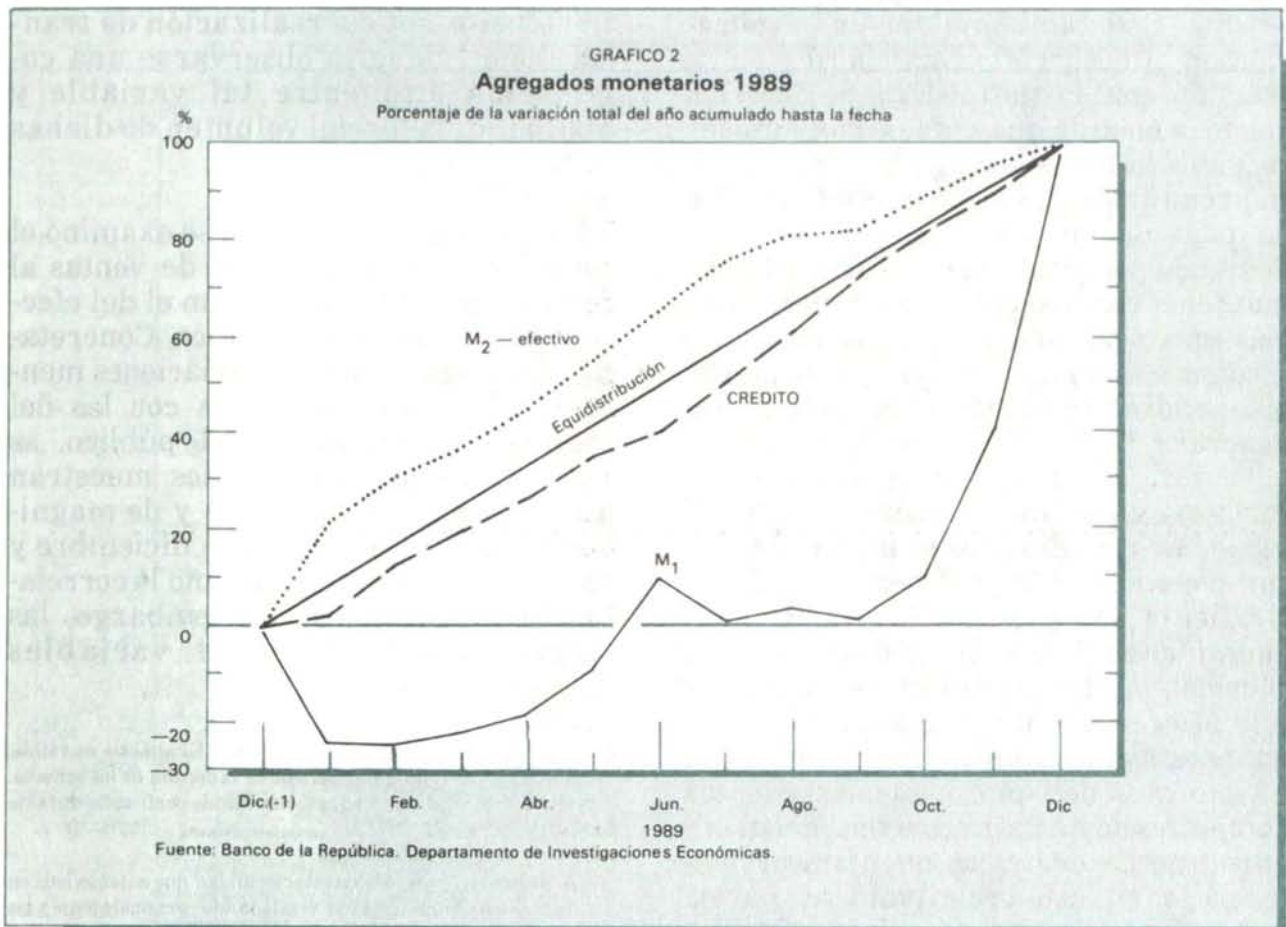
afecta directamente a los productores y consumidores es el volumen de crédito. Consecuentemente, la política económica debe preocuparse por la estabilidad y el crecimiento de los cuasidineros, para evitar cambios bruscos en el financiamiento del sector real de la economía. Esto se logra mediante un manejo adecuado de las variables que inciden sobre la política crediticia.

Durante 1989 se cumplió a cabalidad con los objetivos de la política crediticia. El Gráfico 2 muestra la evolución mensual de las variaciones acumuladas del crédito, los cuasidineros más los depósitos en cuenta corriente y los medios de pago. Es claro que las necesidades de crédito del sector real aumentaron en forma pareja, sin interrupciones, debido al crecimiento proporcional y paralelo de las principales fuentes de recursos del sistema finan-

ciero. Además, se encuentra que el incremento de M_1 , el cual se concentró en el último mes del año (60%), no incidió sobre la manera en que evolucionaron el crédito y los recursos del sector financiero. Es decir, que la concentración del crecimiento de los medios de pago en diciembre no tuvo efectos para el cumplimiento adecuado de la política crediticia⁽⁴⁾.

La política monetaria debe responder dos preguntas principales: por una parte, cuánto debe crecer, en promedio, el nivel de los medios de pago durante el año; por otra, cómo debe repartirse este crecimiento en igual período. Ambos interrogantes están ligados a la profundización del sector financiero.

(4) Este fenómeno de concentración del crecimiento de M_1 a final de año tiene claras explicaciones económicas.



Se había mencionado que este desarrollo ha llevado a la economía a demandar cada vez menos medios de pago para efectuar las transacciones correspondientes a un mismo ingreso nominal. En términos de la velocidad de circulación del dinero, ello significa que la velocidad ha estado creciendo, en forma estable, durante los últimos veinte años. Por lo tanto, en la medida que este proceso continúe, y no hay razones económicas para pensar lo contrario, el crecimiento promedio de los medios de pago debe ser inferior al aumento promedio del ingreso nominal.

En lo que hace referencia a la repartición del crecimiento de los medios de pago a lo largo del año, se señaló antes que dicho incremento se concentra en el mes de diciembre. Es más, como se puede observar en el Gráfico 3, tal tendencia se acentuó a partir de la década de los años setenta. Esto también tiene una explicación en el desarrollo financiero y en su relación con la naturaleza de M_1 . En efecto, a medida que se facilita mantener recursos líquidos en papeles financieros con rendimiento, la demanda de medios de pago se vuelve cada vez más una demanda por motivos transaccionales. El mantener recursos en dinero superiores a los necesarios para llevar a cabo las transacciones es ineficiente, ya que se pierde la tasa de interés que tal excedente podría generar.

Para entender mejor el anterior fenómeno, es conveniente analizar los dos componentes de M_1 por separado. En el Gráfico 4 se observan las variaciones acumuladas del efectivo y de las cuentas corrientes, durante 1989⁽⁵⁾. Mientras que el crecimiento del primer componente está claramente concentrado en el último mes del año, el de las cuentas corrientes no muestra concentración importante. Es decir, las cuentas corrientes crecen en forma relativamente pareja cada mes, en tanto que el efectivo de-

crece marcadamente en enero, y sólo se expande de nuevo a finales de año. Resulta evidente, entonces, que la estacionalidad de M_1 está determinada por la que registra el efectivo.

La anterior afirmación no sería válida para el comportamiento de los componentes de M_1 a comienzos de la década pasada. En aquel entonces las cuentas corrientes mostraban una estacionalidad opuesta pero de similar intensidad a la del efectivo. En forma gradual este comportamiento se ha ido modificando, y hoy en día puede afirmarse que las cuentas crecen de manera más o menos sostenida a lo largo del año⁽⁶⁾.

Resulta ilustrativo estudiar la relación que pudiera existir entre el monto de efectivo y la utilización que presumiblemente el público da a este agregado monetario. Si la demanda de efectivo tiene por objeto la realización de transacciones, debería observarse una correlación alta entre tal variable y algún indicador del volumen de dichas operaciones.

Para analizar tal relación, se examinó el comportamiento del índice de ventas al por menor, y se comparó con el del efectivo real en poder del público. Concretamente, al relacionar las variaciones mensuales del índice de ventas con las del efectivo real en poder del público, se puede ver que las dos series muestran oscilaciones muy marcadas y de magnitud similar en los meses de diciembre y enero. Durante el resto del año la correlación es menos clara. Sin embargo, las fluctuaciones de dichas variables

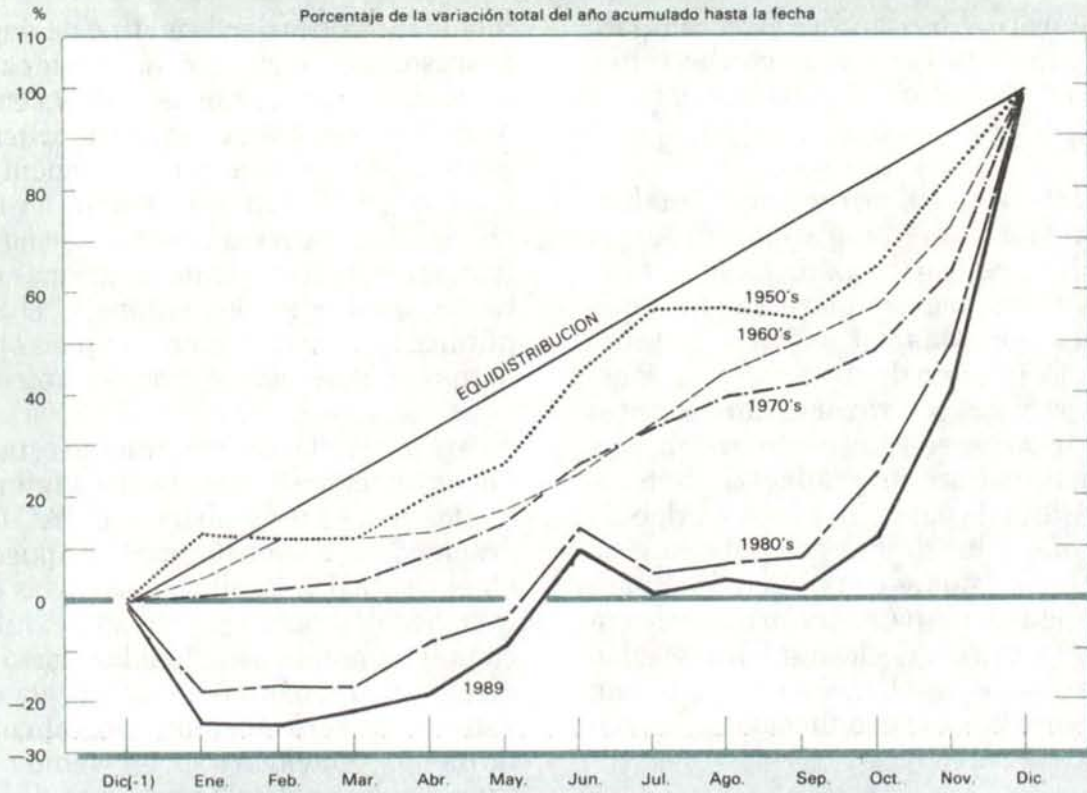
(5) Se utiliza como ejemplo el año de 1989. El análisis es válido, sin embargo, para cualquier período de la década de los ochenta. Las tendencias aquí observadas se han venido perfilando durante los últimos 25 años.

(6) Adelante veremos cómo la estacionalidad que antes existía en las cuentas corrientes se ha ido "trasladando" gradualmente a las cuentas UPAC.

GRAFICO 3

Medios de pago, 1950-1989

Porcentaje de la variación total del año acumulado hasta la fecha

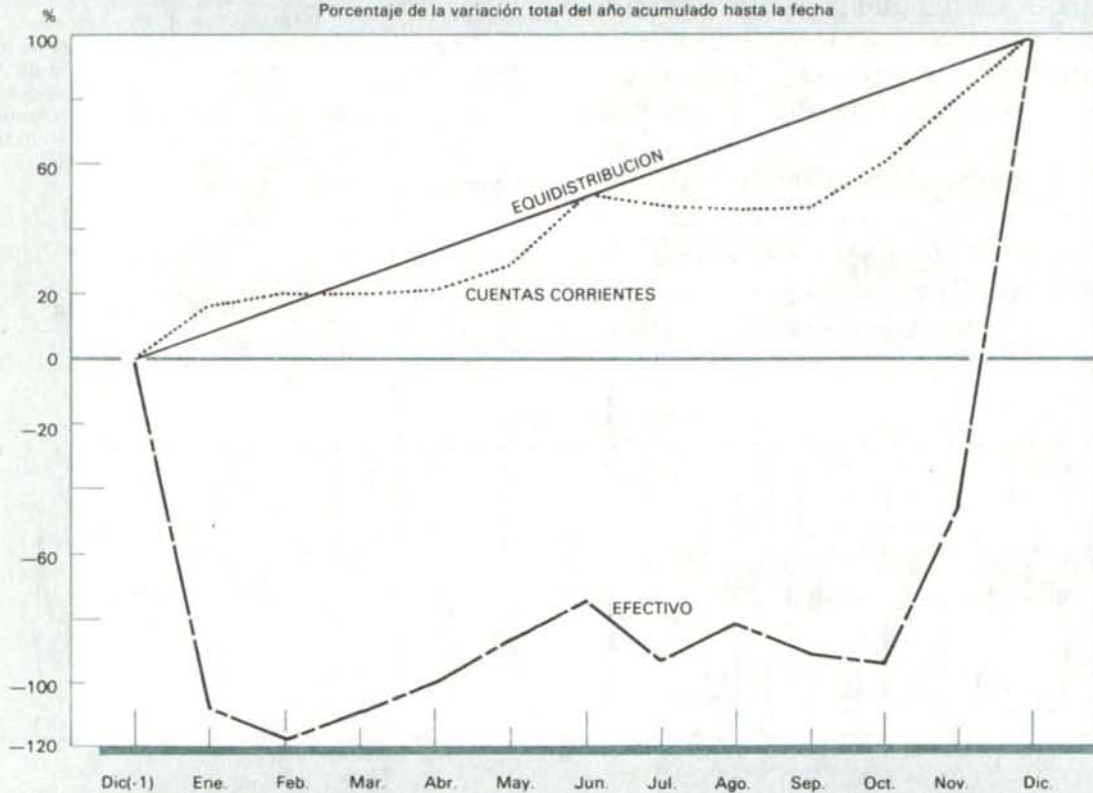


Fuente: Banco de la República. Departamento de Investigaciones Económicas.

GRAFICO 4

Efectivo y cuentas corrientes 1989

Porcentaje de la variación total del año acumulado hasta la fecha



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

entre febrero y noviembre parecen poco importantes si se comparan con las registradas en los otros dos meses. (Véanse Gráficos 5 y 6).

No se pretende aquí presentar un análisis exhaustivo de los determinantes de la demanda de efectivo. La evidencia mostrada, sin embargo, sugiere que las transacciones asociadas con las festividades de fin de año, el pago de primas, y las vacaciones, parecen ser razones importantes por las cuales el efectivo registra una estacionalidad tan marcada⁽⁷⁾. Este fenómeno resulta de particular interés, debido a que refleja los deseos del público y no obedece a decisiones de política de expandir los medios de pago en forma concentrada a fin de año. En la siguiente sección se analizan las implicaciones que tienen estos hechos para la conducción de la política monetaria.

Hemos observado que en diciembre se incrementa la demanda de efectivo en forma sustancial, y que baja nuevamente en enero. Para abastecer esta demanda se requiere que el público liquide algún otro activo. Es decir, a fin de año los agentes económicos aumentan sus tenencias de efectivo y deben disminuir simultánea-

mente los saldos de algún tipo de depósito, proceso que se reversa a comienzos del período siguiente. En los años sesenta era evidente que tal sustitución ocurría en gran parte entre efectivo y cuentas corrientes. Sin embargo, hemos visto que hoy en día las cuentas corrientes no registran el comportamiento estacional de antaño. ¿Qué activo es, entonces, el que el público liquida en diciembre para obtener la mayor cantidad de dinero en efectivo?

El examen del comportamiento estacional de los agregados monetarios sugiere que son los depósitos del sistema UPAC los que descienden. En efecto, como se puede ver en el Gráfico 7, los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda exhiben el comportamiento estacional opuesto al del efectivo. Además, al igual que lo observado en las series de efectivo, tal comportamiento estacional se ha venido acentuando a lo largo de la presente década.

(7) Un fenómeno adicional que ayuda a explicar el aumento de la demanda de efectivo durante el mes de diciembre es la cuestión tributaria. Parece que sigue vigente la costumbre de mantener recursos en efectivo al finalizar el año, con el fin de disfrazar incrementos patrimoniales. A comienzos de 1988, cuando se quiso utilizar la información bancaria para propósitos de control tributario, se provocó una verdadera "estampida" hacia el efectivo. Esta experiencia muestra lo sensible que es el comportamiento de esta variable a expectativas sobre impuestos.

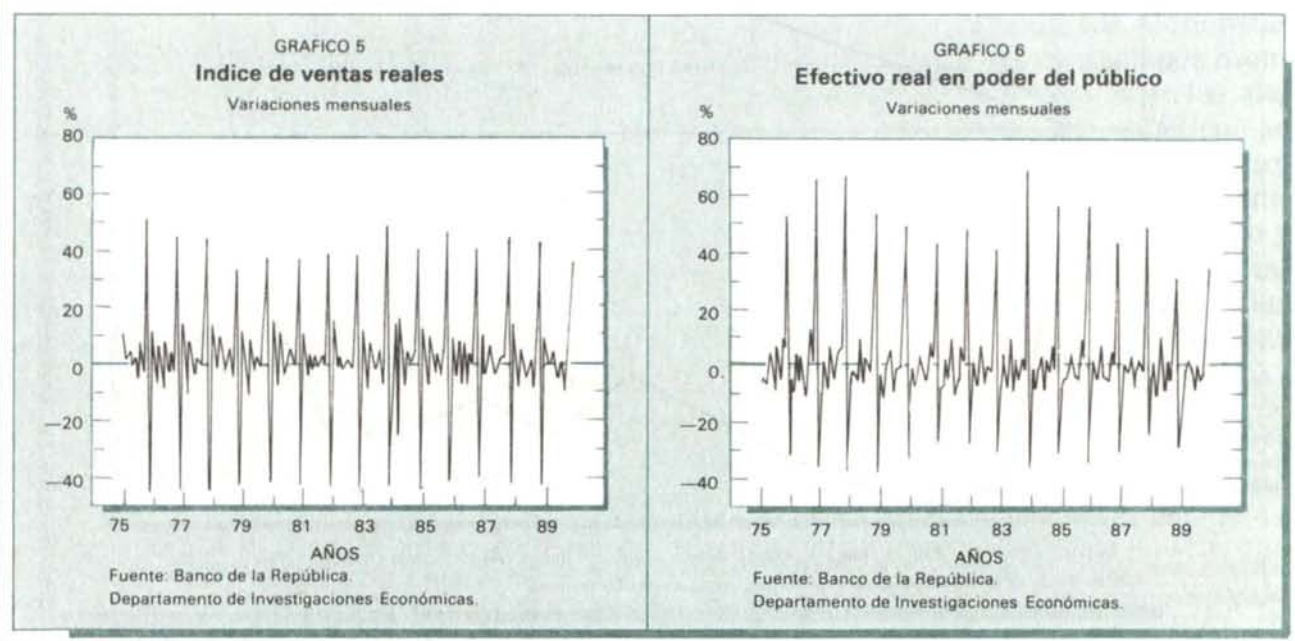
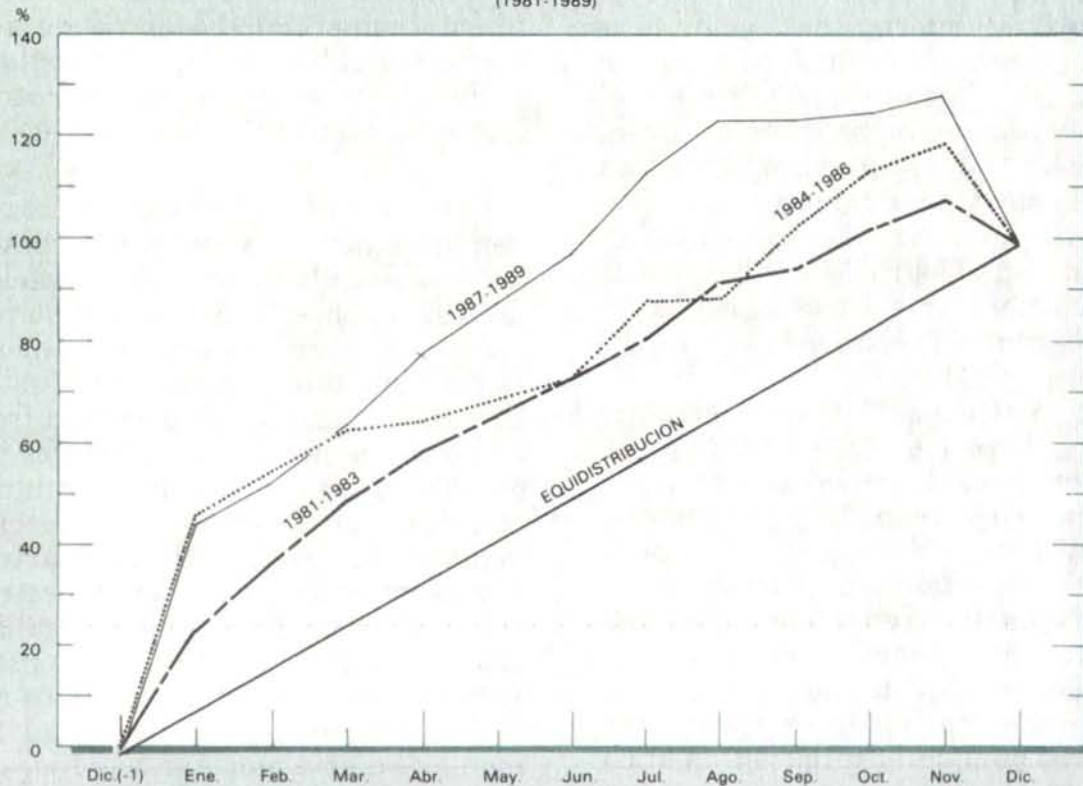


GRAFICO 7
Captaciones UPAC

Porcentaje de la variación total del año acumulado hasta la fecha
(1981-1989)



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

En diciembre del año pasado, la caída de depósitos UPAC alcanzó cerca de \$ 85.000 millones y a su vez, el efectivo en poder del público aumentó en casi \$ 170.000 millones. Es decir, cerca de la mitad de la expansión de la demanda de efectivo se satisfizo con disminuciones en las cuentas de las corporaciones de ahorro y vivienda. Las cuentas corrientes, por el contrario, no se redujeron en diciembre anterior⁽⁸⁾.

El comportamiento del FAVI durante el año se puede también interpretar en el sentido que la estacionalidad de los medios de pago no obedece a una restricción de la oferta monetaria. Así, es claro que cuando existen presiones de demanda de dinero, uno de los mecanismos de ajuste automático se realiza a través de la expansión generada por las corporaciones de ahorro y vivienda. Esto sucede en diciembre, y podría ocurrir en cualquier mes del año,

en la medida que existiera dicho exceso de demanda.

III. Implicaciones para la política monetaria

Los cambios en la tendencia de las series de los distintos agregados monetarios reflejan modificaciones profundas en la estructura misma del sector financiero. Si bien ellas están asociadas con el comportamiento de las tasas de interés, tienen además un carácter permanente de manera que, aun si tales tasas (y la inflación) regresaran a sus niveles pre-1970,

(8) Este no es el resultado aislado de un solo año. Es algo que ha venido sucediendo en forma permanente desde 1986 y que constituye la continuación de un proceso que se inicia a mediados de los años setenta, coincidiendo precisamente con la creación de las corporaciones de ahorro y vivienda.

las modificaciones observadas no se reversarían. En este sentido afirmamos que se ha venido produciendo un cambio estructural al interior del sector. Las implicaciones de esta transformación son grandes, no sólo en lo que se refiere al proceso financiero mismo, sino también, y de manera muy especial, en lo que toca al manejo monetario. Ignorar esta situación podría conducir a errores en la formulación y en el logro de los objetivos de la política monetaria. En estas Notas nos hemos concentrado en dichos aspectos.

La consecuencia más clara de los cambios descritos, tiene que ver con las implicaciones de la caída en la demanda de dinero por parte del público y las empresas. Vimos cómo, desde comienzos de la década de los setenta, la proporción del ingreso demandada en la forma de saldos monetarios ha venido decreciendo sistemáticamente. Este hecho constituye, a nuestro juicio, una modificación irreversible, pues aunque la inflación bajara y las tasas de interés regresaran a sus niveles pre-1970, la demanda de dinero no se recuperaría en igual forma. La asimetría surge de los desarrollos en el sector financiero inducidos por el cambio en el régimen aplicable a las tasas de interés.

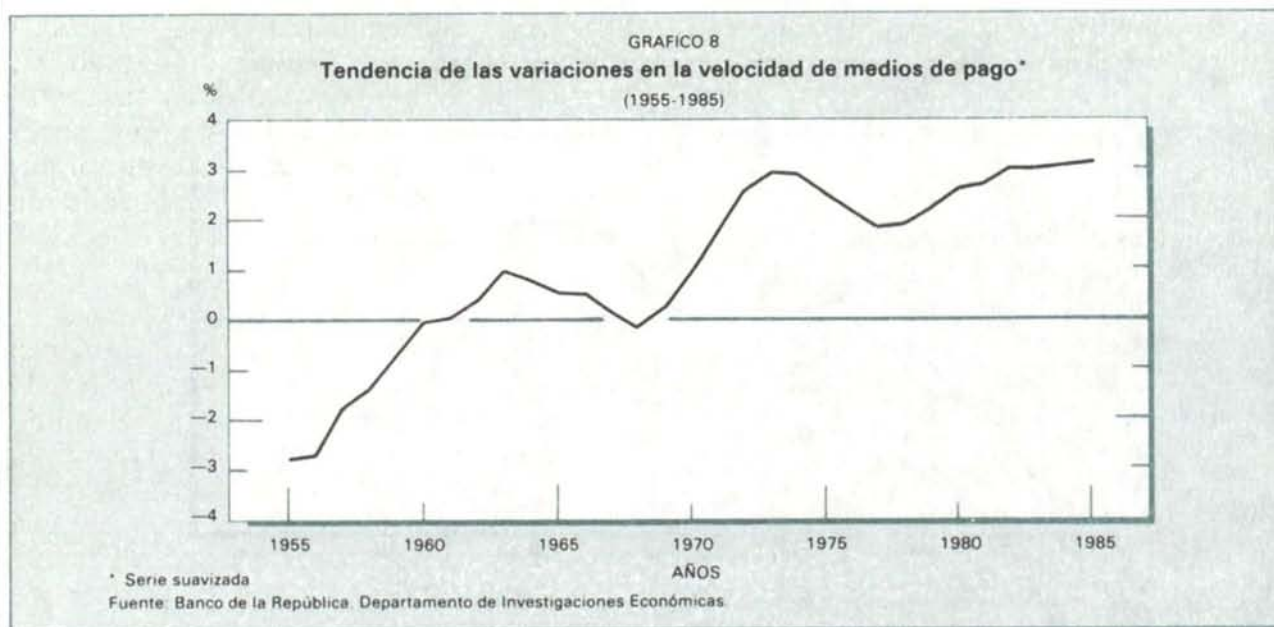
Los intermediarios una vez han creado un instrumento, tienden a mantenerlo. Asimismo, el mercado aprende a manejar nuevos mecanismos, con lo cual se generan demandas que no necesariamente desaparecen si las condiciones varían nuevamente. Con frecuencia el cambio puede estar acompañado de todo un montaje de infraestructura destinado a mercadear los nuevos "productos", como sucedió con el sistema UPAC y su extensa red de oficinas, cajeros automáticos, etc. Dicho tipo de actuaciones tienden a ser permanentes. Algo parecido sucedió con el mercado extrabancario de los años setenta. Se desarrolló como respuesta al exceso de regulaciones que por entonces existían en el mercado financiero insti-

tucional. Posteriormente las autoridades optaron por "institucionalizarlo", naciendo así las compañías de financiamiento comercial. Estas no desaparecieron por el hecho de que las reglamentaciones en el resto del mercado se hubieran racionalizado.

Muchos estimativos econométricos de la demanda de M_1 atribuyen el descenso observado en la misma a la elevación de las tasas de interés. Si lo que se ha venido señalando sobre la evolución del mercado es correcto, tales cálculos sobre-estiman la sensibilidad de dicha demanda frente a cambios en las tasas de interés⁽⁹⁾. En esencia, lo que se ha hecho es atribuir a la tasa de interés los efectos de reducción de la demanda de dinero que, en parte, han sido ocasionados por el cambio estructural. Proyecciones de demanda realizadas con el supuesto de velocidad constante, tienden a sobre-estimar los saldos monetarios deseados por la comunidad. Si las metas de oferta monetaria se fijaran con base en estas estimaciones, su cumplimiento llevaría a que el banco central ofreciera más dinero del que realmente se desea demandar. Esto equivale a "emitir más de la cuenta", con sus conocidas consecuencias. Por esta razón, las autoridades al establecer las metas monetarias tienen en cuenta los llamados "cambios en la velocidad".

En el Gráfico 8 se muestra cómo han venido comportándose los cambios en la velocidad. La tendencia de largo plazo ha sido claramente ascendente, y durante los últimos años la velocidad ha venido incrementándose, en promedio, a razón del 3% anual. En consecuencia, este hecho

(9) Estudios realizados en el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, encuentran que si se introducen correctivos a los estimativos de demanda de dinero, para tener en cuenta el tipo de cambios estructurales a que nos venimos refiriendo, la elasticidad-interés correspondiente cae drásticamente.



debe tenerse en cuenta al fijar las metas monetarias, con el propósito de no suministrar medios de pago más allá de los requeridos por la economía. En concreto, si se estima que la inflación será de 25% en el año, y que el PIB estará creciendo a razón del 4% en el mismo año, la aplicación simple de la ecuación cuantitativa indicaría una expansión de M_1 de $(25+4)\%$, o sea 29%. Si se tiene en cuenta la tendencia observada de la velocidad, (3%), la cual cambia sólo de manera lenta, se concluye que bajo las condiciones económicas vigentes, el incremento necesario de M_1 debe ser de aproximadamente $(25+4-3)\%$, esto es, 26%. Crecimientos de la oferta monetaria por encima de tal cifra, llevarían a una inflación más elevada, a una caída de las reservas internacionales, o a una combinación de ambos eventos.

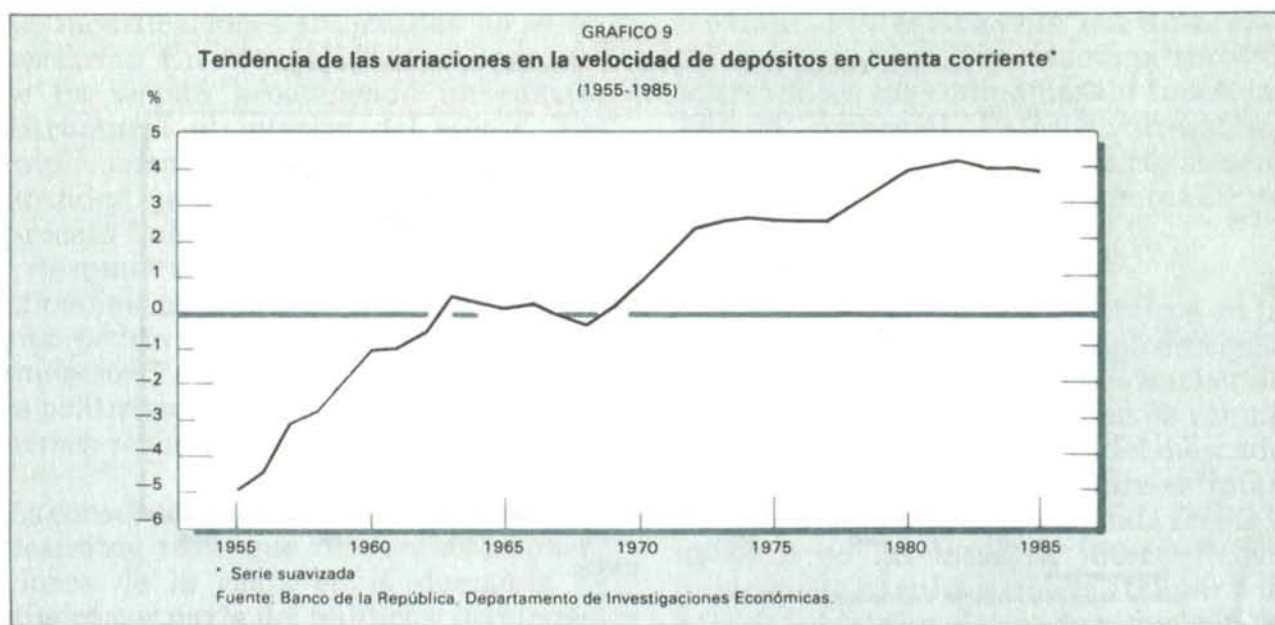
La observación anterior suscita con frecuencia cierta controversia, al argumentarse que si la oferta monetaria crece por debajo del PIB nominal se generará escasez de crédito. Esta inquietud sería válida si el crédito se financiara en alta proporción con cuentas corrientes. Tal era el caso en los años 50 y 60, pero no lo es hoy en día. Del total de crédito del sistema financiero, actualmente el 20% tiene como

recurso las cuentas corrientes. El resto se financia con cuasidineros y con otras captaciones. En esta forma, un crecimiento de las cuentas corrientes ligeramente por debajo del aumento del PIB nominal, tiene un efecto minúsculo sobre la disponibilidad total de crédito en la economía.

En realidad la velocidad de las cuentas corrientes ha venido aumentando de manera aún más acelerada (4% anual) que la de M_1 , como puede notarse en el Gráfico 9⁽¹⁰⁾. Este tipo de activo financiero se mantiene cada vez más sólo para llevar a cabo transacciones indispensables, o para cumplir con requisitos destinados a la obtención de créditos. Recursos financieros que antes se conservaban en cuentas corrientes, hoy se han transferido a otros activos. Es precisamente con estas nuevas cuentas que la actividad bancaria y en general el sistema financiero, viene atendiendo la demanda de crédito.

Las consecuencias para las fuentes de crédito del cambio aludido son muchas. La

(10) Aunque en este comportamiento puede haber alguna influencia de los mismos bancos, al considerar que los gravámenes que pesan sobre los depósitos en cuenta corriente a través de las inversiones forzosas son demasiado elevados, el resultado observado está sin duda dominado por la demanda.



más evidente de ellas es que el costo financiero de las captaciones del sistema ha tendido a elevarse, al irse sustituyendo la fuente "barata", los DCC, por otro tipo de captaciones, en general más costosas pues son remuneradas. En lo que hace al manejo macroeconómico, este proceso ha independizado cada vez más la política crediticia de la financiera,⁽¹¹⁾ y se obtiene, por consiguiente, un desarrollo beneficioso, por cuanto evita el conocido problema de política económica resultante de tener un solo instrumento que afecta varias metas no siempre conciliables.

Otra consecuencia para el manejo monetario, de los análisis que hemos presentado, tiene que ver con la distribución del crecimiento de M_1 a lo largo del año. Es evidente que la demanda por cuentas corrientes crece en forma más o menos pareja en el transcurso del año, o sea que la estacionalidad marcada del comportamiento de dichas cuentas parece ser cuestión del pasado. Por el contrario, la demanda de efectivo sí muestra una estacionalidad que continúa siendo muy acentuada en diciembre⁽¹²⁾. La combinación de estos dos factores implica que la demanda de M_1 está dominada por la esta-

cionalidad del efectivo. En tales condiciones, la política monetaria debe ajustarse a tales patrones de demanda. Intentar evitar este ajuste generaría restricciones innecesarias a las entidades financieras durante diciembre, ya que ellas tienen que atender las preferencias de sus clientes de canjear sus activos financieros por efectivo⁽¹³⁾. Al mismo tiempo, en las demás épocas del año pretender inducir al público a mantener más efectivo del que desea, generaría excesos de oferta monetaria que a su vez presionarían los precios.

Puesto en otros términos, la política monetaria debe procurar igualar la oferta de medios de pago con la demanda de los mismos. En la medida que haya éxito en esa tarea, la oferta monetaria deberá acomodarse a la estacionalidad de la de-

(11) Véanse las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República de junio de 1989.

(12) Es posible que con el tiempo esta estacionalidad tienda a moderarse, en la medida en que se intensifique el uso de tarjetas de crédito, y de otros mecanismos que permitan realizar transacciones que hoy se hacen con efectivo. De hecho, si se observa el Gráfico 6, es notorio que durante los últimos cinco años la estacionalidad del efectivo ha tendido a moderarse.

(13) Actualmente esto es particularmente válido en el caso de las cuentas de las corporaciones de ahorro y vivienda.

manda, y la expansión de M_1 a lo largo del año reflejará este hecho. Intentos por lograr un crecimiento parejo de los medios de pago durante el año resultan, en consecuencia, inapropiados, y sólo conducirían a excesos y defectos de oferta monetaria que el público no desea absorber. Además, el crédito, por las razones antes expuestas, no se ve afectado por el marcado comportamiento estacional de M_1 .

Finalmente, es del caso resaltar cómo la tradicional inestabilidad producida por la caída de depósitos en diciembre, se ha trasladado del sistema bancario tradi-

cional a las corporaciones de ahorro y vivienda. No deja de ser un hecho preocupante que la cartera de más largo plazo que se ofrece en el país, la de vivienda, está siendo financiada no sólo con captaciones a la vista, sino con depósitos que muestran un alto grado de volatilidad estacional. Esa volatilidad surge de la sustitución de tales depósitos por efectivo durante el fin de año. Pareciera que existe mayor afinidad del efectivo con los depósitos UPAC, que con las cuentas corrientes, incluidas tradicionalmente dentro de la definición de dinero.

VIDA DEL BANCO

Presentación del libro

“El Banco de la República Antecedentes, Evolución y Estructura”

El seis de junio del año en curso, tuvo lugar en la Biblioteca Luis Angel Arango el lanzamiento del libro “El Banco de la República - Antecedentes, Evolución y Estructura”, cuya presentación estuvo a cargo del señor Ministro de Justicia, doctor Roberto Salazar Manrique y el señor Gerente General del Emisor, doctor Francisco J. Ortega Acosta, acto al cual asistieron, igualmente, el señor expresidente de la República, doctor Carlos Lleras Restrepo; exministros; exgerentes y funcionarios del Banco de la República y Presidentes de los bancos comerciales, entre otros.

La mencionada obra es de interés para el público en general y de modo especial para el estudioso del tema económico, pues da a conocer la actividad que ha desplegado el Emisor, esto es, su historia y antecedentes, su evolución y el significado de las funciones que le han sido encomendadas; se explica con cuidadoso detalle la naturaleza jurídica de la entidad y el papel que le corresponde desempeñar como banco central, en las áreas monetaria, cambiaria y crediticia.

El aporte de esta obra es fundamental en el campo de la literatura económica y jurídica, ya que en lo esencial, la historia del Emisor coincide con la historia económica del país en este siglo.

La dirección del libro estuvo a cargo de los doctores Francisco J. Ortega A., Gerente General del Banco y Roberto Salazar M., entonces Abogado Subgerente; en su elaboración tomaron parte los doctores

Alejandro López M., Adolfo Meisel R., Jorge Enrique Ibáñez N., Hernando José Gómez R., Rafael Isaza B. y Mario Lombo V., profesionales vinculados a la Institución, quienes realizaron una concienzuda labor de investigación que luego plasmaron en esta obra que enorgullece al Banco y a quienes, como investigadores, tuvieron parte en su realización.

Nueva sede para la Sucursal del Banco en Cali

En ceremonia realizada el 15 del presente mes, se efectuó la inauguración de la nueva sede del Emisor en la capital del Valle del Cauca.

La citada edificación, enmarcada dentro de las normas de Planeación Municipal que tienen como principio normativo el respeto por las calles aledañas del sector antiguo, está localizada en un punto de transición entre el centro de la ciudad y el sector tradicional y contribuye a la consolidación del carácter institucional de la zona. Se cuenta con un área construida de 21.426 metros cuadrados.

El diseño arquitectónico, a cargo de "Lago y Sáenz Ltda.", contempla dos zonas independientes: la de servicios bancarios y la del área cultural. La primera, dotada de los más modernos sistemas de acceso y seguridad, alberga en su primer piso la Cámara de Compensación, la bóveda de

reserva y los servicios médicos; en el segundo piso se encuentran las cajas y zonas de atención al público y a los bancos comerciales y demás dependencias de Tesorería, así como el Departamento de Fiduciaria y la Oficina de Cambios; en los siguientes cuatro niveles funcionan las demás dependencias de la sucursal. El área cultural comprende un centro de documentación regional, donde el usuario tendrá acceso a información especializada en temas económicos, publicaciones relativas al Departamento del Valle del Cauca y su zona de influencia; el Museo de la Cultura Calima, que reunirá muestras representativas de orfebrería y cerámica de los antiguos pobladores de la región; un auditorio para noventa personas y sala de audición musical con igual capacidad.

Al acto asistieron el señor Presidente de la República, doctor Virgilio Barco Vargas; la señora Ministra de Obras Públicas, doctora Priscila Ceballos; el señor Gerente General del Banco, doctor Francisco J. Ortega A.; los señores Subgerentes de la entidad del área industrial, de Relaciones Industriales y de Operación Bancaria, doctores Mauricio Fernández, Alfredo Romero y Alberto Ramírez, respectivamente; el señor Gerente de la mencionada sucursal, doctor Luis Carlos Rincón, los doctores Ernesto González C. y Germán Villegas V., Gobernador del Valle y Alcalde de Cali, en su orden, así como personal directivo del Banco de la República y demás personalidades de la ciudad.