

NOTA EDITORIAL

ENCAJE MARGINAL Y DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

Sea esta Nota una oportunidad para contestar dos preguntas que, al parecer, muchas personas se han planteado, a propósito del tema de los mercados de capitales. Primero, mirando retrospectivamente, es importante que el mercado colombiano de capitales continúe creciendo, profundizándose y desarrollándose: entonces, ¿por qué el Banco de la República impuso encajes marginales en mayo de 2007? La segunda pregunta apunta hacia el futuro. Los diferentes indicadores de producto de la industria y las ventas del comercio al por menor exhiben una fuerte caída en el mes de marzo; así, ¿qué significa esto para las proyecciones de crecimiento en Colombia?

I. ENCAJE MARGINAL

Para comenzar, se expondrá una respuesta sucinta a la primera pregunta. Es bien sabido que para el desarrollo del país es muy importante que el sector financiero crezca y se profundice; pero es crucial que esto sea sostenible. Una expansión muy fuerte del crédito, que venga acompañada por un deterioro en la calidad de la cartera, conduce a un crecimiento

insostenible de la economía en general, y del sector financiero en particular. Entonces es necesario usar lo que está a nuestro alcance para prevenir el aumento de estos riesgos.

No debe ser difícil convencer a alguien sobre la importancia de mantener la expansión del sistema financiero a un ritmo que sea sostenible, en especial después de haber visto lo ocurrido en los Estados Unidos en el pasado. No obstante, en caso de que se necesite mayor evidencia, se pueden observar las amplias fluctuaciones de la inversión en Colombia durante el ciclo económico de los años noventa. Parece que una parte de las inversiones realizadas en los años de bonanza no fueron rentables durante los momentos de menor crecimiento o recesión, ya que tal contexto impulsó un deterioro en la calidad de las mismas. La inversión alcanzó un pico de 26% del PIB en 1995, pero luego bajó a 13% en 1999 con la recesión y la crisis financiera, y a este rubro le tomó otros seis años en recuperarse a su nivel histórico de participación de 20%. Inversiones especulativas o de baja calidad debieron ser pagadas durante muchos años manteniendo el empleo bajo, disminuyendo los ingresos y causando altos costos sociales y económicos.

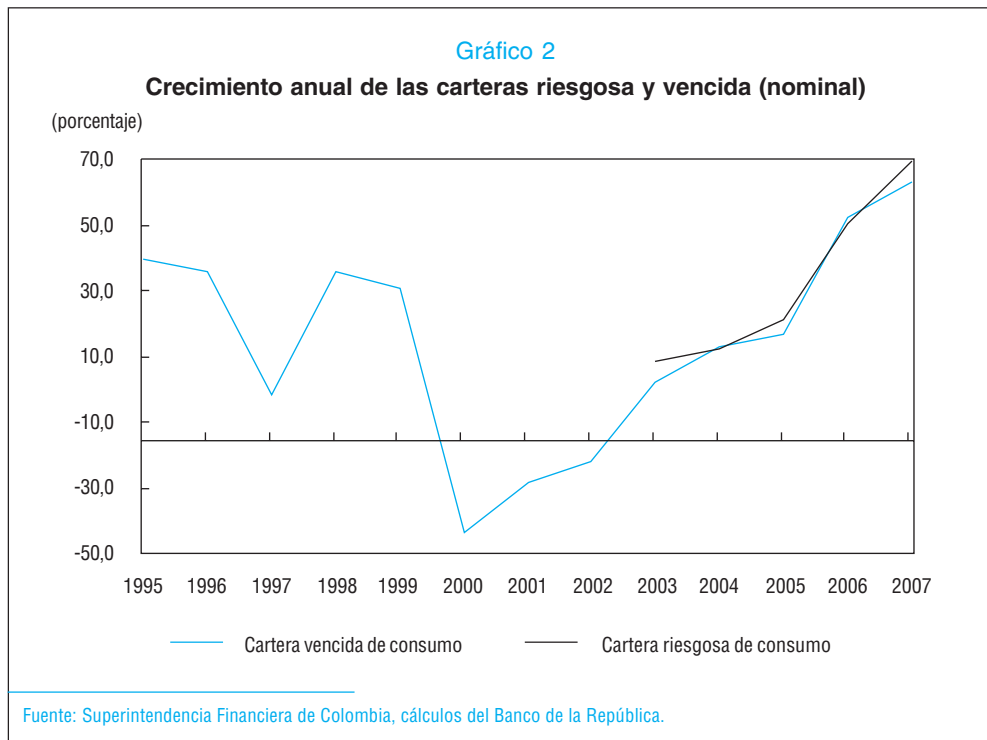
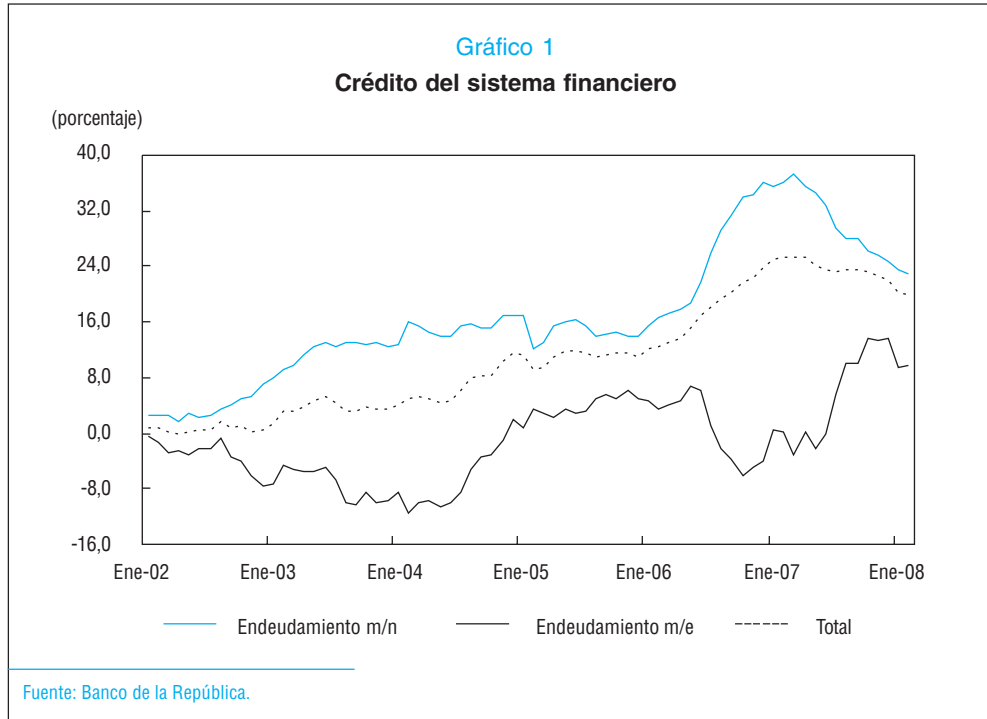
La clave para evitar lo anterior y, por tanto, para promover un desarrollo del mercado de capitales que sea sostenible, es evitar que la calidad de la cartera se deteriore cuando la cantidad se expande rápidamente.

II. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO

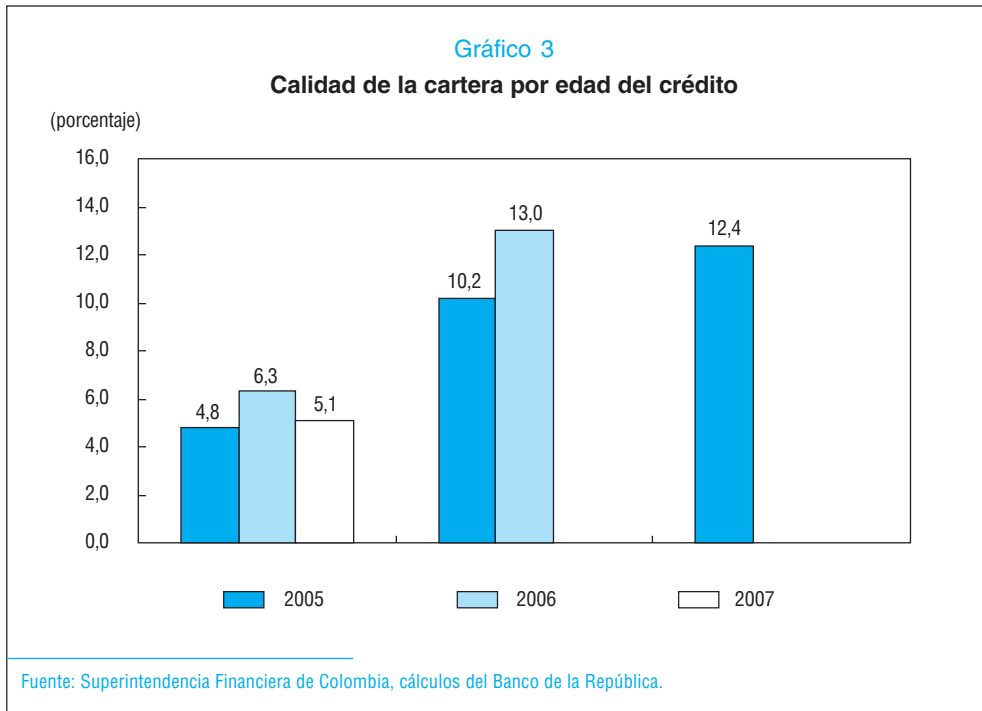
Con esto presente, pasaremos a revisar lo que ha ocurrido con el crédito bancario en los años recientes. En 2003 el crédito en Colombia volvió a recuperarse luego de la recesión de finales de los años noventa. Aunque en 2005 el crédito privado, tanto en pesos como en moneda extranjera, creció alrededor del 10% nominal, en 2006 se aceleró rápidamente: en el Gráfico 1 podemos apreciar que se ubicó en 24%.

En el Banco de la República se observó este rápido crecimiento y se comenzó a temer que la calidad de los nuevos préstamos fuese menor que la del acervo existente, especialmente la parte dirigida a los préstamos de consumo (Gráfico 2). Adicionalmente, el Gráfico 3 muestra el análisis de cosechas o *vintages*, donde se muestra el deterioro más rápido de los nuevos desembolsos.

Teniendo en cuenta lo anterior, la Junta comenzó a subir la tasa de interés en abril de 2006 porque anticipaba una aceleración de la inflación, en



parte, asociada con un futuro exceso de demanda en la economía. Pero durante los primeros meses de 2007 se encontró que el crecimiento de la cartera seguía aumentando a tasas reales cercanas al 25%, y las tasas de



interés de los préstamos estaban respondiendo lentamente al ajuste de la política monetaria. Esto acentuaba el exceso de demanda y las presiones inflacionarias, lo cual amenazaba con hacer insostenible el crecimiento económico. Por tanto, se procedió a aumentar los encajes marginales en mayo de 2007 para apoyar la política de tasas de interés.

La combinación de tasas de interés más altas y la imposición de encajes marginales tuvieron el efecto esperado. El crecimiento del crédito al sector privado pasó de aumentar a una tasa anual de 24% en diciembre de 2006 a una de 17% en marzo del presente año, y las provisiones de los bancos para el crédito han mejorado y lo seguirán haciendo, en gran parte por la implementación del Sistema de administración del riesgo crediticio (SARC).

Después de lo anterior se explicará por qué las acciones de política fueron coherentes con nuestro objetivo.

III. CRECIMIENTO DEL CRÉDITO E INFLACIÓN OBJETIVO

El objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios y contribuir a que la economía crezca a una tasa que sea sostenible; entonces, ¿qué tiene que ver todo esto con el crecimiento del crédito? Diremos que, ¡mucho!

Cuando el crecimiento del crédito es excesivo, la demanda interna tiende a aumentar muy por encima del crecimiento de la capacidad productiva, lo cual se traduce en inflación y mayor demanda de bienes y servicios importados. Los síntomas de que el crecimiento del crédito es excesivo son las señales clásicas de una economía que está recalentándose: aumentos de la inflación y de sus expectativas, déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos y un fuerte aumento en el precio de algunos activos. En 2006 y 2007 en Colombia se han observado indicios tempranos de los dos primeros síntomas, y otro tanto en la evolución de los precios de la propiedad raíz de ingresos altos.

Otra forma de apreciar este tema es el siguiente: aunque el ahorro nacional ha aumentado recientemente, en parte debido al fuerte incremento en el ingreso nacional (producto de la mejora en los términos de intercambio del país), la inversión ha crecido mucho más. El resultado es la ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que puede ser entendido como el incremento en los derechos extranjeros sobre los activos del país. Si permitimos que la economía se recaliente y el déficit en cuenta corriente se amplíe, lo cual, por supuesto, no depende sólo de la política monetaria, estaríamos corriendo el riesgo de que estos derechos alcancen niveles insostenibles. Este fenómeno muy probablemente se manifestaría cuando caigan los precios de nuestros principales productos de exportación y cambie la dirección de los flujos de capital extranjero. Todo eso requiere que la autoridad monetaria actúe de manera preventiva para contribuir a suavizar el ciclo económico y maximizar un crecimiento sostenible del producto.

En general, la volatilidad macroeconómica es un impedimento a la profundización de los mercados financieros en los países emergentes, ya que esto es un riesgo que perciben todos los nacionales que generan ingresos. No podemos permitir que esto se materialice. Manteniendo el balance apropiado entre el crecimiento de la demanda y la oferta, y por medio de esto fortaleciendo la confianza en el valor futuro del dinero (es decir, al controlar la inflación) es probablemente la única manera de reducir este riesgo y minimizar la incertidumbre.

Si se trae a colación la presentación del profesor Warnock titulada «Una visión global de los mercados de capitales en economías emergentes», en el simposio de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria) del año pasado, quien investigó por qué los mercados de bonos corporativos se desarrollaron en algunos países, pero no en

otros, se encontró que tanto el nivel como la volatilidad de la inflación desempeñaron un papel de gran importancia¹. El punto que se quiere resaltar es que la estabilización de la inflación es importante para el desarrollo del mercado financiero. Una vez, por ejemplo, las expectativas de inflación se encuentran ancladas en la meta, no solo en el corto sino también en el largo plazo los prestamistas o los compradores de bonos pagarán una menor prima de riesgo de inflación. La menor incertidumbre conduce, además, a una asignación de recursos más eficiente y a un menor costo de financiamiento.

En resumen, el Banco de la República actúa de manera coherente con el compromiso de estabilizar la inflación y contribuir a que la economía crezca a tasas que sean sostenibles. Las acciones de la Junta han estado dirigidas al logro de los objetivos de la política monetaria, y son complementarias al trabajo de la Superintendencia Financiera, la cual se preocupa por la salud del sector financiero en sí.

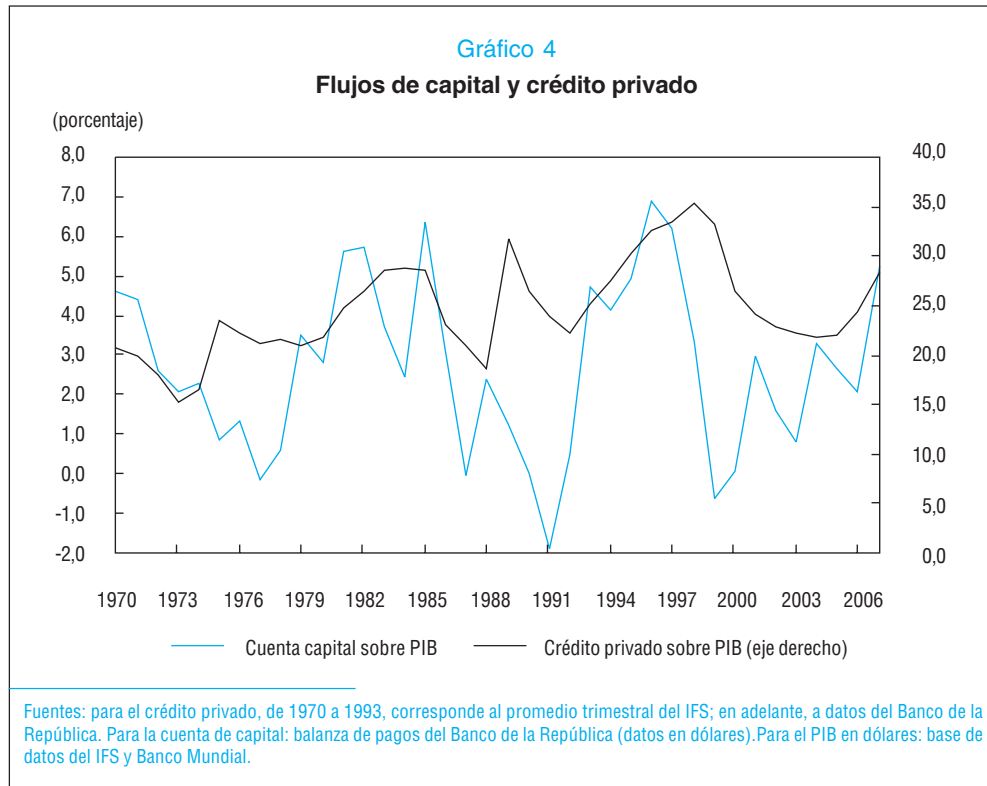
IV. EL USO DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL

Si se acepta que un banco central debe preocuparse cuando se presenta un crecimiento excesivo del crédito, cabe la pregunta sobre qué instrumento se debe usar. Más específicamente, para el banco central, ¿cuál es la mejor manera de reaccionar ante este fenómeno?

Desde el punto de vista del banco central, lo ideal es usar las tasas de interés de política. Al fijar las tasas de política y explicar por qué se hace esto, se le ofrece al mercado la mejor oportunidad de fijar sus precios de acuerdo con esta medida. Cabe resaltar que no hay una distorsión que actúe como un impuesto a los clientes de los bancos con tasas de interés; simplemente se está usando la posición privilegiada de proveedor de liquidez para alcanzar metas que beneficien a todos los colombianos.

Pero algunas veces el crecimiento del crédito es demasiado fuerte y repentino para ser tratado únicamente con tasas de interés. Lo ocurrido en 2006 y comienzos de 2007 fue una de esas veces, en gran medida, porque el ciclo del crédito estuvo asociado con vigorosas entradas de capital extranjero.

¹ El estudio en mención se puede consultar en <http://www.keia.org/Publications/KoreasEconomy/2008/Burger_Warnock1.pdf>.



El Gráfico 4 muestra el ciclo del crédito privado y los flujos de capital. Tal parece que la relajación del crédito externo y de las condiciones de liquidez internacional conducen a un incremento en la demanda por activos nacionales y a una rápida expansión del crédito interno. Durante 2006 hubo, además, un cambio abrupto en el portafolio de activos de los bancos, el cual significó una reducción de las tenencias de títulos del Gobierno, un rápido aumento en la oferta de crédito y una caída en algunas tasas de interés del mercado. Todo esto llevó, a su vez, a una expansión de la demanda interna que superó ampliamente cualquier cálculo razonable de crecimiento de la capacidad productiva del país.

En resumen, el uso discrecional y temporal de los encajes marginales fue un precio que valía la pena pagar para poder evitar el riesgo real de un crecimiento insostenible y una eventual crisis financiera futura. Este tipo de riesgos se ha materializado en otros países después de períodos de tasas de interés bajas y fuertes entradas de capitales. La Junta del Emisor cree que la estrategia que se ha manejado funcionó. La reciente crisis en los mercados financieros internacionales es una alerta fuerte de los efectos de períodos largos de tasas de interés excesivamente bajas y una creación de crédito rápida.

V. LA INFORMACIÓN A MARZO

Las estadísticas del producto a marzo muestran una fuerte desaceleración en el indicador de producción industrial y en las ventas del comercio al por menor. Las encuestas sobre la perspectiva de negocios, aplicadas por Fedesarrollo, también exhiben un cambio fuerte en algunas preguntas, al igual que el indicador de utilización de capacidad de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI).

Con esto, a continuación se ofrecerán cinco razones para explicar por qué los datos a marzo no son suficientes para saber con precisión la magnitud de la desaceleración del crecimiento de la demanda y el producto.

Primero: el mes de marzo de 2008 tuvo tres días hábiles menos, frente al año pasado; de hecho, la Semana Santa fue seguida de un lunes festivo; sumado a que Cerro Matoso estuvo todo el mes en huelga. Todo esto explica, en parte, por qué la producción industrial en marzo fue menor a la de 2007. El efecto de los mayores días de fiesta en el comercio es difícil de precisar. El punto es que las estadísticas de este mes son especialmente inciertas y difíciles de interpretar. Una vez se cuente con las estadísticas de abril y se puedan comparar cuatro meses de este año con los primeros cuatro del año pasado se tendrá una mejor idea sobre el patrón subyacente de crecimiento. Incluso se espera que la tasa de crecimiento del PIB trimestral para el primer trimestre de 2008 sea baja, pero que para el segundo trimestre sea mayor.

Segundo: no hay que olvidar que 2007 fue un año de crecimiento económico excesivamente alto: la tasa de crecimiento per cápita para Colombia fue una de las más altas en más de ochenta años. Con esto, si alguien sube a un pico muy alto es natural que empiece a descender rápidamente por el otro costado; por tanto, uno o dos meses de rápida desaceleración no significan necesariamente que nos dirigimos a un lento crecimiento en 2008.

Tercero: teniendo en cuenta que la desaceleración se ha concentrado en el gasto de los consumidores en bienes durables e importaciones, no todo son malas noticias. Si alguien compró un carro o un televisor cuando el crédito era más accesible y los precios de importación eran más baratos, deberá estar feliz de mantenerlo durante los años en los que el crédito es más costoso y los precios son más altos, en lugar de ir a comprar otro carro u otro televisor. En parte, esto puede ser una señal de que nuestra economía se está reequilibrando al alejarse del consumo de bienes importados, y que el efecto positivo sobre el déficit en cuenta corriente nos ayudará a alcanzar un descenso suave y un crecimiento sostenible.

Cuarto: aunque todavía es temprano para decirlo, al parecer las exportaciones, la inversión y el consumo de servicios y bienes no durables pueden seguir creciendo fuertemente. Las importaciones de bienes de capital y la Encuesta de expectativas del consumidor todavía sugieren que la demanda interna continúa dinámica. Es poco probable que la inversión crezca tan rápido como lo hizo el año pasado, pero es claro que las altas tasas de crecimiento de 2007 no eran sostenibles. El consumo de servicios es muy importante para nuestra producción de bienes no transables; además, un aumento fuerte en exportaciones contra menores importaciones es otra señal de un reequilibrio saludable en la economía.

Quinto: tenemos tiempo para reaccionar en la medida en que las expectativas de inflación estén bajo control. Con esto no se quiere dar la impresión de que se ignorarán las estadísticas de marzo, debido a que fueron una sorpresa para todos. Es evidente que la Junta del Emisor está asumiendo estas noticias de las estadísticas muy seriamente. El objetivo es mantener la inflación cerca de la meta, al tiempo que se contribuye a que la economía alcance el máximo crecimiento que sea sostenible. Se cuenta con el tiempo y el espacio suficientes para reaccionar ante cualquier riesgo serio para el crecimiento, siempre y cuando esto no perjudique el compromiso con la inflación.

VI. CONCLUSIÓN

Es bastante esperanzador que el mercado de capitales en Colombia haya crecido en los años recientes, pero es necesario que el desarrollo financiero colombiano sea sostenible. Durante las recesiones el banco central debe impulsar los mercados financieros para prevenir la expansión del riesgo sistémico. Incluso, en períodos de bonanza debe ser cuidadoso de que una fuerte expansión del crédito no esté acompañada del deterioro en la calidad de la cartera y de un crecimiento de la demanda que sea insostenible. Mejor aún, es prioridad seguir trabajando fuertemente para poder alcanzar la estabilización de la inflación y de la economía en general, elementos claves para el desarrollo del mercado de capitales.

*Por: José Darío Uribe**
Gerente General

* Este documento fue preparado para el XX Simposio de mercado de capitales, que se realizará en Medellín el 29 de mayo 2008. Las opiniones son de la exclusiva responsabilidad del Gerente General y, por tanto, no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.