

ENCAJE MARGINAL Y DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

Por José Darío Uribe ¹

Introducción

Quiero aprovechar esta oportunidad para contestar dos preguntas que, imagino, muchos de ustedes querrán hacerme en este Simposio de Mercado de Capitales. Primero, mirando hacia el pasado, es importante que el mercado de capitales del país continúe creciendo, profundizándose y desarrollándose. Entonces ¿Por qué el Banco de la República impuso encajes marginales en mayo de 2007? La segunda pregunta mira hacia el futuro. Los diferentes indicadores de producto de la industria y las ventas del comercio al por menor muestran una fuerte caída en el mes de marzo. ¿Qué significa esto para las proyecciones de crecimiento en Colombia?

Encaje Marginal

Para comenzar, resumo mi respuesta a la primera pregunta. Todos los que estamos aquí sabemos que es muy importante para el desarrollo del país que el sector financiero crezca y se profundice. Pero es crucial que este desarrollo financiero sea sostenible. Una expansión muy fuerte del crédito que venga acompañada de un deterioro en la calidad de la cartera conduce a un crecimiento insostenible de la economía en general, y del sector

¹ Gerente General del Banco de la República. Intervención en el XX Simposio de Mercado de Capitales.

financiero en particular. Usamos entonces lo que estaba en nuestras manos para prevenir el aumento de estos riesgos.

No debe ser difícil convencer a alguien de 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 desde el pasado Simposio de Mercado de Capitales. Pero, en caso que necesiten mayor evidencia, podemos mirar las amplias fluctuaciones de la inversión en Colombia durante el ciclo económico de los años 90. Parece que una parte de las inversiones realizadas en los años de bonanza no fueron rentables durante los momentos de menor crecimiento o recesión, porque permitió 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. Le tomó otros 6 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 un alto costo social y económico.

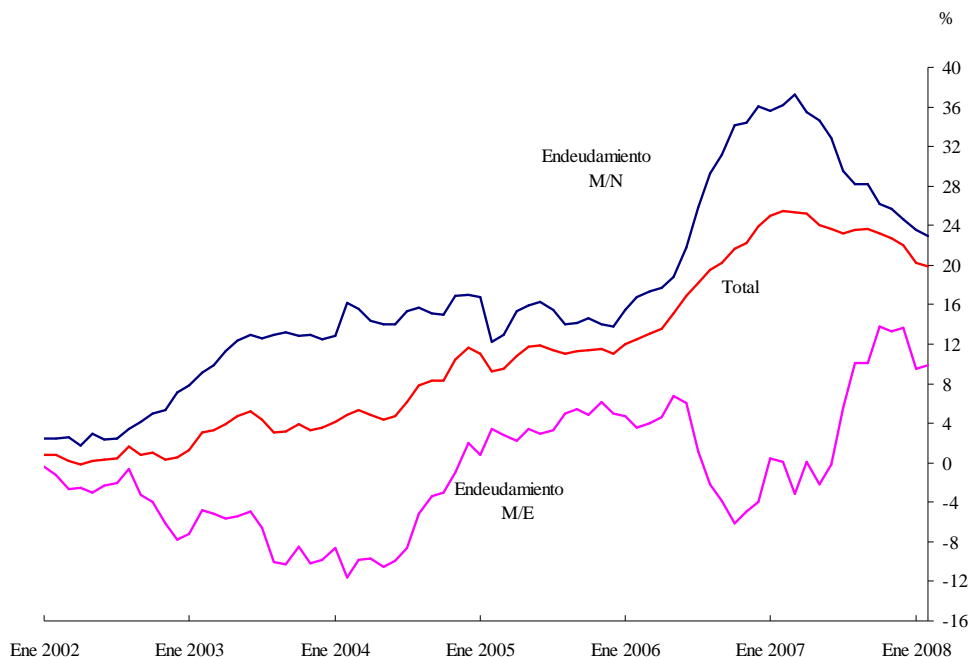
La clave para evitar lo anterior y, por lo tanto, para promover un desarrollo del mercado de capitales que sea sostenible es evitar que la calidad de la cartera se deteriore durante los periodos en los que la cantidad se expande rápidamente.

Evolución reciente del crédito

Con esto en mente paso a revisar lo que ha ocurrido con el crédito bancario en los años recientes. En 2003, el crédito en Colombia empezó finalmente a recuperarse de la recesión del final de los años 90. En 2005, el crédito privado, tanto en pesos como en moneda extranjera, creció alrededor del

10% nominal. Pero, en 2006, se aceleró rápidamente. En el Gráfico 1 podemos ver que éste creció 24% en 2006.

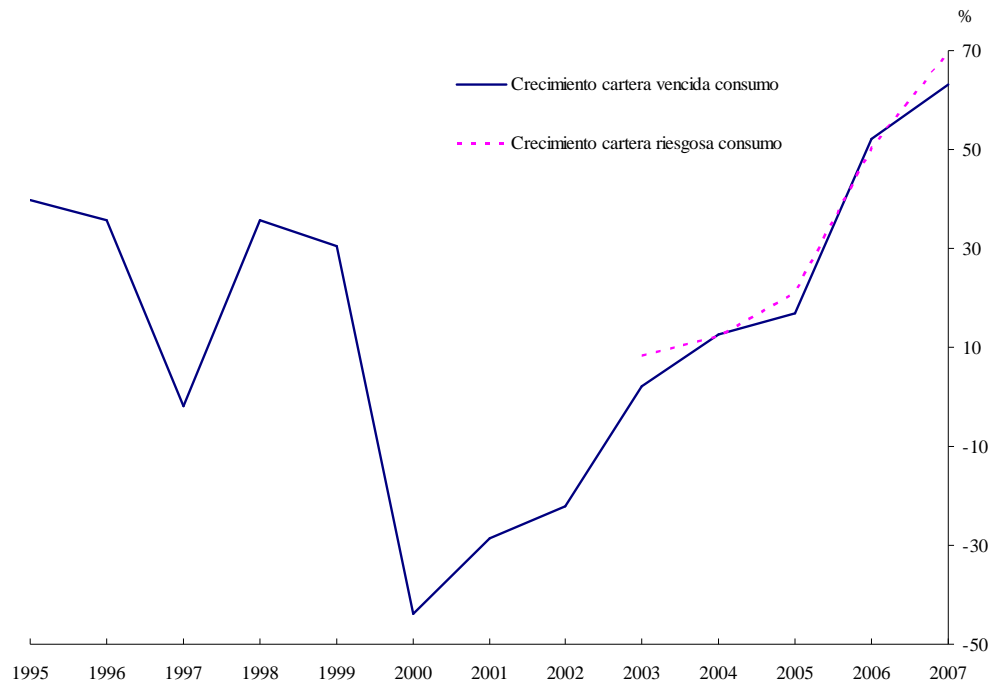
Gráfico 1: Crédito del sistema financiero



Fuente: Banco de la República

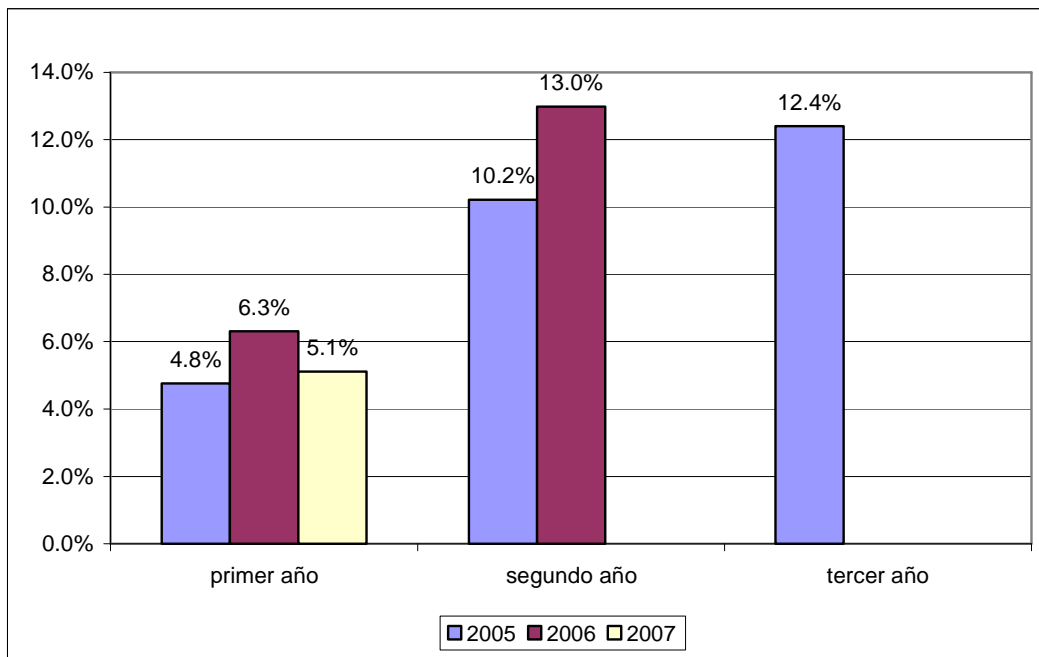
En el Banco de la República observamos este rápido crecimiento y comenzamos a temer que la calidad de los nuevos préstamos fuese menor que la del *stock* existente, especialmente la parte dirigida a los préstamos de consumo. Ver Gráfico 2. Adicionalmente, el Gráfico 3 muestra el análisis de cosechas o “vintages” donde se muestra el deterioro más rápido de los nuevos desembolsos.

Gráfico 2: Crecimiento anual de cartera riesgosa y cartera vencida (nominal)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3. Calidad de cartera por edad del crédito



La Junta comenzó a subir la tasa de interés en abril de 2006 porque anticipaba una aceleración de la inflación, en parte asociada a un futuro exceso de demanda en la economía. Pero durante los primeros meses de 2007 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 lo tanto, aumentamos 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 2006 a una tasa de 17% en marzo de este año, y las provisiones de los bancos para el crédito han mejorado y seguirán mejorando, en gran parte por la implementación del Sistema de Administración del Riesgo Crediticio (SARC).

Paso ahora a explicar por qué las acciones de política fueron coherentes con nuestro objetivo.

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. ¿Qué tiene todo esto que ver con el crecimiento del crédito? ¡Mucho!.

Cuando el crecimiento del crédito es excesivo, la demanda interna tiende a aumentar muy por encima del crecimiento de la capacidad productiva. Este exceso de demanda se traduce en inflación y mayor demanda de bienes y servicios importados. Los síntomas de que el crecimiento del crédito es excesivo son los síntomas clásicos de una economía que está recalentándose: aumentos de la inflación y las expectativas de inflación, déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos y un fuerte aumento en el precio de los (algunos) activos. En Colombia vimos señales tempranas de los dos primeros síntomas en 2006 y 2007, y algo en la evolución de los precios de la propiedad raíz de ingresos altos.

Otra forma de ver este tema es el siguiente: aunque el ahorro nacional ha aumentado en los últimos años, en parte por el 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. Esto 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 solo de la política monetaria, estaríamos corriendo el riesgo de que estos derechos alcancen niveles insostenibles. Este fenómeno muy probablemente se manifestaría en el momento que 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 mercados emergentes,

porque es un riesgo que perciben todos los nacionales que generan ingresos. No podemos asegurar este riesgo entre nosotros. Manteniendo el balance apropiado entre el crecimiento de la demanda y la oferta y, a través de esto, fortaleciendo la confianza en el valor futuro del dinero (controlando la inflación) es, probablemente, la única manera de reducir este riesgo y minimizar la incertidumbre.

Recordemos la presentación del profesor Warnock en el Simposio de Asobancaria del año pasado. El investigó por qué los mercados de bonos corporativos se desarrollaron en algunos países y no en otros. Encontró que tanto el nivel como la volatilidad de la inflación jugaron un papel de gran importancia². El punto que quiero 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 de inflación, 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, nosotros actuamos 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. Esta última se preocupa por la salud del sector financiero en sí.

² http://www.keia.org/Publications/KoreasEconomy/2008/Burger_Warnock1.pdf

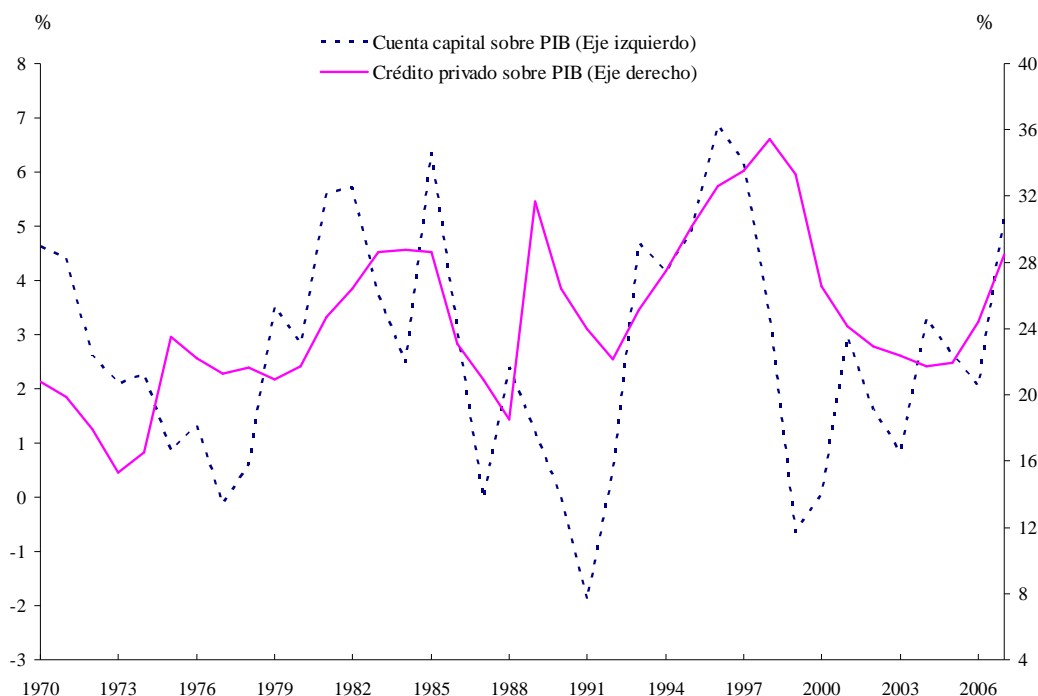
El uso de los instrumentos del banco central

Si aceptamos que un banco central debe preocuparse por el crecimiento excesivo del crédito, déjenme seguir ahora con la pregunta sobre qué instrumento usar. Más específicamente, ¿Para el Banco Central, cuál es la mejor manera de reaccionar ante el crecimiento excesivo del crédito?

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 lo estamos haciendo, le damos al mercado la mejor oportunidad de fijar sus precios de acuerdo con esta medida. No hay una distorsión que actúe como un impuesto a los clientes de los bancos con tasas de interés; simplemente estamos usando nuestra posición privilegiada de proveedor de liquidez para alcanzar metas que benefician 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 a las fuertes entradas de capital extranjero.

Grafico 4. Flujos de capital y crédito privado



Total crédito privado sobre PIB. La fuente de 1970 a 1993 para el crédito privado corresponde al promedio trimestral del IFS. En adelante la fuente es Banco de la República. Cuenta de Capital sobre PIB: Fuente Cuenta de capital: Balanza de Pagos, Banco de la República (Dólares). Fuente PIB en Dólares: base de datos del IFS y Banco Mundial.

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 periodos de tasas de interés bajas y fuertes entradas de capitales. Nosotros creemos que la estrategia que seguimos funcionó. La reciente crisis en los mercados financieros internacionales es un recordatorio fuerte de los efectos de periodos largos de tasas de interés excesivamente bajas y una creación de crédito rápida.

La información de marzo

Entro ahora a hacer unos breves comentarios sobre los últimos datos de crecimiento económico. Las estadísticas del producto de marzo muestran una fuerte desaceleración en el indicador de producción industrial y en las ventas al comercio al por menor. Las encuestas sobre la perspectiva de negocios realizadas por Fedesarrollo también muestran un cambio fuerte en algunas preguntas, al igual que el indicador de utilización de capacidad de la ANDI.

A continuación voy a ofrecer cinco razones por las cuales los datos de 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 que en 2007. La Semana Santa fue seguida de un lunes festivo. Además, 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. Mi punto es que

las estadísticas de este mes son especialmente inciertas y difíciles de interpretar. Una vez tengamos las estadísticas de abril y comparemos cuatro meses de este año con cuatro meses del año pasado tendremos una mejor idea sobre el patrón subyacente de crecimiento. Nosotros esperamos que la tasa de crecimiento del PIB trimestral para el primer trimestre de 2008 sea baja, pero que la tasa de crecimiento para el segundo trimestre sea mayor.

Segundo, no olvidemos 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. Si uno sube a un pico muy alto, es natural que empiece a descender rápidamente por el otro lado. Por lo tanto, uno o dos meses de rápida desaceleración no necesariamente significa que nos dirigimos a un lento crecimiento en 2008.

Tercero, teniendo en cuenta que la desaceleración ha sido en el gasto de los consumidores en bienes durables e importaciones, no todo son malas noticias. Si ustedes compraron un carro o un televisor durante los años en que el crédito era más accesible y los precios de importación eran más baratos, deberán estar felices de mantenerlo durante los años en los que el crédito es más caro y los precios son más altos, en vez de ir a comprar otro carro u otro televisor. En parte, esto puede ser una señal de que nuestra economía se está reequilibrando alejándose 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, todavía es temprano para decirlo, pero puede ser que las exportaciones, la inversión y el consumo de servicios y bienes no durables, puedan 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 las tasas de crecimiento altas de 2007 no eran sostenibles. El consumo de servicios es muy importante para nuestra producción de bienes no transables. Un crecimiento fuerte en exportaciones contra menores importaciones, es otra señal de un reequilibrio saludable en la economía.

Quinto, tenemos tiempo para reaccionar en la medida que las expectativas de inflación estén bajo control. Yo no quiero dar la impresión de que voy a ignorar las estadísticas de marzo porque vinieron como una sorpresa para nosotros. Les aseguro que mis compañeros de la Junta y yo, estamos tomando estas noticias de las estadísticas muy seriamente. Nuestro objetivo es mantener la inflación cerca de la meta al tiempo que contribuimos a que la economía alcance el máximo crecimiento que sea sostenible. Tenemos el tiempo y el espacio suficientes para reaccionar ante cualquier riesgo serio para el crecimiento que esto represente, siempre y cuando no perjudique nuestro compromiso con la inflación. En alguna presentación futura estaré profundizando en este punto.

Conclusión

Es bastante esperanzador que el mercado de capitales en Colombia haya crecido en los años recientes. Pero el desarrollo financiero colombiano debe ser sostenible. Durante las recesiones, nosotros debemos impulsar los mercados financieros para prevenir la expansión del riesgo sistémico. En períodos de bonanza debemos ser cuidadosos de que una fuerte expansión del crédito no esté acompañada del deterioro en la calidad de la cartera y un crecimiento de la demanda que sea insostenible. Mejor aún, debemos 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.

Medellín, mayo 29, 2008