

Dinero y activos financieros

*Alberto Carrasquilla**

I. INTRODUCCION

Una manera pragmática de analizar el tema en cuestión es partiendo del balance del sistema financiero consolidado, es decir, incluyendo al Banco de la República y al sistema financiero comercial.

Los activos fundamentales incluyen el crédito que el sistema otorga al resto de agentes (gobierno, sector privado, resto del mundo) y las reservas internacionales. Los pasivos fundamentales, de otra parte, son el objeto de este artículo. Estos pasivos incluyen las obligaciones emitidas por el banco central al resto de la economía (efectivo), las emitidas por el sistema bancario (cuentas corrientes, cuentas de ahorro, CDT, obligaciones fiduciarias), las emitidas por las CAV (cuentas de ahorro tradicional, cuentas UPAC, CDT), las emitidas por las corporaciones financieras y por las compañías de financiamiento comercial.

Es tradicional agrupar estos pasivos según un concepto de grado de liquidez. Los pasivos más líquidos (efectivo y cuentas corrientes) se conocen como M1. De otra parte, la suma de todas las cuentas de ahorro y los CDT se conocen como cuasidineros. La suma del M1 y los cuasidineros se conoce como el agregado M2. Por último, al sumar las obligaciones fiduciarias y otros pasivos sujetos al requisito de encaje, se obtiene el agregado M3.

De esta forma, un balance muy simplificado del sistema financiero consolidado aparecerá de la siguiente manera:

Activo: Reservas Internacionales + Crédito

Pasivo: $M2 + \text{Capital} = M1 + \text{Cuasidineros} + \text{Capital}$

En los párrafos que siguen examinamos la evolución del lado pasivo del balance del sistema financiero colombiano.

II. LOGROS

Una señal de progreso económico es el grado de intermediación financiera vigente en un país

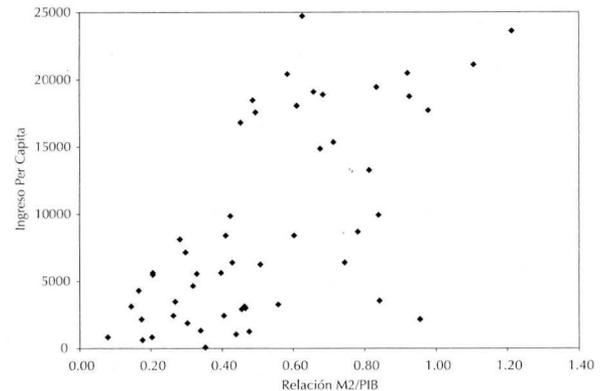
*Gerente Técnico del Banco de la República.

determinado. El aporte central de un sistema financiero al crecimiento radica en las economías de especialización que logra canalizar hacia el proceso productivo mediante la intermediación de recursos. Sin intermediación, los agentes deficitarios (quienes requieren recursos para inversión) incurren en unos costos de búsqueda que se van reduciendo a medida que el sistema financiero se consolida. Diversos analistas han estudiado el impacto de la intermediación sobre el crecimiento, llegando a conclusiones fuertes en el sentido de que constituye un factor importante en la explicación del crecimiento.

El Gráfico 1 muestra dos variables para una muestra de 52 países: el ingreso per cápita, corregido por poder adquisitivo, y la relación de M2 a PIB¹. Como se ve, la relación es bastante positiva: mayores grados de profundización financiera están empíricamente relacionados con mayores niveles de ingreso per cápita. Por supuesto, esta correlación o "hecho estilizado" de ninguna manera implica causalidad, pero sí constituye un dato de indudable claridad.

¿Por que surge este hecho empírico? Hay diversas teorías sobre el fenómeno. En términos generales, podemos decir que hay un amplio consenso entre los economistas en el sentido de que la intermediación financiera, efectuada por medio de un sector especializado, disminuye los costos de financiamiento de manera importante. Los intermediarios financieros se especializan en una actividad de gran complejidad y liberan tiempo y recursos que los empresarios y los ahorradores aprovechan en la producción de bienes finales. Esto sugiere una interrelación en el tiempo entre la demanda de servicios de intermediación,

Gráfico 1. RELACION M2/PIB E INGRESO PER CAPITA



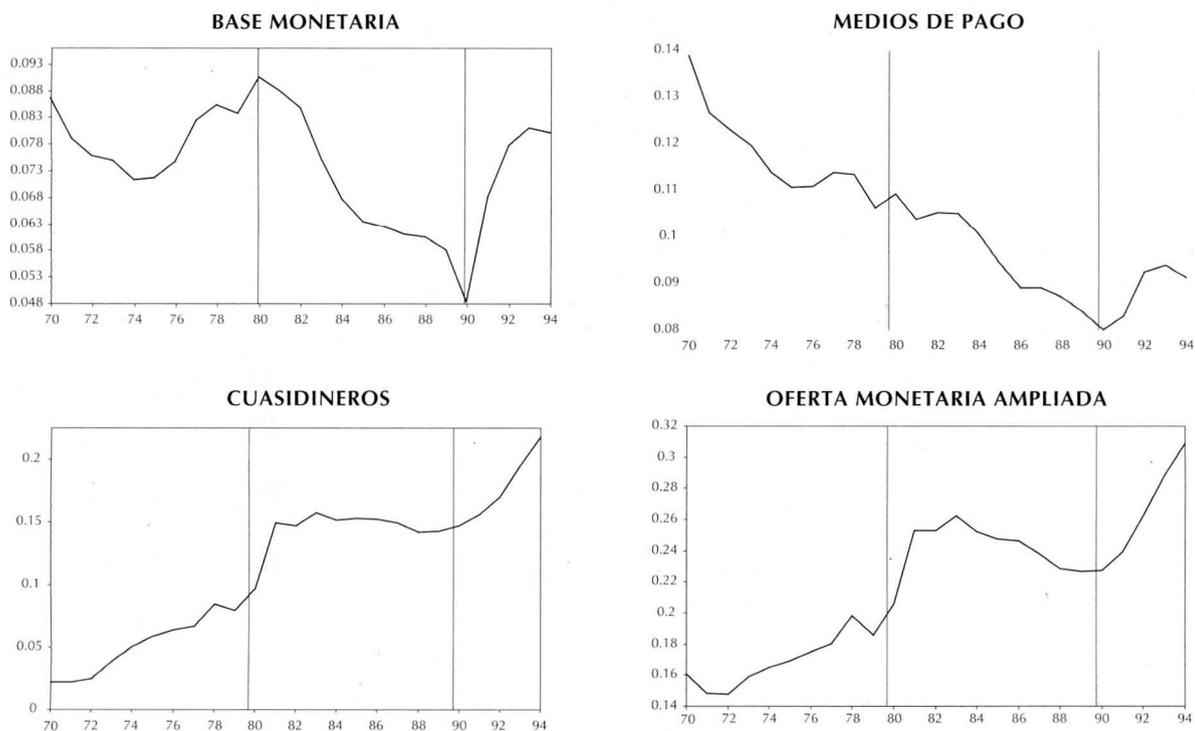
mayor entre más alto el grado de desarrollo, y la oferta de los mismos. Esta interrelación es, precisamente, la razón por la cual se hace difícil precisar la causalidad entre las dos variables.

En Colombia, entre 1970 y 1994, los diversos agregados monetarios han guardado una relación con el PIB que se muestra en el Gráfico 2. Empezamos con el agregado más estrecho, la base monetaria, que es, simplemente, un pasivo del Banco de la República. La base monetaria, en ese sentido, cambia con las compras de reservas internacionales (hecho que eleva el activo), con el otorgamiento de crédito al resto de la economía y con otros factores menores. La base monetaria incluye el efectivo en poder del público y el encaje que el sistema financiero mantiene en las arcas del emisor.

La base monetaria, como proporción del PIB, tiene un patrón algo diferente en cada una de las décadas analizadas. Durante los años setentas tiene forma de U, ya que al final de los setenta hubo una bonanza cafetera y se emitió buena parte de la compra de divisas. La década de los ochentas es un período de caída importante en la base monetaria. Esto, sin duda, está relacionado con la caída de reservas internacionales observada, en particular en el período 1981-84

¹ Los datos para ingreso per cápita son tomados de *The World Bank Atlas (1995)*. Cuando no hay disponibilidad de la cifra corregida por PPP, se utiliza la observada. Los datos de M2 y de PIB son tomados de *Estadísticas Financieras Internacionales (Anuario 1994)* y se utiliza el último dato disponible. Ver Anexo.

Gráfico 2. RELACION AGREGADOS MONETARIOS/PIB



(Gráfico 3). Por último, en la década de los noventa, se ha experimentado un incremento importante en la base monetaria, también, en parte, como consecuencia de las mayores reservas internacionales.

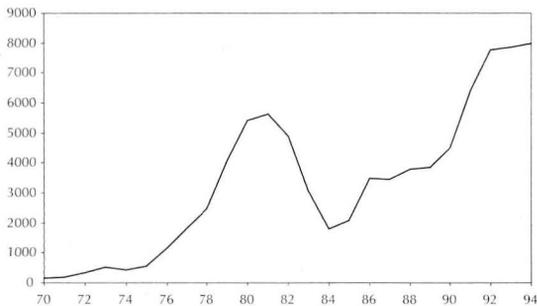
Veámos ahora el agregado M1, que constituye un pasivo del Banco de la República consolidado con el sistema bancario, el cual emite cuentas corrientes. En este caso, se observa una tendencia marcada a la baja durante los veinte años iniciales de la muestra, unido a un cambio en los primeros años de la década de los noventa. Este es un hecho importante, ya que la relación M1/PIB es el inverso de la velocidad de circulación del dinero. En otras palabras, lo que se observa es un incremento gradual y bastante estable en la velocidad, fenómeno que se revierte hacia comienzos de los años noventa, cuando sufre una caída. Los estudios sobre el comportamiento

de la velocidad en el largo plazo parten de un hecho empírico: la velocidad, a muy largo plazo, exhibe una forma de U. En fases poco desarrolladas de la economía monetaria, la velocidad es alta. Posteriormente, la velocidad empieza a caer a medida que se desarrollan los mecanismos de transacción monetaria. Por último, en una fase que refleja lo que ha ocurrido en Colombia en los últimos 25 años, la velocidad aumenta a medida que se desarrollan instrumentos financieros que sustituyen al menos parte importante de las funciones típicas del dinero².

Por supuesto, a más corto plazo, la velocidad de circulación tiene determinantes ligados a la demanda por dinero, esto es, de manera fundamental, a la inflación esperada por los agentes.

² Un trabajo interesante es el de Ireland (1994).

Gráfico 3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS 1970-1994 (millones de dólares)



Por contrapartida a lo anterior, el comportamiento de los activos que gradualmente van sustituyendo el papel del dinero, es casi el inverso. En Colombia vemos que los llamados cuasidineros exhiben, precisamente, este tipo de comportamiento. La tendencia de largo plazo de la relación cuasidineros/PIB es claramente ascendente. A nivel del agregado M2 u oferta monetaria ampliada, predomina este último efecto: la tendencia es también ascendente, reflejando el hecho de que la velocidad del M2 viene cayendo.

El aumento en la profundización financiera reciente contiene un elemento que merece ser destacado. Ocurre de manera paralela a un cambio sin precedentes en la relación de ahorro a inversión, mediante la cual el país pasa de tener un ahorro global (superávit en cuenta corriente) de 5% del PIB en 1991 a tener un déficit de igual magnitud en 1994 y 1995. Este disparo del gasto ocurre de manera simultánea con una expansión en el balance del sector financiero y se constituye en uno de los problemas más interesantes que enfrenta actualmente la economía colombiana.

Podemos concluir diciendo que el principal logro que se observa al examinar el balance del sistema financiero colombiano son las ganancias en términos del grado de profundización financiera, esto es, el desarrollo que ha tenido la intermediación como actividad económica. El "disparo" reciente de la intermediación, de otra parte, coincide con el mayor proceso de deterioro de

la relación ahorro-inversión en la historia reciente de Colombia. Aunque algunos analistas gustan de atribuir esto a la llamada "apertura", desde un punto de vista económico hay otras explicaciones menos halagüeñas, las cuales tienen que ver con factores como la gran laxitud de la política fiscal y la indebida tolerancia de la política monetaria y cambiaria durante buena parte del período 1989-94.

III. RETOS

Mencionábamos que la intermediación financiera constituye un síntoma muy claro del desarrollo económico de una nación. Este hecho fue planteado, por ejemplo, por Kuznets (1971), quien documentó la relación entre la participación del sector financiero en el PIB y el ingreso per cápita. Un sector financiero sólido y pujante refleja y apoya, a la vez, a una economía dinámica y diversificada.

Así mismo, subrayábamos el hecho de que en Colombia el grado de profundización financiera ha avanzado de manera notoria en los últimos 25 años.

Los principales retos que enfrenta el país en este frente se derivan de la necesidad de que el desarrollo de la intermediación financiera constituya el resultado de una interacción sostenible, de manera no inflacionaria, entre la demanda por los servicios financieros y la oferta de los mismos. Una expansión muy rápida de la intermediación puede generar problemas de solvencia al interior del sistema financiero y una expansión demasiado lenta puede frustrar el proceso de crecimiento económico. A continuación proponemos algunas de las áreas de mayor importancia, todas ellas críticas en el frente mencionado.

1. Como tendencia de mediano plazo, la intermediación financiera debe avanzar

Las relaciones entre los distintos agregados amplios y el PIB son muy bajas en Colombia,

como se desprende del Anexo 1. Si bien la relación M2/PIB ha subido a niveles del orden de 30%, ello es aun relativamente modesto.

2. Los costos de intermediación deben bajar

Si bien en otro de los artículos contenidos en esta edición de Coyuntura Económica se explora este tipo de temas con mayor profundidad, es claro que para avanzar en profundización financiera de manera sostenible, es necesario que el costo de intermediación (spread entre las tasas de préstamo y de depósito) baje de manera importante. Por ejemplo, y tomando una fuente homogénea, en Colombia observamos tasas del orden de 10 puntos porcentuales, mientras que en Chile son de 6 puntos y en Canadá de 1.02 puntos.

Varios factores específicos merecen ser destacados. En primer lugar, la inflación en Colombia es demasiado alta. Segundo, los niveles de encaje son elevados (actualmente 18% de los depósitos computables) y dispersos, y los costos unitarios de producción son altos, medidos como porcentaje de los activos.

La visión según la cual los capitales externos deben ser controlados tiene defensores. Pero ninguno de ellos, probablemente, defenderá la idea según la cual uno de los beneficios sea la reducción de los costos de intermediación.

3. La tasa de ahorro macroeconómico debe subir

Nuevamente, aunque en otros artículos se habla de este tema, merece mencionarse que el flujo de ahorro real es elemento fundamental para

que la profundización financiera tenga un apoyo económico sostenible a mediano plazo. Este escenario es diferente y superior, en términos de objetivos de largo plazo, al observado en la época más reciente, en la cual la profundización financiera tiene como contrapartida el ahorro del resto del mundo y el desahorro doméstico. Hacia adelante, cabe destacar la importancia de la austeridad fiscal y la disminución de la inflación como elementos fundamentales para elevar la tasa de ahorro privado real, de los niveles excesivamente bajos de la actualidad (8%) a niveles compatibles con un desarrollo sostenido.

4. El mercado de capitales debe profundizarse e interactuar con el sistema financiero

Las limitaciones que se esgrimen como explicación del escaso desarrollo del mercado de capitales colombiano tienen que ver con temas de tributación y de organización industrial y de la propiedad. Cabe subrayar dos temas complementarios. El primero es el papel de la incertidumbre tributaria y el segundo el tema inflacionario.

La incertidumbre sobre las variables tributarias puede ser incluso más dañina para el mercado de capitales que unas tasas de impuesto elevadas. Un reto enorme en el frente que discutimos es el establecimiento de una ética fiscal que parta de una visión de largo plazo asociada no con los vaivenes de la coyuntura, sino con el desarrollo económico.

El otro tema es la inflación. Es difícil sostener que las elevadas tasas inflacionarias con que cuenta Colombia sean propicias para un desarrollo del mercado de capitales. Este flagelo debe ser eliminado de manera definitiva.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Ireland, P.N.(1994), "Economic Growth, Financial Evolution, and the Long Run Behavior of Velocity" *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 18; Pgs. 815-848.

Kuznets S. (1971), *The Economic Growth of Nations*, Belknap Press, Cambridge.

Anexo
RELACION ENTRE AGREGADOS MONETARIOS Y PIB

País	Fecha	PIB	Y Percápita	M2	M2/PIB
Uganda	1992	3399	840	272	0.08
Perú	1992	56380	3130	8184	0.15
Ecuador	1992	19452	2160	3231	0.17
Ghana	1992	3008	640	526	0.18
Burkina Faso	1992	218	800	38	0.20
Brasil	1987	11138	5470	2294	0.21
Colombia	1992	33063	5630	6826	0.21
Bolivia	1991	21690	2400	5696	0.26
Paraguay	1992	9671	3490	2584	0.27
Venezuela	1993	5357	8130	1514	0.28
México	1992	1019	7100	302	0.30
Honduras	1993	21635	1890	6572	0.30
Botswana	1992	7810	4650	2478	0.32
Turquía	1990	283	5550	93	0.33
Bangladesh	1991	968	1290	329	0.34
Tanzania	1992	807	100	284	0.35
Costa Rica	1993	1077	5580	427	0.40
Belize	1993	1048	2440	425	0.41
Chile	1992	14246	8380	5838	0.41
Corea	1993	265	9810	112	0.42
Uruguay	1993	51896	6350	22193	0.43
Togo	1987	371	1040	163	0.44
Bahamas	1992	3059	16820	1387	0.45
Sur Africa	1990	264	2900	120	0.45
Indonesia	1992	257	3140	119	0.46
Jamaica	1992	73	3000	34	0.47
India	1992	7055	1250	3360	0.48
Bélgica	1990	6414	18490	3117	0.49
Suecia	1993	1149	17560	716	0.49
Hungría	1991	2308	6260	1170	0.51
Marruecos	1991	240	3270	134	0.56
Canadá	1993	712	10410	416	0.58
Grecia	1991	12802	8360	7716	0.60
Italia	1992	1507	18070	920	0.61
Estados Unidos	1993	6378	24750	4001	0.63
Noruega	1993	733	19130	482	0.66
Israel	1992	161	14890	109	0.68
Dinamarca	1993	877	19840	601	0.69
Nueva Zelandia	1992	77	15390	55	0.71
Tailandia	1990	2051	6390	1529	0.75
Malasia	1992	147	8630	115	0.78
España	1993	60880	13310	49462	0.81
Francia	1992	6998	19440	5835	0.83
Portugal	1992	11364	9890	9552	0.84
Egipto	1992	139	3530	117	0.84
Singapur	1993	89	20470	82	0.92
Austria	1993	2110	18800	1952	0.93
China	1993	3151	2120	3007	0.95
Reino Unido	1993	626	17750	613	0.98
Japón	1993	469	21090	518	1.10
Suiza	1993	346	23620	420	1.21

Fuente: Véase la nota 1. Países ordenados según la relación M2/PIB.