

29 de mayo de 2002

Apartes de la presentación del doctor Miguel Urrutia Montoya, Gerente General del Banco de la República, en el seminario "La Coyuntura Económica y la situación del Sector Financiero" organizado por ANIF y FEDESARROLLO

En la última década, varios estudios han postulado que el desarrollo financiero es fundamental para el crecimiento económico.

Lo anterior se explica porque los mercados financieros desarrollados mejoran la asignación de recursos, permiten el traslado y la diversificación del riesgo, ejercen control sobre los administradores de empresas, movilizan el ahorro y facilitan el intercambio económico.

Un estudio reciente del Banco de España muestra que América Latina tiene uno de los menores niveles de desarrollo financiero.

Esto se observa al comparar la relación entre el total de activos financieros y el PIB de América Latina y Asia. En 1996, dicha relación era cercana al 75% para Latinoamérica, mientras que en Asia superaba el 250%. De la misma forma, la relación entre el crédito al sector privado y el PIB de América Latina en el 2000 era cerca del 40%, cuando en Asia se aproximaba al 90%.

Pero lo más grave es ver que la menor profundidad financiera en la región es la de Colombia.

No es coincidencia que América Latina sea la región con el sector financiero menos desarrollado, y la que tradicionalmente ha tenido las mayores inflaciones.

Existen razones teóricas que explican por qué la inflación impide el desarrollo financiero, y la evidencia empírica apoya esa hipótesis.

Estudios recientes han encontrado que un aumento en la inflación, luego de haber alcanzado niveles bajos o moderados, retrasa el desarrollo financiero al producirse menores volúmenes de préstamos al sector privado. Adicionalmente, una inflación por encima del 6% perjudica el desarrollo financiero definido en términos de profundidad del mercado de capitales.

Los estudios internacionales también identifican factores institucionales, en particular el sistema legal y regulatorio, como fundamentales para la profundización financiera.

El caso colombiano ha sido varias veces objeto de estudio. En un trabajo del Codirector del Banco de la República Carlos Caballero Argáez, se presenta un análisis de estos trabajos.

Uno de los primeros trabajos en los cuales emerge la preocupación por el efecto negativo de la inflación sobre el mercado accionario fue el de Juan Camilo Restrepo, Juan Guillermo Serna y Manuel Gilberto Rosas, publicado en 1983. En este documento se planteó que la emisión de acciones y su participación en las transacciones bursátiles están directamente relacionadas con la rentabilidad de las acciones, pero inversamente relacionadas con la tasa de interés de los otros títulos y con la inflación.

Un estudio de Mauricio Carrizosa, contratado y publicado por la Bolsa de Bogotá en 1986, encontró que un aumento de la inflación que diera lugar al incremento de la tasa de interés real, deprimía los precios de las acciones, elevaba el costo de capital para las empresas y estimulaba el endeudamiento. El cambio significativo en el componente inflacionario de las tasas de interés del primer quinquenio de los años setenta, cuando las expectativas de inflación pasaron del 10% al 25% anual, habría estado vinculado con la depresión del mercado de acciones.

En 1988, un estudio de Rodolf Hommes para la Bolsa de Bogotá sostuvo que en una economía inflacionaria no puede existir un mercado muy desarrollado de instrumentos de largo plazo. No queda otro remedio que convertir recursos de corto plazo en saldos estables que puedan prestarse a largo plazo, con todo el riesgo que ello implica. Adicionalmente, Hommes estableció en su trabajo que la inflación opera como un enemigo de la capitalización de las empresas al estimular el endeudamiento.

Una de las principales conclusiones de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, cuyo informe final se publicó en 1996, es que existe una relación negativa y significativa del riesgo inflacionario y cambiario sobre las tasas de inversión. En efecto, un aumento de 1% en la volatilidad de la inflación implica una caída cercana al 5% en la tasa de inversión privada. Es mayor el efecto de la incertidumbre inflacionaria que el de la cambiaria; sin ninguna ambigüedad, "a mayor incertidumbre, menor inversión".

En el caso colombiano se presentan varios agravantes. Un punto más de inflación causaría: Pérdidas superiores a los 100 mil millones de pesos en el valor de los portafolios de los bancos. Pérdidas en el valor de los créditos de consumo, cuyo saldo sobrepasa los 7 billones de pesos. Una caída en el retorno real para los ahorradores en las cuentas corrientes, cuyo saldo supera los 10 billones de pesos. Un aumento en los costos de financiación de la Nación de 55 mil millones de pesos tan sólo en este año. Un aumento en cerca de 11 billones de pesos en el saldo de los préstamos hipotecarios denominados en UVR.

Sin duda, una inflación baja beneficia el crecimiento económico de muchas maneras, incluyendo el fomento al desarrollo financiero.

Pero el Banco de la República no ha buscado reducciones en la inflación con políticas monetarias restrictivas. La reducción de la inflación en Colombia ha coincidido con un amplia liquidez porque la expansión monetaria se ha determinado con base en el crecimiento económico potencial, y no con el menor crecimiento observado. Por ejemplo,

en el último año el crecimiento de la base monetaria ajustada fue de 13,81%, mientras que el crecimiento del PIB nominal fue de 10,44%.

Por otra parte, en el año 2001 el cupo de las operaciones Repo de expansión a un día ascendió a \$232.690 miles de millones, de los cuales el sector financiero demandó \$135.819 miles de millones, es decir el 58,37%. Igualmente, en lo que va corrido de 2002, el cupo de operaciones Repo de expansión a un día asciende a \$76.220 miles de millones, de los cuales se han demandado \$39.674 miles de millones, esto es, el 52,05%.

América Latina, y en particular Colombia, tiene el reto de no retroceder en sus logros en el control de la inflación.

Un aumento en la inflación no sólo retrasaría el desarrollo económico a largo plazo por sus efectos sobre la profundidad financiera, sino que generaría considerables pérdidas y costos en el corto plazo.

Bogotá, mayo 29 de 2002