

La intermediación financiera y la economía: una relación compleja en medio de la crisis sanitaria

12 de febrero del 2022

Nota Analítica SB01/22

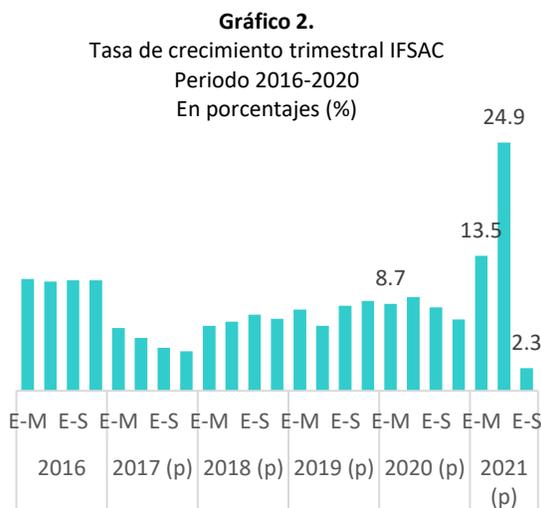
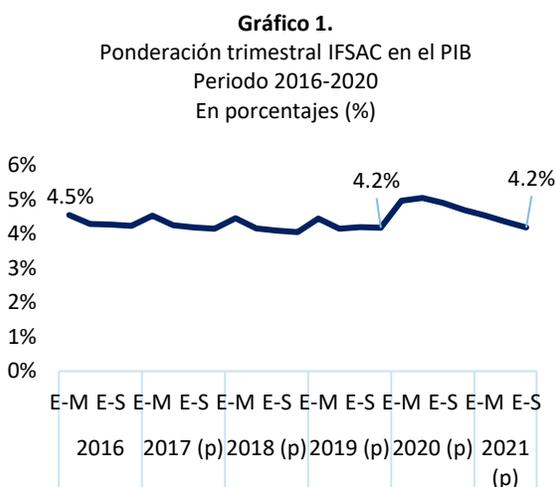
RESUMEN: En esta nota analítica se explora el vínculo entre la actividad de intermediación financiera y su aporte a la estimación de la actividad económica. Específicamente, identificamos los factores contribuyentes a las mediciones del producto económico, evaluamos su comportamiento reciente, y posteriormente, interpretamos el resultado en el contexto del impacto en la estimación de la actividad económica. Las evidencias indican que la relación entre la intermediación financiera y el crecimiento económico es inherentemente compleja y que, posterior al inicio de la pandemia COVID-19, en el marco de respuesta de política monetaria y regulatoria, la complejidad ha incrementado. En consecuencia, encontramos que el poder de explicación de esta en el corto plazo se ha visto afectado.

EXECUTIVE SUMMARY: In this analytical note, we explore the relationship between financial intermediation and economic output. Specifically, we identify the principal factors making contribution to the measurement of the activity, evaluate its behavior along with underlying components, and interpret the results. The evidence suggests that the relationship between economic growth and financial intermediation is inherently complex and, in aftermath of COVID-19 response, from the standpoint of two aspects, the monetary policy and regulatory framework show that the complexity has increased. In consequence, the explanatory power of financial intermediation as a proxy for (short term) economic growth has been affected.

La intermediación financiera tiene el propósito de ejercer la canalización de recursos monetarios, conectando el ahorro y la inversión en una economía. Las entidades de intermediación financiera (EIF) captan los recursos monetarios de los depositantes y, con los procedentes financian inversiones corporativas o el consumo. El punto focal en este proceso se encuentra en la tarea de gestión de riesgos que ejercen las EIF, tomando en cuenta que, para cumplir con su propósito, deben transformar y gestionar distintas tipologías de riesgos¹.

Diversos estudios reconocen el carácter cambiante de la intermediación financiera y la evolución en su impacto sobre la actividad económica^{2,3,4}. La evidencia empírica de largo plazo proveniente de los Estados Unidos e Inglaterra muestra que, históricamente la participación de la intermediación financiera ha tendido a oscilar entre el 2% y 6%, pasando a niveles superiores del 8% a partir de la década de los 1980 y la expansión en la era de finanzas estructuradas⁵.

En el caso de la República Dominicana, el impacto de la intermediación financiera se atribuye por la participación medida y definida en la tipología de “Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Conexas” (IFSAC). La contribución del sector en el Producto Interno Bruto (PIB) se ha mantenido estable fluctuando entre 4.2% y 5.0% en los últimos 6 años⁶.



¹ Comúnmente, los principales riesgos asumidos son: el riesgo de liquidez referente a la necesidad de poder cumplir con los depositantes, el riesgo de crédito como un medio necesario para recibir los usufructos de los financiamientos otorgados, el riesgo operacional como una externalidad inherente al proceso funcional del negocio, y riesgo de mercado como una exposición a las fluctuaciones de precio en la cartera de inversiones.

² Gorton, G., & Winton, A. (2003). Financial intermediation. *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 431-552). Elsevier.

³ Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (Eds.). (2004). *Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development*. MIT press.

⁴ Haldane, A., Brennan, S., & Madouros, V. (2010). What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage. *The Future of Finance*, 87.

⁵ Este periodo se caracteriza por el creciente uso de los fideicomisos (en inglés comúnmente conocidos como “special purpose vehicle” o por sus siglas SPV), que ha permitido a las EIF comercializar sus carteras de crédito, creando instrumentos de inversiones fungibles y transables en los mercados de capitales, lo cual le ha permitido al sector gestionar de una manera diferente los riesgos inherentes al negocio bancario, dando apertura a lo que se ha denominado como el modelo bancario de originación.

⁶ Fuente: BCRD (2022).

La estimación del producto de la intermediación financiera se adapta a dos formas comúnmente utilizadas para evaluar la productividad del sector financiero: el modelo de la banca tradicional y el modelo de originación y distribución⁷. En el país, predomina el modelo de la banca tradicional. Bajo esta modalidad, se utilizan modelos macro-financieros que, ya sea explícita o implícitamente, y de diferentes formas, procuran determinar el valor agregado de la intermediación financiera utilizando aproximaciones para construir el margen de tasa de intermediación, modelando el ingreso obtenido en la cartera de préstamos por vía de las estimaciones en el costo del dinero⁸.

En el libro metodológico de Cuentas Nacionales⁹, en el capítulo IV se detalla la estimación del PIB por enfoque de la producción. En el subtítulo A.12 se presenta la información y la metodología utilizada para fines de cuantificar los niveles de producto de la actividad IFSAC. Actualmente, existen seis (6) fuentes de información utilizados en la estimación realizada por el Banco Central.

Tabla 1.
Resumen de información utilizada para compilar la actividad financiera

Actividad	Fuente	Información	Institución
Servicios financieros y de seguros	1 Bancario en Línea	Ingresos, Gastos y Balances de las entidades de intermediación financiera públicas y privadas	BCRD
	2 Estados Financieros	Ingresos, Gastos y Balances del Banco Central	BCRD
	3 PEE ENAE	Ingresos, Gastos y Balances de las otras entidades de intermediación financiera privadas	BCRD/ONE
	4 Estados Financieros	Ingresos, Gastos y Balances de las empresas de seguros públicas y privadas	SIS
	5 Estados Financieros	Ingresos, Gastos y Balances de la SIB	SIB
	6 Estados Financieros	Ingresos, Gastos y Balances de la SIPEN y Administradoras de Fondo de Pensiones	SIPEN

Fuente: Documento de cuentas nacionales BCRD

La metodología de Cuentas Nacionales hace el uso del modelo macro-financiero, tomando en cuenta tanto el producto explícito (comisiones y servicios) de la intermediación financiera como el producto implícito (margen de intermediación). Ambas estimaciones son deflactadas por el IPC¹⁰.

⁷ Esta modalidad de organización corresponde a los mercados financieros donde la madurez en el desarrollo de finanzas estructuradas ha sido avanzada (EE.UU, Inglaterra, Canadá, UE, u otros).

⁸ Philippon, T. (2015). Has the US finance industry become less efficient? On the theory and measurement of financial intermediation. *American Economic Review*, 105(4), 1408-38.

⁹ Cuentas Nacionales de la Republica Dominicana. Año de referencia 2007. BCRD (2008).

¹⁰ Cuentas Nacionales de la Republica Dominicana. Año de referencia 2007. Pag. 115: “La estimación en términos constantes para el Banco Central se obtiene a partir de la deflación de sus costos con un índice de precios compuesto por: un índice de precios de salarios para las remuneraciones, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) para el consumo intermedio y un índice de precios de construcción para la formación bruta de capital. Los valores constantes de los intermediarios financieros se obtienen a partir de índices de precios para las comisiones y los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI). El volumen de las comisiones se obtiene deflactando los valores corrientes con el IPC, mientras que para los SIFMI se estima un indicador de volumen basado en los saldos de préstamos y depósitos según tipo de moneda. Para los préstamos y depósitos en moneda nacional en términos constantes se obtienen con el IPC, y en moneda extranjera, con un índice de precios combinado con en el tipo de cambio y el IPC de los Estados Unidos. Los servicios de seguros generales y de salud son medidos con los ingresos y gastos de las empresas del sector. Para los valores constantes se utiliza el índice de precios al consumidor para los seguros generales y el índice de precios al consumidor de salud para las aseguradoras de salud.”

En lo referente a los servicios de intermediación financiera (denominado como fuente 1), el documento indica lo siguiente¹¹:

“Los servicios de intermediación financiera se miden a través de los ingresos recibidos por los intermediarios financieros por concepto de comisiones explícitas, dentro de las que se destacan las comisiones por tarjetas de crédito y otras comisiones, que incluyen el manejo de cuentas, comisiones por mora, por cheques devueltos, retiros de tarjetas de créditos, entre otras y otros ingresos que generan dichas entidades.”

Para fines de estimar el producto implícito, la metodología indica que se realiza una estimación de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI)¹² cuantificando, de manera separada, un SIFMI para los créditos otorgados y otro para depósitos. Posteriormente, estos se agregan para cuantificar el nivel de canalización de recursos en la intermediación financiera. Las tipologías de carteras y los supuestos que son tomados en cuenta para este fin son los siguientes¹³:

“El stock de préstamos se obtuvo de los saldos mensuales de los créditos vigentes, vencidos, reestructurados y en cobranza judicial y el stock de depósitos de los saldos mensuales de los depósitos a la vista, de ahorro, a plazo y restringidos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Los intereses bancarios, recibidos y pagados, se obtuvieron de los ingresos y gastos de los estados de resultados de los intermediarios financieros. La tasa de referencia seleccionada fue la Interbancaria para los préstamos y depósitos en moneda nacional y la Prime Rate Bank Loans de los Estados Unidos para aquellos en moneda extranjera, ya que la mayoría las transacciones financieras desde la República Dominicana se realizan con ese país.”

Acorde con el documento metodológico de Cuentas Nacionales¹⁴ la determinación del producto en el componente de intermediación financiera dentro de la actividad IFSAC sigue la siguiente forma:

$$(1) \quad SIFMI = SIFMI_{préstamos} + SIFMI_{depósitos}$$

$$(2) \quad SIFMI_{préstamos} = I_r - (S_p * R_t)$$

$$(3) \quad SIFMI_{depósitos} = (S_d * R_t) - I_d$$

¹¹ _____ Pag 83.

¹² Cuentas Nacionales de la Republica Dominicana. Año de referencia 2007. Pág. 85: “En el SCN 2008, se define el SIFMI a partir del proceso en el que una institución financiera recibe comisiones implícitas por la canalización de fondos entre los que hacen depósitos y los que toman préstamos. En este sentido, el servicio se mide de forma separada estimando un SIFMI para los préstamos y un SIFMI para los depósitos, que luego son sumados para obtener el SIFMI total de los intermediarios financieros que realizan la labor de canalizar préstamos y captar depósitos.”

¹³ _____ Pag 86.

¹⁴ Idem.

Donde:

I_r : representa los intereses bancarios recibidos

I_d : representa los intereses bancarios pagados

S_p : representa el stock de préstamos acorde con los criterios definidos

S_d : representa el stock de depósitos

R_t : es la tasa de referencia

ANÁLISIS DE LA SITUACION

En primer lugar, es importante indicar que en este documento no se pretende hacer una replicación de la metodología de Cuentas Nacionales, más bien explicar los factores subyacentes que han contribuido a la creación de una paradoja: el sector bancario que ha generado un nivel de rentabilidad histórico¹⁵, y a la vez, una contribución que pudiera ser considerada no proporcional al crecimiento¹⁶, abriendo el espacio a posibles dudas sobre la importancia del sector en el financiamiento productivo y la recuperación económica.

Para fines de este análisis, es necesario tomar en cuenta que nos limitamos el análisis a una (1) sola fuente utilizada en la computación del IFSAC. Luego, debemos tomar en cuenta las externalidades y el impacto de política económica sobre el proceso establecido en las mediciones de la productividad del sector financiero. Identificamos tres de ellas:

1. La tasa de inflación
2. Los efectos monetarios y reales de una política monetaria altamente expansiva
3. El impacto de la flexibilización en las regulaciones del sistema financiero

La inflación es una variable exógena, que impacta el producto de manera directa a través del proceso de deflatación. A una tasa de inflación más elevada, el crecimiento nominal debe ser más elevado para compensar por el efecto inflacionario. Evidenciamos que la tasa de inflación en los años 2020 y 2021 fue de 5.55% y 8.50% respectivamente, impactando de manera importante el ajuste en la estimación del producto SIFMI en términos reales.

Las últimas dos externalidades forman parte de la respuesta para enfrentar la situación económica a raíz de las medidas sanitarias en la lucha contra el COVID-19, por lo que, tomando en cuenta la particularidad de esa situación, pudieran introducir factores de ruido a las mediciones. Para comprender esto, es necesario entender el proceso de política monetaria expansiva y la creación de depósitos en la economía.

El dinero de alto poder expansivo ha incrementado 34.7% en el punto más alto en octubre 2020. En este mismo periodo, el activo del sistema financiero tuvo una tasa de incremento de 21.1%, atribuyendo solo 1.6 puntos porcentuales al incremento en la cartera de préstamos, evidenciando que las EIF han experimentado dificultad para canalizar de manera inmediata la expansión monetaria. Esto hace sentido tomando en cuenta que la actividad economía siguió presentando contracción. Enfrentados con la decisión

¹⁵ Informe de Desempeño del Sistema Financiero (enero – septiembre 2021).

¹⁶ Idem.

de gestionar el pasivo (depósitos), las entidades han optado por mantener liquidez y expandir sus portafolios de inversiones reflejando efectivamente, cierto grado de aversión al riesgo¹⁷.

Gráfico 3.
Dinero de alto poder expansivo (M1)
En DOP millones

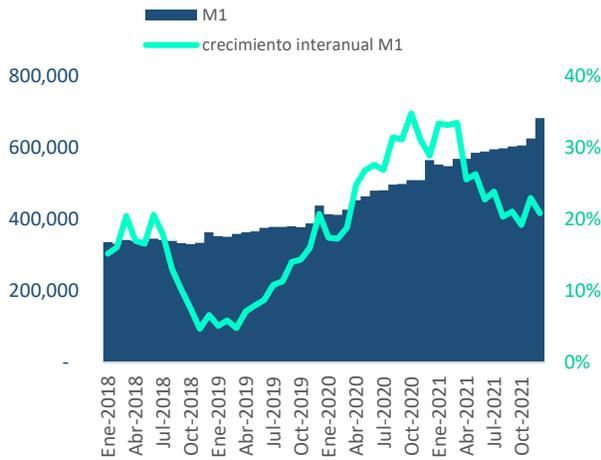


Gráfico 4.
Tasas mensuales Banca Múltiple
(2018-2021)

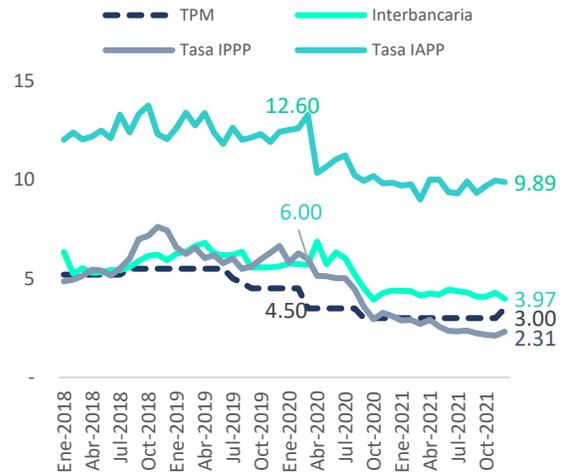


Gráfico 5.
Crecimiento interanual por componente
(2018 - 2021)

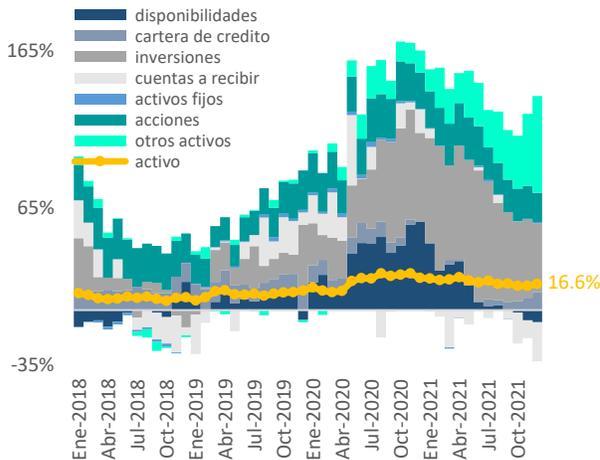
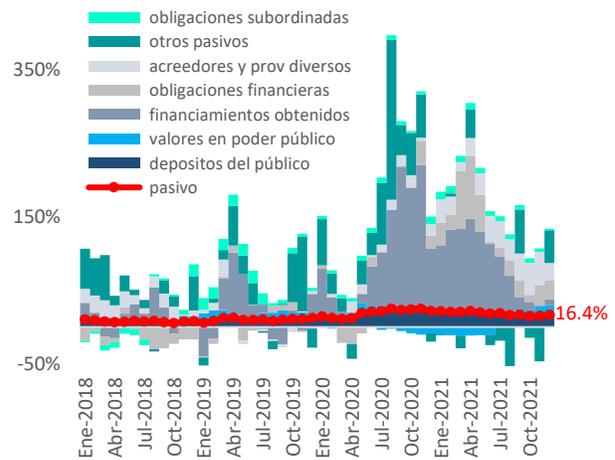


Gráfico 6.
Crecimiento interanual pasivos por componente
(2018 - 2021)



Observando el panorama de las tasas de interés, previo a la pandemia, en el mes de febrero 2020 la tasa de política monetaria estuvo situada en 4.5% anual, mientras que la tasa interbancaria utilizada para como tasa de referencia en la estimación SIFMI registró el 6.88% anual¹⁸. Posterior al inicio de la pandemia, las autoridades monetarias nacionales, al igual que en el resto del mundo, han reducido las tasas de interés. De esto se desprende una conclusión importante sobre la causalidad: las tasas de interés que forman el

¹⁷ Los portafolios de inversiones se encuentran compuesto en su totalidad de títulos de renta fija. La valorización de estos instrumentos tiene una relación negativa con respecto al comportamiento de tasas de interés, proporcionando una alternativa viable a las estrategias potenciales que procuran el crecimiento en la cartera de crédito.

¹⁸ Fuente: Banco Central.

costo en las fuentes de financiación han sido decrecientes y, medidos en términos reales, negativas. Esto impacta negativamente la medición SIFMI de los depósitos, y (en menor grado) a la estimación del SIFMI de los préstamos¹⁹. La implicación directa es la siguiente: el stock de depósitos y el stock de préstamos computados en el SIFMI deberán compensar con su crecimiento por el efecto de reducción en las tasas para fines de mantener el nivel de producto en la actividad de intermediación financiera.

Analizando punto de vista del producto implícito, se observa un crecimiento sostenido del margen nominal bruto en la intermediación. Previo al inicio de la pandemia, este saldo acumulativo de 12 meses ascendía DOP 34,805 MM, mientras que el año 2021 ha cerrado con DOP 41,364 MM. Sin embargo, es necesario reconocer aquí que existen dos periodos muy distintos: luego del decrecimiento que ha acompañado la contracción económica en los trimestres abril-junio y julio-septiembre, el incremento en la masa monetaria empezó a tener un impacto marcado partir del mes de septiembre 2020²⁰, hasta presentar moderación una vez desvanecido el impacto del efecto base.

Finalmente, en el marco de las flexibilizaciones regulatorias, han ocurrido dos iniciativas con importantes ramificaciones en las mediciones del producto. La Junta monetaria aprobó facilidades de préstamos con liberación de encaje legal y ponderación cero, y posteriormente, se han creado facilidades para realizar reestructuraciones de crédito temporales (RT)²¹.

Desde el punto de vista del producto explícito, estas facilidades han incentivado los refinanciamientos y renegociaciones de créditos, impactando de manera atípica el comportamiento de ingresos por concepto de cobro de servicios y comisiones, con un impacto único y discretizado en el tiempo, efectivamente adelantando en el tiempo la recepción de esos cargos²².

La data de las EIF indica que tanto los ingresos como los gastos financieros experimentaron un surgimiento en la tasa de crecimiento desde mediados del año 2020 hasta tocar el fondo en el tercer trimestre del año 2021. Al descomponer los ingresos, se puede apreciar que, dentro de las partidas que entran en la estimación del SIFMI, la mayor apreciación se reflejó en “otros ingresos operacionales” e “ingresos no operacionales”. Bajo las mismas se encuentran registradas las comisiones por servicios, recuperación de activos castigados e ingresos por venta de bienes. Desglosando los gastos, ocurre una situación similar. Las cuentas de “otros gastos”, “gastos no operacionales”, “otros gastos operacionales” acompañaron el crecimiento en los “gastos financieros” y realizaron la mayor parte de la contribución.

Es importante hacer referencia que en el periodo 2020-2021, la participación de la cartera de crédito en los ingresos se redujo de 42.6% a 28.6%, mientras que la cartera de inversiones ha pasado de aportar el 10.4% a 17.5%. En términos reales, en el año 2021 la productividad de la cartera de crédito ha sido menor

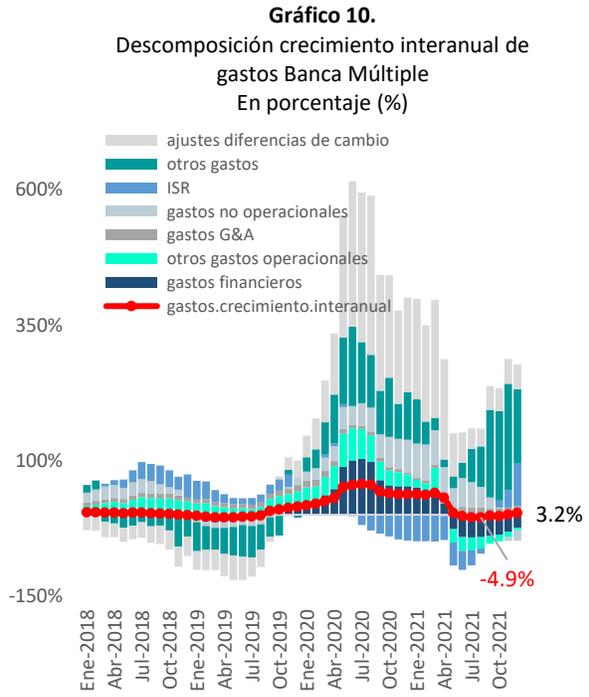
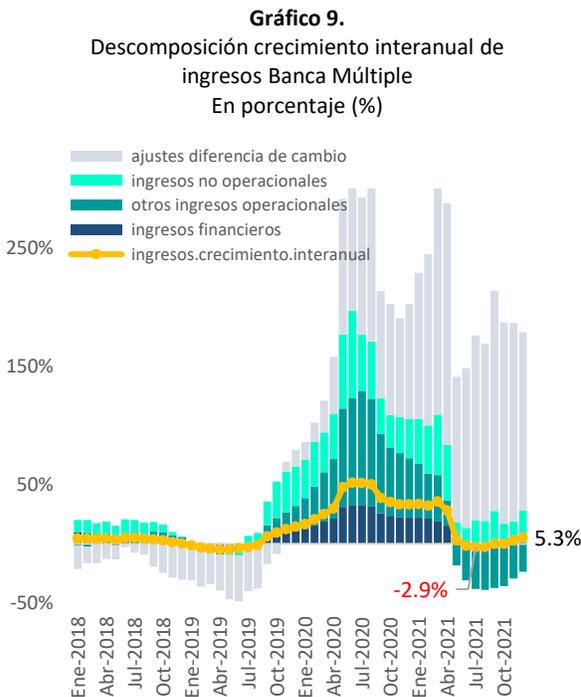
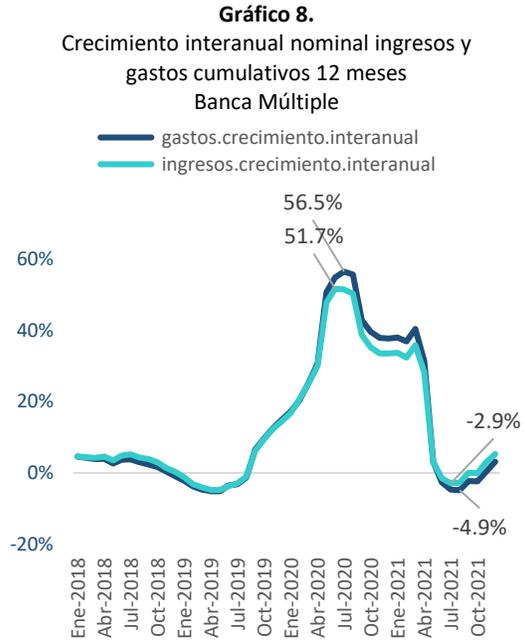
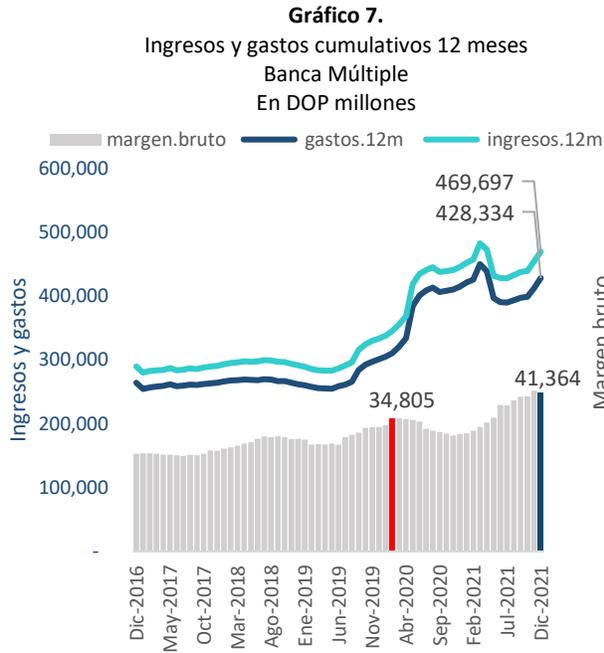
¹⁹ El impacto marginal asimétrico en los dos SIFMI se encuentra explicado por el fenómeno de “pass-through” de las tasas de interés. Este efecto se refiere a la velocidad de reprecio en las tasas de interés por parte de las EIF. Específicamente, con que velocidad se reflejan los efectos de un incremento/reducción de tasas hacia los deudores/depositantes. Para más información ver Andújar (2008). El efecto Traspaso de las Tasas de Interés en República Dominicana.

²⁰ Es necesario indicar que el comportamiento coincide con algunas medidas económicas tomadas por cuenta propia por las EIF, como lo fue el diferimiento de pago de los intereses. Esta medida ha culminado en el mes de agosto 2020.

²¹ Las reestructuraciones temporales han alcanzado hasta el 4.4% de la cartera total privada del sistema. Ver Informe trimestral de desempeño del sistema financiero (junio 2021). Pag 18.

²² Es importante indicar que este efecto es temporal. El atractivo de tasas fijas ofertado por las EIF suele tener un tiempo promedio entre 1 y 2 años. Al combinarse con la transmisión de la reducción en tasas de interés, los préstamos renegociados pasaron a representar un nivel menor de ingresos en el corto plazo.

que en 2018. Por otro lado, la participación de gastos financieros se ha reducido de 39.1% a 24.5% en el mismo periodo, mientras los otros gastos operacionales y gastos no operacionales han fluctuado minimamente. A nuestra consideración, el comportamiento que hemos descrito en este analisis se asemeja a la respuesta de un choque externo de corto plazo y no una transformacion estructural del sistema.



PERSPECTIVAS

La data muestra que luego del rezago inicial, el impulso del crédito ha retornado a la economía y, en consecuencia, los ingresos reflejan una recuperación que, en el contexto de la perspectiva histórica, se espera que será sostenida. Hacia adelante, el ajuste de política monetaria necesario para soportar a una economía recuperada será favorable para el producto de la intermediación financiera y la economía real²³.

Particularmente, el ámbito de ajuste en las tasas de interés por su naturaleza tenderá a impulsar el crecimiento en la cartera de préstamos y moderación en el crecimiento en la cartera de inversiones, por lo que, una precondition importante aquí será la alineación de los incentivos necesarios para incrementar el apetito al riesgo de crédito.

Gráfico 11.
Ingresos cartera de crédito e inversiones
En DOP millones y porcentaje (%)

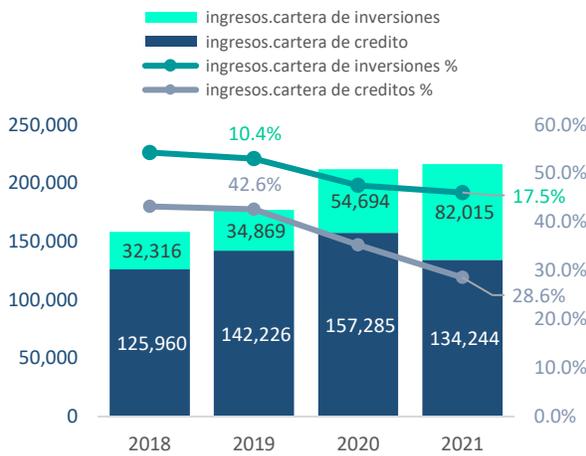


Gráfico 12.
Gastos - principales partidas
En DOP millones y porcentaje (%)

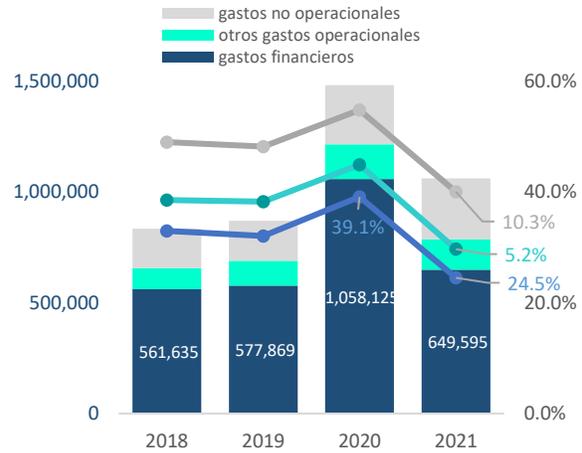


Gráfico 13.
Crecimiento depósitos y cartera de crédito
En porcentaje (%)

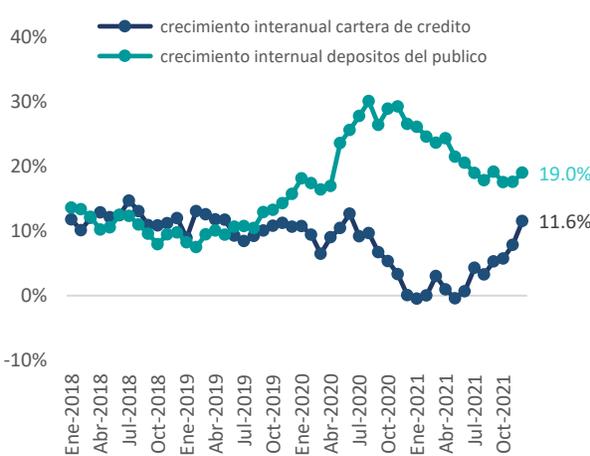
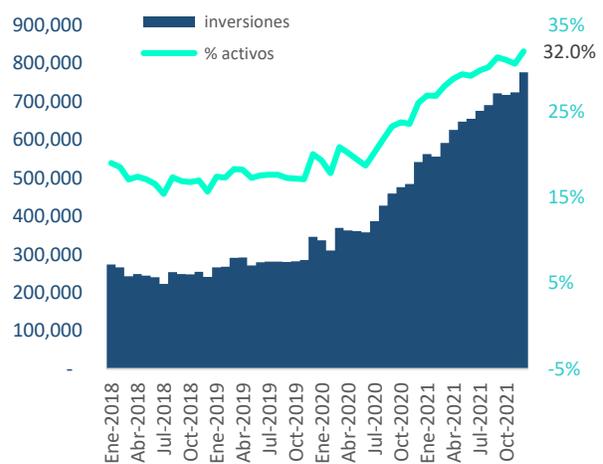


Gráfico 14.
Crecimiento cuenta de inversiones
En DOP millones y porcentaje (%)



²³ En un ambiente de normalización de tasas de interés, los ingresos financieros tenderán a incrementar.

CONCLUSIONES

En esta Nota Analítica se explora el vínculo entre la actividad de intermediación financiera y su aporte a la estimación de la actividad económica. Hemos identificado los principales factores contribuyentes a las mediciones del producto económico, e interpretamos el resultado en el contexto de su impacto en la estimación de la actividad económica.

Evidenciamos que, las externalidades que surgieron en respuesta a las políticas públicas para enfrentar a la pandemia COVID-19, han tenido impacto directo sobre los ingresos, egresos, y la rentabilidad del sector, a la vez influyendo sobre el producto real de la intermediación financiera.

Un elemento importante se encuentra centrado en el siguiente hecho: los elementos de política pública ejecutada han impactado la línea de tiempo del proceso de intermediación financiera, adelantando el ciclo de materialización de ciertos fenómenos, y generando impacto financiero inmediato²⁴. A raíz de esto, la data de crecimiento económico evidencia que se ha experimentado un nivel elevado de volatilidad en el producto, coincidiendo con el surgimiento extraordinario en el producto de intermediación financiera, y luego, seguido de una moderación pronunciada originada por el efecto base. Luego de una ralentización registrada en el segundo trimestre 2021, en el último trimestre observamos el repunte de la actividad crediticia, y de manera coincidente, en los ingresos provenientes de la intermediación financiera. Este patrón de comportamiento es consistente con el ruido estadístico.

Finalmente, tomando en consideración el proceso de normalización en la situación sanitaria, el retorno al crecimiento económico, y el retiro de las medidas de flexibilización, estamos observando señales tempranas de normalización en el comportamiento de los indicadores de intermediación financiera, por lo que sería sensato tener la expectativa que también el producto de la intermediación financiera concluirá la convergencia hacia su comportamiento regular.

²⁴ En el estudio de las finanzas, este fenómeno se reconoce como “*frontloading*” (ingles).