



## En esta Semana:

- **Coyuntura de liquidez: ¿cómo pinta el fin de año?**
- **Inflación de agosto: no es una buena noticia, pero no es para alarmarse**

## Coyuntura de liquidez:

### ¿COMO PINTA EL FIN DE AÑO?

El pasado 29 de agosto el Banco de la República presentó a la opinión pública un paquete de medidas, acorde con su programación monetaria de fin de año.

Este anuncio resulta de la mayor importancia, toda vez que la liquidez otorgada por el emisor es un elemento de primer orden en la dinámica de las transacciones monetarias del mercado, más aún, en la época de fin de año, en la que la preferencia por liquidez y el aumento de la demanda de dinero son comportamientos estacionales. Cabe recordar que una oferta de liquidez adecuada es la que garantiza que no se generen presiones adicionales sobre las tasas de interés y con ello sobre la actividad económica.

En nuestra opinión, pese a que se espera un incremento en la demanda por dinero, motivada por la mayor actividad económica al finalizar el 2003 y por el aumento en la preferencia por efectivo de diciembre, los anuncios del Banco de la República ofrecen señales de tranquilidad en ese frente.

En esta edición de La Semana Económica, la Asociación Bancaria retoma algunos de los elementos relacionados con las disposiciones de la autoridad monetaria. Por otra parte se analiza la coyuntura reciente en materia monetaria. Finalmente, se plantean algunos argumentos, relacionados con las perspectivas para el último periodo del 2003.

## Los anuncios del Emisor

Tradicionalmente, por esta época el Banco de la República anuncia la política de provisión de liquidez para fin de año. En esta ocasión se anunciaron medidas por \$2.5 billones, adicionales a la irrigación ordinaria de recursos mediante sus operaciones de expansión monetaria de corto plazo.

Esta liquidez adicional se inyectará a la economía mediante recompras permanentes de títulos TES B y subastas de repos de expansión con plazos de 3 y 4 meses.

Con la recompra de títulos TES B, prevista entre los meses de septiembre y diciembre del presente año, el banco central realizará operaciones por un monto aproximado de \$1 billón.

Así mismo, el Banco de la República realizará 5 subastas entre el 25 de septiembre y el 4 de diciembre, que otorgarán liquidez semi-permanente (plazos de 3 y 4 meses) a través de repos por \$1.5 billones de pesos.

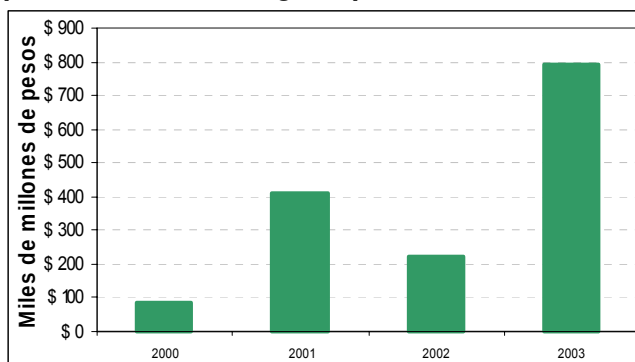
## Los hechos recientes en materia de liquidez

El actual entorno del mercado se caracteriza más por la calma que por acontecimientos extraordinarios. En efecto, el 74,1% de quienes reportan sus expectativas a través de la encuesta de opinión del Banco de la República perciben un ambiente de alta liquidez.

Los resultados anteriores son consistentes con el comportamiento evidenciado en la dinámica de las operaciones de intervención del emisor. Obsérvese que en el periodo comprendido entre enero y agosto, las operaciones netas de expansión (operaciones repo a un día por subasta – operaciones de contracción a un día por ventanilla) son considerablemente superiores en el 2003 (Gráfico 1).

Sin duda, lo anterior es una muestra de la mayor disposición del banco central por otorgar los recursos que el mercado ha requerido.

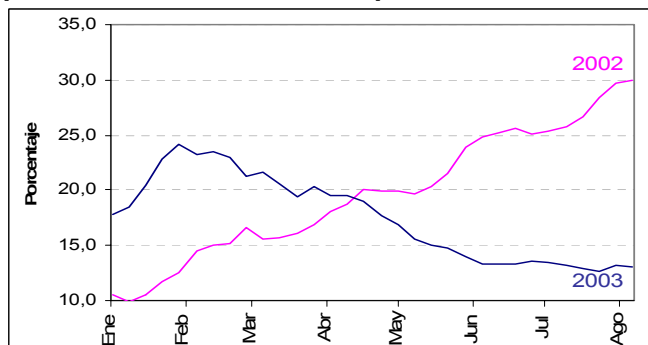
**Gráfico 1**  
**Salos netos de expansión monetaria**  
**(Promedio Enero - Agosto)**



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Ahora bien, con el ánimo de ofrecer algunos elementos de análisis en torno al comportamiento de la liquidez del mercado, utilizamos algunos agregados monetarios que dan cuenta de la dinámica reciente en esta materia.

**Gráfico 2**  
**Crecimiento anual de M1**  
**(Promedio móvil de orden 4)**



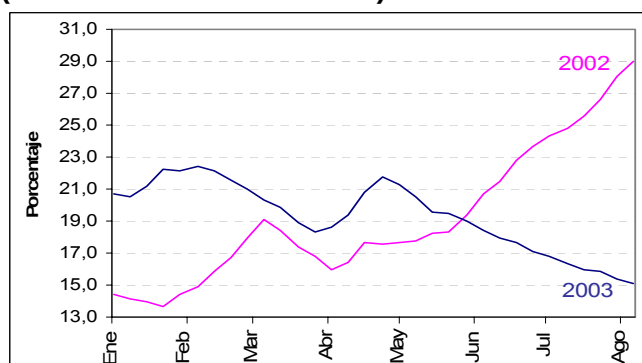
Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

El comportamiento del agregado monetario M1 (efectivo mas depósitos en cuenta corriente), sugiere un crecimiento anual del orden de 13.1%. Pese a que dicho resultado es un claro indicador de la mayor liquidez de corto plazo del mercado, es importante tener en cuenta que su dinámica es inferior a la registrada el mismo periodo del año anterior (crecimiento anual cercano al 30%) (Gráfico 2)

Al analizar las cifras de los componentes de M1, se observa que tanto el efectivo como los depósitos en cuenta corriente han venido creciendo a un menor ritmo que el observado durante el 2002.

En efecto, mientras que el efectivo crece actualmente al 15% anual, un año atrás lo hacía a tasas cercanas al 29% (Gráfico 3)

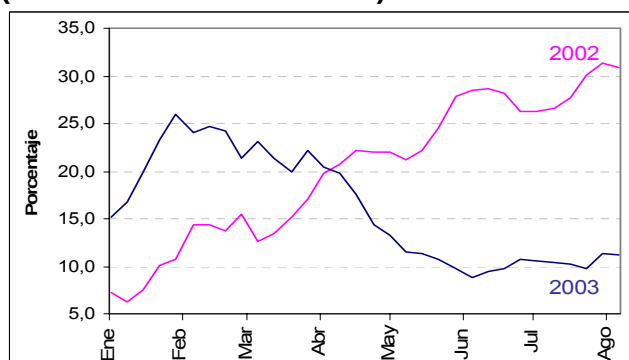
**Gráfico 3**  
**Crecimiento anual de Efectivo**  
**(Promedio móvil de orden 4)**



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Similar comportamiento se advierte en términos de los depósitos en cuenta corriente (Gráfico 4)

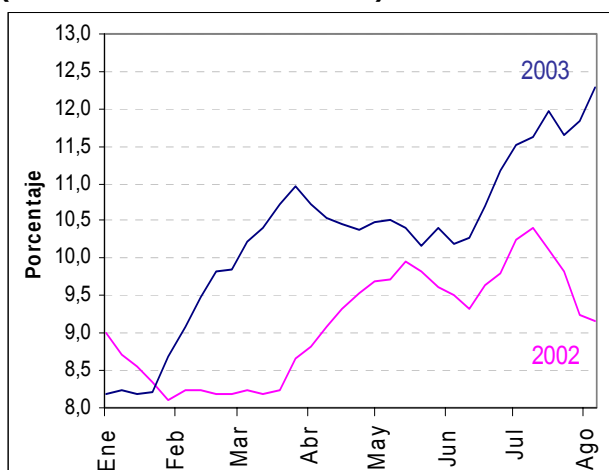
**Gráfico 4**  
**Crecimiento anual de los depósitos en cuenta corriente**  
**(Promedio móvil de orden 4)**



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Vista la liquidez de corto plazo, conviene analizar algunos indicadores de la liquidez de mayor plazo. La evolución reciente del agregado monetario amplio (m3 + bonos), muestra un crecimiento anual de 12,3%; esta cifra es superior en 3,1 puntos porcentuales al registrado el mismo periodo del 2002. Claramente, el agregado monetario de largo plazo de la economía sugiere un importante repunte en el 2003. No hay que perder de vista que éste asciende a \$77.1 billones (Gráfico 5).

**Gráfico 5**  
**Crecimiento anual de M3+bonos**  
**(Promedio móvil de orden 4)**



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

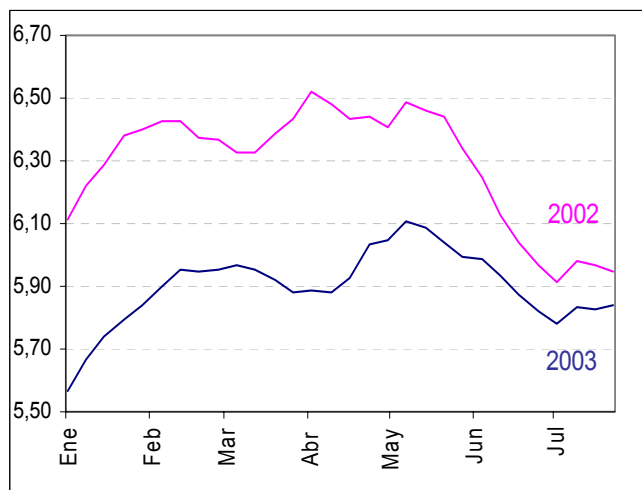
La buena noticia es que detrás de este comportamiento lo que hay es una dinámica más competitiva de las captaciones del sector financiero, en especial de las captaciones de CDT (actualmente crecen a una tasa anual del 3,8% frente al -11,9% observado un año atrás), que permiten apalancar un mayor volumen de crédito.

Es necesario tener en cuenta que dicho comportamiento ha tenido lugar a pesar de registrarse una reducción del multiplicador de M3 + bonos (Gráfico 6)

Lo presentado hasta el momento muestra que si bien la liquidez de corto plazo sigue creciendo (a un menor ritmo que el año anterior), la de mayor plazo ha registrado un importante repunte, lo cual se constituye en un factor

esencial para explicar los mejores resultados de la cartera de créditos.

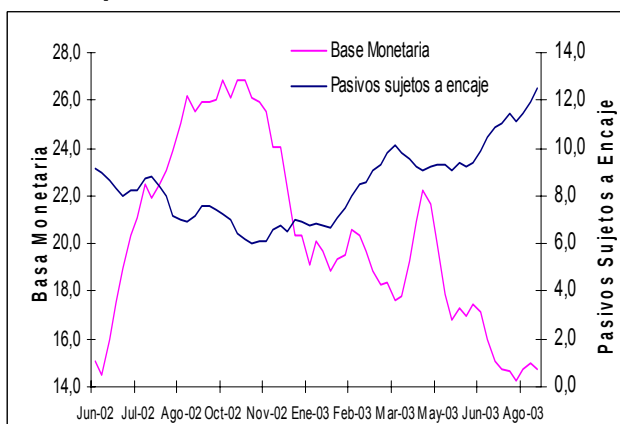
**Gráfico 6**  
**Multiplicador de M3+bonos**



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Dicha dinámica es evidente al mostrar el desempeño comparativo de los pasivos sujetos a encaje (diferentes a los depósitos en cuenta corriente) y la base monetaria (gráfico 7)

**Gráfico 7**  
**Crecimiento anual de la base monetaria y los pasivos sujetos a encaje. (Promedio móvil de orden 4)**



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

### **¿Qué se puede esperar para fin de año en materia de liquidez?**

El periodo de fin de año es sin duda una época en la que los agentes prefieren liquidez de corto plazo; esto se ha reflejado históricamente en incrementos alrededor del 25% en la base monetaria durante los últimos meses del año, motivados en su mayor parte por el considerable aumento en la demanda por efectivo.

Para el 2003 no esperamos que dicho comportamiento tenga una dinámica significativamente distinta a la observada en los años anteriores. Como lo señalamos al principio de esta nota, existen razones suficientes para pensar que las condiciones de liquidez para fin de año serán favorables.

Por el lado de la demanda, algunos cálculos realizados con base en las cifras monetarias del Banco de la República indican que durante el mes de diciembre del 2003, el efectivo podría incrementarse en cerca de \$1.2 billones adicionales (esta cifra ha sido similar en los últimos tres años).

Por el lado de la oferta, conviene señalar que en la medida en que el Banco de la República conserve la política monetaria observada hasta el momento, podría pensarse que la oferta de recursos a través de las operaciones ordinarias de expansión para el mes de diciembre puede ser del orden de 1.3\$ billones de pesos. Ahora bien, si se tiene en cuenta que adicionalmente las medidas de política anunciadas el pasado 29 de agosto ofrecerán liquidez extraordinaria por un monto de \$2.5 billones, se tendría prevista una disponibilidad de recursos cercana a 3.8\$ billones.

Lo anterior implica que si todos los presupuestos sobre la liquidez se cumplen, no habría razones para pensar que existan sorpresas en esta materia al finalizar el año.

### **En conclusión**

Del análisis ofrecido en esta edición de la Semana Económica es posible concluir lo siguiente:

- El Banco de la República responderá al incremento en la demanda por liquidez de

fin de año con recursos cercanos a los \$2.5 billones, adicionales a sus operaciones ordinarias de intervención monetaria.

- La coyuntura reciente del mercado monetario ofrece señales de una mayor dinámica en los agregados de mayor plazo. Lo anterior no implica que la liquidez de corto plazo se haya deteriorado, por el contrario, aún se registran crecimientos positivos por este concepto.
- Las condiciones de liquidez previstas para fin de año, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, ofrecen un panorama de tranquilidad en ese periodo.



### **Inflación de agosto:**

#### **NO ES BUENA NOTICIA, PERO NO ES PARA ALARMARSE**

Las cifras oficiales muestran que para el mes de agosto de 2003, la inflación alcanzó el nivel de 7.26% anual. Este resultado implica un nuevo repunte en materia inflacionaria, después de haber venido registrando un comportamiento favorable en los últimos dos meses.

La dinámica observada en agosto es explicada, de un lado, por el incremento en el precio de algunos rubros de la canasta como el de transporte y diversión, cultura y esparcimiento (1.1% anual y 0.69% anual, respectivamente) y, de otro, por una reducción inferior a la esperada en el rubro de alimentos.

Pese a que el repunte observado en el mes de agosto no es una buena noticia, nos parece que tampoco debe ser motivo de alarma. En efecto, es necesario tener en cuenta que el último trimestre del año es estacionalmente de menores registros en materia de inflación. Así mismo, el comportamiento observado en el Índice de Precios del Productor (reducción en los últimos meses) y, que se constituye en una clara muestra

de la disminución en el costo de las materias primas, muy seguramente se transmitirá en los precios de los bienes de consumo, con un rezago que coincidirá con los últimos meses del año.

Reiteramos, como lo hemos hecho desde principios del año, que la meta original de inflación del banco central (intervalo entre el 5% anual y el 6% anual) no se cumplirá, como seguramente hoy el mismo emisor lo reconoce. Sin embargo, lo que sí es importante señalar es que la inflación estará por debajo del 7% al finalizar el 2003.