



Suministro de liquidez para fin de año **RIESGOSA OPERACION**

La semana pasada el Banco de la República hizo su tradicional anuncio sobre el suministro de liquidez para fin de año, mediante el cual se comprometió a entregar al mercado \$3.2 billones. De éstos, el 50% tiene carácter permanente, mientras que el remanente será recogido en el primer trimestre del 2005.

Si el Emisor hubiera suministrado esta liquidez con el mecanismo tradicional que ha usado en los últimos años, lo habría hecho a través de la compra permanente de títulos de deuda pública por \$1.6 billones más la adquisición temporal de TES por \$1.6 billones. Estos últimos se devolverían a través de subastas de contracción en el primer trimestre del 2005.

Sin embargo, la autoridad monetaria anunció que en esta ocasión lo hará interviniendo el mercado de dólares, a través de la compra de divisas hasta por U\$ 1.000 millones, de forma discrecional o a través de subastas de acumulación. Con este mecanismo, el Banco de la República se propone alcanzar dos objetivos: suministrarle al mercado la liquidez que requiere durante el último trimestre del año y frenar la tendencia revaluacionista que ha venido afectando la tasa de cambio.

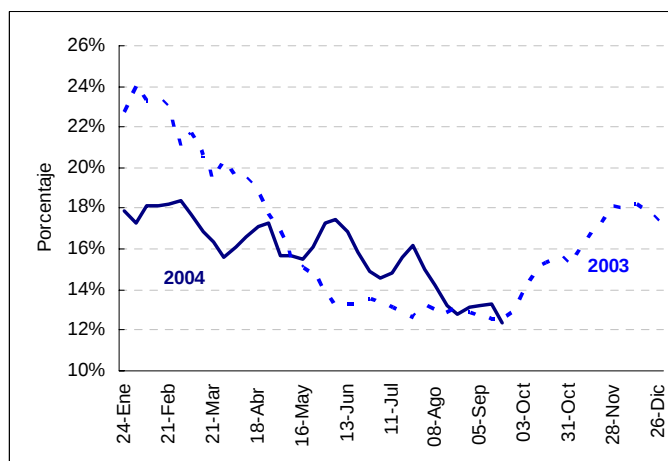
Esta Semana Económica pretende llamar la atención sobre los posibles efectos en el mercado de deuda pública del cambio de mecanismo de suministro de liquidez. El análisis pone en evidencia que la política de defensa de la divisa puede tener un costo en cuanto al incremento de las tasas de interés de la deuda pública interna.

Se cubren las necesidades de liquidez de final de año

Las cifras más recientes, correspondientes al 17 de septiembre de 2004, muestran que el agregado monetario M1 (efectivo + depósitos en

cuenta corriente), registra un crecimiento anual promedio de 16%, muy similar al aumento registrado en el mismo periodo del año anterior (17%) (gráfico 1).

Gráfico 1
Crecimiento de M1



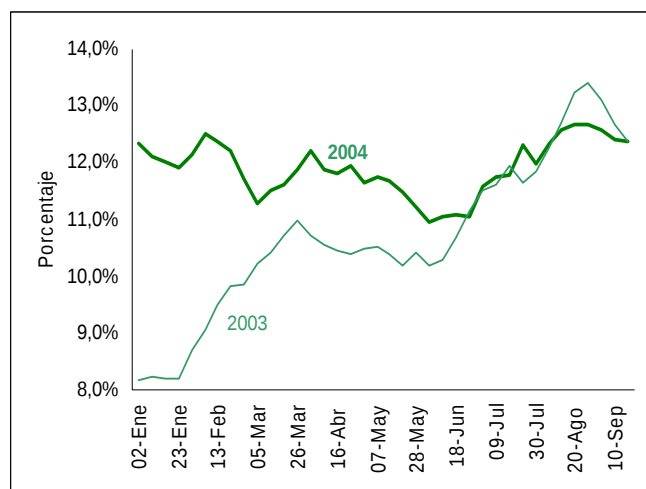
Fuente: Banco de la República

Un análisis de los componentes de este indicador, permite ver que el multiplicador bancario, definido como la relación entre M1 y la base monetaria, no han variado considerablemente entre 2003 y 2004, reduciéndose sólo en dos puntos, al pasar de 1.50 a 1.48. La base monetaria, por su parte, compensó esta reducción al pasar, en promedio, de \$12.8 billones en el primer año a \$15 billones en el segundo.

Los resultados anteriores evidencian que las condiciones de liquidez a corto plazo en la economía se han mantenido relativamente estables durante los últimos dos años. Este hecho se confirma al evaluar la dinámica de las operaciones de intervención del emisor en el periodo comprendido entre enero y septiembre, las cuales han aumentado más de 51% en el 2004 en comparación con el 2003, respondiendo a las necesidades del mercado en cada momento.

De otro lado, conviene analizar algunos indicadores de la liquidez de mayor plazo. La evolución reciente del agregado monetario amplio (m3 + bonos), muestra un crecimiento anual promedio de 13%, cifra superior en tres puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo de 2003.

Gráfico 2
Crecimiento anual de M3 + Bonos



Fuente: Banco de la República

Este comportamiento está explicado, en parte, por el crecimiento que han presentado los pasivos sujetos a encaje, diferentes a las cuentas corrientes¹. Estos últimos se incrementaron \$6 billones en promedio entre 2003 y 2004, lo que representa cerca del 10% del monto total promedio registrado a lo largo de este año.

Teniendo en cuenta estas condiciones, y a través de un cálculo sencillo, se puede estimar que en lo que resta del año la demanda por el efectivo podría incrementarse en cerca de \$1.8 billones. Al comparar este monto con el anuncio del Banco de la República se observa que, al igual que en años anteriores, la cifra anunciada supera las necesidades del mercado.

¹ Incluyen cuasi dineros, depósitos fiduciarios y a la vista, Cédulas BCH en poder del público, bonos del sistema financiero, repos con entidades no financieras.

Un análisis paso a paso de los posibles efectos

Con el objeto de entender los mecanismos que puede utilizar el Banco de la República para realizar el suministro de liquidez, en esta parte de la Semana Económica se describe detalladamente la forma tradicional en que se llevaba a cabo esta operación y el nuevo mecanismo propuesto.

a. La forma tradicional

El procedimiento que usualmente seguía el Banco de la República para suministrar la liquidez adicional, que por cuestiones de estacionalidad requiere el sistema durante el último trimestre del año, se puede dividir en dos etapas. En la primera, que en el gráfico 3 se identifica como (1), el Banco entrega \$3.2 billones de pesos al mercado en 2004, recibiendo un monto equivalente de títulos de deuda pública del gobierno.

Gráfico 3
Mecanismo tradicional



En la segunda etapa (2), el Banco contrae el 50% de la liquidez adicional que le suministró al sistema, a través de la venta de títulos en el mercado por \$1.6 billones, recogiendo efectivo por el valor equivalente. De otro lado, deja \$1.6 billones como liquidez permanente en el sistema (gráfico 3).

El efecto neto de esta operación se resume, entonces, en que la oferta de TES en el mercado se reduce en \$1.6 billones, mientras que la oferta monetaria se amplía en \$1.6 billones. Este monto adicional de efectivo permanece en el sistema para satisfacer las necesidades que surgen

como consecuencia de los ajustes salariales y el incremento de los precios que tradicionalmente se da en los primeros meses del año.

b. La nueva propuesta del Banco

De acuerdo con lo anunciado por la autoridad monetaria, en esta ocasión la liquidez adicional se entregará al mercado a través de un nuevo mecanismo: la compra de hasta US1000 millones en el mercado cambiario. Como ya se dijo, este anuncio tiene dos objetivos claramente identificables: de un lado, dar una señal al mercado de la intención que tiene la autoridad monetaria para frenar la revaluación, y de otro, suministrar la liquidez que requiere el sistema al final del año.

El siguiente ejercicio parte de un caso extremo en el cual el Banco de la República se ve forzado a intervenir en el mercado cambiario con la totalidad del valor de US1000 millones² para mantener el precio de la divisa.

Al igual que en el mecanismo tradicional, éste se puede dividir en dos etapas. La primera, en la cual se entregan al mercado \$3.2 billones en pesos, y se reciben a cambio \$2.6 billones por la compra de los dólares³, proceso que debe hacerse lentamente con el fin de no generar volatilidades muy grandes que puedan romper los límites de intervención del banco⁴, y \$ 0.6 billones representados en TES (Gráfico 4).

En la segunda etapa, la autoridad monetaria debe extraer del mercado \$1.6 billones de pesos que corresponden a la parte temporal de la liquidez adicional. En este proceso, el Emisor pone en venta TES por un monto equivalente, de los cuales \$0.6 billones corresponden a la devolución de los títulos adquiridos en la primera etapa y \$1 billón adicional que saldrá de su balance. En este proceso no es relevante el anuncio que hizo la autoridad monetaria de venderle TES al Gobierno

por el 50% del monto de la contracción, ya que, para que la Tesorería pueda cumplirle al Banco, debe haber colocado títulos de deuda por un monto equivalente al compromiso.

Gráfico 4
La propuesta del Banco



Al analizar el efecto neto de esta operación, se observa que en el mercado de TES se registra un aumento de la oferta de títulos de deuda pública de \$1 billón, mientras que se reduce el monto de dólares en el mercado por un valor equivalente a \$2.6 billones, y la liquidez del sistema finalmente se amplía en \$1.6 billones.

En el cuadro 1, se puede apreciar el resumen de los movimientos que genera cada una de las operaciones. Al comparar los dos mecanismos, se encuentra que en el mercado de TES, con el nuevo procedimiento, se genera un efecto contrario al que tradicionalmente se producía. Mientras que con el mecanismo tradicional, al final del proceso se reducía en \$1.6 billones la oferta de TES en el mercado con el nuevo mecanismo se amplía en \$1 billón.

Cuadro 1
Efecto neto de las operaciones

	TRADICIONAL		NUEVA PROPUESTA	
	B de la R	Mercado	B de la R	Mercado
TES	+1,6	-1,6	-1,0	+1,0
Dólares			+2,6	-2,6
Pesos	-1,6	1,6	-1,6	1,6

² De no ser así, se asume que el Banco de la República suministraría la liquidez en la forma tradicional.

³ En este ejercicio suponemos que la compra de dólares se hace a una tasa de cambio de \$2.600 por dólar.

⁴ Vale la pena recordar que si el precio de la divisa varía +/- 4% con relación al promedio móvil de los últimos 21 días, el Banco de la República está en la obligación de intervenir en el mercado comprando/vendiendo dólares según sea el caso.

Este hecho puede generar efectos importantes en las variables del mercado de deuda pública, ya que en términos relativos se está induciendo una sobreoferta de TES por \$2.6 billones en el caso extremo, lo que equivale al 46% de la meta de financiamiento del gobierno en 2004 y entre el 5% y 10% del total de títulos ofrecidos en el mercado actualmente.

Una apuesta muy alta

Como se puede concluir del análisis anterior, la operación propuesta por el Emisor puede tener efectos que deben considerarse.

Por un lado, la ampliación de la oferta de los títulos del gobierno en el mercado de deuda, podría reducir el precio de los mismos con el consecuente aumento en sus tasas de interés. Esto afectaría de forma importante la valoración de las inversiones, especialmente en los balances de las entidades financieras, así como en los fondos de pensiones, quienes tienen una parte importante de su portafolio representada en este tipo de títulos.

Al incrementarse la tasa de interés y dadas las necesidades de financiamiento que tiene el Gobierno Nacional Central (GNC) en el próximo año, el costo de la deuda aumentaría, agravando la ya difícil situación fiscal por la que atraviesa el país.

El Banco de la República podría también ver afectado su PyG, debido a la pérdida de valoración de los TES que mantiene en su portafolio. Adicionalmente, y si la tasa de cambio se continúa revaluando, se produciría una pérdida por valoración de las reservas, ahora aumentadas en US\$ 1.000 millones. La combinación de estos dos efectos se traduciría en un menor nivel de utilidades. En este punto es importante recordar que el Banco de la República, una vez finalizado su ejercicio contable, debe transferirle al Gobierno Nacional una fracción importante de sus excedentes, cuando se generan. El deterioro del estado de pérdidas y ganancias del Emisor, podría entonces reducir las posibilidades de financiamiento del gobierno para el 2005.

Comentarios finales

No se puede negar que con el anuncio de suministro de liquidez adicional por \$3.2 billones para los últimos meses del año, la autoridad monetaria mantiene su compromiso de otorgar los recursos de liquidez que el mercado requiere.

La forma tradicional en la que el Banco hacía esta intervención no generaba grandes cambios en el mercado y los posibles efectos ya habían sido descontados por los diferentes agentes en sus expectativas sobre la dinámica del mercado de TES y de pesos.

Sin embargo, la autoridad monetaria propuso esta vez un mecanismo novedoso, hacer la intervención comprando hasta U\$1000 millones buscando, no solamente satisfacer las necesidades de liquidez del mercado, sino también frenar la tendencia revaluacionista que ha presentado el peso a lo largo del año.

Este mecanismo, sin embargo, que puede corregir la tendencia revaluacionista del dólar, podría generar algunas perturbaciones en el mercado de deuda pública ya que induciría a una sobreoferta de TES por \$2.6 billones, bajo los supuestos descritos. Esta situación se podría traducir a su vez en una reducción de los precios de estos títulos y un aumento de las tasas de interés, pudiendo afectar de forma importante a diferentes agentes del mercado, incluyendo al mismo Emisor.