



Suministro de liquidez:

EL MANEJO MONETARIO PARA FIN DE AÑO

Recientemente el Banco de la República incrementó por tercera ocasión consecutiva, y por quinta vez en el año, sus tasas de interés de intervención en 25 puntos básicos. De esta forma, la tasa base para las subastas de expansión aumentó de 7,0% a 7,25%. Con estos aumentos la autoridad monetaria busca continuar con el proceso pausado de normalización del impulso monetario, con el fin de garantizar el logro del máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo en el mediano plazo, en un ambiente de estabilidad de precios.

Por otra parte, y consecuente con este proceso de normalización, el emisor deberá suplir las mayores necesidades de liquidez que requiere el país al final del año, producto de la estacionalidad que genera la temporada navideña.

Tradicionalmente el Banco de la República anuncia con antelación el monto de recursos monetarios que le suministrará a la economía durante los últimos meses del año, así como los mecanismos que utilizará para realizar esta labor. Aunque aún no se ha hecho ningún anuncio al respecto, es posible anticipar que el suministro de la liquidez de fin de año en el mercado monetario se dará a través de compras de TES en el mercado de deuda pública y mediante operaciones de compra de divisas.

Con el fin de dar una mayor claridad sobre el tema, en esta edición de La Semana Económica se analiza el comportamiento reciente de las condiciones de liquidez. Con base en estos resultados se ilustra cuál ha sido la influencia de la política monetaria sobre el desempeño de la inflación y se dan algunas luces respecto al manejo monetario en lo que resta de 2006.

Dinámica de la liquidez de corto plazo, al alza

Las más recientes cifras semanales del Banco de la República, correspondientes al 20 de octubre de 2006, muestran que el agregado monetario M1 (efectivo + depósitos en cuenta corriente) presenta un saldo acumulado de \$34,2 billones. Este valor implica un crecimiento anual de 24,9%, cifra superior a la observada el mismo periodo del año anterior (23,4% anual).

Un análisis de los componentes de este indicador permite ver que, en promedio, la participación del efectivo y los depósitos en cuenta corriente dentro de M1 ha permanecido constante con respecto al periodo enero-octubre de 2005 (49% para el efectivo y 51% para los depósitos en cuenta corriente). Acorde con esta situación, el crecimiento anual de estos dos rubros es mayor que el del año inmediatamente anterior y explica en igual proporción el crecimiento en los medios de pago durante este periodo.

Para el caso del efectivo, cuyo saldo al 20 de octubre es de \$16,7 billones, se encuentra que el crecimiento anual es de 27,9%, 5,3 puntos porcentuales por encima del valor registrado en 2005. Los depósitos en cuenta corriente muestran un saldo acumulado de \$17,5 billones y una variación de 22,2%, 2 puntos porcentuales menos que el año pasado.

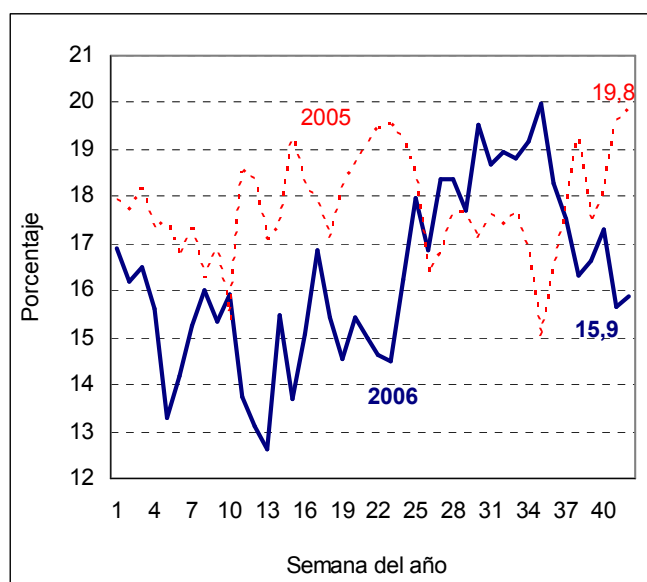
Así mismo, mientras que el multiplicador bancario (definido como la relación entre M1 y la base monetaria) no ha variado considerablemente entre 2005 y 2006, la base monetaria ha venido creciendo a un ritmo mayor.

Las cifras muestran que, en promedio, el multiplicador de M1 equivale a 1,44 en lo que va de 2006, mientras que para ese mismo periodo de 2005 fue 1,45. La base monetaria, por su parte, muestra un saldo de \$22,9 billones y un incremento de 25,2% anual, lo que representa un aumento de \$4,6 billones y 4,87 puntos porcentuales con respecto al año pasado.

La evolución de los agregados monetarios amplios refleja la reducción de la liquidez permanente

La evolución del agregado monetario ampliado (M3 + bonos), muestra que en lo corrido de 2006 este indicador ha exhibido un crecimiento anual de 15,9%, cifra inferior en 4 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior (gráfico 1).

Gráfico 1
Crecimiento anual de M3 + Bonos



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

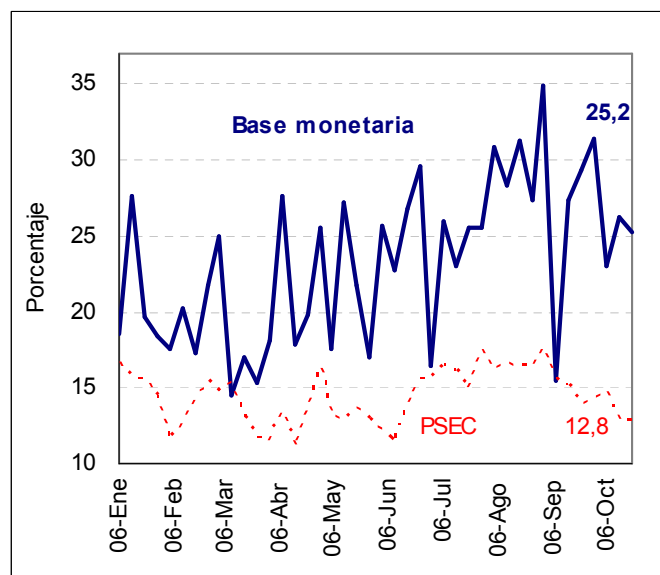
Tal como se muestra en la gráfica, durante gran parte del año el agregado monetario amplio presentó una tendencia creciente. Sin embargo, su comportamiento entre los meses de septiembre y octubre refleja que el efecto sobre la liquidez de largo plazo de la política expansionista del emisor ha comenzado a revertirse como resultado del proceso de normalización monetaria.

En lo que respecta a los saldos, para mediados de octubre, el agregado de M3+bonos alcanzó los \$124,5 billones, por lo cual la diferencia entre la cifra de octubre de 2006 y la del año anterior es de \$17 billones aproximadamente.

Otra forma de examinar la dinámica de la liquidez permanente es comparando el desempeño de la creación primaria y secundaria de dinero.

En el gráfico 2 se muestra la variación anual, entre enero y octubre de 2006, de la base monetaria y de los pasivos sujetos a encaje, diferentes a las cuentas corrientes. Allí se evidencia que la mayor dinámica de la liquidez primaria (medida por el crecimiento de la base monetaria) no ha estado acompañada por un incremento importante en la proporción de dinero utilizado para la emisión secundaria durante este año.

Gráfico 2
Crecimiento anual de la base monetaria y los pasivos sujetos a encaje sin cuentas corrientes en 2006



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Teniendo en cuenta que la cifra para los pasivos sujetos a encaje no incluye los aumentos en los depósitos generados por las cuentas corrientes, que como ya se dijo crecieron 22% anual, este resultado está explicado en gran parte por el desempeño de los cuasidineros. Estos últimos tienen la participación más alta dentro de este agregado monetario (75%) y crecieron 13,8% con respecto a octubre del año pasado, mientras que en 2005 se incrementaban a una tasa de 21,6%.

La política monetaria y la inflación observada dan seguridad sobre el cumplimiento de la meta para fin de año

El manejo de la política monetaria se ha reflejado en aumentos en la liquidez primaria, pero no en la liquidez permanente de la economía.

Ello ha sido sin duda una muestra de la mayor disposición del Banco Central por otorgar los recursos que el mercado ha requerido, incluyendo los que se destinan a las intervenciones en el mercado cambiario, pero bajo el compromiso de cumplimiento de las metas de inflación para este año. El comportamiento del IPC para el mes de octubre es una prueba de la efectividad de esta política.

Para este mes, el índice de precios al consumidor mostró un decrecimiento de 0,14%, lo que significa que frente al mes de septiembre no se generó inflación. Según informó el DANE, históricamente este es el valor más bajo desde 1977, cuando el IPC mostró una variación de (-)0,24%.

Así mismo, la inflación año corrido se ubicó en 3,99%, la menor desde 1955, cuando reportó una variación de (-)0,04%. La inflación de los últimos doce meses, que fue de 4,18%, es la más baja desde abril de 1955, y se encuentra, al cierre del primer trimestre, 0,18% por encima del límite inferior del rango de meta de inflación para el total del año.

La inflación básica también ha mostrado una tendencia decreciente y se ha mantenido en niveles históricamente bajos. Si se mira el comportamiento del IPC sin incluir alimentos, se encuentra que para el mes de octubre de este año, el aumento anual de los precios fue de 2,55%, el más bajo para este periodo entre 1999 y 2006. (gráfico 3).

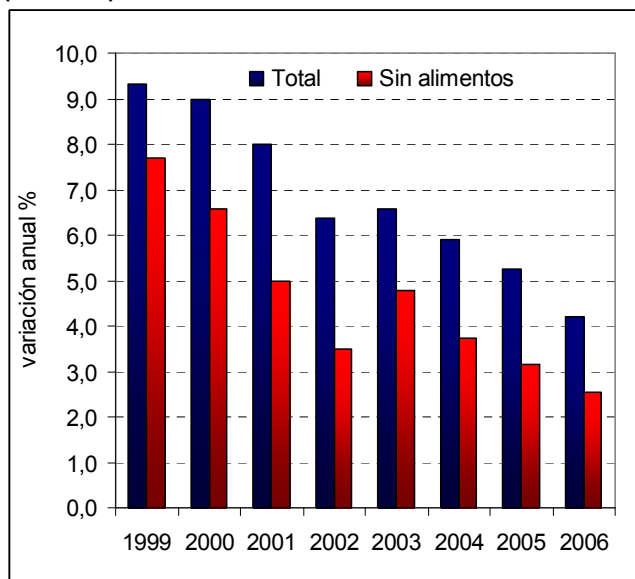
Otro factor que da cuenta del manejo monetario se relaciona con los resultados de la última encuesta de expectativas de inflación.

Según los resultados de la consulta realizada entre el 1 y el 10 de noviembre de 2006 a bancos, comisionistas de bolsa, corporaciones y fondos de pensiones y cesantías, al finalizar este año, la tasa de inflación anual se ubicará en un

nivel cercano a 4,38%, cifra inferior a la meta puntual de 4,5% establecida por el emisor el año pasado.

Por otra parte, la encuesta también muestra que aunque el rango de la meta está entre 4 y 5%, las medidas de dispersión de la encuesta predicen un rango para la inflación entre 3,95 y 4,84%.

Gráfico 3
Crecimiento anual del IPC total y sin alimentos (octubre)



Fuente: DANE, cálculos Asobancaria

Provisión de liquidez para lo que resta del año

Tradicionalmente, la época de fin de año es la de mayor demanda por dinero en la economía debido al pago de primas a los trabajadores formales y al auge de las ventas en el comercio.

El Banco de la República debe proveer la liquidez necesaria para que los bancos tengan los recursos suficientes para atender la mayor cantidad de retiros en efectivo de sus clientes, sin descuidar su objetivo de mantener la inflación de largo plazo bajo control, y de lograr al final del año un nivel de inflación acorde con la meta de 4,5%.

Estimamos que el monto de liquidez que el Banco de la República le suministrará a la economía para de fin de año estará entre los \$3 y 3,5

billones. Adicionalmente creemos que en esta ocasión la mitad de esos recursos los otorgará el banco con carácter transitorio a través de mecanismos de compras de TES y el resto de la liquidez, que será de carácter permanente, la otorgará a través de operaciones de compras de divisas en el mercado cambiario. Las presiones a la baja que está experimentando la tasa de cambio, le permitirán al Banco como en el año anterior, utilizar este mecanismo, para cumplir con el doble objetivo de contener las fluctuaciones de la tasa de cambio y proveer al sistema de la liquidez que requiere.

Reflexiones finales

La Asociación Bancaria confía en que el emisor seguirá proporcionando la liquidez necesaria a la economía sin desbordar los límites que requiere el sistema para cumplir la meta de inflación.

En este sentido, la decisión de la junta directiva de continuar con el proceso de normalización monetaria está encaminada a reducir la liquidez de corto plazo, alineándola con el comportamiento de la de largo plazo. Con ello busca contrarrestar de manera anticipada los posibles efectos que podría generar sobre los precios un crecimiento del PIB por encima de su potencial.

Así mismo, pensamos que el suministro de liquidez de corto plazo seguirá viéndose influenciado por los movimientos de la tasa de cambio en lo que resta del año. En este sentido, la baja del dólar registrada en los últimos días le permite al Banco de la República intervenir en el mercado cambiario a través de operaciones de compra de divisas para frenar esa caída y suministrarle al sistema la liquidez que requiere en la época navideña.

Finalmente, el incremento gradual de las tasas de intervención del Banco de la República, modera los efectos inmediatos sobre las tasas de interés del mercado, haciendo que su transmisión se produzca con cierto rezago. De cualquier manera es importante reiterar que como resultado de los aumentos en las tasas del banco, no se espera que se produzcan presiones financieras sobre

los deudores, ni restricciones de liquidez importantes sobre la economía.