

EL PANORAMA MONETARIO DE FIN DE AÑO

Tradicionalmente en esta época se genera una gran expectativa entre los agentes económicos frente a la estrategia que seguirá el Banco de la República en el suministro de liquidez para fin de año.

Este año se conjugan varios factores que se suman al interés normal del mercado por la provisión de liquidez. Entre ellos están el pago de \$5,2 billones que hará el gobierno por el vencimiento de títulos de deuda pública en el mes de noviembre, y el efecto que tendrá en el mercado el pago a Ecopetrol por la venta de sus acciones.

Si bien la junta Directiva del Banco de la República ha anunciado que suministrará la liquidez necesaria, sabemos que su postura será cauta teniendo en cuenta los riesgos inflacionarios que todavía se advierten. El Emisor se apoyará en los recursos que desembolsará la Tesorería General de la Nación para el pago del vencimiento de los TES, y los recursos adicionales que requiera el mercado los suministrará con operaciones REPO de corto plazo, que en esta ocasión serían a un sólo día.

Así mismo, la liquidez suministrada durante los dos últimos meses de 2007 será de carácter transitorio, ya que la provisión de liquidez permanente se hizo en los primeros meses del año mediante operaciones de compra de divisas en el mercado cambiario.

El manejo monetario de los Estados Unidos: ¿un arma de doble filo?

De acuerdo con la opinión de varios analistas la calma ha retornado par-

cialmente a los mercados financieros internacionales luego de haberse superado el episodio más álgido la crisis de los créditos hipotecarios "subprime".

Esto se debe en gran parte a la política que ha venido adelantando la Reserva Federal (FED), la cual incluyó dentro de sus medidas recortes a la tasa de descuento¹ y a la tasa de fondos federales. Estos recortes a su vez han estado acompañados de una mayor provisión de liquidez, con el fin de garantizar el buen funcionamiento del mercado financiero y proteger a la economía de un racionamiento de crédito que podría darse por el incumplimiento de pagos en los créditos hipotecarios.

Sin embargo, existe cierta incertidumbre con respecto a los efectos de la política de reducción de tasas y de provisión de liquidez sobre el comportamiento de la inflación.

Según la última información disponible, entre agosto y septiembre de 2007 el índice de precios al consumidor en Estados Unidos tuvo un crecimiento de 0,28%, después de que en los meses de julio y agosto este había decrecido 0,03 y 0,18% respectivamente. En términos anuales, la inflación en el mes de septiembre fue de 2,76%, cifra superior en 0,28 puntos porcentuales al promedio de las variaciones anuales en el IPC registradas durante 2007.

Adicionalmente, el escenario futuro para la inflación puede ser bastante complejo si se tiene en cuenta que los precios del petróleo están subiendo de una manera importante, lo que podría llevar a que la

¹ Corresponde a la tasa a la que le presta recursos a los bancos.

inflación en Estados Unidos, y en el mundo, comience a registrar fuertes presiones al alza antes de terminar 2007.

A pesar de todo esto, en la reunión de la FED realizada esta semana se tomó la decisión de reducir la tasa de interés de descuento de 5,25 a 5%, y la tasa de los fondos federales de 4,75% a 4,5%.

Según el comunicado emitido por el comité de política monetaria, se espera que el ritmo de expansión económica se reduzca en el corto plazo, como un reflejo de la corrección que se está dando en el mercado de vivienda, lo que haría que las presiones sobre la inflación se mantengan bajo control. De todas formas, el comunicado advierte que los riesgos sobre el crecimiento de los precios persisten y que la FED prestará especial atención a la evolución de la inflación.

La evolución de los principales agregados monetarios en Colombia

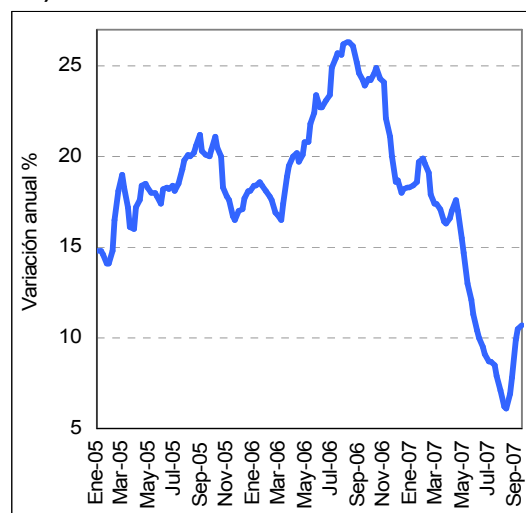
Las más recientes cifras del Banco de la República, correspondientes al 12 de octubre de 2007, muestran que el agregado monetario M1 (efectivo + depósitos en cuenta corriente) registró un saldo acumulado de \$36,6 billones, y un crecimiento anual de 10,2%, cifra significativamente inferior a la observada en la misma fecha del año anterior, cuando el incremento era de 23,7% anual (gráfico 1).

Un análisis de los componentes de M1 permite observar que, en promedio, la participación del efectivo y de los depósitos en cuenta corriente han permanecido constante con respecto al periodo enero-octubre de 2006 (50% para el efectivo y 50% para los depósitos en cuenta corriente), y que ambos componentes han tenido una importante reducción en su ritmo de crecimiento. El efectivo, cuyo saldo al 12 de octubre alcanzó los \$18,3 billones, registró una tasa de crecimiento anual de 8,4%, variación que fue 19,9 puntos porcentuales inferior a la registrada en 2006. Los depósitos en cuenta corriente que a esa misma fecha alcanzaron \$18,3 billones tuvieron una variación de 12,1%, cifra

7,2 puntos porcentuales menor a la de igual período del año anterior.

Gráfico 1

Variación anual de M1 (promedio móvil 4 semanas)*



* Cifras al 12 de octubre de 2007.

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Por otra parte, el multiplicador bancario (definido como la relación entre M1 y la base monetaria) se ha reducido moderadamente entre 2006 y 2007, al mismo tiempo que la base monetaria ha venido creciendo pero a menor ritmo. Las cifras muestran que, en promedio, el multiplicador de M1 para lo corrido de 2007 fue de 1,40, mientras que en el mismo periodo de 2006 llegaba a 1,44. La base monetaria, que muestra un saldo de \$27 billones, registró un incremento de 13,66% anual, cuando hace un año su crecimiento superaba el 26%.

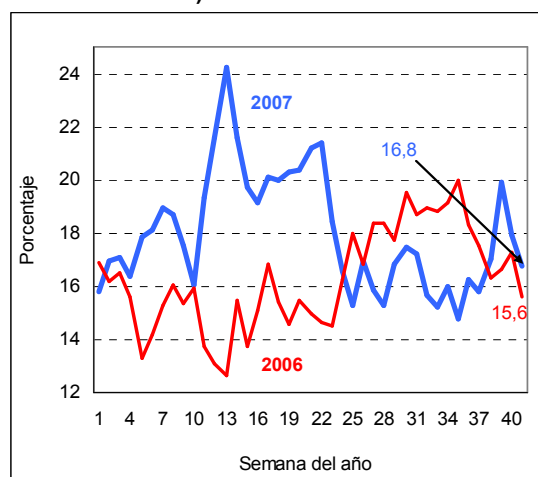
Por su parte, otros agregados que incluyen componentes menos líquidos que los de M1 y la base, muestran un leve repunte en sus tasas de crecimiento frente al mismo periodo de 2006. El agregado monetario ampliado M3 + bonos, por ejemplo, exhibe un crecimiento anual de 16,8%, cifra superior en 1,1 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior (gráfico 2).

Después de las primeras trece semanas del año, M3+bonos registró una tendencia decreciente, reflejando el efecto

sobre la liquidez de largo plazo de la política de normalización monetaria adelantada por el Emisor. Sin embargo, actualmente el saldo de este agregado se encuentra por encima del registrado en 2006, y a mediados de octubre el agregado de M3+bonos alcanzó los \$145,45 billones, por lo cual la diferencia entre la cifra de octubre de 2007 y la del año anterior es de \$21 billones aproximadamente.

Gráfico 2

Crecimiento anual de M3 + Bonos (con base en datos semanales)*



* Cifras al 12 de octubre de 2007.

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

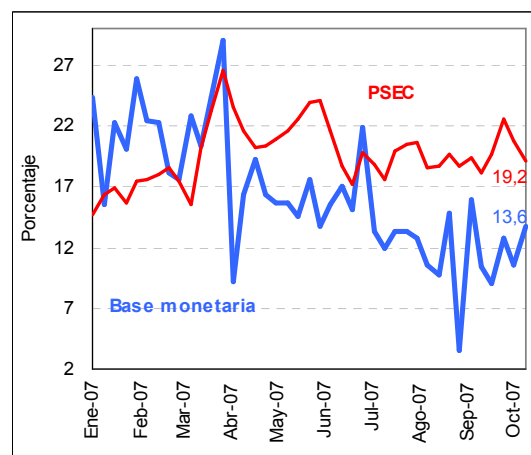
Otra forma de examinar la dinámica de la liquidez es comparando el desempeño de la creación primaria y secundaria de dinero. En el gráfico 3 se muestra la variación anual, entre enero y octubre de 2007, de la base monetaria y de los pasivos sujetos a encaje, diferentes a las cuentas corrientes. Allí se evidencia que aunque la dinámica de la liquidez primaria (medida por el crecimiento de la base monetaria) ha repuntado en los últimos dos meses, la proporción de dinero utilizado para la emisión secundaria ha mantenido un ritmo de crecimiento estable cercano a 20%.

Dentro de los pasivos sujetos a encaje los cuasidineros² que tienen la par-

ticipación más alta dentro de este agregado (76%), crecieron 21,5% con respecto a octubre del año pasado, mientras que en 2006 este incremento era de 13,7%.

Gráfico 3

Crecimiento anual de la base monetaria y los pasivos sujetos a encaje sin cuentas corrientes en 2007*



* Cifras al 12 de octubre de 2007.

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Las tasas de interés y el accionar del Banco de la República

Entre abril de 2006 y agosto de 2007 el Banco de la República llevó la tasa base para las subastas de expansión de 6,0% a 9,25%, con el fin de mantener la inflación dentro de sus rangos objetivo. La política del Emisor no sólo modificó la tasa de interés de referencia sino que también revivió el esquema de encajes sobre los depósitos, para reducir la liquidez y el crédito en la economía. Dado el buen comportamiento de la inflación, en los últimos meses el Emisor ha podido hacer una pausa, al menos de manera momentánea, en los incrementos graduales en la tasa de intervención.

La junta informó en el comunicado de prensa de su última reunión que mantendría inalteradas sus tasas de interés de

financiero, los certificados a término de los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial y los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda.

² Dentro de los cuasidineros se incluyen los siguientes activos: los depósitos de ahorro en el sistema

intervención. De esta forma, la tasa base para las subastas de expansión equivale actualmente a 9,25%. Para la autoridad monetaria la demanda agregada de la economía continúa con un alto dinamismo, a pesar de que la actual situación de incertidumbre en los mercados financieros internacionales ha obligado a revisar a la baja las estimaciones de crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales para 2008. Lo anterior justifica en parte el que se haya tomado la decisión de mantener inalterada la tasa de interés de intervención, ya que esta desaceleración podría verse reflejada en unas menores presiones sobre los precios y por lo tanto sobre la inflación.

Sin embargo, y pese a las disminuciones de las tasas de la Reserva Federal, que podrían traducirse en un mayor flujo de recursos desde el exterior y generar mayores presiones a la apreciación del peso frente al dólar, el banco ha enviado señales claras al mercado de que si percibe un aumento más allá de lo esperado de la inflación subyacente que ponga en riesgo la meta de inflación de mediano plazo, retomará su política de incrementos en las tasas de interés.

A pesar de que el resultado del mes de octubre, en el que la inflación mensual fue cercana a cero con una contribución importante del precio de los alimentos, la inflación en lo corrido del año se aproxima a 4,7% y la inflación en los últimos doce meses se acerca a 5,2%. Esto hace aún más evidente que el agregado de los precios para el cierre de 2007 se encontrará por encima del límite superior de la meta que fue fijada para este año, y que por ello, seguramente la junta directiva hará lo necesario para no incumplir con la meta que determine para 2008.

La provisión de liquidez para lo que resta de 2007

Tradicionalmente, la época de fin de año es la de mayor demanda por dinero en la economía, debido al pago de las

primas a los trabajadores formales y al auge de las ventas en el comercio.

En este contexto, el Banco de la República debe proveer la liquidez necesaria, sin descuidar su objetivo de mantener la inflación de largo plazo bajo control, con el propósito de que los bancos tengan los recursos suficientes para atender la mayor cantidad de retiros en efectivo de sus clientes.

El gerente general del Emisor, José Darío Uribe, aseguró que la entidad otorgará toda la liquidez que sea demandada por el sector financiero, a una tasa de interés que esté acorde con la meta de inflación. Advirtió también que el total de liquidez que se proporcionará a final de año será de carácter transitorio, ya que la provisión de liquidez permanente se hizo en los primeros meses del año mediante operaciones de compra de divisas en el mercado cambiario.

Se estima que el monto adicional de los recursos necesarios para cubrir la demanda de liquidez de la economía al final del año debe estar en un rango de entre \$4 y \$4,5 billones. Sin embargo, todavía no es muy clara la forma en la que se van a suministrar estos recursos a la economía ya que bajo la actual coyuntura, el pago por parte de la Tesorería General de la Nación por el vencimiento de TES en el mes de noviembre garantizaría por sí mismo que los recursos necesarios para cubrir la demanda por saldos de fin de año entren a circular en la economía.

Según la información disponible, la Tesorería General de la Nación tiene actualmente \$9,6 billones en el Banco de la República, de los cuales utilizará aproximadamente \$5,2 billones para redimir sus obligaciones por el vencimiento de TES en el mes de noviembre de 2007³. Si se tiene en cuenta que la Tesorería hace durante los últimos meses del año giros para cumplir con sus obligaciones normales y de funcionamiento del orden de los \$2,5 bi-

³ Se desembolsarán \$4,5 billones el 9 de noviembre por capital y \$550 mil millones el 26 de noviembre por intereses.

lones, se esperaría que en total la utilización de recursos depositados en el Banco de la República por parte de la Tesorería fuera de aproximadamente \$7,7 billones durante este período.

Si a esos \$7,7 billones se descuentan los recursos por recaudo tributario, así como el neto de las colocaciones de corto plazo junto con las forzosas y convenidas, que en conjunto suman mas o menos \$3,5 billones, el desembolso neto de recursos durante el mes de noviembre y lo que resta del año por parte de esta entidad sería del orden de 4,2 billones, que es mas o menos lo que se estima que sea el requerimiento de liquidez para lo que resta de 2007.

Esto quiere decir que si no se diera otro factor que afectara el mercado, la liquidez que requiere el sistema podría ser suministrada en su totalidad con los recursos que tiene depositada la Tesorería General de la Nación en el Banco de la República. Sin embargo, hay que tener en cuenta otro elemento que va a jugar un papel importante sobre la provisión de liquidez a final de año, y que se relaciona con el manejo que dará Ecopetrol a los recursos en efectivo provenientes de la venta de acciones de la empresa.

Aunque se autorizó la operación por un monto de \$5,7 billones, la empresa recibió una sobreoferta cercana a los \$1,3 billones. Esto hizo que en los medios de comunicación se difundiera la noticia de que el total de la transacción había sido por un valor cercano a los \$7 billones. Sin embargo es muy probable que el monto sobreofertado finalmente se rechace.

Se estima que de los \$5,7 billones, la empresa recibirá recursos en efectivo que pueden bordear los \$3 billones, y que debido a las dificultades que para Ecopetrol supone estructurar un buen portafolio en el corto plazo financieramente favorable, es muy posible que delegue la administración de estos recursos a la Tesorería General de la Nación, la cual le entregará como respaldo unos pagarés que le asegurarán a la empresa una rentabilidad

equivalente a la tasa REPO mas unos puntos adicionales.

De esta manera, el Tesoro recibirá los \$3 billones en efectivo que serán depositados en el Banco de la República, operación que neutralizará parte del efecto expansionista de los recursos liberados por el vencimiento de los TES en el mes de noviembre. Por ello el Emisor debería entrar a suministrar el faltante de liquidez (el equivalente a los \$3 billones) con el mecanismo de operaciones REPO de corto plazo y todo indica que debido a su posición cauta, suministrará esa liquidez con operaciones a un día en lugar de hacerlo a plazos mayores como lo hizo en años anteriores.

Conclusiones

Las últimas medidas adoptadas por el Banco de la República en relación con sus tasas de interés de intervención se encuentran en línea con el comportamiento de la inflación de los últimos meses. Sin embargo, si el Emisor percibe presiones que puedan llegar a afectar el cumplimiento de la meta de inflación para el próximo año, seguramente retomará su política de incrementos graduales en las tasas, aunque muy seguramente sopesará sus decisiones con las de la FED, debido al efecto que tiene el diferencial de tasas entre Colombia y ese país sobre los flujos de capital y la tasa de cambio.

Por otra parte, el Emisor ha informado a todos los agentes que le proporcionará la liquidez necesaria a la economía y le garantizará a los bancos los recursos suficientes para atender la mayor cantidad de retiros en efectivo de sus clientes. Es muy probable que las operaciones repo sean con vencimiento a un solo día y no a mayores plazos como en años anteriores.

En esta ocasión, el Emisor tendrá en cuenta además de los movimientos de la Tesorería, las decisiones que tome Ecopetrol con respecto al uso de los recursos provenientes de la venta de sus acciones.