

NOTA EDITORIAL

NUEVO ESQUEMA DE SUMINISTRO DE LIQUIDEZ

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aprobó un nuevo esquema de suministro de liquidez, apoyado en el manejo de la totalidad de los excedentes de liquidez del Gobierno en el Banco. El nuevo esquema es el resultado de un trabajo conjunto con la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN), el cual contó con el apoyo de misiones del Banco Mundial y de First¹, y recogió los comentarios recibidos de las entidades financieras.

El nuevo esquema tendrá múltiples beneficios para el mercado de capitales, el Gobierno nacional y el Banco de la República. Dentro de los beneficios se encuentran: una distribución más homogénea y estable de la liquidez; mayor claridad sobre la tasa de interés de corto plazo, al existir una sola tasa de referencia para el mercado de repos; un impulso al mercado de deuda pública; y un menor costo y riesgo para las inversiones de la DGCPTN.

En esta Nota Editorial se presenta el nuevo esquema de suministro de liquidez del Banco de la República. Consta de tres secciones. La primera explica la determinación de los cupos de liquidez y el esquema actual de suministro de liquidez; en la segunda se presentan el nuevo esquema, los cambios operativos y los beneficios; y en la tercera las conclusiones.

¹ First Initiative es una organización que financia actividades e intervenciones en el sector público, principalmente proveyendo fondos para la asistencia técnica a hacedores de política y cuerpos reguladores.

I. SUMINISTRO DE LIQUIDEZ

A. Determinación de los cupos de liquidez

El suministro de la liquidez transitoria a la economía, por parte del Banco, se define a partir de las proyecciones de la base monetaria. De estas proyecciones se derivan los cupos de liquidez ofrecidos diariamente por el Banco a las entidades financieras para las operaciones repo². La determinación de dichos cupos es coherente con la estrategia de inflación objetivo. Esto significa que el tamaño de la liquidez ofrecida por el Banco debe ser el adecuado para mantener la tasa de interés interbancaria en niveles coherentes con la meta de inflación. La tasa de interés de las operaciones repo de expansión monetaria la determina la JDBR después del análisis del *Informe sobre Inflación*. Desde el 20 de diciembre de 2004, esta tasa es de 6,50%³.

Los cupos de las operaciones repo se calculan como la diferencia entre la estimación de la demanda y la oferta de base monetaria. La demanda de base monetaria es el resultado de la estimación semanal de la demanda de efectivo en poder del público y de reserva bancaria⁴. La demanda de efectivo se calcula con modelos econométricos, y la demanda de reserva se estima mediante el cálculo del encaje requerido de las entidades crediticias. El sistema actual de encaje permite conocer con anticipación el nivel de reserva requerido, al cual se le adiciona un porcentaje de sobreencaje estimado según cifras históricas⁵.

Para proyectar la oferta de base monetaria se tienen en cuenta, entre otros, los siguientes elementos: proyección de los depósitos del Gobierno en el

² Los repos que realiza el Banco son operaciones de compra transitoria de títulos de deuda pública con pacto de reventa, con plazo a un día. El Banco otorga liquidez y recibe como respaldo un título. La operación se reversa al vencimiento del repo.

³ Adicionalmente, el Banco otorga liquidez a un día a través del mecanismo de ventanilla a una tasa de interés denominada lombarda. En la actualidad esta tasa es del 10,25%. El límite individual para el otorgamiento de esta liquidez corresponde a un porcentaje de los pasivos sujetos a encaje (PSE) de las entidades. Bajo el esquema actual este porcentaje es del 15%, y bajo el esquema nuevo será de 35% (véase la sección II).

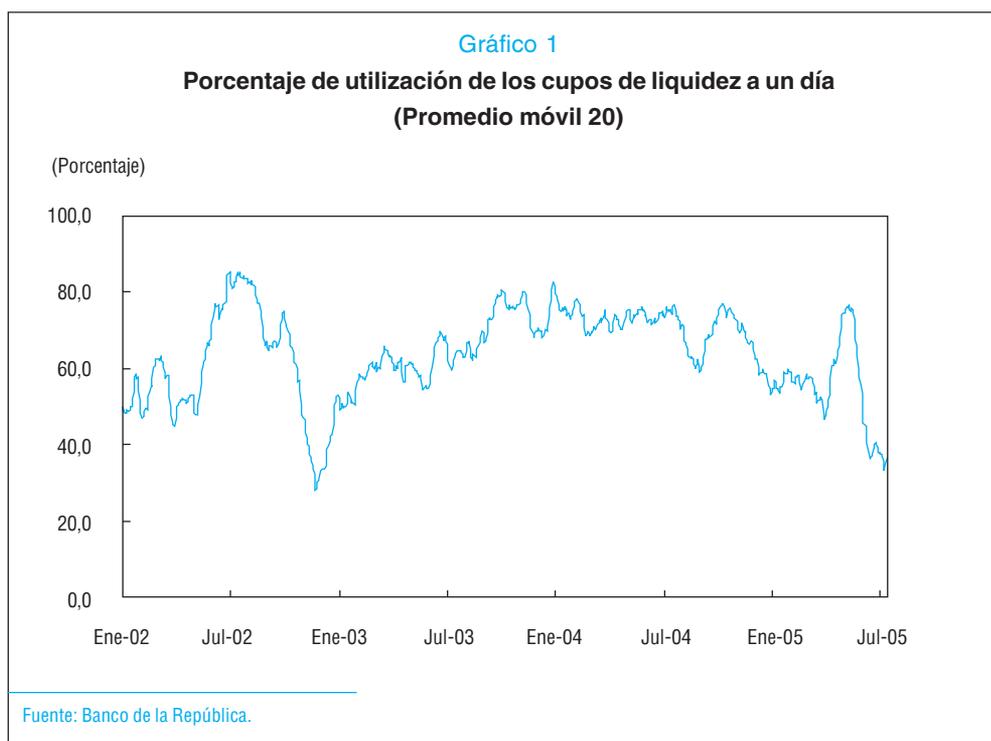
⁴ La reserva bancaria corresponde a los depósitos de las entidades crediticias en el Banco de la República, más los billetes en las cajas de dichas entidades. La reserva corresponde al encaje que las entidades están obligadas a mantener en recursos líquidos de manera preventiva para atender eventualidades como una reducción inesperada de sus depósitos. En la actualidad el encaje promedio es de 5,5%. Las principales exigibilidades tienen los siguientes encajes: cuentas corrientes: 13%; cuentas de ahorro: 6%; y CDT menores de 180 días: 2,5%.

⁵ El cálculo del encaje requerido se hace sobre los PSE de la bisemana de 21 días atrás, es decir, con ocho días de anterioridad se puede conocer con exactitud el nivel de reserva requerida.

Banco de la República, proyección del estado de pérdidas y ganancias de caja del Banco, traslado anual de utilidades del Banco al Gobierno, proyección de los vencimientos de TES en poder del Banco, y su intervención en el mercado cambiario.

Las necesidades de liquidez por parte del mercado monetario, resultantes de la diferencia entre la demanda y la oferta de base monetaria, son cubiertas por los cupos de las operaciones repo ofrecidos por el Banco. Como se puede apreciar en el Gráfico 1, estos cupos han sido amplios; en promedio, las entidades han utilizado el 65% de la liquidez ofrecida.

Los cupos de repo los define mensualmente el Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria (CIMC), el cual analiza las proyecciones de oferta y demanda de base monetaria. Este comité está compuesto por los codirectores del Banco de la República, el Gerente General del Banco, quien lo preside, y el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado. El CIMC autoriza al Comité Operativo de Intervención Monetaria y Cambiaria (COI) a modificar el monto de la expansión o contracción neta, para compensar los cambios en la oferta de base monetaria de muy corto plazo, y evita así variaciones bruscas en la tasa de interés interbancaria (TIB). El COI está compuesto por el Gerente técnico, el Subgerente de Estudios Económicos y el Subgerente Monetario y de Reservas.



Con este esquema de manejo monetario, vigente desde comienzos del año 2001, se han podido ajustar oportunamente los cupos de repo a los cambios imprevistos en la oferta y demanda de liquidez; y se ha logrado, en consecuencia, reducir drásticamente la volatilidad de la tasa interbancaria (Gráfico 2).

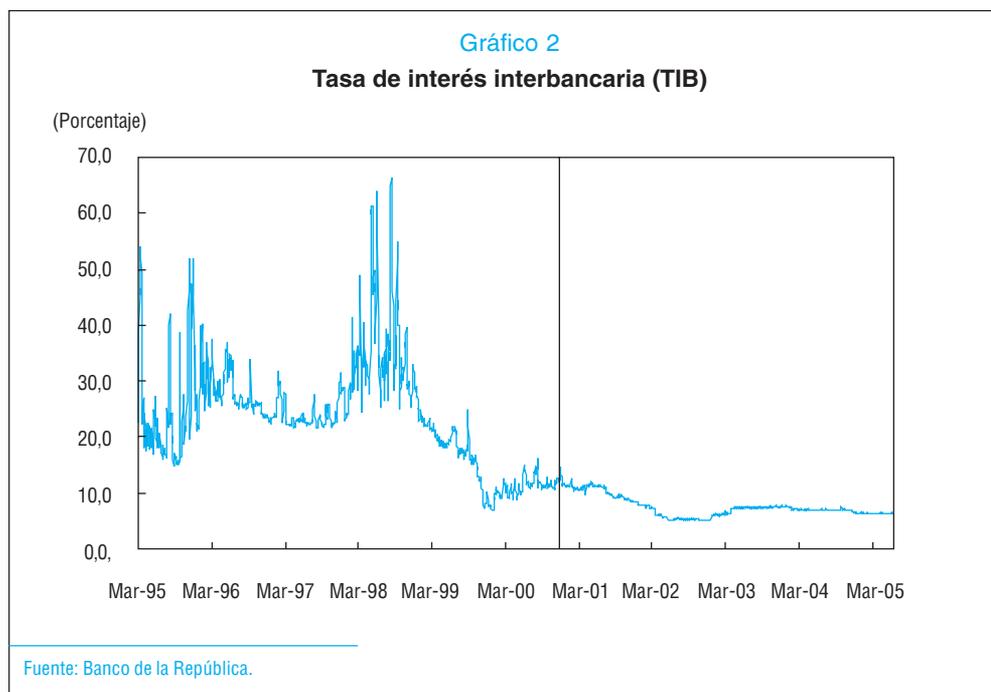
B. Esquema operativo actual de suministro de liquidez

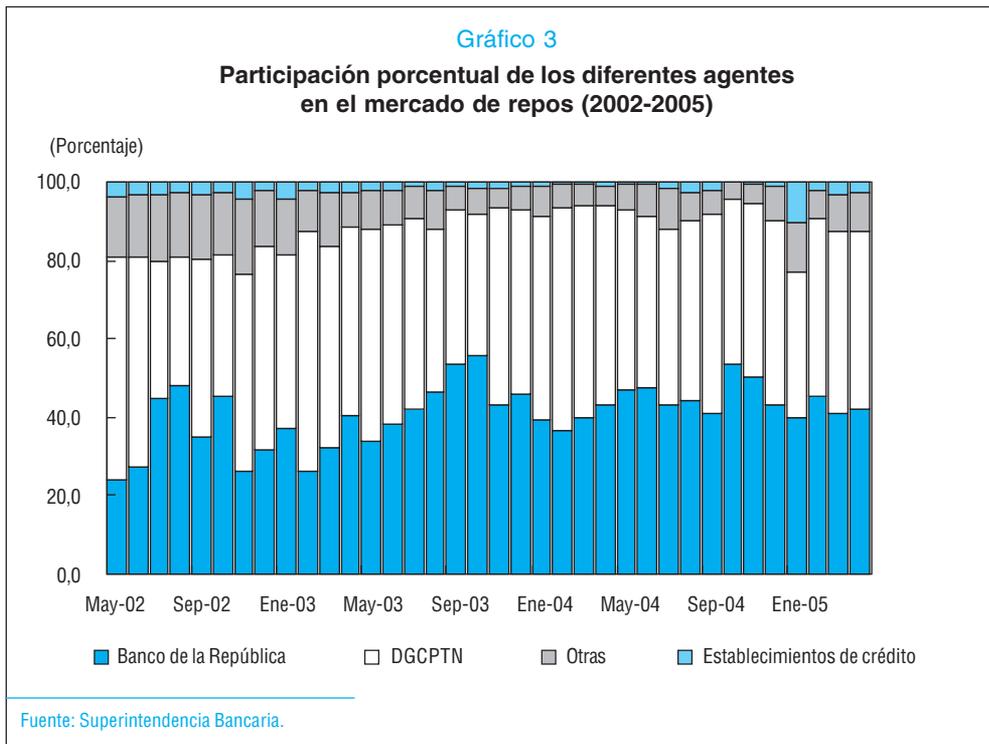
Como se puede apreciar en el Gráfico 3, el mercado de repos es atendido principalmente por el Banco de la República y la DGCPTN. Las dos entidades representan el 89% de dicho mercado.

A continuación, se explica la manera como es otorgada la liquidez por parte del Banco y la DGCPTN.

1. Banco de la República

El Banco anuncia diariamente los cupos de repos definidos por el CIMC o por el COI con un día de anticipación. Todos los días se realiza una subasta de repos con plazo a un día, de 11:30 a. m. a 12:00 m., donde se suministra la liquidez necesaria. En estas subastas los agentes informan al Banco su demanda por repo y la tasa de interés que están dispuestos a pagar, la cual no puede ser inferior a la tasa definida por la JDBR (6,5% en la actualidad).





El Banco permite hasta tres demandas de repos (posturas) por entidad en la subasta de expansión, las cuales se pueden presentar a una tasa igual o superior a 6,5%. El Banco ordena las posturas de mayor a menor tasa y otorga la liquidez en ese orden. A todas las entidades se les cobra la liquidez otorgada a la menor tasa de interés que quedó aceptada en la subasta (tasa de corte de la subasta). En otras palabras, la subasta es de tasa única. La tasa de corte revela ágil y oportunamente el verdadero costo de la liquidez en el mercado. Este sistema se denomina *subasta holandesa*.

Los agentes colocadores de operaciones de mercado abierto (OMA) llamados ACO no pueden mantener repos con el Banco que, en promedio durante los últimos 14 días calendario, representen un monto superior al 15% de sus pasivos sujetos a encaje (PSE). Este porcentaje busca acotar el monto de liquidez otorgado de manera individual, con el fin de disminuir el riesgo crediticio.

2. Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPN)

La participación de la DGCPN en el mercado de repos busca maximizar el retorno de los excedentes y garantizar así la disponibilidad de recursos para

atender el pago de las obligaciones del Gobierno nacional. Para ello, la DGCPTN efectúa depósitos remunerados a plazo en el Banco y coloca recursos directamente en el mercado monetario. La DGCPTN realiza diariamente repos y lo que no logra colocar en el mercado lo trae al Banco de la República como depósitos remunerados. Adicionalmente, la DGCPTN otorga una pequeña parte de sus repos a plazos superiores a un día. Los repos los otorga a través del Sistema Electrónico de Negociación (SEN) a lo largo de la mañana.

El esquema descrito de suministro de liquidez tiene algunos inconvenientes, los cuales se pueden resumir en:

- Dos tasas de interés de corto plazo como referencia para el mercado: la de los repos del Banco de la República y de la DGCPTN;
- Incertidumbre sobre las proyecciones monetarias de la DGCPTN;
- Duda para las entidades financieras sobre la cantidad y distribución de los repos que colocará la DGCPTN en el mercado;
- Diferencia en el cálculo de los *haircuts*⁶ por parte del Banco y de la DGCPTN;
- Menor cantidad de títulos que la DGCPTN recibe para repos comparados con los recibidos por el Banco.

II. EL NUEVO ESQUEMA DE SUMINISTRO DE LIQUIDEZ

Bajo el nuevo esquema de suministro de liquidez, la DGCPTN depositará la totalidad de sus recursos en el Banco y éste los distribuirá al mercado en concordancia con sus proyecciones monetarias. El nuevo esquema tomará lo mejor del actual y modificará algunos aspectos para hacer más eficiente la distribución de la liquidez, superando los inconvenientes mencionados anteriormente. El nuevo esquema comenzará a operar parcialmente a partir del 13 de junio y plenamente a partir del 22 de junio de 2005. En la primera etapa, denominada de transición, el Banco empezará a suministrar liquidez bajo el nuevo esquema y la DGCPTN continuará realizando repos. A partir del 22 de junio, la totalidad de recursos de la

⁶ *Haircuts* es un porcentaje de descuento aplicado al precio del título, que asegura una cobertura ante una baja en los precios de este.

DGCPTN se depositarán en el Banco y este se encargará de distribuirlos según las proyecciones monetarias.

A. Cambios operativos

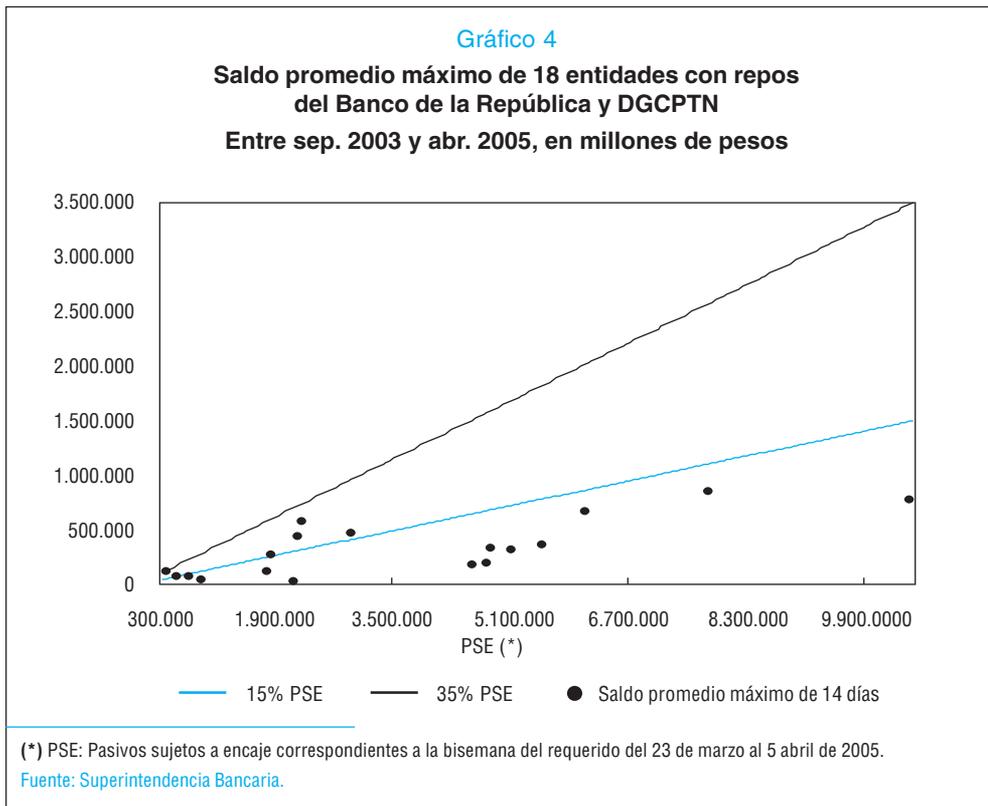
El Banco efectuará dos subastas diarias de repos, de acuerdo con las proyecciones del CIMC y el COI. La primera se realizará entre las 9:00 a. m. y las 9:15 a. m., y la segunda entre la 1:00 p. m. y la 1:15 p. m. Diariamente, con un día de anticipación, se anunciará el monto de la primera subasta y el cupo mínimo de la segunda. El cupo de la segunda subasta corresponderá al mayor valor entre el remanente de la primera subasta y el cupo mínimo de la segunda. Con la nueva subasta diaria se reemplazará la liquidez temprana que distribuye la DGCPTN. El cupo mínimo de liquidez de la segunda subasta asegurará que, independientemente del resultado de la primera, siempre exista algún monto de recursos disponible en la tarde. Adicionalmente, se modificará el horario de la subasta tradicional para que coincida con el cierre de los mercados de deuda pública y de divisas, y se disminuyan así los imprevistos de liquidez por el cumplimiento de las operaciones en dichos mercados.

Por otra parte, mientras la programación monetaria lo permita, el Banco efectuará cada miércoles una subasta de repos con un plazo de siete días. La subasta se realizará entre las 12:45 p. m. y la 1:00 p. m. Ésta reemplazará los repos a plazo que hacía la DGCPTN y permitirá al mercado monetario programar mejor sus necesidades a plazo.

Los límites al número de posturas por agente y el monto total de recursos tomados al Banco serán menos restrictivos. En condiciones normales, no se limitará el número de posturas por agente en las subastas⁷. Los establecimientos de crédito podrán mantener recursos del Banco de la República hasta por el 35% de sus pasivos sujetos a encaje. En el siguiente Gráfico 4 se observa que este límite es, en la mayoría de los casos, considerablemente mayor a lo máximo que las entidades han tenido en repos con el Banco y la DGCPTN en el pasado reciente. El Cuadro 1 resume los cambios operativos del nuevo esquema:

Al depositar los recursos en el Banco de la República, la DGCPTN reducirá el riesgo y costo de sus inversiones y, además, recibirá tasas de interés que estarán más cerca de las del mercado. La tasa de interés para depósitos

⁷ Salvo que se presenten eventos inesperados, como fallas en los sistemas a través de los cuales se efectúan las operaciones.



remunerados de la DGCPTN en el Banco a un día será la tasa mínima de expansión del Banco menos 5 puntos básicos; la siguiente tasa será la tasa de corte de la subasta primaria de los TES B de corto plazo; y a un año se usará el promedio semanal⁸ de la tasa a 365 días de la «curva *spot*». Para los demás plazos se hará una interpolación lineal (Cuadro 2).

B. Beneficios

El nuevo esquema representará múltiples beneficios a los mercados, principalmente:

- Existirá una sola tasa de interés de referencia para el mercado de repos, y posiblemente se reducirá aún más la volatilidad de la tasa de interés interbancaria.
- El Banco tendrá mejor información sobre los flujos de la DGCPTN, lo cual conducirá a que las proyecciones monetarias sean más precisas.

⁸ El esquema de remuneración se calculará semanalmente los días jueves, o si este día es festivo, el día hábil inmediatamente siguiente, con los datos existentes en ese momento.

Cuadro 1

Esquema anterior y nuevo de suministro de liquidez

Ítem	Esquema anterior	Esquema nuevo
Número de subastas diarias de repos a un día	Una subasta.	Dos subastas.
Horarios de las subastas a un día	11:30 a. m. – 12:00 m.	1ª subasta: 9:15 a. m. – 9:30 a. m. 2ª subasta: 1:00 p. m. – 1:15 p. m.
Duración de las subastas	30 minutos	15 minutos
Horario subasta de sistema de pagos. Subasta de la conversión de los repos intradía en <i>overnight</i> y la de los repos <i>overnight</i> por faltante en compensación	9:00 a. m. – 9:15 a. m.	8:45 a. m. – 9:00 a. m.
Plazo de los repos	Un día.	Un día y 7 días, si la programación monetaria lo permite.
Horario subasta de 7 días	n.a.	Miércoles: 12:30 p. m. – 12:45 p. m.
Cupos de las subastas	El cupo de la subasta del día siguiente se anunciaba diariamente con un día de anticipación	Diariamente, con un día de anticipación, se anunciará el monto de la primera subasta y el cupo mínimo de la segunda. El monto no adjudicado en la primera subasta se adicionará al valor mínimo de la segunda.
Número de posturas por agente en cada subasta de repos	Tres posturas.	No habrá límite de posturas en operación normal. En contingencia tres posturas.
Aumento del cupo individual para los establecimientos de crédito	15% de los pasivos sujetos a encaje (PSE)	35 % de los PSE

n.a.: No aplica.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 2

Remuneración a los depósitos de la DGCPN en el Banco de la República

Plazo del depósito	Tasas anteriores	Tasas actuales + tasa margen	Propuesta
1 día hábil	Lombarda de contracción	Contracción + 60 p.b.	Expansión - 5 p.b.
7 días	Lombarda de contracción	Contracción + 80 p.b.	
15 días	Lombarda de contracción	Contracción + 100 p.b.	Subasta de TES B de corto plazo
91 días	Subasta de contracción	Contracción + 160 p.b.	
122 días	Subasta de contracción	Contracción + 200 p.b.	
182 días	n.d.	Contracción + 250 p.b.	Promedio semana curva <i>spot</i>
365 días	n.d.	Contracción + 325 p.b.	

Fuente: Banco de la República.

- Se mejorará la transmisión de la política monetaria puesto que existirá una sola tasa de interés de referencia y la liquidez se distribuirá homogéneamente⁹.
- El Banco podrá distribuir la liquidez de una manera uniforme en momentos de estrés del mercado, al ser el principal oferente de la liquidez; lo cual disminuye el riesgo sistémico¹⁰.
- El mercado monetario tendrá certeza sobre la liquidez disponible, al conocer los cupos del Banco de la República. Anteriormente existía incertidumbre sobre qué porción de sus recursos depositaría la DGCPTN directamente en el mercado y qué porción llevaría, directa o indirectamente, al Banco.
- La nueva subasta de repos a un día y la modificación del horario de la subasta tradicional les facilitará a las entidades el manejo de la liquidez durante el día. Las entidades seguirán teniendo acceso temprano a la liquidez y, cuando ya conozcan el efecto de sus operaciones en el mercado de deuda pública y de divisas a la 1:00 p. m., podrán ajustar su liquidez nuevamente.
- El Banco, al realizar repos a plazos superiores a un día (si la programación monetaria lo permite), generará mayor estabilidad a las tesorerías de las entidades, y les facilitará así el manejo de su liquidez. Los agentes participarán en un mercado estandarizado y más profundo al tener una única metodología de valoración de títulos y de *haircuts*.
- La DGCPTN tendrá un menor riesgo de crédito invirtiendo a tasas de mercado, lo mismo que un menor costo y riesgo operativo en su proceso de inversión.
- Por último, se ampliará la cantidad de títulos aceptados como respaldo de las operaciones de expansión monetaria, puesto que el Banco recibe 14 títulos de deuda pública, mientras que la DGCPTN recibe seis.

⁹ En lo que va corrido de 2005, la DGCPTN ha realizado operaciones repo con 17 entidades y el Banco con 69.

¹⁰ En la crisis de los TES B de 2002, la DGCPTN concentró sus excedentes de liquidez en pocas entidades y éstas disminuyeron su participación en el mercado interbancario de 40% a 20%, y en el mercado de repos de 58% a 30%.

III. RESUMEN Y CONCLUSIONES

- El Banco de la República y la DGCPTN, apoyados por misiones del Banco Mundial y de First, han trabajado conjuntamente para tener como resultado el nuevo esquema de suministro de la liquidez, basado en el manejo de los excedentes de liquidez del Gobierno en el Banco de la República.
- La DGCPTN depositará la totalidad de sus recursos en el Banco a tasas de mercado. Por su parte, el Banco distribuirá la liquidez homogéneamente en concordancia con las proyecciones monetarias.
- Los objetivos principales son: mejorar la distribución de liquidez en el mercado, impulsar el desarrollo del mercado monetario y de deuda pública, y disminuir el riesgo operativo y crediticio de la DGCPTN en su proceso de inversión a tasas de mercado.
- Los principales cambios operativos de este esquema serán: una nueva subasta de repos a un día; una nueva subasta de repos a una semana; un límite más amplio a los recursos que pueden tomar los establecimientos de crédito; y una modificación en el horario tradicional de la subasta de repos a un día para que coincida con el cierre de los mercados de deuda pública y de divisas.

Para el Banco de la República, el nuevo esquema permitirá una mejor transmisión de la política monetaria. Para la DGCPTN y el Gobierno nacional, este nuevo esquema implicará lograr tasas de mercado en sus inversiones mientras reduce sus costos y riesgos. El impulso al mercado de deuda pública también es un beneficio claro.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente General**

* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de José Tolosa, subgerente Monetario y de Reservas. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República y son de la responsabilidad del Gerente General.