

Recuadro 3

Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023-2024

La política monetaria del Banco de la República (Banrep) tiene como objetivo mantener una tasa de inflación baja y estable en coordinación con la política económica general. Para lograr lo anterior, el Banrep sigue un esquema de inflación objetivo en un régimen de tipo de cambio flexible; es decir que las acciones de política monetaria están dirigidas a que la inflación futura se sitúe en la meta fijada en el horizonte de política. En Colombia la meta fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) es del 3%¹.

Dentro de este esquema, el principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de política monetaria (TPM). La TPM es la tasa de interés mínima que cobra el banco a las entidades financieras por la liquidez que les suministra (generalmente a un día) y, además, sirve como referencia para establecer la tasa de interés máxima que les paga por recibirles dinero que tengan como excedente. Cuando la JDBR fija dicha tasa, busca afectar el costo del dinero (tasa de interés) de corto plazo en la economía y, con ello, la entrada en operación de una serie de mecanismos para la transmisión de la política monetaria, los cuales tienen efectos sobre las decisiones de los agentes y, en últimas, llevan a un resultado en términos de crecimiento económico e inflación².

La operatividad de la política monetaria se realiza utilizando diferentes instrumentos entregados por el banco central para suministrar o contraer la liquidez en la economía³. En particular existen instrumentos para suministrar o retirar la liquidez en la economía de carácter permanente o transitorio. Los instrumentos de carácter transitorio con los que cuenta el Banrep corresponden, como se explicará más adelante, a las operaciones repo a diferentes plazos y los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE), mientras que las operaciones permanentes hacen alusión a las operaciones de compra o venta de títulos (principalmente títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional, tal como los TES).

En términos operativos, el suministro o retiro de liquidez busca minimizar la distancia entre la tasa de interés de corto plazo, que se aproxima por el indicador bancario de referencia (IBR)⁴ y la TPM establecida por la JDBR. Dentro de este esquema no se establece un propósito específico sobre las cantidades de dinero en la economía. Desviaciones pronunciadas y persistentes del IBR frente a la TPM indicarían que el costo del dinero de corto plazo en la economía difiere del nivel que la JDBR considera compatible con el logro de la meta de inflación. Cuando las tasas de interés de corto plazo son estables y se alinean con la TPM, las entidades financieras pueden tener un mejor manejo de su liquidez y de su propio esquema de tasas de interés de captación y colocación. Esto se debe a que tienen la confianza de que los cambios en la TPM se mantendrán en las tasas a las que acceden a recursos de corto plazo en el mercado. Para lograr el mencionado propósito, el Banrep considera las proyecciones internas de la demanda y la oferta de la base monetaria, lo cual, aunque está sujeto a gran incertidumbre, permite evaluar la conveniencia de emplear diferentes formas de inyectar o retirar liquidez de la economía. Una situación en la que el IBR supera la TPM sugiere la presencia de unas presiones altas de liquidez, mientras que lo contrario sugiere la presencia de excesos de liquidez.

Este recuadro presenta una breve descripción de los principales instrumentos que utiliza el Banrep para implementar la política monetaria, así como su comparación con el marco operativo de la política monetaria de otros países, lo cual permite apreciar que el esquema

1 Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/junta-directiva-banco-republica-reitera-meta-inflacion-3>

2 Para mayor detalle sobre los canales de transmisión de la política monetaria puede consultar <https://www.banrep.gov.co/nuestro-banco-central/politica-monetaria>

3 Véase Resolución Externa 5/2022, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reglamentacion-expansion-y-contraccion-monetaria>

4 Para más información sobre el IBR, véase <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/indicador-bancario-referencia-ibr>

local no dista de las mejores prácticas internacionales. Además, describe las proyecciones de oferta y demanda de base monetaria que son insumos esenciales en la valoración de las necesidades de liquidez de la economía. Finalmente, se ejemplifica la implementación del marco de política expuesto, tomando como referencia la evolución del mercado monetario en 2023 y 2024.

1. Principales instrumentos para contraer o proveer liquidez a la economía

Para suministrar liquidez de carácter transitorio, se encuentran las operaciones repo a diferentes plazos. En estas operaciones la entidad financiera⁵ entrega títulos al Banrep como colateral y recibe dinero a cambio. En el momento del vencimiento, la operación se reversa, lo cual implica que el Banrep recibe el dinero más los intereses generados y devuelve el colateral al intermediario financiero. En condiciones normales el Banrep ofrece repos a plazo de uno y siete días que se adjudican mediante subasta, con un monto total que se anuncia diariamente. Al otorgarse estas operaciones con un plazo determinado se consideran una fuente de liquidez transitoria.

También se pueden presentar escenarios en los que la economía presenta excedentes de liquidez de carácter transitorio. En estos casos el Banrep utiliza los DRNCE. Con estas operaciones, que se adjudican mediante subasta, las instituciones financieras depositan por un plazo específico recursos en el Emisor a cambio de una rentabilidad. Lo anterior genera un efecto de contracción monetaria durante el plazo en el que esté activo el DRNCE.

Cuando se prevén necesidades o excedentes de liquidez significativos y persistentes en la economía, se realizan compras o ventas de títulos en el mercado secundario, principalmente títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional (TES). En este caso, el Banrep participa como un agente más en el mercado secundario de títulos, buscando ser un tomador de precios⁶ y no afectar significativamente los precios de estos activos financieros⁷, otorgando liquidez al sistema si realiza compras de títulos, o retirando excedentes de liquidez si realiza ventas.

En adición a lo anterior, el Banrep cuenta con las ventanillas de contracción y expansión en las cuales está dispuesto a otorgar liquidez o recibir excedentes de liquidez del sistema sin un límite de cupo, bajo las condiciones de plazo y de tasa de interés de estos instrumentos. El Banrep ha establecido un corredor de tasas de 100 puntos básicos (pb) alrededor de la TPM. Por una parte, la ventanilla de contracción corresponde a DRNCE a un día, que se remuneran a la TPM menos 100 pb sin consideraciones sobre el monto total de las operaciones. Por su parte, la ventanilla de expansión corresponde a una operación repo a un día con una tasa de TPM más 100 pb. A esta tasa y sujeto a la disponibilidad de títulos admisibles para el acceso a operaciones repo por parte de las entidades, el Banrep está dispuesto a otorgar la liquidez que requiera el sistema sin sujeción a un cupo preestablecido.

2. Experiencia internacional sobre el marco operativo de la política monetaria

El BIS realiza una encuesta dirigida a bancos centrales, la cual permite comparar los objetivos e instrumentos utilizados para la implementación de la política monetaria en diferentes jurisdicciones⁸. Si bien el esquema de implementación de la política monetaria responde a las características de cada país, la comparación entre jurisdicciones permite identificar algunos elementos en común.

5 Las entidades financieras con las que el Banco de la República realiza operaciones de liquidez transitoria se denominan "agentes colocadores de OMA" y están especificadas en la Resolución Externa 5 de 2022 (<https://www.banrep.gov.co/es/reglamentacion-expansion-y-contraccion-monetaria>).

6 Un agente es tomador de precios si acepta comprar o vender un título al precio que se esté negociando en el mercado. En otras palabras, la oferta o demanda de un agente tomador de precios no puede influir en el precio de mercado.

7 La curva de rendimientos del mercado de deuda pública muestra la relación entre las tasas de interés que pagan los bonos del Gobierno (TES) y sus respectivos vencimientos. Para no afectar esta curva el Banrep puede ofrecer o comprar bonos a diferentes plazos, de esta manera, propende por evitar una sobreoferta o sobredemanda de un título específico, y así evitar que el precio de los diferentes títulos se afecte.

8 Para mayor detalle consulte <https://www.bis.org/mc/comparison.htm?m=150>

Los instrumentos empleados por algunos bancos centrales de la región muestran una gran similitud con los mecanismos para proveer la liquidez local (Cuadro R3.1). Se destaca que los países de la muestra emplean como objetivo operativo una tasa de interés con plazo a un día (*overnight*) y que todos utilizan un corredor de tasas de interés en su esquema⁹. Con respecto a las operaciones empleadas, se encuentra que los repos aparecen dentro de las principales operaciones realizadas por los países analizados, y las de compra y venta de títulos soberanos dentro del grupo de otras medidas para el manejo de la liquidez en Brasil y México. Por su parte, en todos los casos se identifica a los flujos o depósitos del Gobierno como la principal fuente de volatilidad en las proyecciones de liquidez de la economía.

Cuadro R3.1
Mecanismos para manejo de liquidez de diferentes bancos centrales de economías emergentes

Variable	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Indonesia	Corea del Sur	Tailandia
Plazo de la tasa objetivo	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	Repo 1 día
Corredor de tasas	(-35 pb; 35pb)	(-25 pb; 25pb)	(-100 pb; 100pb)	Variable	250 pb	150 pb	200 pb	100 pb
Principales operaciones	Repo/ repo en reversa	Títulos del banco central	Repos	Repos y depósitos	Repos, títulos del banco central y depósitos a plazo	Repo en reversa	Repo en reversa, títulos del banco central y cuenta de estabilización monetaria	Repo en reversa, títulos del banco central y FX Swap
Plazos de las principales operaciones	1 a 360 días	1 a 360 días	Normalmente 7 y 1 día	Hasta 30 días	Variable	7 a 360 días	Variable	1,714 días y 1 mes / 3 meses a 2 años/ hasta 1 año
Frecuencia	Variable	Diaria	Diaria	Diaria	Variable	Diaria (1 semana)	Variable	Variable
Posición estructural de liquidez	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria
Factor más volátil de las proyecciones de liquidez	Flujos del Gobierno	Flujos del Gobierno	Depósitos del Gobierno	Flujos del Gobierno	Flujos del Gobierno	Utilización de la reserva de rupias, flujos del Gobierno y flujos de divisas	Flujos del Gobierno	Flujos del sector público
Otras medidas para el manejo de la liquidez	Compras y ventas de títulos soberanos y depósitos voluntarios	Depósitos a plazo, emisión de títulos y facilidades de crédito condicional	Compras y ventas de títulos soberanos, depósitos remunerados y emisión de títulos	Compras y ventas de títulos soberanos y depósitos voluntarios	FX repo, FX certificados de depósito y certificado de depósito	Compras y ventas de títulos soberanos, depósitos remunerados y repos a plazo	Cuenta de estabilización Monetaria, Compras y ventas de títulos soberanos	Compras y ventas de títulos soberanos

Fuente: Monetary policy frameworks and central bank market operations BIS compendium (2022).

9 En otras jurisdicciones, como por ejemplo los Estados Unidos o la zona del euro, no se emplea un corredor de tasas de interés, sino que la tasa de política opera como un piso para las tasas de interés de mercado. Véase, por ejemplo, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/the-feds-ample-reserves-approach-to-implementing-monetary-policy.htm> o <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op282-6017392312.en.pdf>

3. Proyecciones de oferta y demanda de base monetaria

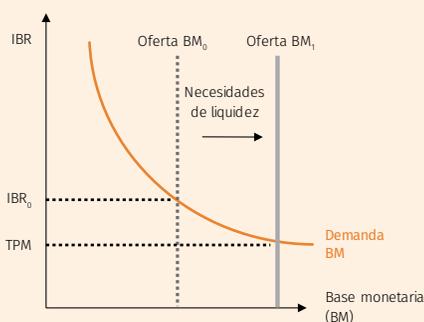
El dinero que suministra un banco central se denomina base monetaria, la cual se compone del efectivo y la reserva bancaria¹⁰. El efectivo corresponde a los billetes y monedas en poder del público¹¹, y la reserva bancaria a los recursos que mantienen los establecimientos de crédito (sociedades depositarias) en sus cajas o en sus cuentas de depósito en el Banrep para cumplir sus requisitos de encaje y para operar en el sistema de pagos. La base monetaria también se denomina dinero de alto poder, puesto que es a partir de ella que se soporta la expansión de otras formas de dinero más amplias¹² y del crédito.

Bajo el marco de inflación objetivo, ante una demanda de base monetaria dada por las distintas condiciones macroeconómicas, el Banrep ajusta la oferta de base monetaria propendiendo porque el mercado monetario se equilibre en un nivel de tasa de interés a un día igual a la TPM. La demanda de base monetaria se ve afectada por distintos factores, principalmente la actividad económica, la tasa de interés, el nivel de incertidumbre, las distintas tecnologías disponibles para hacer pagos, entre otros. Lo anterior está relacionado con el hecho de que el público demanda efectivo mayoritariamente para realizar transacciones (función medio de pago), como instrumento de ahorro o como precaución ante eventualidades (función depósito de valor). Los intermediarios financieros demandan reserva bancaria para sus necesidades de transacciones en el sistema de pagos de alto valor, para atender las obligaciones con sus clientes¹³, así como para cumplir el requerimiento de encaje (por tanto, está determinada por los saldos de los pasivos sujetos a este requisito). La oferta de base monetaria, por su parte, es resultado de todas las transacciones que hasta ese momento han afectado el efectivo en poder del público, los saldos de la caja o los depósitos de los establecimientos de crédito en el banco central.

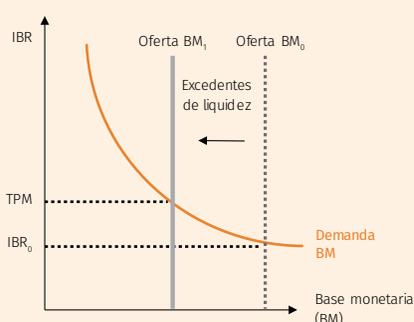
La relación negativa entre la demanda de base monetaria y la tasa de interés, así como su relación con las operaciones del Banrep en escenarios de necesidades y excedentes de liquidez, se ilustra de manera esquemática en el Gráfico R3.1. Como se mencionó, la tasa de interés que el Banrep sigue como referencia del costo del dinero a plazo *overnight* en el mercado es el IBR a dicho horizonte. La línea punteada vertical señala la oferta de base monetaria si en un momento determinado el banco central no realiza ninguna operación que la afecte. En el panel A, en ausencia de transacciones con el Banrep, el mercado se equilibraría

Gráfico R3.1
Oferta y demanda de base monetaria

A. Situación con necesidades de liquidez



B. Situación con excedentes de liquidez



Nota: la oferta BM_0 corresponde a aquella sin operaciones de liquidez adicionales del BR; la oferta BM_1 corresponde a operaciones de liquidez adicionales del Banrep.
Fuente: Banco de la República.

- 10 Otra forma de discriminar la base monetaria es dividirla entre los billetes y monedas en circulación, y el saldo en depósitos en el banco central.
- 11 En la base monetaria también se incluyen los saldos de los depósitos de particulares en el Banco de la República, que son los saldos en cuenta de depósito de entidades no financieras que participan en el sistema de pagos de alto valor (sistema de cuentas de depósito CUD), los cuales tienen una baja participación. Por simplicidad en la presentación, se incluyen como parte del efectivo.
- 12 Las definiciones más amplias de dinero incluyen instrumentos emitidos por el sistema financiero, como cuentas corrientes o cuentas de ahorro, entre otros.
- 13 Al respecto, los clientes de las entidades financieras requieren poder hacer traslados a otros intermediarios, y también poder retirar recursos en efectivo.

Cuadro R3.2
Esquema del balance del Banco de la República

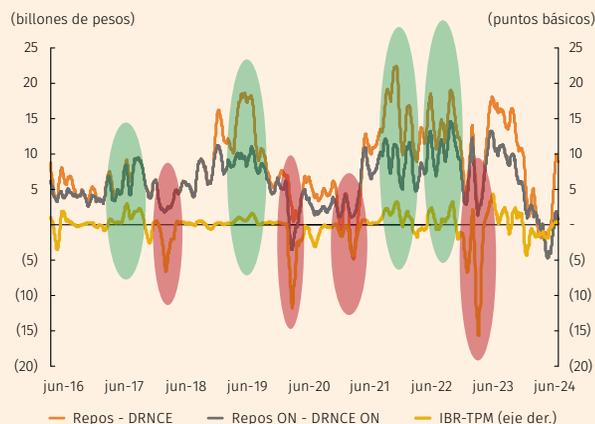
Activos	Pasivos
<ul style="list-style-type: none"> Reservas internacionales TES Repos Otros activos netos 	<ul style="list-style-type: none"> Base monetaria <ul style="list-style-type: none"> - Efectivo - Reserva Depósitos del Gobierno en pesos Depósitos de contracción (DRNCE^{a/})
	Patrimonio
	<ul style="list-style-type: none"> Capital Utilidades

a/Depósitos remunerados no constitutivos de encaje.
Fuente: Banco de la República.

a una tasa de interés (IBR_0) superior a la TPM. Si esta situación persiste, es decir, si la tasa de interés de corto plazo de la economía es superior a la que se considera compatible con el logro de la meta de inflación, el Banrep tendría *de facto* una postura más restrictiva que lo anunciado. En el caso en el que la oferta de base monetaria es insuficiente para equilibrar el mercado a una tasa cercana a la TPM, la economía tiene necesidades de liquidez y se requiere que el Banrep realice operaciones que permitan expandir la base monetaria. En el caso contrario, ilustrado en el panel B, la economía tiene excedentes de liquidez, lo que llevaría a que la tasa de interés del mercado fuera más baja que la TPM anunciada por el banco central (es decir, *de facto* la postura sería más relajada), por lo que se requiere recoger dichos excedentes. En ese escenario se dice que la economía tiene necesidades de contracción.

Con el fin de poder determinar qué tipo de operaciones requiere la economía y evitar situaciones en las que persistan necesidades o excedentes significativos de base monetaria, los cuales puedan desviar el IBR, el Banrep requiere realizar proyecciones de la oferta y de la demanda de base monetaria. Para la oferta de la base monetaria se hacen proyecciones de diferentes rubros del balance del Banrep. El Cuadro R3.2 muestra un esquema simplificado del balance del Emisor. La base monetaria constituye el principal pasivo para la autoridad monetaria y es contrapartida de los movimientos de otras cuentas. Por ejemplo, cuando el Emisor adquiere divisas¹⁴, abona pesos a las cuentas en el Banrep de los intermediarios financieros con quienes realiza dichas operaciones y, por tanto, incrementa la reserva bancaria y la base monetaria. Por el contrario, cuando el Gobierno aumenta el saldo de su cuenta en el banco central porque coloca deuda pública o recauda impuestos, la base monetaria cae. Dentro del esquema de inflación objetivo, buena parte de los movimientos en el balance del Banrep no obedecen a consideraciones sobre el suministro de liquidez. Por ejemplo, en el caso de los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN), los movimientos dependen de los flujos de ingresos y pagos que tiene el Gobierno Central, decisiones externas al Banrep. Para proyectar los flujos de caja en pesos del Gobierno en el Banrep, existen mecanismos de coordinación con el Ministerio de Hacienda que permiten hacerles un seguimiento detallado. Por su parte, la demanda de base monetaria se estima utilizando técnicas de series de tiempo que incorporan tanto su comportamiento reciente, como lo que se espera para distintos factores macroeconómicos.

Gráfico R3.2
Posición del Banrep y diferencia del IBR *overnight* frente a la TPM (promedio móvil de 20 días)



Nota: la posición del BanRep corresponde a la diferencia entre el saldo de repos y el saldo de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE). Se presenta la posición total y la posición a plazo *overnight* (ON).
Fuente: Banco de la República.

El Banrep elige los diferentes instrumentos para regular la liquidez de la economía, buscando una posición acreedora estructural, pero sin alcanzar niveles excesivos. El Emisor elige sus instrumentos, procurando mantener una situación en la que existan ciertos niveles de necesidades de liquidez. Como se observa en el Gráfico R3.2, en los momentos en que se han presentado excedentes de liquidez, e incluso necesidades de liquidez bajas, el IBR *overnight* ha mostrado desviaciones más significativas y persistentes que cuando la economía presenta necesidades de liquidez no tan bajas. No obstante, si dichas necesidades exceden cierto nivel, suelen evidenciarse presiones al alza en el IBR *overnight*.

Así, cuando se prevén diferencias amplias y persistentes entre la oferta y la demanda de base monetaria, se evalúa la utilización de instrumentos permanentes, es decir, la compra o venta de títulos. Cuando las diferencias entre la oferta y la demanda de base monetaria no son significativas, los requerimientos (excesos) de liquidez

14 Tal ha sido el caso en el transcurso de 2024 tras el inicio del programa de acumulación de reservas internacionales por USD 1500 millones anunciado en diciembre de 2023. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/jdbr-decidió-iniciar-programa-acumulacion-reservas-internacionales>.

se pueden suplir (retirar) mediante instrumentos transitorios. En ese sentido, las proyecciones de oferta y demanda de base monetaria, la temporalidad esperada de las necesidades o excesos de liquidez y el objetivo de evitar desviaciones significativas del IBR *overnight* frente a la TPM guían en gran medida el uso de instrumentos transitorios y permanentes para proveer o contraer liquidez al sistema. Cabe resaltar que la evaluación de la posibilidad de intervenir, comprando o vendiendo títulos, tiene en cuenta el entorno de los mercados en el momento en el que se plantean las operaciones y el hecho de que las proyecciones están sujetas a incertidumbre, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda.

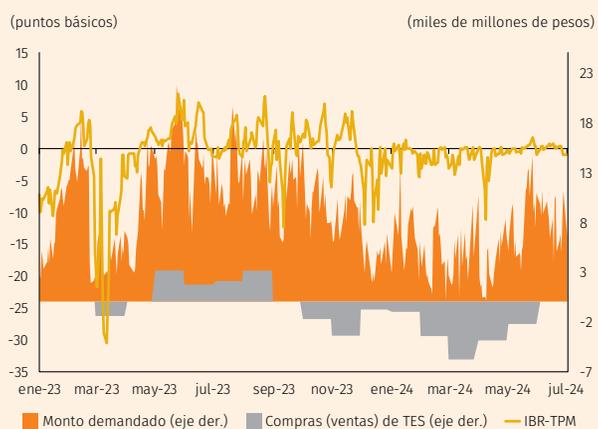
El Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria (CIMC) es el encargado de establecer las condiciones para realizar las operaciones que buscan regular la liquidez de la economía, con sujeción a los lineamientos establecidos por la JDBR. Este comité está conformado por el gerente general y los demás codirectores del Banrep, y un delegado del ministro de Hacienda, y toma como base para sus decisiones las proyecciones y análisis que realiza el equipo de la Gerencia Técnica del Emisor. El Comité se reúne de forma periódica, mientras que la Gerencia Técnica diariamente actualiza las proyecciones de corto plazo y hace seguimiento a las condiciones de los mercados. Esto permite ajustar de manera ágil y eficiente los cupos y los plazos de las subastas de repos de expansión y de depósitos de contracción (cuando estas últimas se realizan). El seguimiento diario también permite mantener informados a los miembros del Comité en los periodos intermedios entre las reuniones ordinarias, y permite convocar reuniones extraordinarias, de ser necesario.

4. Suministro de liquidez en el periodo 2023-2024

En cumplimiento de su objetivo operativo, el Banrep ha empleado instrumentos para proveer o contraer la liquidez de la economía, los cuales han permitido que el IBR *overnight* se ubique muy cerca de la TPM durante 2023 y lo corrido de 2024 (Gráfico R3.3). En 2023 el IBR fue inferior a la TPM en 0,4 pb en promedio (mínimo -30,6 pb y máximo 8,5 pb) y en el primer semestre de 2024 en 0,8 pb (mínimo -11,7 pb y máximo 1,7 pb). En línea con lo mencionado, durante 2023 y lo corrido de 2024 se evidencia que son más pronunciadas las desviaciones negativas.

Durante 2023 se observó una desaceleración marcada de la demanda de base monetaria, con lo que se reversó el incremento que había registrado durante la pandemia. En términos nominales, entre el cierre de 2022 y el cierre de 2023, el saldo de la base monetaria permaneció estable (subió COP 34 mil millones, 0,02%). La demanda de efectivo, su principal componente, se había incrementado de forma significativa en la pandemia, lo cual reflejó la preferencia por activos líquidos en medio de una incertidumbre elevada. Sin embargo, en 2023 se consolidó su regreso hacia el nivel tendencial calculado con información antes del inicio de la pandemia (lo cual había iniciado en 2022), y se presentaron las variaciones anuales más bajas en lo corrido del siglo (en términos nominales y reales)¹⁵. Como se observa en el Gráfico R3.4, la reversión del choque fue más pronunciada que el choque en sí mismo. Lo anterior, en un entorno de menor dinamismo de la actividad económica en comparación con los periodos anteriores, y de tasas de interés y de inflación que permanecían en niveles elevados. Es importante destacar que las tasas de interés y la inflación representan costos de oportunidad para los tenedores de efectivo (al igual que para los tenedores de otros activos líqui-

Gráfico R3.3
Evolución de la diferencia entre la IBR-TPM, compra y venta de TES del BR y monto adjudicado en operaciones repo



Compras - Ventas de TES (billones de pesos)					
ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23
-	-	-1,5	-	3,1	1,7
jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23
2,1	3,1	-	-1,8	-3,4	-0,8
ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24
-1,0	-3,5	-6,0	-4,0	-2,3	-

Fuente: Banco de la República.

15 En 2023, con información semanal (a viernes), el efectivo presentó una variación anual promedio de -0,08%, correspondiente a -11,3% en términos reales (utilizando el IPC como deflactor).

Gráfico R3.4
Efectivo en poder del público
(saldo real desestacionalizado)



Nota: se utilizó el IPC total como deflactor. Series desestacionalizadas utilizando X13-ARIMA-SEATS. Se empleó el filtro Hodrick-Prescott para calcular la tendencia pre-covid utilizando datos hasta febrero de 2020, y la muestra completa para la tendencia actual.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.5
Reserva requerida
(saldo real)



Nota: se utilizó el IPC total como deflactor.
Fuente: Banco de la República.

dos, como las cuentas corrientes y de ahorro). En cuanto a la reserva bancaria, el menor crecimiento de los pasivos sujetos a encaje y la recomposición desde depósitos a la vista (como las cuentas corrientes y de ahorro) hacia pasivos a plazo (como los CDT), cuyo coeficiente de encaje es más bajo¹⁶, también implicó una desaceleración significativa de la reserva requerida¹⁷ (Gráfico R3.5).

En el corrido de 2024 hasta el cierre de junio, en términos nominales se siguen observando crecimientos bajos en la demanda de base monetaria, aunque superiores a los registrados en 2023. Al cierre de junio el saldo de la base monetaria se redujo COP 6,0 billones (3,8%) en comparación con el cierre de diciembre de 2023, debido, principalmente, a la caída estacional que tiene el efectivo, que tiende a alcanzar un máximo a finales de cada año. Sin embargo, su saldo ha presentado algunos incrementos en el margen. En la misma dirección, el saldo de las cuentas corrientes y de ahorro ha vuelto a subir y ha aumentado su participación dentro del total de pasivos sujetos a encaje, lo que resulta en un mayor saldo de la reserva requerida y, por ende, de la reserva bancaria.

En el periodo de análisis el Banrep realizó las operaciones pertinentes para garantizar el suministro adecuado de liquidez primaria, buscando que las diferencias entre la oferta y la demanda de esta no generaran presiones significativas en el mercado monetario. Lo anterior implicó alternar periodos de ventas y de compras de TES, la realización de subastas de depósitos de contracción y las de repos de expansión a plazos mayores a los habituales de siete días y *overnight*. En particular:

- **En los primeros meses de 2023 el Banrep combinó la realización de subastas de DRNCE (desde finales de febrero y hasta mediados de abril), junto con ventas de TES en el mes de marzo¹⁸,** las cuales buscaron compensar la fuerte expansión generada por el vencimiento de TES UVR del 23 de febrero, así como los pagos y vencimientos de TES de corto plazo, y de cupones de principios de marzo.
- **En el segundo y tercer trimestre de 2023 se empezaron a incrementar las necesidades de liquidez a niveles relevantes, lo cual se estimaba que podía persistir algunos meses, por lo que en mayo el Banrep inició compras de TES¹⁹. En adición a lo anterior, el Emisor apoyó la provisión de liquidez mediante operaciones repo de mayor plazo a su estándar de siete y un días²⁰.** Esto, ante el importante nivel de los depósitos de la Tesorería General de la Nación en el Banrep, que alcanzaron máximos entre agosto y septiembre (Gráfico R3.6) y la acumulación de vencimientos de CDT, entre otros factores²¹.

16 La participación de los depósitos a la vista (cuyo coeficiente de encaje es 8%) como cuentas corrientes y cuentas de ahorro pasó del 63,9% en promedio en 2022 al 54,3% en 2023. Por su parte, los pasivos sujetos a encaje a plazo menor o igual a dieciocho meses, que corresponden principalmente a CDT y tienen un coeficiente de encaje del 3,5%, tuvieron una participación promedio del 26,2% (vs. 18,4% en 2022). Por último, aquellos con un plazo mayor a dieciocho meses, que corresponden a CDT y bonos principalmente (con coeficiente de encaje 0%), pasaron de representar el 17,7% en promedio en 2022 a 19,5% en 2023.

17 El exceso de reserva suele ser cercano al 3% del total de la reserva requerida.

18 En dicho mes, el Banrep realizó ventas de TES en el mercado secundario por COP 1,5 billones.

19 Entre mayo y agosto el Banrep realizó compras de TES por cerca de COP 10 billones.

20 Desde mayo se ofrecieron repos a plazos de treinta y catorce días, además de los usuales de siete días y *overnight*. En agosto y septiembre se ofrecieron también repos a 90 y 180 días.

21 Para mayor detalle sobre los diferentes factores que incidieron en las necesidades de liquidez del sistema en el segundo y tercer trimestre de 2023, véase el recuadro

Gráfico R3.6
Saldo y volatilidad de los depósitos de la DGCPNT^{a/} en el Banco de la República

A. Saldos diarios^{b/}



B. Volatilidad saldos DGCPNT^{c/}



a/ Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional.
b/ Incluye saldos remunerados y no remunerados. No incluye el saldo de los depósitos de control monetario.
c/ Se usó un modelo GARCH (1,1) que incluye la modelación de la media con un modelo ARMA de ordenar = 5 y ma = 3.
Fuente: Banco de la República.

- **Desde octubre de 2023 y hasta mayo de 2024, el Banrep realizó ventas de TES²².** En los primeros meses, las ventas se realizaron en anticipación al efecto expansionista que, sobre la base monetaria, tiene la reducción estacional a finales de cada año los depósitos del Gobierno en el Banrep, dado que en esta época se concentran buena parte de sus pagos. En 2024 las ventas buscaron compensar los bajos niveles en los que se ubicaron los depósitos del Gobierno en el Emisor²³, los cuales, además, exhibieron una volatilidad mayor a la usual (Gráfico R3.6). En este periodo solo se realizaron subastas de DRNCE en algunos momentos, dada la demanda observada en la ventanilla de contracción²⁴.

El Banrep sigue con su compromiso de mantener un adecuado balance en la liquidez de la economía. El Banrep cuenta con un marco de implementación de su política monetaria robusto que ha demostrado su conveniencia y adaptabilidad en diferentes coyunturas. La combinación de instrumentos de liquidez, tanto transitoria como permanente, han permitido alcanzar el objetivo operativo, contribuyendo a la adecuada transmisión de las decisiones de política monetaria, reforzando la credibilidad en la política monetaria, y permitiendo un manejo adecuado de su liquidez por parte del sistema financiero.

“Situación reciente de liquidez y el rol del Banrep”, publicado en el *Reporte de Mercados Financieros* del Banco de la República en el tercer trimestre de 2023 (banrep.gov.co).

- 22 Entre octubre y diciembre de 2023 el Banrep realizó ventas de TES por COP 6 billones, y entre enero y mayo de 2024, por COP 16,5 b adicionales.
- 23 Los depósitos del Gobierno en el Banrep usualmente se recuperan después de alcanzar un mínimo al cierre de cada año. Sin embargo, en 2024 han permanecido en niveles bajos.
- 24 En la ventanilla, los depósitos de contracción se constituyen a plazo *overnight* y su remuneración es 100 pb por debajo de la TPM. A diferencia de las operaciones repo y de DRNCE, que tienen un cupo asignado, las operaciones de ventanilla no lo tienen.