

# MERCADO FINANCIERO Y CONTROL MONETARIO

## I. Introducción

En varias oportunidades el Banco de la República ha resaltado la conveniencia de orientar el manejo de la política monetaria empleando mecanismos que consulten las condiciones del mercado. Particularmente, instrumentos tales como las operaciones de mercado abierto, el crédito de muy corto plazo a los bancos (operaciones REPOS) y el cupo ordinario a los establecimientos de crédito, se han venido reformando para tener en cuenta dicha orientación. De esta manera se pretende una mayor neutralidad en los efectos que se derivan del manejo de los instrumentos de control monetario y se busca crear un ambiente propicio para acelerar el desarrollo del mercado financiero.

En general, la política financiera propende por la formación y fortalecimiento del mercado financiero, para estimular una mayor generación de ahorro y su mejor asignación económica. A su vez, la política monetaria tiene como propósito fundamental el garantizar un volumen de liquidez compatible con metas de crecimiento económico y de estabilidad de precios. Estos objetivos de política, si bien son diferentes, están íntimamente relacionados en la medida en que la oferta y la demanda de dinero constituyen ingredientes importantes del mercado financiero. Por lo tanto, toda intervención en uno cualquiera de estos frentes tiene efectos sobre el otro.

Las interrelaciones entre los dos mercados (de dinero y de ahorro) permiten

observar los efectos que tiene la política monetaria sobre la evolución de las variables crediticias y, por lo tanto, dependiendo de la manera como se ejecute dicha política, se verán los efectos sobre el desarrollo de los mercados crediticios. Es así como mecanismos de regulación monetaria que consultan el mercado y operan dentro de él, posiblemente contribuyen a su desarrollo; por el contrario, utilizar herramientas que ignoran dichas realidades, es un procedimiento poco eficaz y tiende a restringir la evolución del sector financiero.

Si se acepta que el desarrollo del sector financiero debe tenerse en cuenta como un objetivo importante en términos de crecimiento económico, las consideraciones de largo plazo aconsejan utilizar instrumentos monetarios compatibles con el mercado para que se logre dicho propósito, en vez de mecanismos que tiendan a inhibirlo. En el examen de esta tesis, que es el tema central de las presentes Notas, analizaremos las razones por las cuales consideramos que la orientación dada a la política monetaria, y la manera como se ha venido poniendo en práctica, favorecen la evolución del sector financiero y el crecimiento económico.

## II. El proceso de desarrollo financiero

### Definición y componentes

El desarrollo del mercado financiero debe entenderse como la ampliación de las

opciones y estímulos para que los excesos de liquidez provenientes de agentes superavitarios<sup>(1)</sup> puedan fluir de manera ágil hacia utilizaciones productivas por parte de las unidades económicas con déficit de recursos, a través de canales adecuados que consulten las preferencias en cuanto a rendimientos, plazos, etc. Lo anterior supone la diversificación de instrumentos negociables emitidos tanto por instituciones financieras como no financieras, dentro de una amplia variedad, que permita elegir entre títulos valores de diferentes características, de modo que los prestatarios y prestamistas encuentren aquellos que satisfacen sus preferencias y necesidades. Sólo en estas condiciones se facilita la armonía entre las necesidades y expectativas de agentes con excesos y con faltantes de financiación, y por lo tanto conduce a diversificar el riesgo (en contraposición a la "intermediación directa") y a maximizar la eficiencia en la utilización de los recursos líquidos de la economía.

Uno de los objetivos finales del desarrollo financiero es facilitar la transformación de plazos, requerida en la financiación de proyectos de larga maduración. Para ello deben fomentarse las transacciones con títulos de mediano y largo plazo que permitan la consolidación del mercado de capitales. El desarrollo del mismo (acciones, bonos, participaciones) es el último elemento de un proceso de evolución económica que comprende varias etapas. El primer componente lo constituye un mercado de dinero eficiente, para lo cual es fundamental que exista una amplia movilidad de recursos entre el Banco Central y los intermediarios financieros y de estos últimos hacia los demás agentes de la economía; el mercado interbancario es parte esencial de un buen funcionamiento monetario y debe operar ágilmente. Este desarrollo del mercado del dinero es un requisito para equilibrar las necesidades de los oferentes de

liquidez con las de los usuarios del crédito o demandantes de dinero.

El segundo eslabón está en el mercado crediticio. Entendemos por mercado crediticio desarrollado, aquel en que existe una amplia gama de activos financieros y una suficiente competencia a su interior, de tal manera que las condiciones de tasas de interés y plazos se establecen de acuerdo con la oferta y demanda de los participantes. En un mercado como éste existen desde operaciones de muy corto plazo (un día e incluso menos) hasta transacciones a largo término (25 ó 30 años e incluso bonos a perpetuidad), con una estructura de tasas de interés que tiende a reflejar la escasez o abundancia relativas de los distintos instrumentos de crédito.

Por el contrario, un mercado financiero atrasado es aquel que sólo moviliza volúmenes limitados de recursos, debido a que predominan serias imperfecciones, tales como tasas de interés rígidas (generalmente controladas); reducido número de participantes; restricciones arbitrarias a las transacciones entre agentes; poca libertad en entrada y salida de intermediarios; elevados niveles de encaje; pocas innovaciones financieras legítimas (i. e., aquellas que tienden a abaratar los costos de transacción para un nivel dado de riesgo), y otras trabas al otorgamiento de crédito (topes al nivel de la cartera, inversiones forzosas, etc.). En un ambiente de restricción financiera, las posibilidades de transferencia temporal de los excesos de liquidez entre los distintos agentes se ven limitadas, entorpeciendo el normal funcionamiento de los negocios. Los efectos nocivos de un ordenamiento de este tipo sobre el proceso ahorro-inversión son bien conocidos; nótese, sin embargo, que la estrategia de

(1) Excesos transitorios de las empresas, ahorro de las familias, constitución de fondos de reservas (pensiones, por ejemplo), etc.

continuar con mercados financieros "reprimidos" tiene también defensores entre aquellos que, o bien se benefician de los subsidios o rentas que surgen de la falta de transparencia de esta opción (al carecer de un mercado para asignar los recursos), o bien porque se cree es posible y más eficiente dictar la asignación del crédito. Ciertamente la primera opción es muy discutible y en cuanto a la segunda, la preferencia "dirigista", pues cada vez los hechos y la experiencia demuestran más claramente sus deficiencias y limitaciones.

### Su relación con el progreso económico

La teoría económica reconoce hoy en día que el avance del sistema financiero debe ser un elemento activo del proceso de crecimiento económico. Ya no se considera que aquel sea meramente un soporte de la actividad productiva, que se adapta pasivamente a los requerimientos de la misma, porque no desempeña un papel dinámico en su evolución. Se acepta que la intermediación financiera cumple una función central por su capacidad para influir en el nivel y expansión del ahorro interno, en el ritmo y calidad de las inversiones, en la apertura y dinamismo de los negocios y en la misma defensa de la solvencia externa de un país. De allí la importancia que tienen las acciones para promover la consolidación del sector financiero en condiciones que faciliten la canalización de excedentes temporales de liquidez hacia usos adecuados en términos de rentabilidad y riesgo.

Como es ampliamente aceptado, el crecimiento económico está sustentado, en buena parte, en la relación y proceso de ahorro-inversión. Por este motivo, al favorecer las condiciones para elevar las tasas de ahorro, y más aún ahorro transferible (financiero), es claro que con ello se abren mayores posibilidades a la inversión; así mismo, cuando se consigue un uso más eficiente de los recursos de

ahorro, se incrementan, por definición, la inversión y por consiguiente el crecimiento. El desarrollo financiero agiliza y facilita estos procesos, mediante operaciones que le permiten a las unidades superavitarias y deficitarias ajustarse a las condiciones del mercado minimizando, al mismo tiempo, las tenencias individuales de liquidez.

A su vez, la evidencia empírica aportada por varios estudios recientes indica la existencia de una estrecha correlación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico<sup>(2)</sup>, particularmente en las experiencias donde este último ha sido estimulado por episodios de liberalización financiera. En efecto, en una muestra seleccionada de países, durante el período 1971-1980, aquellos que han registrado mayores tasas de crecimiento en su producto, han sido en general los que poseen o han desarrollado un mayor grado de profundización financiera. Está comprobado, además, que los países que exhiben un mayor grado de avance económico muestran también los mercados financieros más desarrollados. El caso de los países del Sudeste asiático es bien ilustrativo sobre este particular, porque éstos han presentado procesos acelerados de desarrollo, acompañados siempre del progreso de sus mercados financieros. En cambio, los países con menores índices de crecimiento económico tienden a ser aquellos que han mostrado parálisis en su evolución financiera y mantenido tasas de interés reales marcadamente negativas.

Desde luego es necesario señalar que, si bien reconocemos la existencia de rela-

(2) Cabe citar particularmente los análisis de Maxwell Fry en "Money Interest and Banking in Economic Development", The John Hopkins University Press, 1988 y de Ronald Mc Kinnon "Financial Liberalization and Economic Development", International Center for Economic Growth, 1988. La muestra de países usada en dichos análisis se basa en la utilizada por el FMI en 1983 para un estudio sobre políticas de tasas de interés y cubre el período 1971-1980.

ciones positivas entre crecimiento económico y desarrollo financiero, ello no implica que se esté planteando inequívocamente la observación de funciones causales y unidireccionales entre dichas variables. Para que los resultados positivos se den se necesita que otros factores sean propicios; es decir, no basta reformar los sectores financieros para garantizar el crecimiento económico si antes no se adoptan políticas macroeconómicas correctas en los demás frentes. Según la experiencia de los países con mayor dinamismo económico, tal transformación ha estado acompañada de políticas en las áreas fiscal, cambiaria, monetaria y de comercio exterior, cuya actuación conjunta ha permitido el avance de los mercados crediticios y la generación de altas tasas de crecimiento del producto.

En el caso colombiano, como veremos más adelante, se han venido haciendo esfuerzos importantes para darle a la política monetaria una dirección que haga viable un desarrollo acelerado del sector financiero. Pensamos que gracias a ello, a lo largo de un extenso período, se han logrado avances significativos hacia una mayor profundización financiera, al punto que la relación activos financieros sobre PIB, que era en 1970 de apenas 5.4%, llegó a niveles cercanos al 15% hacia finales de 1980 y actualmente se ubica alrededor del 23% (véase Cuadro 1). Así mismo, las instituciones financieras que hace sólo dos decenios eran muy reducidas, con influencia determinante de los bancos comerciales, han evolucionado a una estructura más diversificada, con presencia de entidades como las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial, entre otras. Lo anterior, aunado a la creación de títulos valores de diferentes características de liquidez y maduración ha fortalecido la actividad financiera, traduciéndose ello en una mayor movilización de recursos y en aumentos del ahorro transferi-

ble. Evidentemente esta evolución no ha estado exenta de altibajos y aún de retrocesos durante algunos años de las últimas décadas, pero visto el fenómeno en su conjunto se concluye, indudablemente, que ha habido un avance considerable.

CUADRO 1  
Principales activos financieros

(Millones de pesos)

	Saldo fin de		
	1970	1979	1988
Depósitos de ahorro .....	3 426	45 962	389 690
Depósitos en CAV .....	—	53 018	911 393
CDT — Bancos .....	239(1)	13 621	541 703
CDT — Corfinancieras .....	—	13 315	112 665
Documentos por pagar CFC .....	—	9 743	180 940
Cédulas hipotecarias .....	3 277	10 844	82 383
Bonos desarrollo económico .....	—	5 383	0
Bonos cafeteros .....	162(2)	4 222	449
Títulos Ahorro Cafetero .....	—	2 373	59 909
Certificados cafeteros valorizables .....	—	—	10
Certificados eléctricos valorizables .....	—	—	4 558
Títulos Ahorro Nacional - TAN TER .....	—	—	181 427
TER .....	—	—	24 338
<b>Subtotal .....</b>	<b>7.104</b>	<b>158.481</b>	<b>2.494.410</b>
Certificados de Cambio .....	—	12 166	24 229
Títulos canjeables .....	—	288	59 884
Títulos de participación .....	—	7 066	96 391
Títulos agroindustriales .....	—	4 273	6 492
<b>Subtotal .....</b>	<b>—</b>	<b>23 793</b>	<b>186.996</b>
<b>Total ahorro financiero ...</b>	<b>7.104</b>	<b>182.274</b>	<b>2.681.406</b>
PIB (nominal) .....	132 768	1 188 817	11 696 245
Ahorro financiero/PIB (%)	5.4	15.3	22.9p

p: Proyección.

(1) Incluye depósitos a término de bancos y corporaciones.

(2) Bonos corporaciones financieras.

Fuente: Banco de la República, Investigaciones Económicas.

### III. El control monetario y el mercado financiero

El desarrollo de un sector financiero sólido y un mercado de capitales eficiente y amplio constituyen, pues, elementos necesarios para la expansión sostenida de la economía. Para conseguir este primer propósito se necesita que la política monetaria sea consistente con tal objetivo. Veamos los aspectos centrales de esta interrelación.

Los avances teóricos recientes han hecho énfasis en el impacto que producen distintas formas de control monetario sobre la evolución del sector financiero<sup>(3)</sup>. Se ha señalado, en primer lugar, que el uso exclusivo de instrumentos de control directo, tales como: la exigencia de altos encajes no remunerados sobre las captaciones; la práctica común de asignación burocrática de las inversiones y el crédito, a menudo en condiciones subsidiadas; la fijación administrada de ciertos precios (tasa de interés), configuran un ambiente impropio para el funcionamiento de las instituciones que operan en el mercado, dando lugar al fenómeno conocido como de "represión financiera". En situaciones como ésta se vuelven frecuentes las tasas de interés negativas en términos reales, que desalientan la demanda de activos financieros, fragmentan los mercados de capitales y entorpecen tanto el monto como la calidad de las inversiones productivas y fomentan la fuga de capitales, debilitando así la balanza de pagos.

Los mercados crediticios reprimidos son en buena medida, consecuencia de la clase de instrumentos usados para la ejecución de la política monetaria. Para ilustrar este punto tal vez basta con resumir la experiencia de Argentina de finales de la década pasada. Allí se optó por centralizar en el Banco Emisor las decisiones crediticias del sistema, en aras de lograr mayor control monetario. Para ello se establecieron encajes del 100% sobre los depósitos, lo cual implicaba que los bancos solamente podían prestar para los fines fijados en las normas del redescuento con cargo a dichos encajes, en cuantías compatibles con las metas de expansión monetaria. Es claro que en un ambiente tan restringido, en razón de la forma escogida para ejecutar la política monetaria, las posibilidades de que el mercado financiero operara eran mínimas. Ello fue una de las causas para que el sistema bancario de ese país sufriera

enormes traumatismos y se viera imposibilitado para cumplir su función de movilización eficiente de recursos.

Por el contrario, los mercados financieros avanzados se caracterizan por operar dentro de un ámbito en el cual las restricciones a su funcionamiento, derivadas de acciones tendientes a obtener una determinada meta monetaria, son prácticamente inexistentes. Así, en tales mercados los niveles de encaje son reducidos (inclusive cero, en el caso del Canadá). No existen límites a la expansión del crédito y menos aún inversiones forzosas. En cambio, se emplean instrumentos de control indirecto, o de mercado, porque éstos regulan también los agregados monetarios y las tasas de interés, pero a partir de la relación que existe entre oferta monetaria y la moneda de reserva (reserva bancaria). Es esta última la que, en cierto grado, pueden determinar las autoridades.

Es así como, para ser consistentes con la perspectiva de promover el desarrollo del mercado de capitales y el fortalecimiento institucional del sector financiero, debemos concluir que el manejo monetario debe otorgar un mayor énfasis a reconocer las condiciones del mercado, en forma tal que la política monetaria sea un factor de promoción de la actividad financiera y no un freno a su desarrollo, porque la utilización indiscriminada y permanente de controles directos, implica que las metas monetarias se obtienen por determinación administrativa. Ello es distinto a renunciar a la función orientadora del Estado y a la labor fundamental de regulación y supervisión que deben ejercer las entidades oficiales encarga-

(3) Al respecto véase: Bank for International Settlements. *Changes in "Money-Market Instruments and Procedures: Objectives and Simplifications"*, Basle, 1986. Bingham T.R.G. *"Banking and Monetary Policy"*. OECD, Paris, 1985. Johnston, Barry and Odd Per Brekk. "The Development of Market-Bases Instruments of Monetary Control: Issues and Recent Experiences in Developing Countries", IMF, Central Banking Seminar, Washington, 1988.

das de garantizar tanto la buena marcha del sector como al público la idoneidad y solvencia de los intermediarios.

La política monetaria en Colombia, se ha caracterizado durante largos períodos por el uso exclusivo de controles directos, específicamente a través del manejo de los encajes, las inversiones forzosas y el control administrativo de las tasas de interés y, consecuentemente, por un grado casi nulo de intervención del Banco de la República en el mercado de dinero. Sin embargo, ya en la presente década se va consolidando el cambio y la participación del Banco Emisor mediante operaciones de mercado abierto alcanza un desarrollo significativo, permitiendo en la actualidad esterilizar recursos superiores al 40.0% de la reserva bancaria; en forma simultánea se da comienzo a un proceso de reducción de los encajes monetarios, el cual se inicia en 1983 con el desmonte total del encaje marginal vigente desde la segunda mitad de los años setenta; ello permitió que la relación entre reserva bancaria y captaciones totales, para los bancos comerciales, que alcanzó niveles superiores a 40% en 1979, en la actualidad se sitúe alrededor del 20% (véase Cuadro 2).

Si bien el uso del encaje como instrumento de control monetario se ha venido reduciendo y sus niveles promedio han disminuido en forma importante, aún queda campo para mayores avances. De otra parte, la carga cuasi-fiscal de las inversiones forzosas del sector financiero sigue siendo costosa, no obstante los cambios fundamentales que éstas han experimentado. En la medida en que se continúe avanzando en la dirección de una mayor disciplina fiscal para que no caiga un peso innecesario sobre los instrumentos de control, y en cuanto se logre financiar adecuadamente el déficit esperado, será posible en el futuro próximo continuar avanzando en la búsqueda de tasas de encaje compatibles con el avance de

CUADRO 2

### Importancia de los instrumentos de control monetario

Fin de:	Reserva esperada (1) Captaciones (2) %	OMA/ Reserva esperada (1)
1979 .....	40.85	10.95
1980 .....	36.61	23.38
1981 .....	31.54	17.34
1982 .....	31.58	14.29
1983 .....	24.99	2.78
1984 .....	19.71	0.00
1985 .....	18.85	0.00
1986 .....	17.97	77.12
1987 .....	20.25	56.73
1988 .....	21.43	40.99

(1) Encaje monetario esperado = Caja y depósitos en el Banco de la República menos posición de encaje.

(2) Incluye: Cuentas corrientes, depósitos de ahorro y CDT.

Fuente: Banco de la República, Investigaciones Económicas, balances mensuales consolidados.

las instituciones financieras. Esta orientación no sólo redundará en un fortalecimiento de las entidades, sino que por la mayor competencia que favorece, permitirá rebajar los márgenes financieros de las mismas en beneficio de las tasas de interés que pagan los usuarios del crédito.

## IV. Implicaciones de diversas formas de manejo monetario

Al entrar en más detalle, encontramos que la diferencia principal entre las dos formas generales de control radica en el impacto sobre los costos a cargo de los agentes económicos, de cada una de ellas. Cuando se trata de los controles directos, el costo recae sobre sectores específicos de la economía, en particular las instituciones del sector financiero. La expansión y rentabilidad de estas entidades se ven afectadas en forma directa, entre otras razones, porque la posibilidad de

trasladarlas a los usuarios del sistema depende, en buena parte, del grado de competencia que prevalezca en el sector. Actividades como la industrial y la comercial se afectan también cuando los mecanismos directos que se aplican son del tipo de los depósitos previos a la importación, con fines de esterilización monetaria.

Los instrumentos de mercado ejercen, en cambio, una incidencia, sobre el conjunto de las actividades económicas y por ello presentan un carácter más neutral. Es decir, los costos implícitos del control monetario se distribuyen de manera más o menos pareja, entre los distintos sectores, a través de las tasas de interés.

Los controles directos sobre el crédito, mediante elevados requerimientos de encajes no remunerados, desestimulan la expansión del sector financiero regulado. La experiencia ha demostrado que cuando el encaje se sitúa en niveles muy elevados y las autoridades no reconocen ningún rendimiento a dichas reservas, el instrumento no sólo se convierte en una pesada carga que afecta la rentabilidad de las instituciones, sino que pierde efectividad con el tiempo, puesto que las entidades financieras buscan crear modalidades de captación que escapan a ese requerimiento legal, restándole capacidad como instrumento monetario y alentando la diversificación de papeles financieros <sup>(4)</sup>. Así mismo, genera presiones al alza en las tasas de interés del crédito para compensar los altos volúmenes de recursos improductivos que se deben mantener o para absorber los elevados e invisibles "subsidios cruzados" que otorgan los intermediarios.

Debe señalarse que aunque los instrumentos de control directo aparentemente permiten obtener los propósitos buscados, a la postre, si son mantenidos por períodos prolongados, terminan por ser evadidos; adicionalmente, su administración resulta difi-

cil y costosa, y generan ineficiencias y falta de transparencia por parte de las autoridades monetarias sobre los acontecimientos del sector financiero. Por ejemplo, en todas las economías el mantenimiento de controles administrativos permanentes sobre las tasas de interés ha conducido al surgimiento de mercados informales de dinero, en detrimento del sector institucional, a tiempo que ha llevado al surgimiento de modalidades para eludir en la práctica dichos controles.

De igual manera, se distorsiona el mercado de fondos prestables, al generarse desequilibrios entre la oferta (que se desalienta) y la demanda (que se incrementa), generando presiones sobre la autoridad monetaria para cubrir los faltantes. Por estas razones, hoy en día este tipo de instrumento directo prácticamente ha desaparecido en los países avanzados y tiende a eliminarse, gradualmente, en un número creciente de países en desarrollo.

Como ya se mencionó, la fijación administrativa de las tasas de interés fue un fenómeno generalizado en el país, hasta comienzos de la década pasada. En 1974 se inicia un proceso gradual de flexibilidad de las mismas, que cubre algunas formas de ahorro y el crédito ordinario. Luego en 1980 se da un paso fundamental en el mismo sentido, al permitir la libre negociabilidad de los Certificados de Depósito a Término, CDT, con lo cual estos se convierten en uno de los principales instrumentos de captación de los bancos comerciales, al punto de pasar de representar el 8.6% de las captaciones de los bancos en 1979 a un 33.0% en la actualidad.

(4) Un claro ejemplo del proceso lo constituye el fenómeno reciente de emisión y colocación de bonos por el sector empresarial, con lo cual, si bien se da el doble resultado de remunerar mejor al ahorrador y reducir los costos del crédito, también implica desintermediación financiera junto con presiones al alza sobre las tasas de interés al ahorro.

Con posterioridad a 1980, en dos oportunidades se han establecido controles sobre las tasas de interés, con carácter estrictamente transitorio y bajo condiciones bastante diferentes a las vigentes en la década pasada. En efecto, la implantación de controles a las tasas de interés tanto en el primer semestre de 1986 como en el último trimestre de 1988, obedeció en especial a la necesidad de acelerar el proceso de ajuste que debería darse en el mercado, conocidas las condiciones prevalecientes en el mismo, pero que debido a la presencia de rigideces a la baja en las tasas, tales descensos no ocurren oportunamente. Sin embargo, la autoridad monetaria explicó con claridad que la vigencia del control sería eminentemente temporal, y en efecto, se desmontó cuando se obtuvieron los resultados buscados.

En lo referente a la asignación administrativa del crédito, cuando la tasa de interés no refleja los riesgos y la rentabilidad de los proyectos, se generan condiciones para un empleo deficiente de los préstamos, ya que éstos comienzan a fluir hacia actividades con tasas de retorno inferiores. Así, se benefician, sectores menos productivos pero que por una u otra razón logran hacerse al crédito racionado, y con ello, obviamente, se afectan las posibilidades de crecimiento. Sobre este aspecto, debemos señalar las modificaciones que ha introducido la autoridad monetaria en materia del crédito de fomento al punto que casi la totalidad de estas operaciones cuenta ahora con tasas de interés flexibles y por lo general positivas en términos reales, y su operatividad se ha centrado básicamente en la fijación de los márgenes de intermediación.

En resumen, la puesta en práctica de un manejo monetario concentrado cada vez más en mecanismos de mercado exige un tratamiento flexible de las tasas de interés; la reducción gradual de las inversio-

nes forzosas y de los encajes; el fomento de la competencia interinstitucional, y la decisión de impulsar el desarrollo de los mercados monetarios de corto plazo. En este aspecto, conviene resaltar que la acción del Banco de la República en el mercado con Títulos de OMA y las operaciones REPOS, ha procurado contribuir en forma activa al avance de los mercados financieros (véase Cuadro 3). Igualmente, la negociabilidad otorgada a los títulos para encaje de los CDT e inversión de Ley 5a, amplió el abanico de opciones de inversión en el mercado y liberó al sistema bancario de su tenencia obligatoria, sustituyéndola por la simple suscripción primaria de los mismos (Resoluciones 57 y 72 de 1987 de la Junta Monetaria).

CUADRO 3  
Participación de papeles del Banco de la República  
(Millones de pesos y porcentajes)

Período	Participación del Banco de la República en las transacciones bursátiles		
	Total negociado (1)	Total Bco. Rep. (2)	%
1980 .....	60 699	45,847	75.5
1981 .....	91 727	63 872	69.6
1982 .....	85 503	58 662	68.6
1983 .....	94 481	44 705	47.3
1984 .....	151 944	63 263	41.6
1985 .....	327 296	239 827	73.3
1986 .....	357 721	198 584	55.5
1987 .....	557 694	305 089	54.7
1988 .....	493 959	191.052	38.7

(1) Incluye transacciones en las Bolsas de Bogotá, Medellín y Cali.  
(2) Incluye Certificados de cambio, títulos de participación y títulos canjeables.  
Fuente: Boletines mensuales bolsas de valores

## V. Estrategias de intervención en el mercado

La función básica de un banco central es garantizar niveles de liquidez adecuados

para que el funcionamiento de la economía sea normal. Esto tiene un doble significado; de una parte, quiere decir la activa participación del Banco para compensar los movimientos bruscos de origen externo en las distintas cuentas del balance del Banco Central (por ejemplo, incremento de las reservas internacionales o variación en los depósitos de tesorería), mediante el uso de mecanismos flexibles, y en lo posible neutros, en cuanto a su impacto en el sistema financiero. De otra, implica la evolución del mercado interinstitucional (por ahora sólo interbancario) para que los desequilibrios de liquidez entre agentes financieros se compensen, en primera instancia al interior del mismo sistema y si su capacidad no es suficiente, con el respaldo del Banco Central.

Actuar en ambos campos requiere un conocimiento preciso del régimen de pagos del país y una monitoría permanente de los agregados monetarios con base en estadísticas confiables y oportunas. En el caso colombiano, el Banco de la República ha hecho avances significativos a este respecto, hasta el punto de contar con información diaria para un buen número de variables monetarias e indicadores de liquidez, para lo cual ha sido fundamental la colaboración de la Superintendencia Bancaria y, en especial de la Tesorería General de la Nación.

La intervención del Banco Central con fines de control monetario implica su decisiva participación en el mercado de dinero. De ello se deriva una función esencial del Emisor, como es la de constituirse en un constructor del mercado financiero ("market maker"); con la compra y venta de títulos valores, el Banco amplía el abanico de instrumentos negociables y coadyuva así al desarrollo del mercado. Además, de una posición en el pasado eminentemente pasiva en cuanto a intervención en este mercado, el Banco ha pasado en los años recientes a una par-

ticipación dinámica fundamental para el desarrollo de la actividad financiera; no solamente ha ampliado en forma significativa las opciones de inversión y sus papeles pasaron a constituir un componente básico de las transacciones del mercado de valores (véase Cuadro 3), sino que ha adecuado los métodos de operación para hacerlos acordes con la orientación de mercado con que se busca.

La selección de los instrumentos por emplear en un momento dado depende de las características propias de cada sistema y de la evolución en que éste se encuentre. Cuando el sector financiero es muy incipiente, a las autoridades monetarias se les dificulta emplear de manera efectiva mecanismos de acción indirecta porque, por ejemplo, cuando no existe actividad interbancaria no se consigue una distribución adecuada de la liquidez; en estos casos puede resultar necesario el empleo en mayor escala de regulaciones directas (encaje). Por el contrario, en la medida en que el sistema financiero adquiere sofisticación, las decisiones de política monetaria encuentran canales de transmisión rápidos que facilitan y simplifican su ejecución.

El instrumento monetario de mercado más conocido consiste en la intervención que efectúan los bancos centrales en los mercados del dinero, comprando y vendiendo sus propios títulos o con letras de los gobiernos; estos valores se transan con el público en general y se conocen como Operaciones de Mercado Abierto (OMA). La tarea del Banco de la República para cumplir este propósito ha sido compleja. Un primer paso se dio con éxito empleando los "Certificados de Cambio" como medio para esterilizar temporalmente la expansión originada en el incremento de las reservas internacionales, durante la bonanza del sector externo en la segunda mitad de los años setenta. Sin embargo, dado que su colocación no era completamente voluntaria y recaía con exclusivi-

dad sobre el sector exportador, esta operación no puede identificarse del todo como una transacción de mercado abierto. Con posterioridad, en 1978, la autorización de la Junta Monetaria al Banco para colocar "Títulos de Participación", constituye el primer paso en firme para la introducción de mecanismos de mercado en el control monetario. En el transcurso de 1986 con las Resoluciones 28 y 66 de la Junta Monetaria se han creado las condiciones definitivas para la intervención del Banco en el mercado de dinero, pues se autorizó la emisión de títulos de participación de 7, 15, 30, 60 y 90 días de maduración, distinguiéndose dos mercados; uno eminentemente de corto plazo y exclusivo del sector financiero con los títulos de más corta duración (hasta 30 días), y otro, enfocado hacia los particulares con incidencia sobre el ahorro transferible. Al mismo tiempo, se permitió la emisión de títulos canjeables a 3 y 6 meses. La colocación de la totalidad de estos papeles estuvo limitada, hasta comienzos de 1988, a ventas directas (ventanilla) y a ofertas recibidas de los comisionistas de bolsa.

Con posterioridad, se incrementaron las opciones de plazo, autorizándose la colocación de títulos de participación a seis meses (Resolución 15 de 1987), así como la emisión de canjeables a un año (Resolución 40 de 1987); además, con la Resolución 46 de 1987, se permitió la colocación de títulos de participación a uno y dos años de maduración. Así mismo, a comienzos de 1988 (Resolución 11) se inició la colocación en el mercado, no sólo a través de comisionistas de bolsa, sino también mediante las secciones fiduciarias de los bancos, las sociedades fiduciarias y a través de las demás personas naturales o jurídicas que señale el Banco de la República según reglamentación general (véase Cuadros 4 y 5) por último, en abril de 1988 (Resolución 27) se facultó al Banco de la República para efectuar la recompra temporal (máximo siete días) de sus

propios títulos en poder de entidades financieras, con el fin de solucionar situaciones transitorias de iliquidez. Debemos recordar también que, con el propósito de facilitar el acomodamiento de las entidades financieras a los requerimientos de encaje, este último ha sido objeto de modificaciones en su sistema de cómputo, de tal forma que el manejo de las tesorerías se torne más eficiente y minimice la variabilidad de los coeficientes de reserva bancaria, facilitando con ello el manejo monetario.

La aplicación de las distintas autorizaciones emanadas de la Junta Monetaria ha sido difícil y ha tomado tiempo en razón de lo pequeño e imperfecto del mercado y, también por el desconocimiento que se tenía en un principio del mismo. Empero, gracias a un esmerado análisis sobre diferentes sistemas de colocación de los títulos en el mercado, ha prevalecido el mecanismo de ofertas cerradas, que el Banco asigna en cuantías y tasas según las necesidades de la política monetaria. El manejo de estas operaciones se realiza de manera muy cuidadosa, y para este propósito se cuenta con un comité de operaciones de mercado abierto, el cual semanalmente estudia las condiciones monetarias del momento y con base en estimaciones de muy corto plazo acerca de la evolución del mercado primario, y según sean las necesidades de liquidez previstas en el programa monetario de la Junta Monetaria, recomienda las acciones por seguir.

En la actualidad el Banco cuenta con estadísticas diarias de la evolución del dinero base, que conoce al cierre de operaciones del mismo día. También elabora estadísticas semanales de los principales agregados monetarios (para el caso de los medios de pago el día miércoles siguiente, y para las demás variables con apenas diez días de retraso). Así mismo, se dispone de un seguimiento diario de las tasas de interés tanto del mercado de

CUADRO 4

Títulos canjeables por certificados de cambio  
Colocación por intermediario 1988/89

(Millones de pesos)

Mes	Comisionistas de bolsa	Secciones fiduciarias bancos	Sociedades fiduciarias	Ofertas no competitivas (1)	Total
1988 Enero .....	15 959	0	0	0	15 959
Febrero .....	2 712	2 131	1 913	0	6 757
Marzo .....	2 875	5 753	0	0	8 629
Abril .....	3 204	5 798	564	0	9 566
Mayo .....	6 008	3 605	1 172	158	10 944
Junio .....	3 008	3 408	0	435	6 852
Julio .....	4 280	15 278	3 491	0	23 050
Agosto .....	2 801	1 869	764	0	5 435
Septiembre .....	2 376	3 964	0	0	6 341
Octubre .....	1 526	281	0	0	1 808
Noviembre .....	732	149	0	0	882
Diciembre .....	775	1 109	0	0	1 885
<b>Total 1988 .....</b>	<b>46 256</b>	<b>43 345</b>	<b>7 904</b>	<b>593</b>	<b>98 108</b>
1989 Enero .....	4 587	914	0	27	5 529
Febrero .....	4 580	4 352	91	0	9 023
<b>Acumulado 1989 .....</b>	<b>9 167</b>	<b>5 266</b>	<b>91</b>	<b>27</b>	<b>14 552</b>

(1) Corresponde a ofertas presentadas por entidades oficiales y las administradas por el Banco de la República

Fuente: Banco de la República, Fiduciaria y valores

CUADRO 5

Títulos de participación clase "B"  
Colocación por intermediario 1988/89

(Millones de pesos)

Mes	Comisionistas de bolsa	Secciones fiduciarias bancos	Sociedades fiduciarias	Ofertas no competitivas (1)	Total
1988 Enero .....	37 617	0	0	763	38 380
Febrero .....	8 703	2 643	0	516	11 863
Marzo .....	5 747	1 732	0	139	7 619
Abril .....	3 741	535	146	802	5 225
Mayo .....	2 516	888	0	39	3 443
Junio .....	99	917	146	34	1 197
Julio .....	3 525	4 142	1 419	2 138	11 225
Agosto .....	557	289	0	1 940	2 787
Septiembre .....	30	0	0	22	53
Octubre .....	14	0	0	0	14
Noviembre .....	22	8	0	0	31
Diciembre .....	13	0	0	0	13
<b>Total 1988 .....</b>	<b>62 584</b>	<b>11 154</b>	<b>1 711</b>	<b>6 393</b>	<b>81 850</b>
1989 Enero .....	168	0	0	0	168
Febrero .....	76	0	0	0	76
<b>Acumulado 1989 .....</b>	<b>244</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>244</b>

(1) Corresponde a ofertas presentadas por entidades oficiales y las administradas por el Banco de la República.

Fuente: Banco de la República, Fiduciaria y valores

muy corto plazo (interbancario) y de las transacciones de CDT en el mercado financiero, así como de las operaciones en la Bolsa de Valores. Esto se complementa con estadísticas semanales del sector financiero las cuales suministran las características de plazo y tasas de sus principales captaciones y colocaciones.

Simultáneamente, estudios permanentes del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco permiten proyectar los patrones básicos de comportamiento de las variables monetarias y financieras así como las variaciones cíclicas y estacionales de cada una de ellas, ejercicio que se ha traducido en un mejor conocimiento sobre la evolución de corto plazo de los medios de pago. Ello ha permitido, junto con el ordenamiento fiscal estimar las necesidades de liquidez de la economía y por lo tanto dar bases más confiables a la intervención del Banco de la República en el mercado monetario y financiero.

Como conclusión, debemos reiterar que para el desarrollo del mercado financiero desempeña un papel esencial el tipo de control monetario que se utilice; sin duda, en nuestro caso el avance de las OMA ha contribuido mucho a su buen funcionamiento. De todas maneras, el proceso de creación y al mismo tiempo de conocimiento del mercado, ha significado un gran desafío que el Banco ha encarado en forma técnica y cuyos resultados positivos se van haciendo cada día más evidentes.

## **VI. El papel de los mercados secundarios e interbancarios**

Para lograr un proceso eficiente de financiación de la inversión, se requiere una intensa labor de transformación de plazos de ahorro financiero, labor que es

una de las funciones básicas del sector financiero. Dicha transformación puede darse de dos formas: la primera se realiza mediante el otorgamiento de créditos en condiciones de tiempo muy superiores a los términos de los recursos captados; ello genera riesgos de liquidez para los intermediarios que tienden a reducirse en la medida que haya un número grande de ahorradores. La segunda se lleva a cabo obteniendo los recursos que financian los créditos, a través de la emisión de títulos valores de plazos igualmente amplios, pero con un mercado secundario ágil. Para que la liquidez pueda fluir hacia papeles de largo plazo, que sustenten proyectos de inversión de prolongada maduración, es condición indispensable que éstos puedan ser liquidables en cualquier momento, lo que significa disponer de un mercado secundario desarrollado.

Como ya hemos dicho, es evidente que el mercado financiero ha evolucionado en forma significativa en los últimos años, en gran medida por la acción del Banco en el mercado de dinero. Este desarrollo puede verse no sólo en los volúmenes transados, sino también en el tamaño del ahorro transferible que como porcentaje del PIB ha crecido en forma significativa.

De otra parte, se tiene ahora una composición mucho más diversificada, tanto en número y tipo de entidades financieras que participan, como en el abanico de títulos valores que se trasan. En efecto, el Banco ha incrementado la variedad de títulos que ofrece el mercado, y los CDT que emiten bancos y corporaciones se colocan también a diferentes plazos (en especial a 6 y 12 meses); la Financiera Eléctrica Nacional, FEN, emitió títulos de maduración de dos años con relativo éxito, al punto que en la actualidad el 80% de sus colocaciones está en estos papeles y tiene autorización para hacer emisiones a cuatro años. Igualmente, estamos presenciando la favorable acogida que ha tenido la emisión de bonos por parte del

sector empresarial con maduraciones de 30 y 36 meses. Esta actividad prueba que el desarrollo del mercado financiero facilita la negociabilidad de papeles de mediano y largo plazo, y el incremento de la competencia, elementos básicos para la ampliación del mercado de capitales.

El mercado interbancario <sup>(5)</sup>, resulta esencial para que las instituciones individuales, que deben atender demandas transitorias de liquidez superiores al normal desempeño de su operación, busquen en primera instancia una solución a través del mercado, minimizando la demanda por recursos del Banco Central. La intervención de este último debe ser más bien general o de conjunto y, en lo posible, evitar los tratamientos de casos particulares.

Si bien podemos afirmar que el mercado de dinero de muy corto plazo ha logrado avances significativos, tanto en las operaciones interbancarias como por la intervención del Banco Emisor, debemos reconocer que todavía falta mucho por hacer en procura de mejorar los mecanismos de información y flujo de los recursos al interior del sistema financiero. Aún se puede observar la presencia de desequilibrios notables entre instituciones; por ejemplo, no es raro encontrar simultáneamente unos bancos con sobreencajes considerables y otros con pronunciados desencajes.

En resumen y para finalizar, anotamos que el desarrollo del mercado financiero descansa en procesos escalonados, a manera de requisitos, donde un mercado interbancario eficiente y un manejo monetario que garantice el adecuado suministro de liquidez, son condiciones necesarias para el normal desempeño de la actividad financiera. Para lograr lo anterior es indispensable dotar este mercado de un conjunto de reglas claras y facilitar las transacciones interinstitucionales de corto plazo. A su vez, la política monetaria,

manejada mediante instrumentos como los que hemos descrito, coadyuva al desarrollo de ese mercado y por ende fortalece el sector financiero, con lo cual se da mayor oportunidad para un crecimiento económico alto y sostenido.

## Conclusiones

Teniendo en consideración que un sector financiero sólido y eficiente es un elemento necesario del proceso de crecimiento económico y que el manejo monetario condiciona el desarrollo del mercado financiero, resulta claro que las regulaciones monetarias deben estar encaminadas a promover el desarrollo financiero en lugar de reprimirlo. Los instrumentos más idóneos para garantizar la compatibilidad entre los propósitos del control monetario y la expansión de un sistema financiero sólido son aquellos que consultan y se apoyan en los mercados más que en mecanismos administrativos directos.

Una adecuada conducción de la política monetaria sólo es condición necesaria para facilitar el desarrollo del mercado financiero; se requiere, además, enmarcarlo dentro de una política macroeconómica coherente que garantice una trayectoria prudente y estable del campo fiscal, cambiario y de balanza de pagos. La evolución reciente del manejo monetario en Colombia, en concordancia con los anteriores postulados, se ha dado en la dirección adecuada, aunque el proceso está en marcha y aún queda mucho por hacer. En efecto, se han logrado avances significativos en la reducción de los encajes, en la intervención del Banco de la República en el mercado del dinero, en la flexibilidad de las tasas de interés y en el desarrollo de sistemas adecuados de infor-

(5) Estrictamente debería denominarse interfinanciero ya que abarca el conjunto de instituciones del sector y no sólo los bancos comerciales.

mación. Lo más destacado es el cambio de actividad por parte del Banco de la República, que ha pasado de ser una entidad pasiva a tener una presencia activa y permanente en el mercado financiero, hasta el punto de convertirse en un promotor y constructor de éste. Todo ello dentro de un marco de acción que busca utilizar las herramientas que consulten el mercado, en vez del empleo de controles administrativos directos.

No obstante, cabe aún continuar con la gradual reducción de los encajes y de las inversiones forzosas, movimiento que de-

be guardar correspondencia principalmente con los avances en el ordenamiento fiscal y demás factores que aún alteran el comportamiento monetario. Igualmente, es preciso seguir avanzando en el perfeccionamiento de los canales de transmisión de liquidez al interior de las entidades financieras, con el fin de que los mecanismos de regulación del mercado puedan operar con mayor eficacia y prontitud. Un elemento importante en esta dirección es continuar desarrollando sistemas ágiles de información para todos los agentes que participan en el mercado financiero.

## VIDA DEL BANCO

### **Nuevo Reglamento para proveer cargos vacantes**

La Junta Directiva del Emisor, en sesión llevada a cabo el 9 de febrero del presente año, aprobó el texto del nuevo reglamento para proveer cargos vacantes por el sistema de concursos en el Banco de la República. Dicho sistema viene rigiendo desde mayo de 1987 y ha permitido a más de 330 empleados, ubicados en los primeros doce niveles de la escala ocupacional, lograr nuevas posiciones en la actividad laboral.

La nueva reglamentación contempla medidas que permiten lograr un mejor funcionamiento y agilización.

“Se establecen dos tipos de concursos: genéricos y específicos:

Los primeros tienen relación con cargos que, aunque localizados en diferentes dependencias, requieren conocimientos y habilidades comunes. Los concursos específi-

cos corresponden a cargos para cuyo desempeño se requieren destrezas y conocimientos especializados.

En ambas clases de concursos se establece la posibilidad de conformar listas de empleados que hayan superado los puntajes mínimos requeridos, con el fin de llenar con estas personas, de acuerdo con el orden de clasificación, las vacantes de igual naturaleza que se presente, sin necesidad de convocar a un nuevo concurso.

Se introdujeron modificaciones al peso relativo de los tres factores sobre los que se establece el puntaje total, dándole una mayor importancia a la prueba de conocimientos, aptitudes y habilidades, al pasar de representar un 40% a un 55%.

Se elimina la inhabilidad de un año para participar en concursos por no alcanzar un puntaje mínimo global. En lo sucesivo solamente tendrá inhabilidad de un año, quien no alcance el puntaje mínimo requerido en las pruebas de conocimiento”.