

Instrumentos de control monetario: Operaciones de mercado abierto frente a una política de encaje

I. Introducción

La política monetaria es una pieza fundamental de la política de estabilización. Por su intermedio se ejerce control sobre la liquidez de la economía contribuyendo a que la oferta y demanda agregadas se equilibren.

Si bien el objetivo fundamental de la política monetaria es evitar excesos indeseables de la oferta monetaria, las autoridades no pueden perder de vista los efectos que se derivan del empleo de distintos instrumentos de control, porque los encajes legales, por ejemplo, limitan la rentabilidad de los intermediarios financieros y las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) drenan liquidez directamente del mercado repartiendo el efecto en todos los sectores.

Los instrumentos de regulación de la liquidez no se deben considerar como sustitutos entre sí, sino, por el contrario, como complementarios en la medida que cada uno de ellos opera en forma diferente tanto en su incidencia directa sobre las distintas variables económicas, como por la velocidad con que actúa y por los efectos secundarios que genera. Su aplicación coordinada da una mayor flexibilidad a las autoridades en el manejo de la

política monetaria. Nótese que en la medida en que se adicionan objetivos es preciso buscar nuevos instrumentos, de tal forma que los primeros no excedan a los segundos.

El agregado monetario que tradicionalmente ha sido objeto de la mayor atención y control por parte de las autoridades, es el de los medios de pago (M_1). Esto en razón de la gran liquidez de sus componentes (efectivo en poder del público y depósitos en cuenta corriente), cuyos cambios se reflejan rápidamente sobre la evolución de la demanda agregada y los precios en la economía. Según sus fuentes, los medios de pago están compuestos por la base monetaria y el multiplicador ⁽¹⁾.

Las autoridades pueden ejercer un importante grado de control sobre estos agregados, pero no en forma absoluta, puesto que, como veremos, las decisiones de los agentes económicos también inciden en la evolución de dichas variables. En este orden de ideas, la política de control monetario debe consultar los diversos instrumentos existentes y la situación de los agentes sobre los cuales recaen los costos del control monetario.

(1) $M = m \cdot B$, M = Medios de Pago. m = Multiplicador. B = Base Monetaria.

Las presentes Notas buscan resaltar algunos criterios que, a la luz de las características y de la situación económica del país, han permitido desarrollar y ejecutar una política monetaria adecuada para el manejo de la actual coyuntura.

En primer lugar, se describen y analizan las diferencias en términos del control monetario y costo económico de los dos principales instrumentos de política: el encaje legal y las operaciones con títulos del Banco de la República. En segundo lugar, se examina la evolución reciente de las operaciones de mercado abierto y las políticas de encaje, teniendo en cuenta los principales acontecimientos económicos de los años ochenta. Posteriormente se comparan los beneficios y costos de estos mecanismos.

II. Dos instrumentos de control monetario: encajes y operaciones con Títulos del Banco de la República

El instrumento tradicional de regulación de la liquidez ha sido el encaje legal. Mediante éste se señala el porcentaje sobre los depósitos a la vista, de ahorro, a término y fiduciarios, que los bancos deben mantener en el Banco de la República en forma de depósitos o en caja.

La Junta Monetaria, de acuerdo con la situación económica, particularmente el grado de liquidez actual o esperado y con base en las metas que se haya trazado en su presupuesto monetario, señala el nivel de las distintas tasas de encaje que deben observar los bancos, así como su composición entre monetario y productivo (inversiones computables). Este instrumento aplicado sobre los depósitos en cuenta corriente, regula la expansión secundaria de dinero (actúa sobre el multiplica-

dor monetario, a través del coeficiente de reserva) ⁽²⁾. De esta forma, un mayor requisito de encaje sobre los depósitos en cuenta corriente disminuye los recursos prestables por parte de los bancos y así afecta la capacidad de expansión. Sin embargo, el impacto monetario de un mayor requisito de encaje no es inmediato, ya que el ajuste exige recuperar cartera o incrementar las captaciones.

El encaje tiene un efecto secundario, porque incide sobre la rentabilidad bancaria, en la medida en que disminuye el rendimiento de cada peso intermediado ⁽³⁾, aunque se decida remunerar parte de los dineros encajados.

A través del encaje y su impacto en el coeficiente de reserva, la autoridad sólo puede regular parcialmente la expansión secundaria que realizan los bancos ⁽⁴⁾, por cuanto las preferencias del público determinan la composición de sus activos monetarios, esto es, la decisión entre mantener efectivo, depósitos en cuenta corriente u otros instrumentos de ahorro financiero. Así, una mayor demanda del público por efectivo, drena recursos del sistema bancario y por tanto reduce su capacidad de creación secundaria de dinero.

Existen también diferencias en cuanto al grado de control que ejerce la Junta Monetaria sobre las diversas cuentas que componen la base monetaria. Por una

$$(2) m = \frac{e + 1}{e + r}$$

donde

m = Multiplicador.

e = Efectivo/Depósitos en cuenta corriente.

r = Reserva bancaria/Depósitos en cuenta corriente.

(3) Con un encaje actual del 43% la rentabilidad bancaria es de \$ 1.44 por cada \$ 100 captados, suponiendo una tasa de interés activa del 36.7% efectivo anual. Si el encaje monetario aumentara en un punto (44%) ésta se reduciría en siete centavos, alcanzando un nivel de \$1.37.

(4) Debe recordarse que existen encajes diferentes para cada tipo de depósito y por lo tanto el coeficiente de reserva dependerá también de las decisiones sobre el portafolio pasivo y de la posición de encaje de los bancos.

parte, existen ciertas variables que se podrían clasificar como endógenas, es decir aquellas que se determinan al interior del sistema económico y cuya evolución obedece a causas complejas que dependen de la respuesta de los distintos agentes económicos a las señales de mercado; tal es el caso, por ejemplo, de los depósitos de importación y las reservas internacionales, los primeros controlables por la autoridad y los segundos no controlables. De otra parte, sólo variables como el crédito doméstico del Banco de la República y las operaciones de mercado abierto OMA, pueden ser consideradas como exógenas, pero determinables por parte de la autoridad monetaria.

Grado de control sobre los principales componentes de la base monetaria		
Variables	Controlables	No controlables
Endógenas	Depósitos de importación	Reservas Internacionales
Exógenas	—Crédito doméstico —Operaciones con títulos del Banco de la República	

Las OMA constituyen un instrumento de control que actúa sobre la base monetaria, es decir, afectan la emisión primaria de dinero. Estas operaciones consisten en la compra y venta por parte del Banco de la República de títulos valores, con el fin de regular la liquidez global de la economía; en la medida en que vende dichos títulos, cuando la economía presenta excesos de liquidez, se producirá una operación de carácter contraccionista. Este instrumento tiene bastante flexibilidad con relación a las condiciones de los papeles ofrecidos (plazo y rendimiento), permitiendo a la autoridad monetaria intervenir en muy corto plazo sobre el circulante. Adicionalmente, al ampliarse el "menú" de papeles en el mercado, que por su variedad y respaldo permite a los inversionistas un variado número de alternativas de colocación, se le da al mercado

financiero una mayor profundidad, competitividad y transparencia, al igual que se contribuye a evitar oscilaciones inconvenientes como las que podrían surgir de movimientos especulativos en mercados altamente concentrados.

Un elemento importante en el manejo de las OMA es la tasa de interés, que debe ser flexible, sin que ello implique que ha de presionar el costo del dinero. Ello debido a que los montos congelados deben corresponder a los excesos de liquidez de la economía y no a las cantidades de dinero necesarias para su funcionamiento normal. Por esta razón las OMA no tienen por qué afectar las tendencias de mediano y largo plazo en las tasas de interés.

Es importante diferenciar las operaciones de mercado libre con Títulos del Banco de la República, de aquellas que se sustentan en acuerdos con algunas entidades que manejan grandes excedentes de liquidez y que no se basan en decisiones voluntarias. Entre estas últimas se encuentra la suscripción de títulos por parte de la Federación Nacional de Cafeteros, o del Fondo Nacional del Café y del Fondo de Garantías entre otros, que para efectos del análisis no las consideramos como OMA, aunque tienen el mismo efecto contraccionista de éstas.

III. Evolución reciente de las Operaciones de Mercado Abierto y las Políticas de Encaje en Colombia

Durante la presente década los medios de pago han mostrado un crecimiento anual promedio de 24.5% al finalizar septiembre como se puede ver en el cuadro 1. La descomposición del cambio en M_1 a través de sus determinantes, permite observar que excepto en los años 1983 y 1984, la contribución de la base monetaria a la

CUADRO 1

Fuente de variación en los medios de pago*
 Datos a septiembre

(Millones de pesos)

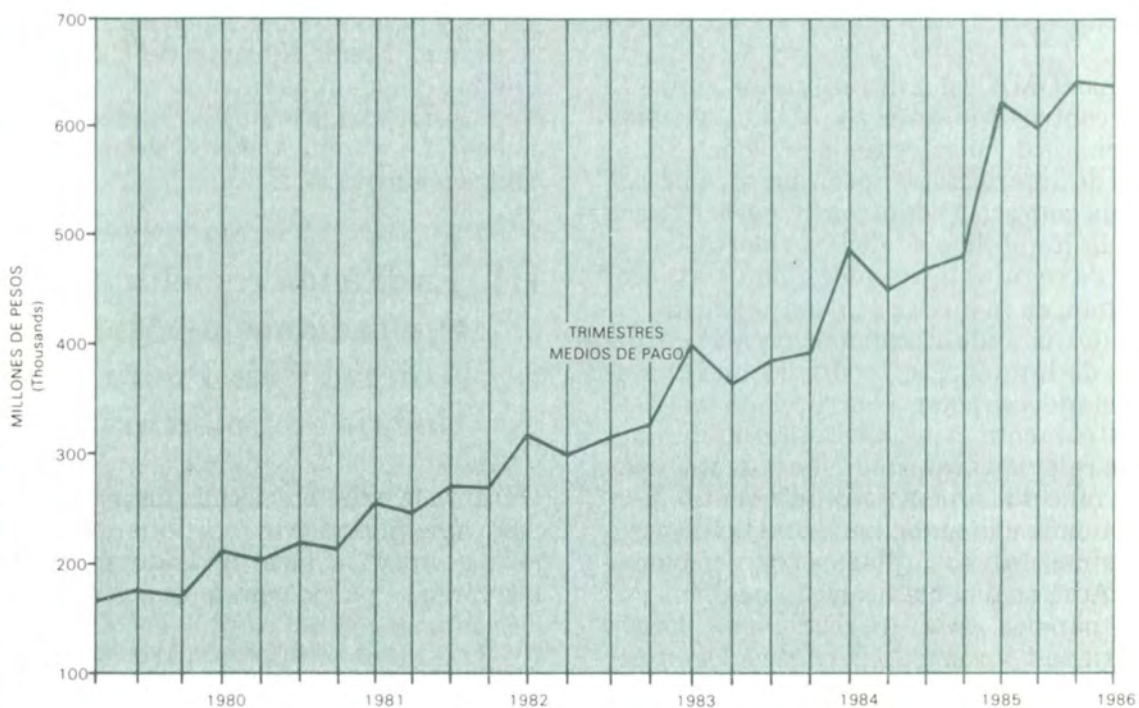
	1980-1981	Part. %	1981-1982	Part. %	1982-1983	Part. %	1983-1984	Part. %	1984-1985	Part. %	1985-1986	Part. %
A medios de pago	40.411,00	100.0	56.030,00	100.0	58.937,00	100.0	70.001,00	100.0	89.486,00	100.0	158.825,00	100.0
m Δ B	31.669,92	78.4	41.276,94	73.7	30.668,46	52.0	25.982,68	37.1	84.543,77	94.4	160.862,01	101.3
Δ m B	7.367,16	18.2	12.368,99	22.1	25.387,44	43.1	40.798,44	58.3	4.077,56	4.6	-1.533,47	-1.0
Δ m Δ B	1.373,92	3.4	2.384,07	4.2	2.881,10	4.9	3.219,88	4.6	864,67	1.0	-503.54	-0.3

* Variación con respecto al mes de septiembre de cada año.

Fuente: Banco de la República. Departamento de Investigaciones Económicas.

EVOLUCION DE LOS MEDIOS DE PAGO

(1980-1986 SEP)



expansión de los medios de pago supera el 70%. En los años mencionados, el desmonte del encaje marginal da mayor relevancia al multiplicador monetario.

La principal variable para explicar la evolución de la base monetaria y los medios de pago ha sido la acumulación o desacumulación de activos internacionales ídel Banco de la República. Durante este período el crecimiento de la base monetaria originado por el cambio en las reservas internacionales netas dominó las fluctuaciones de la liquidez primaria en la economía (ver cuadro 2). Por ejemplo, durante los años 1982-1984 el país registró una acentuada pérdida de reservas internacionales del orden de US\$ 3.303 millones, constituyéndose en el

principal elemento de contracción monetaria, y éste, a su vez, dio lugar a menores tasas de crecimiento anual de los medios de pago. En los dos años siguientes 1985 y 1986, se modificó dicha tendencia; pasando las reservas internacionales a representar más del 200% del crecimiento de la base monetaria, tanto por el efecto cantidad debido a la acumulación de US\$ 946 millones, como por el efecto precio a consecuencia de una devaluación promedio de 41.6% entre septiembre de 1984 y septiembre de 1986⁽⁵⁾. Considerando la variación del último año, esto es, entre septiembre de 1985 y el mismo mes de este año, el crecimiento de los medios de pago, 32.5%, se explica igualmente por el aumento de US\$ 783 millones en las reservas internacionales netas.

CUADRO 2
Fuentes de variación en la base monetaria
Datos a septiembre

(Millones de pesos)

	Variac. Abs. 1980-1981	Part. %	Variac. Abs. 1981-1982	Part. %	Variac. Abs. 1982-1983	Part. %	Variac. Abs. 1983-1984	Part. %	Variac. Abs. 1984-1985	Part. %	Variac. Abs. 1985-1986	Part. %
Base monetaria	24 815	100.0	30 998	100.0	21 774	100.0	16 863	100.0	48 819	100.0	91 949	100.0
Reservas	31 106	125.3	18 179	58.6	-55 240	-253.7	-69 320	-411.1	106 100	217.3	228 978	249.0
Crédito neto tesoral	6 822	27.5	11 977	38.6	80 525	369.8	94 415	559.9	58 394	119.6	-4 228	-4.6
Operaciones con títulos												
Banco República (1)	-2 349	-9.5	8 642	27.9	-13 593	-62.4	-5 008	-29.7	17 257	35.3	191 926	208.7
Depósitos previos...	1 425	5.7	821	2.6	9 419	43.3	1 531	9.1	31 340	64.2	23 669	25.7
Otros			-49.0		-27.7		3.0		-28.2		-336.4	

(1) Incluye títulos canjeables, títulos de participación y TREC.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.

La acumulación de reservas internacionales que ha efectuado el país en los dos últimos años ha sido posible a través de un incremento en la generación de ahorro doméstico. Sin embargo, las compras de divisas por parte del Banco de la República han tenido un efecto expansionista sobre la demanda agregada por dos factores diferentes aunque relacionados entre

sí. El primero tiene que ver con el mayor ingreso percibido por los grupos generadores de divisas en especial el sector cafetero, propagándose a otras actividades a través del multiplicador del gasto. El

(5) Esta relación se calcula sobre la tasa histórica promedio de adquisición de divisas, que arroja incrementos de 54.2% en 1985 y 30.0% en 1986 (variaciones septiembre a septiembre).

segundo se relaciona con las repercusiones puramente monetarias resultantes de la emisión de pesos para adquirir los mayores reintegros por exportaciones. El mayor ahorro doméstico que permita atenuar el impacto expansivo de la acumulación de reservas no ha sido generado en forma automática, sino que ha tenido que ser inducido, entre otros, por la colocación de papeles del Banco de la República en el mercado. De esta forma, la acumulación de activos financieros en el Banco de la República ha aminorado el impacto inflacionario que resulta de un exceso de oferta monetaria. Bajo la actual coyuntura, como en otras épocas de bonanza del sector externo, la generación de ahorro para financiar la acumulación de reservas es uno de los problemas centrales de la política económica.

Una vez expuesta la tendencia reciente de los medios de pago, es importante mostrar la evolución de algunos de los mecanismos que han permitido regular la oferta monetaria, específicamente las operaciones de mercado abierto y las políticas de encaje.

A. Encajes

El manejo monetario de la bonanza cafetera de 1977 se basó inicialmente en la utilización del mecanismo del encaje como principal instrumento para regular el crecimiento de los medios de pago, en el entendido que la mejoría de los precios internacionales del café era un fenómeno coyuntural de muy corto plazo. Con el propósito de eliminar la expansión secundaria proveniente de la monetización de un volumen creciente de reservas internacionales, se estableció un encaje marginal del 100% sobre los depósitos a la vista del sistema bancario.

Si bien esta medida tuvo el efecto esperado en los medios de pago a través de una disminución en el multiplicador, el uso prolongado de la misma se tradujo tanto

en cambios en la composición de los pasivos del sistema bancario como en problemas de desintermediación financiera.

Los elevados requisitos impuestos a las cuentas corrientes del sistema bancario condujeron a dichas entidades a estimular una modificación en la composición de sus depósitos induciendo a sus cuentahabientes a transferir sus recursos hacia depósitos de ahorro con menor encaje o a certificados de depósito a término. Adicionalmente, con el propósito de sustituir las formas tradicionales de liquidez por nuevas formas de captación no sujetas a encaje, los intermediarios financieros desarrollaron una serie de mecanismos tales como las cuentas convenio, ventas de cartera, operaciones fiduciarias y otras innovaciones reduciendo así la efectividad de este instrumento de política monetaria para controlar la liquidez de la economía.

Con el propósito de corregir estas desviaciones, así como de disminuir la presión que la existencia del encaje marginal estaba ejerciendo sobre las tasas de interés de colocación del crédito bancario, se procedió en el año 1980 a limitar dicho requisito a la cuantía congelada al 31 de enero de ese año. Simultáneamente, se unificó la tasa de encaje sobre los depósitos a la vista y las negociaciones de cartera y se procedió al desmonte gradual de los recursos congelados por concepto del encaje marginal, liberación que habría de completarse en su totalidad durante 1983⁽⁶⁾. Entre este último año y 1985, no ha habido modificaciones significativas en la estructura de encajes, aun cuando sus niveles se han ido reduciendo paulatinamente llegando, en el caso del encaje ordinario, al 43% que rige en la actualidad.

(6) Durante 1983, se consideró que las condiciones económicas y monetarias que se presentarían durante el año, ofrecían una buena oportunidad para desmontar esta medida, así como que dicho desmonte permitiría un crecimiento más estable en la oferta monetaria.

B. Operaciones con títulos en el Banco de la República

Los límites de la política de encaje se observaron claramente en 1979 cuando se vio la necesidad de utilizar otros mecanismos para regular la oferta monetaria. Habiéndose utilizado al máximo los instrumentos de control disponibles, era necesario actuar con mayor intensidad sobre la principal fuente de expansión:

la base monetaria. Ello condujo a que la autoridad decidiera realizar operaciones de mercado abierto a fin de controlar los excesos de liquidez de la economía. Es así como se emitieron inicialmente los Títulos de Participación y se modificaron posteriormente las condiciones de colocación para los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio. La evolución de estos instrumentos se presenta en el cuadro 3.

CUADRO 3

Operaciones de mercado abierto

(Millones de pesos y porcentajes)

	Título de participación	Títulos canjeables	Total	Participaciones	
	(a)	(b)		(a)/(c)	(b)/(c)
1974	143 00	436 00	579 00	24 70	75 30
1975	500 00	782 00	1.282 00	39 00	61 00
1976	660 00	3.691 00	4.351 00	15 17	84 83
1977	0 00	2.591 00	2.591 00	0 00	100 00
1978	0 00	3.416 00	3.416 00	0 00	100 00
1979	7.065 00	4.672 00	11.737 00	60 19	39 81
1980	20.005 00	5.598 00	25.603 00	78 14	21 86
1981	18.562 00	3.670 00	22.232 00	83 49	16 51
1982	17.878 00	15.667 00	33.545 00	53 30	46 70
1983	3.488 00	10.334 00	13.822 00	25 24	74 76
1984	2 00	26.878 00	26.880 00	0 01	99 99
1985	1 00	41.586 00	41.587 00	0 00	100 00
1986*	118.711 00	84.518 00	203.229 00	58 41	41 59

* Septiembre de 1986

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

Los Títulos de Participación del Banco de la República se convirtieron rápidamente en un papel atractivo en vista de la elevada competitividad otorgada por el rendimiento ofrecido, en contraste con las tasas pasivas de interés del sistema financiero, reguladas en su totalidad en aquel entonces. Al finalizar 1979 se habían congelado \$ 7.065 millones por este concepto (5.4% de la base monetaria), llegando a fines de 1982 a esterilizar \$ 17.878 millones, 7.33% de la base monetaria.

Es interesante observar cómo a partir de la liberación de las tasas de interés de los CDT en 1980, el rendimiento de los Títulos de Participación no ha sido en general superior a los del mercado, como puede verse en la gráfica correspondiente. En efecto, el nivel de la tasa efectiva de los CDT es superior al rendimiento ofrecido por los Títulos de Participación, salvo en el segundo trimestre de 1980 cuando fueron iguales (34.79%). A partir de esta fecha se distancian, a tal punto que el

rendimiento de los Títulos de Participación es inferior en 8.27 puntos porcentuales para el tercer trimestre de 1981 y en 9.3 puntos al concluir 1983, cuando las necesidades de contracción a través de las operaciones con Títulos del Banco de la República en el mercado monetario eran menores. Durante 1986, cuando se aplican de nuevo las OMA, la diferencia se vuelve a hacer más estrecha (0.85 puntos porcentuales en promedio para las semanas comprendidas entre mayo y septiembre).

En lo que respecta a los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, éstos se convirtieron en un mecanismo importante para la política de control monetario al incrementarse su tasa de interés en el año de 1982, primero al 12% y luego al 9%; su contribución a la contracción de la base monetaria fue significativa, representando el 6.43% de la misma a fines de 1982. A partir de 1983, cuando las perspectivas monetarias eran diferentes se inicia el desmonte de estas operaciones. Es así cómo de representar en conjunto el 13.76% de la base monetaria en 1982, la importancia de estos títulos disminuye a cerca del 5% en 1983.

En la coyuntura actual, dada la necesidad de controlar el crecimiento de la liquidez de la economía se ha optado por acudir nuevamente a las operaciones de mercado abierto como principal instrumento de regulación monetaria, conscientes de la importancia que tiene la generación de suficiente ahorro doméstico, para financiar la acumulación de reservas internacionales deseada en el programa económico.

Desde comienzos del presente año y en razón de la consolidación de la bonanza cafetera se hizo imprescindible ejercer control sobre la liquidez de la economía cuyas perspectivas de crecimiento iban más allá de lo deseado. En tal virtud, además de otras soluciones como el acuerdo entre el gobierno y el gremio cafetero para el manejo del excedente cafetero cuyos resultados han sido favorables, la Junta Monetaria autorizó al Banco de la República para regular el mercado monetario interviniendo con operaciones de mercado abierto mediante la emisión, colocación y recompra, en un principio de Títulos de Participación, y posteriormente, hacia mediados del año, a través de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio (7).

CUADRO 4
Tasa de interés efectiva de los CDT
y títulos de participación (1)
(Porcentajes)

Año		CDT	Títulos de participación
1980			
	II Trimestre	34.79	34.79
	III Trimestre	34.24	34.17
	IV Trimestre	36.58	34.79
1981			
	I Trimestre	35.26	31.08
	II Trimestre	37.78	31.08
	III Trimestre	39.35	31.08
	IV Trimestre	38.63	31.08
1982			
	I Trimestre	38.22	31.08
	II Trimestre	38.23	29.86
	III Trimestre	36.70	29.86
	IV Trimestre	35.89	26.25
1983			
	I Trimestre	34.09	25.06
	II Trimestre	33.17	25.06
	III Trimestre	32.78	25.06
	IV Trimestre	34.36	25.06
1984			
	I Trimestre	34.49	—
	II Trimestre	34.96	—
	III Trimestre	34.74	—
	IV Trimestre	34.46	—
1985			
	I Trimestre	34.57	—
	II Trimestre	34.69	—
	III Trimestre	36.12	—
	IV Trimestre	35.89	—
1986			
	I Trimestre	30.09	—
	II Trimestre	30.65	29.75
	III Trimestre	30.70	30.46

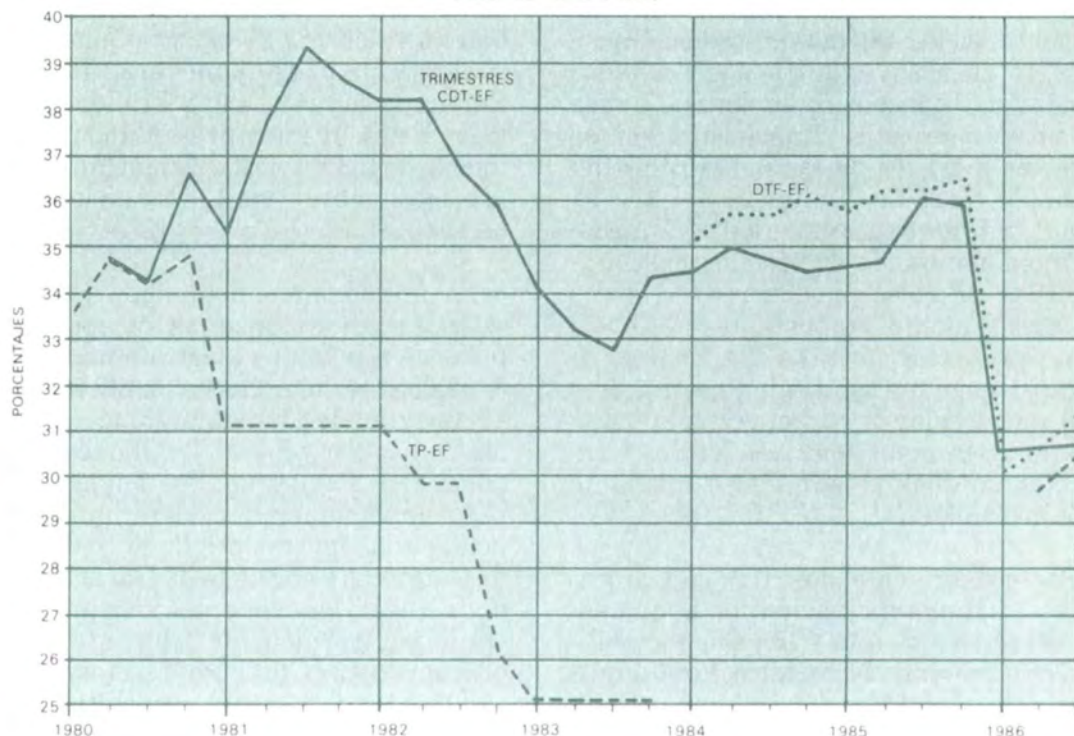
(1) Se refiere a documentos emitidos a 90 días

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

(7) Los primeros autorizados por la Resolución 28 de 1986 y los segundos por medio de las Resoluciones 66, 72 y 86 del mismo año.

EVOLUCION DE LAS TASAS DE INTERES

(1980 - SEPTIEMBRE 1986)



CUADRO 5
Títulos canjeables por tenedores (1)

(Millones de pesos)
A septiembre 27 de 1986

	Saldo
Bancos y corporaciones financieras	70
Canjeables empresas	6 090
FEDECAFE	9 899
Canjeables Res. 66 y 72/86	50 422
— Bancos	4 444
— Corporaciones financieras	11
— Compañías de financiamiento	2 291
— Sector privado	43 225
— FEDECAFE	451
Canjeables Resolución 23 y 71/84	18 037
Total	84 518

(1) Excluye las inversiones del FAVI, Fondos Financieros, Resolución 33/84 y reinversión de recursos de títulos de participación.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Fiduciaria y Valores.

CUADRO 6
Títulos de participación por tenedores

A septiembre 27 de 1986

(Millones de \$)

	Saldo
Bancos	22 187
Corporaciones financieras	9 730
Compañías de financiamiento comercial	790
Fondo amortización TAN	4 018
Banco de la República (Fondos de reservas)	458
Otras entidades	10 850
Subtotal	48 033
FEDECAFE	70 000
Fondo de Garantías	678
Total	118 711

Fuente: Banco de la República, Departamento de Fiduciaria y Valores.

Los Títulos de Participación, que son denominados en pesos, tienen ahora una variedad más amplia de plazos: 7, 15, 30, 60 y 90 días, lo cual ha facilitado la inversión de recursos transitorios recibidos por las instituciones financieras. La tasa de interés de estos títulos para ventas directas a través de las ventanillas del Banco y plazo de 90 días es del 29.25% anual. Sin embargo, mediante el mecanismo denominado de ofertas, los comisionistas de bolsa pueden reunir varios clientes y montos importantes de inversión y presentar ofertas al Banco para su adquisición con rendimientos mayores que van en relación directa con el plazo y monto de la inversión. Los Títulos Canjeables también se adquieren mediante este mecanismo.

Por consiguiente, los Títulos Canjeables y los de Participación son documentos atractivos de alta y libre negociabilidad en el mercado secundario. Los Canjeables, denominados en dólares, ganan hasta un 5.09% de interés efectivo anual y se expiden con plazos de 3 y 6 meses. Aunque las características de los títulos con los que está interviniendo el Banco en el mercado de valores no son las ideales para las operaciones de mercado abierto, por cuanto éstas en lo posible deben ser más permanentes con papeles de mediano y largo plazo, ello no ha sido posible en el momento por cuanto el mercado financiero colombiano es básicamente de corto plazo.

Ambos papeles han tenido buena acogida en el mercado. Sus características se han acomodado fácilmente a las necesidades de liquidez de las instituciones financieras, de las empresas y del público en general. De esta manera, el Banco de la República ha podido intervenir en forma más activa, controlando los excesos de liquidez de la economía y sus secuelas sobre el nivel general de precios y a su vez robusteciendo y ampliando las posibilidades de inversión financiera.

En septiembre del presente año, las operaciones con los títulos ya mencionados del Banco de la República alcanzaban un valor de \$ 203.229 millones de los cuales, \$ 118.711 millones eran Títulos de Participación y \$ 84.518 Títulos Canjeables. Estos últimos presentan un crecimiento de 153.8% en año completo (septiembre-septiembre) y de 103.2% en lo corrido de 1986⁽⁸⁾.

Es importante anotar que las OMA estrictamente voluntarias son apenas una parte de este total y alcanzan un valor de \$ 98.455 millones hasta septiembre de 1986, de donde \$ 50.422 millones son Títulos Canjeables y \$ 48.033 millones corresponden a Títulos de Participación. La parte no voluntaria de estos últimos corresponde a las inversiones de la Federación de Cafeteros y el Fondo de Garantías. Sin duda uno de los elementos más importantes del control monetario durante 1986, es el acuerdo suscrito entre el sector cafetero y el Gobierno Nacional, con el fin de neutralizar el impacto monetario de los excedentes generados por los ingresos cafeteros. La importancia y nivel de estas suscripciones puede observarse en el Cuadro 8.

La efectividad de las operaciones de mercado abierto en términos de su contribución a la contracción de la base monetaria, alcanza un nivel promedio del 11.6% en el período 1980-1985 (ver cuadro 6). Durante el presente año la contracción es considerable alcanzando un nivel del 54.7% de la base, y si se observan sólo las voluntarias (\$ 98.455 millones), dicha contracción es de 26.5%.

Cabe señalar que en los momentos en que se requiere controlar los excesos de liquidez, es del interés de los intermediarios financieros contribuir a este propó-

(8) Los Títulos Canjeables muestran un efecto cantidad (crecimiento del monto en dólares) de 2.3% en 1985 y 70.3% en lo que va corrido de 1986. El efecto precio (crecimiento en la tasa de cambio) es de 51.2% y 19.4%, respectivamente.

sito, mediante la constitución de inversiones voluntarias en los títulos del Banco de la República, ya que claramente la alternativa es recurrir a elevar los encajes bancarios.

CUADRO 7

Relación de OMA con la Base Monetaria

	Título de participación Base Monetaria	Títulos canjeables Base Monetaria	Total títulos Base Monetaria
1980	11.73	3.28	15.2
1981	8.96	1.77	10.73
1982	7.33	6.43	13.76
1983	1.26	3.73	4.99
1984	0.00	8.21	8.21
1985	0.00	10.09	10.09
1986*	31.97	22.76	54.74

* Septiembre de 1986

C. La experiencia con los Certificados de Cambio

Es importante anotar que en el año 1977 ya se había efectuado un primer esfuerzo tendiente a controlar el crecimiento de la base monetaria a través de la emisión y colocación de títulos por parte del Banco de la República. En efecto, con el propósito de diferir la monetización de los ingresos de divisas se colocaron en el mercado los conocidos Certificados de Cambio. Dichos títulos se entregaban a los exportadores a cambio de las divisas reintegradas y podían ser utilizados en moneda nacional pero dentro de un término fijo. En este último caso el exportador contaba con tres alternativas: redimir el título en el Banco de la República antes de su vencimiento, en cuyo caso se aplicaba un descuento muy elevado sobre su valor nominal, superior al del mercado ⁽⁹⁾; redimir el certificado a su vencimiento, a la tasa de cambio vigente el día de la operación, por el 100% de su

valor nominal; negociarlo en el mercado con descuento. En los dos últimos casos se generaba un ahorro durante el período de vigencia del certificado.

La diferencia entre el mecanismo de los Certificados de Cambio y las operaciones de mercado abierto propiamente dichas radica en que los primeros fueron colocados de manera forzosa en el mercado, mientras que en las segundas se trata de estimular la captación voluntaria de recursos del público.

A pesar de que dichos títulos hicieron una contribución importante al manejo monetario durante el período en cuestión (su saldo llegó a \$ 13.140 millones a finales de 1977, 7.6% de la base monetaria), crearon ciertas distorsiones tanto a nivel del sistema financiero como en el frente cambiario.

Es importante recordar que el uso del Certificado de Cambio está íntimamente relacionado con el manejo de la política cambiaria en especial con la tasa de cambio. En efecto, debemos recordar que el Certificado no sólo es un título representativo de moneda extranjera y un instrumento de estabilización monetaria, sino que también es un activo financiero cuyo rendimiento depende de su precio en el mercado y de la tasa de devaluación. En la medida que su rentabilidad supere la ofrecida por otros activos financieros puede ejercer presiones indeseables sobre la tasa de interés. Es claro que en períodos de sobrevaluación del peso los efectos sobre la tasa de interés son menores. Además, como con el propósito de convertir al Certificado de Cambio en un activo financiero atractivo hay que establecerle un descuento, tal y como sucedió en la pasada bonanza, dando así una señal clara para los exportadores de que el peso se está revaluando. Los efectos nocivos de

(9) De esta manera se disuadía al tenedor de cambiarlo por pesos en el Banco de la República y se postergaba así la emisión.

CUADRO 8
Relación entre depósitos de ahorro, CDT y títulos de participación

(Millones de pesos y porcentajes)

	Depósitos de ahorro	C.D.T.				C.A.V.	
		Bancos	Corp. fin.	Caja soc.	Total	C.D.T.	Cta. ahorro
1980	57.241 30	51.208 40	19.383 90		70.592 30	21.890 00	59.124 00
1981	72.724 70	114.291 10	26.803 50		141.094 60	35.004 00	84.044 00
1982	84.277 60	132.143 20	28.862 00	519 80	161.525 00	46.145 00	122.759 00
1983	105.084 00	167.727 70	39.867 00	1.886 50	209.481 20	64.565 00	64.565 00
1984	127.808 00	217.310 30	49.519 00	2.384 00	269.213 30	65.941 00	65.941 00
1985	172.021 80	292.498 10	68.506 00	2.949 20	363.953 30	93.548 00	93.548 00
1986*	201.623 00	374.416 00	86.903 00	3.451 50	464.770 50	97.700 00	471.460 00

CUADRO 8
Relación entre depósitos de ahorro, CDT y títulos de participación (conclusión)

(Millones de pesos y porcentajes)

	C.A.V.	Total	Título de participación			Títulos Canjeables	Gran total
			Federacafé	Otros (b)	Total		
Total	(a)	(a)	(b)	(c)	(d)	(d)	
1980	81.014 00	208.847 60	0 00	20.005 00	20.005 00	5.598 00	234.450 60
1981	119.048 00	332.867 30	0 00	18.562 00	18.562 00	3.670 00	355.099 30
1982	168.904 00	414.706 60	0 00	17.878 00	17.878 00	15.667 00	448.251 60
1983	129.130 00	443.695 20	0 00	3.488 00	3.488 00	10.334 00	457.517 20
1984	131.882 00	528.903 30	0 00	2 00	2 00	26.878 00	555.783 30
1985	187.096 00	723.071 10	0 00	1 00	1 00	41.586 00	764.658 10
1986*	569.160 00	1.235.553 50	70.000 00	48.711 00	118.711 00	84.518 00	1.368.782 50

Participaciones

	(a)/(d)	(b)/(d)	(c)/(d)
1980	89.08	8.53	2.39
1981	93.74	5.23	1.03
1982	92.52	3.99	3.50
1983	96.98	0.76	2.26
1984	95.16	0.00	4.84
1985	94.56	0.00	5.44
1986	90.27	3.56	6.17

* Septiembre de 1986

Fuente: Banco de la República. Departamento de Investigaciones Económicas.

una revaluación del peso sobre el sector externo son claramente conocidos, y de ahí la importancia que, dentro del actual manejo cambiario, se le ha asignado a la recuperación del atraso cambiario y la necesidad de mantener una tasa de cambio estable en términos reales.

Conviene igualmente recordar que, si bien aparentemente el Certificado de Cambio no tiene costos financieros, estos sí existen y se reflejan en la utilidad por compraventa de divisas en la Cuenta Especial de Cambios. El ajuste cambiario de que son objeto estos títulos por ser

representativos de moneda extranjera, recae sobre el costo de adquisición de las divisas y por tanto reduce la utilidad en la venta de las mismas. Una cuantificación del costo de estas operaciones durante 1985, año en el cual los Certificados de Cambio constituyeron una de las herramientas fundamentales en el manejo monetario asciende a \$ 26.000 millones. El saldo de los Certificados de Cambio al finalizar 1985 fue de US\$ 441.9 millones con un incremento de US\$ 158.0 millones durante dicho año. Su crecimiento en pesos, \$ 42.170 millones, esterilizó un monto equivalente al 50% de la expansión de la base monetaria durante el mismo año. En el presente año buena parte de las nuevas OMA voluntarias sustituye el efecto de los Certificados de Cambio del año anterior. Así el saldo de Certificados de Cambio se reduce al finalizar septiembre a US\$ 161.7 millones, lo que significa un efecto expansionista en pesos por \$ 41.202 millones que equivale al 42% de las OMA voluntarias, las cuales en su totalidad tienen un costo estimado para este periodo de \$ 16.600 millones, significativamente menor que el implícito, el año anterior, por Certificados de Cambio.

IV. Beneficios y Costos de las Operaciones de Mercado Abierto frente a la política de Encaje

Las operaciones de mercado abierto tienen grandes ventajas sobre los encajes para regular los excesos de liquidez. Tal como lo señalamos en las Notas Editoriales del mes de marzo del año en curso, estas operaciones no hacen recaer el peso de la política monetaria en forma directa sobre los intermediarios financieros y debido a su carácter voluntario ofrecen al sistema financiero un mecanismo rentable para manejar sus excesos de liquidez.

La aplicación de una política basada en las operaciones de mercado abierto y en el encaje monetario, tiene sin embargo unos costos financieros que debe asumir el gobierno en el primer caso y el sector privado en el segundo. Los costos de las OMA se cargan a la Cuenta Especial de Cambios (CEC). Por su parte, el costo del encaje monetario puede ser medido tanto a través de los rendimientos que dejan de obtener los bancos en los préstamos que no pueden realizar, como por el incremento en las tasas de interés activas que se puede presentar.

Así las cosas, la principal ventaja de las OMA radica en que su acción se produce sobre el conjunto del mercado financiero afectando más homogéneamente a todo el sistema. Por el contrario, el encaje afecta en forma significativamente diferente a los distintos intermediarios financieros, de acuerdo con el porcentaje establecido para cada tipo de depósito y según la composición de los pasivos. Esto es particularmente cierto cuando se adoptan encajes marginales que introducen diferencias arbitrarias.

En el caso de los bancos, los depósitos en cuenta corriente experimentan un alto nivel de encaje, lo cual, dada la especialización de estas entidades en dichos depósitos, introduce distorsiones en la medida que induce cambios en la composición del portafolio y por tanto en su estructura institucional.

Es interesante mostrar la relación entre los cuasi-dineros captados por el sistema financiero, y las operaciones con títulos del Banco de la República. Si bien estos últimos papeles compiten con los del resto del sistema, su participación es muy pequeña dentro del total captado (3.6% para Títulos de Participación y 6.2% para Títulos Canjeables a septiembre de 1986), lo cual permite pensar que no existe un desplazamiento significativo de recursos por este concepto (ver cuadro 8).

Cabe anotar que la transmisión de las operaciones de mercado abierto al resto de la economía, depende de la existencia de un mercado de valores eficiente. Como ya lo hemos mencionado, en Colombia dicho mercado presenta un bajo desarrollo de captación de recursos a mediano y largo plazo, así como un tamaño relativamente pequeño del número de ahorradores. Esta situación dificulta la realización de operaciones de mercado abierto tal como las utilizadas en otros países. Sin embargo, estas operaciones ayudan al desenvolvimiento del mercado, no sólo por su contribución a una mayor diversidad de instrumentos de captación de recursos, sino por la agilidad con que se negocian y la liquidez secundaria que ofrecen.

En resumen, títulos de las operaciones de mercado abierto, captan recursos de corto plazo que de otra forma podrían acelerar el ritmo del gasto privado, presionando la estabilidad de los precios, al tiempo que contribuyen a la generación de ahorro interno necesario en un proceso de acumulación de reservas internacionales.

V. Conclusiones

Las operaciones de mercado abierto constituyen un mecanismo de control capaz de regular la expansión monetaria y por sus características es el más adecuado para el manejo de una situación de liquidez propia de la fase de consolidación de las reservas internacionales del país y del período de recuperación por el que atraviesa el sistema financiero. Dado el efecto contraccionista de las operaciones con títulos del Banco de la República respecto a la base monetaria, se puede decir que la congelación lograda por este medio ha sido significativa; en efecto, de representar un promedio del 11.6% de la base monetaria durante los cinco primeros años de esta década, las operaciones con títulos del Banco de la República alcan-

zan un monto equivalente al 55.0% de la base en septiembre de este año. De este porcentaje aproximadamente la mitad corresponde a operaciones voluntarias.

Estas operaciones deben ser consideradas como una alternativa más idónea de manejo monetario por varias razones. En primer lugar, la situación actual del sistema financiero hace pensar que éste no está en capacidad de absorber mayores encajes improductivos. En segundo lugar, su acción se produce sobre el conjunto del mercado financiero captando así los excesos de liquidez de la economía como un todo, estimulando la movilización de ahorro doméstico. En tercer lugar, la flexibilidad de las OMA permite modificar cuando sea necesario las condiciones de los títulos para controlar rápidamente cambios en la liquidez, particularmente las variaciones estacionales de la misma. De otra parte, la existencia de títulos del Banco de la República en el mercado, dadas sus características de instrumentos de captación de ahorro, estimula el desarrollo del mercado de valores permitiendo las operaciones de liquidez secundarias y la diversidad de opciones en el mercado.

Según se comentó en las Notas Editoriales de marzo de este año "uno de los mecanismos de control monetario más usuales en el país ha sido el encaje sobre cuentas corrientes". La viabilidad de este instrumento se ha basado, en gran medida, en que las cuentas corrientes no tienen costos financieros directos, lo cual hace posible el establecimiento de encajes no remunerados. Pero en cuanto ello deje de ser cierto, se dificulta la no remuneración de las sumas congeladas en razón del requisito de encaje, como ya ocurrió con otras formas de depósitos con intereses, tanto en bancos como en corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda, en que se reconoce un interés sobre las sumas esterilizadas.

La sustitución entre diversos tipos de activos financieros que ocurrió desde finales de la década pasada introduce serias dificultades al control monetario y al

normal funcionamiento de las instituciones financieras. Un manejo monetario eficiente debe evitar excesos o defectos de dinero en la economía.

VIDA DEL BANCO

Elección en la Junta Directiva del Banco

Mediante comunicación del pasado 28 de agosto, la Asociación Bancaria informó la elección del doctor Hernán Rincón Gómez como miembro principal de la Junta Directiva del Emisor, en representación del sector bancario, y en reemplazo del doctor Jorge Mejía Salazar, quien recientemente decidió retirarse de la Corporación.

El doctor Rincón Gómez es economista de la Universidad de Antioquia, con excelente trayectoria en entidades de prestigio nacional. Fue presidente del Banco Comercial Antioqueño y de Avianca, entre otros cargos, y en la actualidad se encuentra dirigiendo los destinos del Banco del Estado.

Nuevo Director del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras

La Junta Directiva del Banco, en sesión del 18 de los corrientes, designó a la doctora Leonor Montoya Alvarez como directora del Fondo en referencia.

La doctora Montoya es egresada de la Universidad de los Andes, con maestría en economía de la Universidad de New Orleans y cuenta con amplia experiencia profesional en el área de las finanzas. Ha escalado altas posiciones principalmente en el Ministerio de Hacienda; fue jefe de la división de estudios presupuestales de la dirección general de presupuesto, jefe de la oficina de planeación y análisis económico y fiscal, Directora General de Crédito Público, y más tarde Viceministra. Ultimamente venía desempeñándose como Vicepresidenta Ejecutiva de Administración y Finanzas de Acerías Paz del Río.

Becas para jóvenes talentos de Colombia

Con el propósito de promover el desarrollo de la cultura, específicamente en el campo de las artes y la música, el Banco de la República invitó a los artistas colombianos a participar en un programa de becas para perfeccionar sus conocimientos en el exterior, en artes plásticas, canto y en la interpretación de instrumentos musicales.

Este programa se estableció mediante contrato con el ICETEX, organismo que

se encargará de su divulgación, el recibo de las suscripciones y la administración de las becas.

De las 97 solicitudes recibidas para concursar, fueron adjudicadas tres becas

a los señores Miguel Antonio Huertas en artes plásticas; José Rodrigo Jiménez en canto; y Camilo Rojas Restrepo como instrumentista, quienes iniciarán estudios en Francia, Alemania y Estados Unidos, respectivamente.