

LA ESTRATEGIA ACTUAL DE MANEJO MONETARIO: OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO*

1. Introducción

El Banco de la República al participar en este Seminario, promovido y organizado en buena hora por EAFIT, la Asociación Bancaria y Felabán, quiere resaltar la importancia de los temas objeto de este foro, para la autoridad monetaria. Por ello me propongo hacer algunos planteamientos orientados a demostrar cómo la política monetaria actual y los instrumentos que hoy día se emplean para ejecutarla, favorecen una labor de gestión bancaria dirigida a la consecución de mayores índices de productividad; estimulan la competencia del sistema creando un ambiente positivo al desarrollo de las propias instituciones; y permiten la adopción de innovaciones en el campo financiero, donde existe una amplia oportunidad de adoptar nuevas técnicas. La actual estrategia de manejo monetario del Gobierno en la que estamos empeñados no solamente es importante para lograr los fines básicos de determinación de la oferta de dinero sino que busca crear condiciones apropiadas para la evolución del sector, las cuales requieren dar pasos firmes en la dirección de mejorar su eficiencia y productividad.

2. Orientación de los instrumentos de regulación monetaria

Para todo banco central el objetivo de la política monetaria consiste en mantener un nivel adecuado

de liquidez en la economía, compatible con la evolución prevista del ingreso nominal. Controlando la oferta de dinero, o de medios de pago según la variable tradicionalmente utilizada en Colombia, se pretende que la cantidad de dinero en circulación corresponda a la demanda que el público tiene de este elemento básico del funcionamiento de toda la economía. Para determinar la oferta monetaria el banco central puede emplear controles sobre los agregados monetarios a través de cambios en el coeficiente de expansión secundaria, conocido como multiplicador; o bien puede utilizar mecanismos como la compra o venta de títulos en el mercado, con el fin de determinar la base monetaria.

En Colombia, hasta hace unos pocos años, se optó casi siempre por el uso de los encajes, los cuales en su función de reprimir la capacidad de la banca comercial para ejercer la tarea multiplicadora, llegaron a tener niveles hasta del 100% del aumento de los depósitos, requerimiento no ocasional sino mantenido por periodos largos. La aplicación de este instrumento trajo múltiples efectos para el sistema financiero, desde aquellos que tienen que ver con la reducción de los ingresos bancarios debido al carácter no rentable de la parte adicional de este activo, hasta el estímulo en que se constituyó para promover la sustitución entre depósitos favoreciendo a aquellos con menores encajes, y de paso propiciando la desintermediación financiera. En los últimos tiempos su aplicación llegó a mostrar signos de agotamiento en su función de reducir el multiplicador bancario, al tiempo que los elevados niveles de las tasas hicieron que los bancos acusaran una progresiva debilidad de sus finanzas.

* Conferencia pronunciada por el doctor Francisco J. Ortega en el "Primer Simposio Internacional de Alta Dirección Bancaria", Medellín, agosto 14 de 1987, celebrado por EAFIT.

Para corregir estas fallas y evitar nuevos problemas la Junta Monetaria y el Banco de la República buscaron alternativas capaces de ofrecer un control adecuado de los medios de pago sin generar graves distorsiones en el sistema. Es así como se dio inicio a la utilización preferencial de las operaciones de mercado abierto (OMA), método mediante el cual se drena liquidez y se distribuye el efecto regulador a los varios sectores de la economía, sin que éste caiga exclusivamente sobre los bancos. Orientar de esta manera la política monetaria generalizando la colocación de títulos en el mercado ha significado un cambio de mucha trascendencia, cuyo verdadero alcance no se valora aún plenamente.

En general, las operaciones de mercado abierto consisten en la compra y venta voluntaria al Banco Central, por parte del público o de los intermediarios financieros, de títulos representativos de deuda pública con el propósito de regular la liquidez. Por razones de índole institucional en Colombia, estas operaciones no se han hecho con documentos de deuda pública, sino a través de títulos emitidos por el Banco de la República, representativos de activos del mismo. Si bien es cierto que desde 1974 se efectuaron algunas de estas operaciones utilizando los llamados pagarés semestrales de emergencia económica, éstas fueron incipientes y tuvieron una duración limitada. Durante 1979-1980 se impulsaron nuevamente, pero su auge definitivo tiene lugar desde 1984-1985 y hoy en día constituyen, sin duda alguna, el principal mecanismo de control monetario.

En Colombia la tarea de regulación monetaria es permanente debido a que las causas de expansión son ajenas al manejo monetario mismo. Estas simplemente reflejan diversos resultados en el frente externo de la economía que se manifiestan en las reservas internacionales; o también resultan de las actividades financieras del Gobierno Nacional. Como ejemplo tenemos que nada más en los primeros siete meses de este año la base monetaria ha aumentado por causas derivadas del mayor valor en pesos de las reservas internacionales en una cuantía de \$ 42.572 millones, suma que en gran medida debe ser compensada por la aplicación de instrumentos monetarios.

Los documentos tradicionalmente empleados para fines de OMA han sido los Títulos de Participación⁽¹⁾ y los Títulos Canjeables por Certificados de Cambios emitidos por el Banco de la República. A partir de 1980 estos comienzan a constituir una porción significativa de la base, 12.5%, y ya en 1986 adquieren una

importante dimensión llegando a ser el 23.8% de ésta. Ahora a mediados de 1987 alcanzan el 36.2%.

Los títulos de OMA actualmente ofrecen una amplia variedad de plazos que van desde siete días hasta seis meses, lo cual les permite absorber inclusive los excesos temporales de liquidez que son frecuentes en el sistema, evitando así que los bancos, en ausencia de alternativas, aceleren el otorgamiento de préstamos dado el costo de oportunidad de los recursos. Los títulos con plazos mayores, tres y seis meses, están destinados también a competir por otras formas de liquidez no sólo en el sector bancario sino en el mercado ampliado.

A la fecha el Banco de la República tiene colocados títulos de OMA por valor de \$ 180.109 millones. De esta suma aproximadamente el 75% corresponde a operaciones absolutamente libres producto de colocación de títulos entre entidades financieras y los particulares; la cantidad restante corresponde a operaciones inducidas con empresas oficiales tales como el Fondo Nacional del Café y el Instituto Colombiano de los Seguros Sociales. La actividad propiamente voluntaria ha sido esencial para el cumplimiento de las metas monetarias y su colocación ha significado un serio desafío para el Banco de la República, el cual ha debido también actualizarse en lo técnico y administrativo para cumplir esta tarea en las magnitudes requeridas y con la agilidad necesaria. El Banco se ha visto así enfrentado a una labor de mercadeo y promoción acerca de la cual no existía mayor experiencia en Colombia y con satisfacción se puede decir que ha respondido a este desafío, el más propio dentro de sus funciones, con acierto y con capacidad de dirección.

Sin embargo, debo señalar que esta tarea no depende exclusivamente de la acción interna que realice el Banco, sino que es función también de la manera de operar de los intermediarios financieros; de su tecnificación y del grado de competitividad con que actúen. Es precisamente sobre este particular que encuentro muy oportuna la ocasión dado el tema del Seminario, para presentarles a los señores banqueros algunas reflexiones orientadas al mejor desarrollo de las OMA.

(1) En economías como la nuestra, sujeta a fuertes fluctuaciones en su sector externo, hace que la necesidad de contraer circulante varíe en relación directa a la situación de la balanza de pagos: cuando se produce un aumento —programado o no— en las reservas internacionales se hace necesario tener un mayor cuidado en el control monetario y por ello las operaciones de mercado abierto adquieren mayor importancia. Tal fue lo sucedido en el año anterior.

3. Eficiencia y competitividad de la banca

Aunque parezca una frase de Perogrullo, el primer requisito para que se puedan hacer operaciones de mercado abierto consiste en que haya un mercado en el cual comprar y vender títulos valores. Es decir, que los documentos emitidos se transen libremente; que su rendimiento sea flexible y refleje las condiciones de oferta y demanda y que las características en materia de negociabilidad y plazos estén de acuerdo con las que el público demanda y, en general, que existan las instituciones cuya participación en la emisión y comercialización de papeles configuren un verdadero mercado.

Como se sabe, la formación de un mercado en Colombia ha significado un largo proceso. El Banco de la República ha jugado un papel determinante a este respecto. Una primera etapa se inició a comienzos de la década pasada, cuando el Banco conjuntamente con la Asociación Bancaria promovieron los conocidos seminarios sobre mercado de capitales, con el objeto de propiciar el estudio de este tema y crear conciencia acerca de la imperiosa necesidad que tenía la economía colombiana de formar un verdadero mercado. Desde entonces el Banco ha defendido con especial interés el lento proceso de flexibilización de las tasas de interés, requisito indispensable para la existencia de un mercado, tema que apenas hace unos diez años despertaba una profunda controversia debido a la tesis, bastante extendida, de que todas las tasas eran susceptibles de fijación administrativa. Con ello se pensaba más en el provecho de los deudores que en la retribución que deben recibir los ahorradores. Son muchos los episodios que han ocurrido a lo largo de la última década a este respecto, pero como consecuencia de la evolución del sistema hoy en día el Banco de la República puede ejecutar operaciones de colocación de títulos, porque existe un mercado más o menos organizado en el cual se transan voluntariamente todo tipo de títulos a tasas de interés libremente determinadas.

Hay, sin embargo, un vacío grande desde el punto de vista institucional, en el funcionamiento del mercado, que restringe el campo del Emisor en cuanto a

las operaciones de mercado abierto. Este tiene que ver con el papel algo pasivo que juega la banca comercial, posiblemente por las fallas relacionadas con los temas de competencia y productividad de que se ocupa este Seminario.

El aspecto que quiero destacar se refiere a la limitada participación de los bancos en este mercado, que desafortunadamente se restringe únicamente al manejo de sus excesos de tesorería de corto plazo y no ha llegado aún a constituirse en fuente de inversión más permanente para el sistema. Los bancos adquieren Títulos de Participación del Banco de la República a 7 y 15 días cuando cuentan con dineros transitorios de muy corto plazo, es decir, le dan rendimiento de esta manera a eventuales sobreencajes, lo cual para fines de manejo monetario es bueno porque se logra que los recursos permanezcan dentro del sistema bancario, en vez de que sirvan para transferencias hacia otras instituciones financieras tal el caso de transacciones con las corporaciones de ahorro y vivienda, por cuyo conducto se llega con sobrantes de liquidez a congelarlos en el FAVI consiguiéndose la misma contracción monetaria, pero con la desventaja de que se duplican las variables monetarias y se crean interdependencias nada convenientes.

Más allá de estos plazos cortos, los bancos no entran al mercado ni como inversionistas ni como intermediarios, acciones que podrían realizar por ejemplo en actividades de fiducia. Y no porque en el mercado no existan las condiciones para ello, como lo veremos más adelante, sino porque los bancos no se han adecuado con rapidez para ejercer éstas y otras funciones.

En cambio, conviene destacar a este respecto la forma dinámica como han respondido las Bolsas de Valores a las exigencias que impone este instrumento de manejo monetario. Gracias a la operatividad del mercado de capitales en Medellín, Bogotá y Cali el Banco de la República ha podido avanzar en la forma descrita para ejercer un mejor control monetario a través de las OMA y, contribuir con ellas a la ampliación y mejoramiento del mercado monetario.

A pesar de las limitaciones que surgen de la posición pasiva de los bancos, el Banco de la República ha conseguido colocar títulos OMA con plazos superiores a 90 días y hoy en día tiene el 71.3% de los Títulos de Participación voluntariamente adquiridos por el público a 6 meses y el 22.5% en papeles de 3

meses. Además, la casi totalidad de los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio son a 6 meses y existen Títulos de Ahorro Nacional de 3 y 6 meses en cuantías importantes en poder del público. La negociabilidad de estos papeles en el mercado secundario está perfectamente establecida y el tradicional tabú que existía en Colombia respecto a la imposibilidad de vender papeles que no tuvieran liquidez inmediata en su fuente primaria de emisión, ha quedado totalmente superado. Quiero destacar este resultado como un avance en la formación y mantenimiento de un mercado financiero.

El Banco de la República considera que aún hay mucho por hacer en este proceso simultáneo de extensión de las OMA y organización del mercado. Es el caso, por ejemplo, del estímulo a la competencia entre intermediarios a través de sistemas y condiciones que favorezcan a aquellos más eficientes; el establecimiento de venta de títulos a través de remates, método técnico, que serviría para perfeccionar el mecanismo de ofertas que hoy día existe; igualmente la extensión del plazo del título a uno y dos años para conseguir mayor estabilidad en la contratación; así como la posibilidad de colocaciones masivas o en bloque empleando compradores especializados que adquieran compromisos en firme.

La labor del Banco de la República con relación a las OMA se resume, pues, en destacar los resultados favorables que se ha conseguido en los últimos años, hasta llegar a imprimir una dinámica a este proceso que nos debe conducir a estados más avanzados de perfeccionamiento del control monetario con el uso de tal instrumento. Para conseguir estas metas es indispensable que los bancos adquieran un cabal entendimiento del proceso que se cumple y adopten las decisiones internas que los lleven a mejorar su competitividad y eficiencia, de manera que se conviertan en un elemento dinámico de la intermediación de títulos del Banco de la República.

4. La Banca de Fomento y la Banca Central

A diferencia de lo anotado respecto de la participación bancaria en las OMA, hay otras áreas de la política monetaria en la cual la actividad de bancos y corporaciones financieras ha sido amplia y diná-

mica aunque como es obvio, susceptible de lograr aún mejorías adicionales. Me refiero a las operaciones de crédito de fomento en que estas instituciones efectúan la intermediación financiera, las cuales han evolucionado considerablemente de manera muy positiva. Gracias por ejemplo a esta labor, se ofrece actualmente una adecuada transformación de plazos que le facilita ajustar el término del crédito al desarrollo de los proyectos; en cuanto a costos se ha comprobado que el otorgamiento de grandes subsidios es innecesario y sólo causa distorsiones.

En este campo, pues, la tarea realizada por los bancos y corporaciones ha sido eficiente y muy ligada al papel del Emisor en el manejo y administración de los distintos fondos financieros, destinados a irrigar crédito a sectores considerados como prioritarios. Es así como el total del crédito de fomento aprobado durante el año anterior alcanzó la suma de \$ 137.000 millones, lo que significó un aumento del 50.5% con respecto al período inmediatamente precedente (1985). Cerca del 40% de la cifra absoluta correspondió al FFAP. Cabe señalar que durante la presente década los fondos financieros no han utilizado, en su conjunto, recursos en cuantías superiores a las disponibles, indicando con ello la existencia de una interrelación correcta entre las políticas monetaria y de crédito, porque los fondos financieros obtienen sus recursos prestables de fuentes diferentes del crédito primario del Instituto Emisor; para ello se apoyan en el mecanismo de las inversiones forzosas y en las captaciones directas del público.

Ciertamente ha sido recurrente la discusión sobre la dualidad de funciones en nuestro Banco Central: por un lado la labor de control monetario como su función básica y, por otro, la de otorgar crédito dirigido a través de dichos fondos. No es del caso volver ahora a repetir ante ustedes los factores en pro y en contra de tales posiciones. Me parece que es suficiente decir que en el curso de los años el Banco ha logrado una buena simbiosis de ambas políticas, siempre teniendo en cuenta que las actividades de fomento deben sujetarse a las condiciones monetarias del momento.

En el caso de los fondos de fomento tenemos así una actividad bien estructurada, que opera con normas de total claridad y transparencia, en forma muy coordinada con la política monetaria, y gracias al entendimiento y colaboración que se tiene con la banca y las corporaciones. Puesto en otra forma, se han independizado los dos frentes, el monetario y el

de crédito dirigido, a pesar de operar ambos a través de la misma institución.

5. Evolución reciente de la banca

Este importante auditorio seguramente se preguntará si es factible para la banca adelantar los cambios de que aquí se habla y aumentar su actividad en la comercialización de títulos de operaciones de mercado, cuando su estructura empresarial se ha visto debilitada y en algunos casos su situación patrimonial ha llegado a ser tan precaria que varios bancos han tenido que ser capitalizados por el Estado hasta el punto de tomar la condición de bancos oficiales. En nuestra opinión los objetivos de capitalización y ajuste internos de los bancos son conciliables con las labores de que aquí se habla. Es más, para que cumplan sus funciones en la forma técnica y moderna requerida, los bancos necesitan capitalizarse y fortalecerse.

De tiempo atrás sabemos que el sistema financiero colombiano tiene que reorganizarse hacia adentro, mejorando sus labores tanto de otorgamiento y manejo del crédito como de captación; adoptando nuevas técnicas y reduciendo costos para poder competir, crecer y fortalecerse, siguiendo las pautas que seguramente ustedes han discutido aquí, porque estos temas caen bajo el amplio campo de la gestión administrativa. Infortunadamente, muchos de estos cambios llegan a los bancos luego de un proceso largo y difícil de debilitamiento en sus principales indicadores financieros. Sin duda, lo deseable hubiera sido que este ineludible proceso de reestructuración se hubiera producido durante la etapa de rápido crecimiento que caracterizó al sistema financiero en la segunda mitad de la década pasada, para que desde esa época hubiera incrementado su base de capital y modernizado sus sistemas de decisión y control. Así habría sido posible anticipar la crisis y mantener la propiedad accionaria de los bancos en manos privados.

Por ello, en repetidas ocasiones las autoridades hemos dicho que la oficialización de los bancos ha sido un fenómeno no buscado, que obedece única y exclusivamente a la necesidad de preservar la confianza en el sistema por parte de ahorradores y

demás acreedores, cuando un intermediario entra en falencia debido a las pérdidas continuadas que erosionan su capital. La oficialización de algunos bancos ha obedecido exclusivamente a una operación de salvamento y en ningún caso a una política deliberada del Estado para adquirir un mayor control sobre el ahorro y la distribución del crédito, aprovechando para ello estas instituciones oficializadas.

La oficialización se ha aplicado en los casos en que ha sido estrictamente indispensable y siempre ha respetado dos propósitos básicos que no deben olvidarse: en primer lugar, no ha beneficiado a ningún accionista o administrador de una entidad cuyos actos hayan sido motivo del respectivo fracaso. En segundo término, la banca oficializada ha seguido trabajando en las labores de ahorro y crédito con los mismos criterios privados que existían antes de la oficialización, mejorados eso sí en cuanto a que ahora se evitan las operaciones inseguras y se promueven reformas internas de reducción de costos e incrementos de productividad. Estos criterios se refieren a la correcta asignación del crédito por libre decisión de la administración y de la Junta Directiva, siguiendo los procedimientos de banca ortodoxa cuyas bases son la rentabilidad de los proyectos y la seguridad de la operación. El Estado no está interviniendo en los bancos oficializados para influir en la toma de decisiones individuales respecto a crédito o inversiones. Solamente participa a través del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, para exigir una rápida transformación interna del establecimiento y el cumplimiento de las metas generales previstas en los planes de recuperación de cada banco. De manera que el impacto de la oficialización sobre los sectores usuarios de los servicios bancarios no ha ocasionado traumatismo alguno; más bien les está trayendo buenos efectos.

Por lo tanto, la oficialización no ha de traer consecuencias nocivas para la economía, puesto que no implica reorientación de recursos del crédito, ni entre actividades del sector privado como tampoco de la economía privada hacia la pública. La forma como han venido actuando los bancos oficializados desde comienzos del año pasado en virtud de la Ley 117 de 1985, constitutiva del Fondo de Garantías, confirma plenamente la anterior afirmación.

Siendo la oficialización un fenómeno transitorio, al que el Estado se ha visto abocado en razón de incuestionables objetivos de estabilidad económica,

el propósito de las autoridades en cuanto a propiedad de los bancos consiste en conservarlos el tiempo mínimo requerido para su plena recuperación y devolverlos a manos privadas. Se busca así que una labor como la bancaria, propia de la actividad privada y donde el Estado cuenta ya con los instrumentos que le permiten una sana intervención, se pueda privatizar lo más rápidamente posible. El Fondo de Garantías está ya dando pasos en firme para ofrecer al público las acciones de los bancos oficializados que están en la fase final de su recuperación, para lo cual se están elaborando los métodos de oferta que le permitan a los inversionistas adquirir la propiedad. La reprivatización de los bancos oficializados es la verdadera culminación de todo este proceso y esta fase se deberá cumplir, como la primera, sin transferir ningún beneficio indebido a los adquirentes.

Conclusiones

Con los anteriores comentarios he querido señalar ante ustedes algunos aspectos que considero son de actualidad para el sistema financiero y de importancia para un banco central en sus relaciones con la banca comercial.

Lo primero es destacar la significación de los cambios que están ocurriendo en la orientación y manejo de la política monetaria y la necesidad de tecnificar, modernizar y actualizar las operaciones bancarias; creo y así lo espero, que este Seminario dará buenos frutos en estos frentes. En la medida en que ello tenga lugar, las relaciones de los bancos y el Emisor en aspectos como las operaciones de mercado abierto serán más efectivas, dado que el sistema financiero actúa en buena parte como intermediario entre el Banco Central y el sector productivo.

En segundo lugar, he querido señalar que si bien los bancos centrales se consideran sinónimo de estabilidad, esto no indica inercia; por el contrario, ellos deben mantener una dinámica que oriente la evolución de la actividad financiera global. Tal ha sido el ejemplo con las operaciones de mercado abierto, instrumento esencial para llevar a cabo la función básica de determinación de la oferta de dinero, que sirve también para crear las condiciones apropiadas para la existencia de un mercado monetario y de capitales. Es claro que aún nos falta mucho por recorrer en este campo pero lo importante es que se avanza satisfactoriamente.

La política del Gobierno con relación a las instituciones financieras que de tiempo atrás han acusado una acentuada debilidad patrimonial, sigue siendo la de apoyarlas, con el fin de defender a los ahorradores, sin conceder ningún beneficio a quienes hayan podido usufructuar decisiones del pasado. La oficialización es por lo tanto una opción válida y necesaria en estas épocas y si se considera como una etapa transitoria hacia el regreso de los bancos a la actividad privada, no ha de traer graves traumatismos.

El sistema financiero se está recuperando gracias principalmente a que la economía del país ha adquirido de nuevo un ritmo favorable de crecimiento y a que se han adoptado políticas para mejorar los ingresos y la rentabilidad de los bancos (inversiones forzosas, encaje, etc.); también debido a que se han hecho esfuerzos de saneamiento de las empresas sustentados en el mecanismo del Fondo de Capitalización del Sector Financiero. Vista en perspectiva la problemática del sector, podemos afirmar que está en vía de solución y si nos concentramos, como he tratado de explicar, en las nuevas acciones que adelanta la política monetaria y las posibilidades que ofrece, encontramos un horizonte propicio para las instituciones financieras.