



## ◆ Títulos admisibles en operaciones de liquidez del Banco de la República

El proceso de selección de títulos admisibles para las operaciones de otorgamiento de liquidez del Banco de la República busca facilitar la transmisión de la política monetaria, así como apoyar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos y la estabilidad financiera del país. Una apropiada transmisión de la política monetaria requiere que la tasa de interés interbancaria siga de cerca la tasa de referencia del Banco de la República. Por su parte, la estabilidad del sistema de pagos y del sistema financiero en general exige que, ante necesidades de liquidez, intermediarios financieros solventes puedan acceder a las facilidades intradía o de prestamista de última instancia del Banco de la República.

En el proceso de selección de títulos admisibles deben considerarse algunos riesgos que es necesario controlar. Una gama muy amplia de títulos admisibles puede incentivar a que los agentes con acceso a las facilidades de liquidez del banco central concentren sus portafolios en títulos riesgosos en busca de una mayor rentabilidad, lo que se conoce en la literatura especializada como riesgo moral. Al mismo tiempo, la admisión de una gran variedad de títulos lleva a que los bancos centrales se expongan a mayores pérdidas por riesgos de mercado, crediticio, o de contraparte. Para controlar los riesgos mencionados, los bancos centrales admiten activos con bajo riesgo de crédito y de mercado, en sus operaciones de liquidez.

Esta Nota Editorial tiene como objetivo presentar las generalidades de los criterios seguidos por los bancos centrales con respecto a los títulos admisibles para sus operaciones de liquidez, haciendo énfasis en los criterios definidos por el Banco de la República.

## ◆ I. Criterios en la selección de títulos admisibles

Los criterios para definir los títulos admisibles para las operaciones de suministro de los bancos centrales dependen de factores externos y decisiones internas. En teoría, algunos de los criterios que se deben tener en cuenta son<sup>1</sup>:

- *Restricciones legales*: aspectos legales con incidencia directa en las operaciones que puede realizar el banco central y el tipo de títulos admisibles.
- *Contrapartes autorizadas y títulos disponibles*: si el banco central quiere garantizar el acceso a un conjunto mayor de contrapartes, debe considerar también aceptar un rango mayor de clases de títulos.
- *Nivel de desarrollo del mercado de capitales y su efecto en el mercado de títulos*: con el objetivo de acceder a la liquidez del banco central, las entidades tendrían incentivos para mantener en sus balances mayor proporción de títulos admisibles y competir más fuertemente por estos papeles. En la medida en que el mercado de capitales sea lo suficientemente profundo en relación con la liquidez que el banco central necesita otorgar, se disminuyen o evitan las distorsiones en los precios de mercado de activos.
- *Títulos diferentes por tipo de operación*: sería apropiado establecer una lista de títulos admisibles diferente para cada tipo de operación con el banco central, debido a que cada una implica un riesgo diferente. No obstante, la mayoría de bancos centrales aceptan el mismo conjunto de títulos en todas sus operaciones para lograr una mayor eficiencia operativa (p. e.: convertir una operación *overnight* a otra de plazo superior, sin necesidad de evaluar la elegibilidad del título).

## ◆ II. Experiencia internacional

Al analizar la experiencia internacional<sup>2</sup>, se encuentra que la mayoría de los bancos centrales tienen discrecionalidad para ampliar el conjunto de títulos admisibles<sup>3</sup>. En los últimos años algunos ampliaron el conjunto de títulos admisibles, en ciertos casos como consecuencia de la crisis, o por procesos de revisión y actualización periódica, con el fin de incorporar nuevas características que permitan adaptarse a los cambios del sistema financiero<sup>4</sup>. En general, se otorgó mayor flexibilidad a las clases de títulos, la calificación, la nacionalidad del emisor y la denominación de la moneda. Lo anterior implicó, en algunos casos, realizar ajustes en los descuentos aplicados (*haircuts*), y en cuanto a las operaciones de liquidez, modificar su frecuencia, tamaño, madurez y precio.

<sup>1</sup> Cheun, S.; Von Köppen-Mertes, I.; Weller, B. (2009). "Frameworks of the Eurosystem, The Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil", Occasional Paper Series, núm. 107, European Central Bank, diciembre.

<sup>2</sup> Dentro de los países que se analizaron se encuentran: Brasil, México, Perú, Chile, Estados Unidos, Canadá, la Unión Europea, Inglaterra, Australia, Nueva Zelanda, Suiza y Suecia.

<sup>3</sup> De la muestra estudiada solo el banco central de Brasil no tiene discreción para ampliar la lista de títulos admisibles para la ventanilla.

<sup>4</sup> BIS Study Group (2013). "Central Bank Collateral Frameworks and Practices", BIS.

Al analizar los títulos que reciben los bancos centrales en las operaciones de liquidez, se encuentra que la mayoría acepta instrumentos de deuda pública y sus propios títulos. Estos títulos son los más aceptados en América Latina debido a la baja liquidez y profundidad de los mercados de deuda privada. En contraste, en países desarrollados se recibe una gama más amplia de títulos, acorde con la mayor profundidad de sus mercados. Por otra parte, la lista de títulos tiende a ser más restrictiva en las operaciones de política monetaria, en comparación con las operaciones de estabilidad financiera (prestamista de última instancia) y del normal funcionamiento del sistema de pagos. Las medidas adoptadas durante la crisis ampliaron los títulos elegibles en todas las categorías de operaciones, con el fin de incluir algunos títulos de deuda privada en las operaciones monetarias y otros en las operaciones de estabilidad financiera<sup>5</sup> (p. e.: cartera). Con respecto a la denominación de los títulos, algunos bancos centrales aceptan un amplio rango de monedas.

En cuanto a la administración del riesgo que implica la recepción de títulos, en general, es deseable que los activos sean líquidos, presenten baja volatilidad de precios, se puedan valorar diariamente a precios de mercado y se evite su concentración. Adicionalmente, algunos bancos centrales<sup>6</sup> utilizan contratos marco<sup>7</sup> y aplican algunas de las guías de buenas prácticas sugeridas por organizaciones internacionales. Algunos de los mecanismos más utilizados internacionalmente para el manejo del riesgo son:

- *Descuentos*: su objetivo principal es cubrir el riesgo de mercado. Sin embargo existen bancos centrales que aplican descuentos idiosincrásicos adicionales, con el fin de mitigar otros riesgos. En este sentido, el descuento difiere dependiendo de las características del título (como la volatilidad, la liquidez, el tiempo de madurez y la calidad crediticia). Por tanto, los títulos con mayor duración, menor calidad crediticia y mayor volatilidad deben tener descuentos más altos. Adicionalmente, se utilizan los llamados de margen.
- *Calificaciones crediticias*: generalmente se exigen altas calificaciones crediticias y se establece una calificación mínima. Ciertos bancos centrales han desarrollado equipos internos de expertos en el manejo de riesgo de activos y el cálculo de descuentos<sup>8</sup>, y así han reducido su dependencia de las agencias calificadoras. Esta práctica ha permitido aceptar títulos sofisticados, de manera que el conjunto de títulos elegibles puede ser más amplio.
- *Otros mecanismos de cubrimiento*: también se implementa la diferenciación en el costo de las operaciones de acuerdo con el tipo de títulos recibidos, la prohibición de relaciones entre la contraparte del banco central y el título por entregar, y la imposición de límites de concentración por tipo de activos, donde los activos más volátiles deben tener menores límites de concentración.

<sup>5</sup> Países como los Estados Unidos y Australia abrieron facilidades para intercambiar títulos no admisibles por títulos gubernamentales, y así facilitar el acceso a los recursos del banco central durante la crisis.

<sup>6</sup> Por ejemplo: Australia, Nueva Zelanda, los Estados Unidos y la Unión Europea.

<sup>7</sup> Como los propuestos por el International Swap and Derivatives Association (ISDA), el Master Repurchase Agreement (MRA), el Securities Industry and Financial Markets Association (Sifma) y el General Master Repurchase Agreement (GMRA) del International Capital Market Association (ICMA).

<sup>8</sup> Ejemplo de ello corresponde al Banco de Inglaterra, donde se cuenta con un equipo especializado para hacer un detallado análisis interno de los títulos que respaldan las operaciones.

### ◆ III. Títulos admisibles en las operaciones del Banco de la República

Entre 1999 y 2009 el Banco de la República recibía exclusivamente títulos de deuda pública en sus operaciones de mercado abierto (OMA), de acuerdo con lo estipulado en la ley (artículo 53, Ley 31 de 1992). Posteriormente, con el objetivo de otorgar mayor flexibilidad al Banco de la República en el manejo de la política monetaria, la reforma financiera de 2009 eliminó esta restricción. Por tanto, ahora el Banco de la República puede efectuar sus operaciones monetarias con sus propios títulos, con títulos de deuda pública o con los títulos que autorice la Junta Directiva del Banco de la República.

En línea con las prácticas observadas en el ámbito internacional, los títulos de deuda pública se admiten para las facilidades de liquidez asociadas con el normal funcionamiento del sistema de pagos. Por su parte, para las OMA se tiene establecido como títulos admisibles los de deuda pública y algunos títulos de deuda privada. Por último, para la facilidad de apoyos transitorios de liquidez (ATL) se acepta un conjunto más amplio de títulos.

Al establecer el conjunto de títulos aceptados en las OMA y las facilidades del sistema de pagos se tiene en cuenta el aporte a la mejor transmisión de la política monetaria, la contribución al normal funcionamiento del sistema de pagos, el apoyo a la estabilidad financiera y la operatividad del Banco de la República en el cumplimiento de las operaciones. Adicionalmente, y de acuerdo con la experiencia internacional, es recomendable que los activos tengan altas calificaciones crediticias, facilidad de valoración a precios de mercado y liquidez. Dentro del mencionado conjunto se encuentran títulos de deuda pública, de deuda privada y de gobiernos y otros del Banco de la República, que se utilizan en las operaciones de liquidez según lo estipulado en la normatividad del Banco de la República<sup>9</sup>. En la actualidad, los títulos que no están contemplados como admisibles en las OMA son los de contenido participativo (como acciones y participaciones), y otros títulos de deuda privada (como pagarés, títulos representativos de mercancías o que no son de contenido crediticio).

En la facilidad de ATL son admisibles los títulos valores de contenido crediticio o los títulos a los cuales se les apliquen tales reglas, siempre y cuando sean de contenido crediticio<sup>10</sup>, entre los cuales se encuentran los provenientes de operaciones de cartera del establecimiento de crédito, las inversiones financieras y los títulos valores (según el Código de Comercio) emitidos por establecimientos de crédito del exterior de primera línea. En el caso de las inversiones financieras locales, si estas no son emitidas o garantizadas por el Banco de la República, la Nación o Fogafín, y no constituyen inversiones forzosas, deben cumplir con un requisito de calificación mínima de emisión tipo A.

### ◆ IV. Medidas transitorias de ampliación de títulos admisibles por parte del Banco de la República

Usualmente, el Banco de la República recibe en sus operaciones de liquidez títulos de deuda pública; sin embargo, en su monitoreo y seguimiento constante de los mercados,

<sup>9</sup> Circular Reglamentaria Externa DODM 142 (Asunto 4: Control de riesgo para las operaciones de expansión y contracción monetaria).

<sup>10</sup> Los títulos admisibles en ATL se describen en la Resolución Externa 6 de 2001.

y ante diferentes circunstancias, evalúa si es preciso modificar la lista de títulos admisibles.

Un primer ejemplo de esto se remonta a 1998, cuando se monitoreó el comportamiento de la tasa de interés interbancaria (TIB) con respecto a la tasa de referencia del Banco de la República. En ese entonces, la TIB alcanzó niveles altos (50%-60%) y su volatilidad aumentó, mientras que los cupos de la subasta de repos del Banco de la República no se llenaban y las tasas de corte se encontraban en su límite inferior (30%). Parte del problema del mercado monetario se originaba en que algunos agentes del mercado carecían de los títulos requeridos para efectuar operaciones repo con el banco central.

Para hacer frente a dicha situación, se diseñó un mecanismo de provisión de liquidez de corto plazo con características similares a los repos, que consistía en una subasta de recursos respaldados con pagarés de cartera<sup>11</sup>, con el requisito de utilizar los fondos recibidos únicamente para ser depositados en el Banco de la República y ser contabilizados como parte del encaje. Durante este período se realizaba una subasta de repos diaria respaldada con TES y una segunda subasta semanal con plazo de siete días calendario respaldada con títulos valores provenientes de operaciones de cartera.

En los meses siguientes, el Banco de la República comenzó a reducir la tasa de referencia para la subasta de repos y utilizó otros mecanismos para suministrar liquidez, como las compras de TES, la reducción del encaje y la ampliación de los títulos elegibles en las OMA (bonos Fogafín y bonos de seguridad). Esto contribuyó a reducir la diferencia entre la TIB y la tasa de referencia.

A partir de 1999 el mecanismo de repos con cartera fue reemplazado por la figura de ATL para encaje<sup>12</sup>, instrumento que finalmente fue desmontado en septiembre de ese mismo año, teniendo en cuenta que las medidas adoptadas antes restablecieron las condiciones de mercado.

Una situación similar ocurrió en julio y agosto de 2012, cuando la TIB alcanzó una diferencia máxima de 30 puntos básicos (pb) frente a la tasa de interés (el 30 de julio), fenómeno que coincidió con el aumento sostenido de los depósitos remunerados de la Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional (DCPTN) en el Banco de la República<sup>13</sup>. En esa ocasión, los cupos de las subastas de expansión del Banco de la República no se llenaban, pese a los problemas de liquidez; sin embargo, la autoridad monetaria no tomó ninguna medida con respecto al conjunto de títulos elegibles, debido a que dentro de los factores que posiblemente explicaban esta coyuntura se encontraban, entre otros, las políticas de riesgo de las entidades (que podrían imponer restricciones a la hora de disponer de un portafolio de títulos de deuda pública para efectuar repos con el Banco de la República)<sup>14</sup>, la segmentación del mercado, la política de no depender en alta proporción de los recursos a un día del Banco de la República y la demanda de liquidez por parte de algunos intermediarios

<sup>11</sup> Categoría A, pignorada en favor del Banco de la República.

<sup>12</sup> Resolución Externa 25 de 1998 de la Junta Directiva del Banco de la República.

<sup>13</sup> El saldo promedio de depósitos remunerados aumentó de forma sostenida desde el inicio del año hasta septiembre: en abril, \$12,28 billones (b); mayo, \$16,91 b; junio, \$18,74 b; julio, \$ 23,84 b; agosto, \$24.03 b; septiembre, \$20,7 b.

<sup>14</sup> Como por ejemplo, el mantenimiento de un colchón de títulos disponibles para atender imprevistos de retiros de depósitos o como respaldo a pasivos de corto plazo, que no podría utilizarse en las OMA.

que, al contar con límites “restrictivos” de acceso al Banco, estaban dispuestos a pagar tasas elevadas en el mercado interbancario.

Para reducir las presiones en el nivel de liquidez disponible, el Banco de la República ofreció subastas de repos diarias a plazos de siete y catorce días que, junto con la disminución del saldo de depósitos remunerados de la DGCPTN en el Banco de la República, contribuyeron a reducir la diferencia entre la TIB y la tasa de referencia<sup>15</sup>.

En ese mismo año, cuando la Superintendencia Financiera de Colombia liquidó una sociedad comisionista de bolsa, el Banco adoptó un mecanismo temporal de expansión con el fin de evitar posibles efectos de contagio hacia otras entidades del mismo sector. Dicho mecanismo, autorizado únicamente para las sociedades comisionistas de bolsa habilitadas como agentes colocadores de OMA (ACO), consistió en una subasta diaria de repos a catorce días, en la que se aceptaban títulos de deuda privada. A pesar de que la utilización de tal mecanismo fue reducido, el anuncio contribuyó a apaciguar los temores y alivió las presiones sobre el mercado de deuda privada. Esta estrategia estuvo activa entre noviembre de 2012 y marzo de 2013.

Con esta medida el Banco de la República amplió el conjunto de títulos admisibles para OMA; así, además de títulos de deuda pública y de los emitidos por el Banco de la República, se incluyeron algunos de contenido crediticio de deuda privada, acotando la autorización a bonos ordinarios, certificados de depósito a término (CDT), papeles comerciales y títulos provenientes de titularizaciones de cartera hipotecaria (incluyendo *leasing* habitacional), que debían cumplir requisitos específicos<sup>16</sup> para ser elegibles.

Finalmente, en diciembre de 2013 se actualizó el marco de títulos admisibles y se incluyeron algunos títulos de renta fija en moneda extranjera provenientes de deuda soberana *senior* emitida por gobiernos y otros bancos centrales, los cuales también deben cumplir con requisitos específicos para ser elegibles<sup>17</sup>. Estos títulos quedaron autorizados para ser aceptados cuando el Banco de la República esté recibiendo deuda privada.

## ◆ V. Conclusiones

En los últimos años varios bancos centrales han ampliado el conjunto de títulos admisibles para las operaciones de liquidez, ante circunstancias que dificultaban la transmisión de la política monetaria y el normal funcionamiento del sistema de pagos. De manera similar, el Banco de la República, que antes aceptaba exclusivamente títulos de deuda pública para sus operaciones de liquidez, ha ampliado el conjunto de títulos admisibles. En la actualidad, y como mecanismo de naturaleza temporal, acepta algunos títulos de deuda privada, sujetos a condiciones específicas.

<sup>15</sup> La desviación entre la TIB y la tasa de referencia osciló entre 0 y 5 pb, desde septiembre hasta finalizar el año 2012.

<sup>16</sup> Dentro de los cuales se exigían ser desmaterializados, contar con una calificación mínima, entre otros.

<sup>17</sup> Dentro de los cuales se encuentran: contar con una calificación mínima, estar denominado en una de las monedas elegibles y estar depositados en la cuenta del Banco de la República al momento de presentar la oferta, de acuerdo con la normatividad del Banco de la República.

Las modificaciones o ampliaciones del conjunto de títulos admisibles por el Banco de la República se basan en la evaluación y monitoreo constante de las condiciones de los mercados, y procuran el desarrollo de mecanismos más eficientes para la transmisión de la política monetaria y la contribución del Banco de la República al normal funcionamiento del sistema de pagos. 🏦

♦ José Darío Uribe Escobar ♦

Gerente general\*

\* Esta Nota Editorial se elaboró con la colaboración de Pamela Cardozo, Subgerente Monetaria y de Inversiones Internacionales. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad del gerente general, y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.