

NOTA EDITORIAL

LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE LOS BANCOS CENTRALES COMO MECANISMO DE CONTRACCIÓN MONETARIA

La reciente crisis financiera internacional, que se gestó inicialmente en los Estados Unidos y se extendió a varias economías tanto desarrolladas como emergentes, incrementó el riesgo de liquidez en los mercados financieros, el cual se materializó con los eventos de Bern Sterns y luego en Lehman Brothers en septiembre de 2008. Ante la magnitud de la crisis y la rápida extensión del contagio a varias economías, los bancos centrales (BC) adoptaron medidas extraordinarias para tratar de atenuar los efectos sobre la estabilidad del sistema financiero.

Con el fin de incrementar la liquidez y garantizar que su transmisión llegara de forma rápida y efectiva a todos los agentes del sistema financiero, los BC modificaron las características de varios instrumentos de intervención monetaria, tales como la ampliación de la gama de colaterales aceptados para las operaciones de crédito temporal (repos) y el incremento en el número de entidades financieras elegibles para estas operaciones. Adicionalmente, en varios casos se crearon nuevos instrumentos y facilidades temporales para ampliar y mejorar el acceso de las entidades financieras a la liquidez de los BC.

Estas medidas permitieron amortiguar los impactos de la crisis financiera en los mercados monetarios y de activos y, por esta vía, contribuyeron a

reducir la incertidumbre y acotar el riesgo de liquidez sobre los títulos y demás papeles financieros que resultaron afectados. Sin embargo, la liquidez provista por los diferentes instrumentos generó desequilibrios monetarios, que se reflejan principalmente en la desviación de las tasas de interés con respecto a la tasa objetivo de política monetaria, lo cual genera presiones inflacionarias en el mediano plazo¹.

Por tal motivo, el debate actual de los hacedores de política monetaria en varios países se centra en cómo contraer los excesos de liquidez del sistema financiero sin causar traumatismos y sin enviar señales de política monetaria equivocadas. Adicionalmente, en el caso de las economías emergentes se deben considerar los aumentos en la liquidez proveniente de la acumulación de reservas internacionales.

Uno de los instrumentos para realizar de forma efectiva la contracción monetaria es la emisión de títulos del BC, la cual tiene ciertas ventajas frente a otros instrumentos. Éste es el tema que se desarrolla en la presente Nota Editorial, que inicia con la revisión de la experiencia internacional, para luego profundizar en el caso colombiano.

I. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Desde el punto de vista de la estructura de balance, los BC cuentan con dos vías para contraer la base monetaria: la generación de pasivos propios y la venta de activos. En la generación de pasivos se encuentran los siguientes mecanismos: i) la emisión de títulos de cada BC, ii) la constitución de depósitos remunerados, y iii) el incremento en el encaje bancario. Por su parte, en la venta de activos el mecanismo tradicional de los BC es la venta (temporal o definitiva) de títulos de deuda pública.

Estos mecanismos son empleados por los BC dependiendo de las condiciones monetarias y cambiarias del momento, así como de la disponibilidad de los mismos, ya que en el caso de la venta de activos, los BC están sujetos a contar con un portafolio suficiente de títulos de deuda pública. En cuanto a la generación de pasivos, el BC debe estar habilitado para emitir sus propios títulos o para constituir depósitos remunerados.

¹ Dentro del esquema de inflación objetivo se requiere que las tasas interbancarias se mantengan muy cercanas a la tasa de política monetaria; sin embargo, desde mediados de 2009 países como Noruega, Canadá e Inglaterra han presentado desviaciones importantes entre estas tasas de interés, producto de la mayor liquidez en los mercados.

El encaje se considera esencialmente como un instrumento para mitigar el riesgo de liquidez, pero no como un mecanismo de política monetaria. Su utilidad radica en garantizar la liquidez inicial necesaria ante retiros imprevistos por parte de los ahorradores del sistema financiero, mas no para regular la cantidad de dinero. De esta forma, el incremento del encaje limita los recursos para prestar por parte de las entidades financieras, dado que deben dejar un porcentaje mayor en sus reservas, lo cual se considera una práctica poco amigable con el mercado y costosa para las entidades financieras (Lavigne, 2008).

La literatura sugiere algunas ventajas de la emisión de títulos por parte del BC. Por un lado, Hawkins (2004) encuentra que ejecutar operaciones monetarias con títulos del BC le brinda mayor discrecionalidad para el manejo de su política monetaria, al no depender de un portafolio de títulos de deuda pública². Asimismo, identifica que en algunos casos los títulos del gobierno pueden no tener las condiciones idóneas para las operaciones monetarias que desea realizar el banco central (v. gr. plazos, tasas de interés, moneda) y, por tanto, en algunas situaciones es preferible que el banco central emita sus propios títulos³. Por su parte, Ganley (2004) señala que al ser títulos con amplio respaldo se incrementa el volumen de colaterales de alta calidad disponibles para el financiamiento de corto plazo de las entidades financieras y, por esta vía, se puede contribuir al desarrollo de un mercado interbancario activo.

Al examinar la experiencia de varias economías se encuentra que la emisión de títulos por parte de los BC es una práctica común en países tanto desarrollados como emergentes. Inicialmente, la emisión de títulos de los BC nació ante la ausencia de títulos del gobierno que permitieran la realización de operaciones monetarias y con el objeto de dinamizar el mercado financiero. Sin embargo, con la profundización de los mercados de deuda pública en algunos países se eliminaron los títulos del BC. En otros casos han coexistido títulos del BC con títulos de deuda de los gobiernos (Reino Unido, Unión Europea, México, Perú, entre otros).

Entre las emisiones recientes de títulos del BC se destaca el caso de Nueva Zelanda, que debido a la mayor liquidez que brindó el BC por medio del

² En el caso de Brasil la emisión de títulos por parte del BC le permitió un mejor manejo de la política monetaria y cambiaria en presencia de presiones inflacionarias y revaluación del tipo de cambio (Luporini, 2000).

³ Una detallada discusión sobre la utilización de títulos del gobierno frente a títulos del banco central puede verse en Quintyn (1994).

TAF (facilidad de préstamo a plazo) para salvaguardar al sistema financiero, se vio obligado a reintroducir la emisión de sus títulos (*NZ-bills*) a finales de 2008 para contrarrestar la expansión monetaria.

En el caso de los Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) realiza sus operaciones monetarias con títulos del Tesoro y otros títulos de emisores tanto públicos como privados, debido a que la legislación le prohíbe la emisión de sus propios títulos⁴. En efecto, la Fed recientemente anunció como otro instrumento de política monetaria la creación de la figura de depósitos remunerados no constitutivos de encaje, con el propósito de recoger los excedentes de liquidez originados por los planes extraordinarios ofrecidos durante la crisis⁵.

En la mayoría de los casos los títulos de los BC son emitidos a corto plazo (menos de un año), en moneda local y a tasa fija. A su vez, el mecanismo tradicional de colocación han sido las subastas (precio uniforme y discriminatorio), de tal forma que se genere una competencia por los títulos y su tasa de interés refleje las condiciones del mercado. Sin embargo, algunos BC han realizado emisiones con otras características, las cuales dependen de su estrategia de política; por ejemplo, el banco central de Brasil ha emitido títulos en moneda extranjera, con el fin de controlar la liquidez en moneda local y extranjera, y el Banco Central de México ha realizado emisiones indexadas a la tasa de política monetaria. Las emisiones indexadas a la inflación también se han presentado en algunos BC de la región (v. gr. Argentina) (Cuadro 1).

La emisión de los títulos del BC a corto plazo radica principalmente en la necesidad de evitar una competencia directa con los títulos del gobierno, así como para reducir el impacto sobre el balance del BC. En efecto, se observa que en tanto las emisiones de títulos sean de mayor plazo, el impacto sobre el balance del BC puede ser elevado. En el caso de Chile, por ejemplo, los títulos del BC constituyen la mayoría de sus pasivos, e igualmente en Dinamarca y México representan una proporción importante⁶.

⁴ En algunos países la legislación prohíbe que los bancos centrales emitan sus propios títulos (Rusia e India), en otros existe un límite para la emisión de los títulos (e. g. en Corea no puede exceder el 50% de M2).

⁵ Dichos depósitos se constituirán a diferentes plazos (menores de un año) con tasas de interés que no excedan las ofrecidas en el mercado de corto plazo. Cabe mencionar que recientemente la Fed ha utilizado la remuneración al encaje como instrumento adicional para la contracción monetaria.

⁶ En Chile la emisión de títulos por parte del banco central obedeció a la crisis financiera y de balanza de pagos a comienzos de los ochenta, la cual no fue cubierta totalmente por transferencias fiscales, afectando seriamente el balance del banco central (Restrepo *et al.*, 2009).

Cuadro 1					
Títulos emitidos por bancos centrales seleccionados					
	País	Nombre del título	Rango de plazos	% de los pasivos del BC	% a corto plazo
Latinoamérica	Argentina	Títulos del banco central (Lebac)	<18 meses	10	90
	Brasil ^a	Títulos del banco central (NBC)	1 a 3 años	6	44
	Chile	Certificados de deuda del banco central	30 días a 20 años	78	37
	Perú	Certificados de depósitos (CD)/CDR)	1 día a 3 años / < 5 años	5	30
	México ^a	Bonos de regulación monetaria (BRM)	1 a 3 años	26	56
	Venezuela	Certificados de depósito	< 1 año	17	100
Otras Economías	China	Títulos del banco central	3 a 6 meses	5	100
	Dinamarca	Certificados de depósitos	7 a 14 días	31	100
	Zona del euro	Certificados de deuda del BCE	< 1 año	1	100
	Japón	Títulos de financiamiento	< 6 meses	1	100
	Reino Unido	Títulos del Banco de Inglaterra	1 a 7 días	19	100
	Suiza	Títulos del Banco Nacional de Suiza	7, 14 y 28 días	10	100
	Suecia	Certificados del banco central	7 días	13	100
	Nueva Zelanda	NZ Bills	1 a 6 meses	12	100

^a/ La emisión de los títulos del banco central de México estuvo vigente hasta 2006, y los del banco central de Brasil hasta 2001.
Fuente: bancos centrales (2008-2009).

En las economías emergentes los BC han sido más activos en la emisión de títulos, y en algunos casos su participación es elevada frente a la deuda del sector público o de otros emisores (entidades financieras, corporaciones). En Chile y Hong Kong la participación del BC como emisor de deuda es importante. Sin embargo, se observa que el sector público aún predomina como emisor principal en estas economías. En el caso de Colombia el 67% de los títulos de deuda emitidos localmente corresponden a títulos del Gobierno, mientras que los sectores financiero y corporativo participan en la colocación de títulos con alrededor del 16 % y 17%, respectivamente (Cuadro 2).

En cuanto a los tenedores de los títulos, la experiencia muestra que en la mayoría de los países los títulos del BC son adquiridos por entidades financieras. No obstante, en algunos países (Brasil, Chile, Hungría, Israel y Corea) los inversionistas institucionales (v. gr. fondos de pensiones) también son grandes tenedores, lo cual suele ocurrir cuando los BC emiten títulos de largo plazo. A diferencia de la mayoría de los casos, en

Cuadro 2				
Emisores de títulos de deuda				
(% del total de deuda interna emitida en la economía)				
País	Instituciones financieras	Banco central	Sector público	Sector corporativo
Chile	27	55	4	14
Hong Kong	64	23	5	8
Israel	0	16	79	5
Corea	13	16	31	40
Malasia	0	2	39	59
Perú	30	10	28	32
Polonia	1	14	73	12
Tailandia	2	0	83	15
Singapur	4	0	3	93
Colombia	16	0	67	17
Promedio	16	14	41	30

Fuente: bancos centrales y entidades de supervisión del sistema financiero (2008-2009).

Dinamarca los títulos del BC sólo pueden ser transados con entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria (Abildgren *et al.*, 2003).

A. La emisión de títulos como mecanismo de esterilización

Los BC de economías emergentes y en desarrollo también han acudido a la emisión de títulos para la esterilización de la intervención cambiaria, en momentos en que la tasa de cambio ha presentado fuertes apreciaciones o ante la acumulación de reservas internacionales.

El caso de China es uno de los más representativos. Al respecto, Alberola y Serena (2007) muestran que la elevada acumulación de reservas internacionales por parte del BC a inicios de la presente década generó un incremento acelerado de los agregados monetarios que llevó a un aumento de la liquidez en poder de las instituciones financieras. Para controlar estos efectos, el BC de China incrementó las tasas de interés entre 2004 y 2005, elevó los requerimientos de reserva y comenzó a esterilizar el aumento en los activos externos netos. La estrategia de esterilización consistió en la venta de títulos de deuda pública en el mercado interbancario y la emisión de títulos del BC (*C-bills*) de forma regular. Para 2006, el BC intensificó la emisión de *C-bills* e incrementó de nuevo los requerimientos de reserva para esterilizar el incremento en las reservas internacionales, lo cual llevó a un aumento de las tasas de interés en el mercado interbancario

en cerca de 110 pb durante el tercer trimestre de 2006, llevando así las tasas de interés al nivel objetivo.

II. EL CASO COLOMBIANO

Los diferentes instrumentos de contracción monetaria empleados por el Banco de la República han sido respuesta a las estrategias de política adoptadas anteriormente por la Junta Monetaria y, posteriormente, por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Los instrumentos han variado dependiendo de la situación económica del país, del desarrollo del sistema financiero y del mercado de deuda pública, así como de la regulación financiera y legal del país. Inicialmente la contracción monetaria se realizó con títulos del Banco de la República (títulos de participación) y luego se hizo exclusivamente con títulos de deuda pública. En 2007 entraron a operar los depósitos remunerados como un instrumento adicional para realizar la contracción monetaria de corto plazo.

A. Los títulos de participación

La emisión de títulos como parte del conjunto de operaciones de mercado abierto (OMA) data de los primeros años de la década de los setenta, aunque sólo hasta mediados de los años ochenta, se consolidó en forma importante, cuando buena parte de los ingresos provenientes de la bonanza cafetera de 1985 y 1986, que implicaron acumulación de reservas internacionales para el Banco de la República, se neutralizaron principalmente mediante la expedición de los títulos de participación (TP) del Banco⁷.

Dicha estrategia de esterilización requirió un incremento sustancial de la rentabilidad de los TP, lo cual hizo que las operaciones de contracción pasaran a representar una proporción importante de la base monetaria, la que adquirió gran fuerza a principios de los años noventa. En tal sentido, las operaciones OMA (originadas por operaciones de contracción) pasaron de representar el 25% de la base monetaria en 1987 al 29% en 1990 y 59% en 1991 (Cuadro 3).

⁷ Los TP fueron creados por la Junta Monetaria mediante la Resolución 4 de 1974 y se expidieron en dos clases: A y B. Los TP clase A se crearon con el fin de ofrecer una alternativa de inversión para las entidades del sector público, aunque ocasionalmente también se utilizaban para captar excedentes de liquidez de corto plazo del sistema bancario. Por su parte, los TP clase B fueron establecidos con el fin de captar el ahorro del sector privado en general, y su colocación se realizaba mediante el sistema de subastas mediante los agentes autorizados.

Cuadro 3
Importancia de las operaciones de mercado abierto (OMA) 1987-1991
(millones de pesos)

Variable	Dic-87	Dic-88	Dic-89	Dic-90	Dic-91
Base monetaria	684.693	864.371	1.126.384	1.388.812	2.145.923
Variación anual absoluta base	161.776	179.678	262.013	262.428	757.111
Total OMA ^{3/}	170.922	156.275	172.784	405.259	1.260.211
Variación anual absoluta OMA	13.980	-14.647	16.509	232.475	854.952
Participación OMA/base %	25,0	18,1	15,3	29,2	58,7
Variación OMA/variación base %	8,6	-8,2	6,3	88,6	112,9
Participación OMA/cuasidineros	10,6	8,0	6,6	11,7	26,8

^{3/} Incluye títulos canjeables de la Resolución 66/86 de Junta Monetaria y títulos de participación.
Fuente: Steiner (1991).

Si bien lo anterior permitió que el control monetario se fundamentara cada vez más en instrumentos de mercado, es importante señalar que su utilización se realizó en un mercado de baja liquidez y poca profundidad. Adicionalmente, dado el manejo cambiario y las expectativas de inflación, se presentaba un diferencial de tasas de interés que hacía atractiva la entrada de capitales al país. Por consiguiente, el incremento en las tasas de captación de los TP elevó el diferencial existente entre las tasas de interés locales frente a las tasas externas, hecho que estimuló aún más el ingreso de capitales provenientes del exterior. En consecuencia, se generó un nuevo aumento en las reservas internacionales, lo cual revirtió el efecto buscado inicialmente con las medidas adoptadas.

B. Los títulos de deuda pública

Con el propósito de profundizar el mercado de deuda pública el Gobierno expidió la Ley 31 de 1992, la cual restringió al Banco de la República a efectuar sus OMA exclusivamente con títulos de deuda pública a partir de enero de 1999⁸. Desde entonces, el Banco comenzó su intervención en el mercado monetario mediante títulos de deuda pública, abandonando las operaciones de emisión de los TP.

El Banco de la República empezó a conformar un portafolio de títulos de deuda pública con el propósito de acumular el acervo necesario para

⁸ En la exposición de motivos de la citada ley se estableció lo siguiente: "En el artículo 54 (artículo 53 del proyecto original), a solicitud del Gobierno se incluyó un párrafo nuevo con el fin de prever que a partir de 1999, las operaciones de mercado abierto que realice el Banco de la República con papeles en moneda legal, deben realizarse exclusivamente con títulos de deuda pública". Tomado de *Gaceta del Congreso*, núm. 115, octubre, 1992, "Ponencia para segundo debate en el Senado".

realizar las operaciones de contracción monetaria en el futuro. El portafolio se conformó mediante compras de TES en el mercado secundario, estrategia que se empleó también para otorgar parte de la liquidez que requería el sistema financiero durante ese período. Asimismo, entre enero de 1999 y abril de 2007 se efectuaron operaciones de contracción mediante repos en reversa con TES.

C. Los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE)

Previendo una fuerte disminución en el portafolio de títulos de deuda pública para realizar OMA de contracción, la JDBR autorizó los DRNCE con el fin de contraer liquidez a diferentes plazos, mediante la Resolución Externa 9 de 2004. Su uso se inició en mayo de 2007, ante la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario. Desde entonces los depósitos remunerados se constituyeron en un instrumento importante de política monetaria, por cuanto mediante ellos se busca mantener la tasa de interés de corto plazo en el nivel que la JDBR considera coherente con el logro de las metas de inflación. Su colocación se ha hecho a plazos cortos, siendo los más utilizados los de 1, 7 y 14 días.

D. Títulos del Banco de la República para intervención monetaria

Con el objetivo de otorgar mayor discrecionalidad al Banco de la República en el manejo de la política monetaria, el Gobierno, por medio de la reforma financiera (Ley 1328 de julio de 2009), eliminó la restricción que pesaba sobre el Banco desde 1999, la cual lo limitaba a realizar OMA exclusivamente con títulos de deuda pública. Por tanto, actualmente él puede efectuar sus operaciones monetarias con DRNCE, títulos del Banco, títulos de deuda pública o con los títulos que autorice la JDBR.

Dentro de este nuevo marco normativo, en su reunión ordinaria del 29 de enero de 2010 la JDBR autorizó la intervención del Banco de la República en el mercado monetario con sus propios títulos, como un mecanismo complementario al esquema de política monetaria.

III. CONSIDERACIONES FINALES

La experiencia internacional muestra que los BC requieren un margen de maniobra adecuado para hacer frente a choques que exigen otorgar

liquidez inmediata y generalizada a la economía. Sin embargo, esta discrecionalidad también requiere de instrumentos igualmente efectivos para neutralizar los efectos de las medidas tomadas, sin enviar señales de política monetaria equivocadas. En este último caso, los títulos de los BC han demostrado ser uno de los mecanismos más efectivos para desarrollar esta labor de contracción monetaria.

En los países emergentes, ante la volatilidad de la tasa de cambio y la acumulación permanente de reservas internacionales, este instrumento toma mayor relevancia, dado que teniendo en cuenta los efectos derivados de los choques financieros y/o monetarios, los BC deben tomar medidas para mitigar el impacto de sus intervenciones cambiarias.

En general, la clase de mecanismos por emplear para ejecutar la contracción dependerá de las consideraciones monetarias y cambiarias del momento, del origen de los excesos de liquidez por retirar (transitorios o permanentes), así como de la incidencia sobre las tasas de interés y su relación frente a la tasa de referencia de los BC.

En el Banco de la República se han empleado varios mecanismos de contracción que obedecen tanto a consideraciones de política y de mercado, como a aspectos legales. Recientemente, la reforma financiera habilitó al Banco para realizar las OMA con sus propios títulos, hecho que fue considerado por la JDBR como una oportunidad para complementar el esquema actual de intervención monetaria, el cual trae consigo las ventajas mencionadas para el manejo de la política monetaria.

José Darío Uribe
*Gerente general**

* Esta Nota se elaboró con la colaboración de la Subgerencia Monetaria y de Reservas. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.

REFERENCIAS

- Abildgren, K; Jensen, P.; Storgaard, P. E. (2003). "Monetary Policy in Denmark", Danmarks Nationalbank, junio.
- Ganley, J. (2004). "Surplus Liquidity: Implications for Central Banks", *Lectures*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, núm. 3, diciembre.
- Hawkins, J. (2004). "Central Bank Securities and Government Debt", documento de trabajo, Australian Treasury & Bank for International Settlements.
- Hernández, A.; Tolosa, J. (2001). "La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años 90", Borradores de Economía, núm. 172, febrero.
- Luporini, V. (2000). "The Degree of Independence of the Brazilian Central Bank: Repurchase Agreements and Central Bank Securities", documento de trabajo, núm. 136, Cedeplar-UFMG, junio.
- Lavigne, R. (2008). "Sterilized Intervention in Emerging-Market Economies: trends, costs, and risks", documento para discusión, núm. 08-4, Banco del Canadá.
- Quintyn, M. (1994). "Government Securities Versus Central Bank Securities in Developing Open Market Operations - Evaluation and Need for Coordinating Arrangements, Fondo Monetario Internacional, documento de trabajo, núm. 62, mayo.
- Restrepo, J. E.; Salomó, L.; Valdés, R. (2009). "Macroeconomía, política monetaria y patrimonio del Banco Central de Chile", *Economía Chilena*, vol. 12, núm.1, abril, pp. 5-38.
- Steiner, R. (1991) "La cuenta especial y cambios, las utilidades del Banco de la República y el déficit del sector público", ESPE, núm. 20, pp. 175-189, diciembre.