

NOTA EDITORIAL

EL MERCADO MONETARIO EN COLOMBIA

El objetivo de esta Nota Editorial es describir el desarrollo del mercado monetario en Colombia; para lo cual, en las dos secciones siguientes se describen las principales características de los instrumentos del mercado monetario y se explica su importancia. Luego, se muestra la evolución de este mercado en Colombia, se plantean algunas hipótesis para explicar su poco desarrollo, y se describen algunas acciones de las autoridades para impulsarlo; por último, se concluye.

I. DEFINICIÓN

El mercado monetario agrupa la deuda a plazos inferiores a un año emitida por el Gobierno, los intermediarios financieros y las entidades públicas y privadas. El Banco de la República también actúa en este mercado suministrando liquidez, de acuerdo con las metas de inflación. Las

principales funciones del mercado monetario son: i) facilitar la financiación a corto plazo de los emisores de deuda; ii) permitir una eficaz ejecución de la política monetaria, y iii) contribuir a la adecuada formación de la estructura temporal de tasas de interés. Los principales instrumentos son los títulos valores y los préstamos interbancarios y de títulos. A continuación se enumeran las principales características de estos instrumentos:

A. Títulos valores

- *Títulos de deuda pública (TES) de corto plazo*: son emitidos por el Gobierno nacional a plazos entre 90 y 180 días.
- *Certificados de depósito a término (CDT)*: son emitidos por establecimientos de crédito a plazos inferiores a un año, cuyas captaciones se realizan generalmente a 90 días. La tasa de interés promedio de los depósitos a este plazo es conocida como la DTF. Esta tasa la calcula semanalmente el Banco de la República.
- *Papeles comerciales*: son emitidos por empresas del sector real para financiar sus tesorerías.

B. Préstamos interbancarios

Son préstamos que realizan entre sí las entidades financieras, particularmente los bancos, para financiar sus tesorerías. El plazo generalmente es de un día. Normalmente los recursos se transan sin respaldo y están circunscritos a bancos con muy bajo riesgo crediticio. La tasa de interés promedio de estos préstamos es conocida como la TIB, la cual es calculada diariamente por la Superintendencia Financiera.

C. Préstamos de títulos

Son operaciones donde se intercambian temporalmente títulos por dinero o títulos por títulos. El prestatario recibe temporalmente el dinero o un determinado título, y el prestamista obtiene una rentabilidad. Como respaldo de la operación, el prestamista recibe un título, eliminando así el riesgo de contraparte. Este nombre genérico aplica fundamentalmente a tres operaciones del mercado monetario: los repos, cuyo nombre viene del inglés *repurchase agreements*; las simultáneas, las cuales son conocidas en el mercado internacional como *buy sell backs*; y las transferencias

temporales de valores, que en algunos mercados se conocen como préstamo de títulos.

En los repos el prestatario recibe dinero y el prestamista obtiene como respaldo un título. Al final del repo, se reversa la operación y el prestamista recibe los intereses. Las operaciones de expansión y contracción transitoria del Banco de la República se realizan normalmente a través de operaciones repo. En las operaciones simultáneas, un agente está interesado en obtener determinado título o dinero y entregar a cambio, de manera temporal, dinero o un título. Finalmente, en la transferencia temporal de valores se intercambian títulos y dinero, donde éste último sirve de respaldo. Todas estas operaciones se pactan a plazos muy cortos, por lo general a 1, 7 y 15 días.

Generalmente, los instrumentos del mercado monetario tienen menores niveles de riesgo que las acciones y los instrumentos de deuda a mayores plazos, los cuales se transan en el mercado de capitales. Las variaciones de los precios de los activos del mercado monetario son relativamente pequeñas y el riesgo de crédito es menor que el de instrumentos de plazos más largos. Por otra parte, este mercado es usualmente muy líquido y tiene costos de transacción relativamente bajos.

II. IMPORTANCIA DEL MERCADO MONETARIO

En este mercado los agentes invierten recursos a corto plazo en instrumentos con bajos niveles de riesgo y alta liquidez. Algunas razones para invertir en el mercado monetario son:

- Necesidad de minimizar el riesgo de pérdidas en recursos que están comprometidos para efectuar pagos en un horizonte muy corto de tiempo.
- Protección ante eventuales pérdidas por desvalorización de títulos, cuando hay expectativas sobre futuras alzas en las tasas de interés.
- Financiación de portafolios de largo plazo con recursos de corto plazo, cuando se considera que la operación arroja una rentabilidad acorde con el nivel de riesgo que se está dispuesto a asumir.
- Diversificación del portafolio de inversión.

Por otra parte, los establecimientos de crédito transan en el mercado monetario recursos de tesorería de corto plazo y ajustan sus necesidades de encaje. A su vez, el Banco de la República utiliza el mercado monetario para regular la liquidez de la economía. Las tasas de interés que se forman en dicho mercado son de crucial importancia para el Banco. La tasa de interés de las operaciones repo del Banco es la variable instrumental de la política monetaria: con dicha tasa se busca influir en la tasa de corto plazo del mercado (TIB), y transmitir las señales de política monetaria a las tasas de interés de largo plazo.

Las tasas de interés de corto plazo se forman en el mercado monetario y con éstas se construye lo que se conoce como «la parte corta de la curva de rendimientos». La existencia de estas tasas es necesaria para el desarrollo de otros mercados (como el de títulos de plazos más largos y el de derivados). De una parte, hay inversionistas (deudores) que desean invertir (emitir) en títulos de largo plazo, siempre y cuando su precio no fluctúe drásticamente. La existencia de los títulos con esta característica evita que se tenga que reinvertir (refinanciar) recursos en períodos cortos de tiempo. Para estos agentes lo ideal es invertir (emitir) en un bono cuyo rendimiento esté atado a una tasa de referencia de corto plazo, por ejemplo, de 90 días. Esta tasa también facilita que los bancos realicen préstamos a largo plazo atados a la tasa de referencia, lo que evita el riesgo de que la tasa de interés de los préstamos sea inferior a la de los depósitos a corto plazo. De otra parte, las tasas de interés de corto plazo se utilizan como referencia en las operaciones de derivados de tasas de interés; operaciones que permiten cubrir los riesgos de descalce de tasas de interés presentes en los balances de los agentes. La calidad y representatividad de las tasas de corto plazo son fundamentales para el desarrollo de este mercado.

Finalmente, el préstamo de títulos permite a los inversionistas efectuar cambios temporales en sus portafolios para buscar liquidez, otros títulos o una mayor rentabilidad. Estas operaciones contribuyen al buen funcionamiento del mercado, al permitir un manejo del riesgo ajustado a las necesidades de los agentes. En particular el mecanismo: i) facilita liquidez de corto plazo a inversionistas que poseen títulos de largo plazo sin que se vean obligados a venderlos; ii) permite a los especuladores financiar títulos de largo plazo con recursos de corto plazo, y iii) permite que inversionistas que poseen títulos de largo plazo obtengan rentabilidad adicional al prestar temporalmente los títulos a otros agentes que los requieren.

III. EL CASO COLOMBIANO

Durante la última década el Gobierno nacional ha desarrollado el mercado de deuda pública local para disminuir la dependencia de la financiación proveniente de los mercados internacionales. Para ello, en 1997 inició un exitoso programa de «creadores de mercado de deuda pública»¹. El proceso de sustitución de deuda externa por interna se vio apoyado por dos factores: i) la reducción de la cartera del sistema financiero, y ii) el crecimiento de los fondos de pensiones privados creados por la Ley 100. La disminución de las inversiones en la cartera del sistema financiero fue compensada principalmente con TES, y los fondos de pensiones también pasaron a ser inversionistas finales de estos títulos.

El crecimiento de las inversiones en títulos de deuda pública le dio un gran dinamismo a este mercado y cambió el panorama de riesgo del sistema financiero y de otras entidades, como los fondos de pensiones. El riesgo de mercado aumentó su importancia en los balances, al igual que las consideraciones de liquidez de los portafolios de inversión. El manejo de estos riesgos se ha tornado fundamental para la estabilidad del mercado financiero, incluyendo no sólo a los establecimientos de crédito sino también a las sociedades comisionistas de bolsa, a las sociedades fiduciarias y a los fondos de pensiones. La existencia de un mercado monetario líquido permite una mejor administración del riesgo de estos nuevos portafolios.

Sin embargo, en Colombia el desarrollo del mercado monetario ha sido bastante precario, sobre todo si se compara con el del mercado de deuda pública. Usualmente el proceso de desarrollo es inverso, y los mercados otorgan primero liquidez a instrumentos más sencillos y de bajo riesgo, y luego a los más sofisticados y de mayor riesgo.

Las razones para que en el caso colombiano se haya presentado un mayor desarrollo del mercado de deuda pública en relación con el del mercado monetario son de diversa índole; entre éstas se pueden destacar:

¹ Los creadores de mercado son un grupo de agentes (bancos y comisionistas de bolsa) que tienen a su cargo el desarrollo del mercado de deuda pública. Para tal efecto cumplen con algunas obligaciones en términos de adquisición primaria y negociación secundaria de títulos, y a cambio reciben algunas prerrogativas, como son la participación en el mercado mayorista de TES (SEN) y el acceso exclusivo a las subastas primarias de estos títulos.

- El gravamen a los movimientos financieros (GMF) o «cuatro por mil», ha afectado el mercado primario de títulos de corto plazo. Este gravamen lo paga el emisor al momento de la redención del título y se hace más oneroso entre más corto sea el plazo de la operación. Esto explica que se haya desestimulado la emisión de los títulos de muy corto plazo. Los certificados de depósito a término (CDT) de las entidades financieras han sido sustituidos dentro del pasivo de las entidades por cuentas de ahorro o corrientes –en donde el gravamen es pagado por el cliente–. También se ha presentado una sustitución por papeles de plazos más largos.
- El mercado secundario de títulos de corto plazo no ha alcanzado niveles importantes de liquidez, puesto que los agentes no realizan transacciones con estos títulos. El caso que más contrasta con experiencias internacionales es el de la deuda pública de corto plazo, donde se tienen volúmenes importantes en el mercado primario, mas no en el secundario. La formación de precios se ve afectada por esta iliquidez. Por otra parte, en el caso de los CDT el GMF aplica a algunas de las transacciones según los agentes que transen, haciendo que los precios no sean comparables: por ejemplo, si la transacción se realiza entre un banco y una empresa del sector real, esta última está sujeta al GMF, mientras que si se realiza entre bancos está exenta.
- La iliquidez general del mercado monetario ha impedido la formación de buenas tasas de referencia de corto plazo, con lo cual se dificulta el desarrollo de un mercado de derivados y de títulos de tasa flotante.
- En el mercado de préstamo de títulos existían tres grandes problemas: i) incertidumbre jurídica sobre la propiedad de los recursos que se recibían como respaldo, impidiendo que los agentes las percibieran como operaciones sin riesgo de crédito; ii) las operaciones habían sido catalogadas como «operaciones de liquidez», y su utilización estaba restringida a la financiación de faltantes de caja transitorios, y iii) existían problemas con la regulación contable y prudencial de las operaciones de préstamo de valores.

En 2003 se conformó un grupo de trabajo integrado por representantes de las direcciones de Regulación Financiera y de Crédito Público del

Ministerio de Hacienda, de la Dirección de Investigación y Desarrollo de la Superintendencia Financiera y de la Dirección de Operaciones y Desarrollo de Mercados del Banco de la República. Este grupo trabajó en un proyecto para mejorar las condiciones regulatorias del mercado monetario y, en particular, del mercado de préstamo de títulos. En el marco de este proyecto, el cual fue financiado por la agencia internacional FIRST Initiative, se han logrado los siguientes avances:

- La Ley 964 de 2005, conocida como la «Ley del mercado de valores», eliminó la incertidumbre jurídica para las operaciones de préstamo de títulos, aclarando que en éstas se produce la transferencia de propiedad de los títulos y, por tanto, si una de las partes incumple su contraparte puede conservar los recursos que cubran el monto adeudado.
- Se cambió el diseño de las subastas primarias de TES de corto plazo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con el fin de lograr mayores volúmenes de emisión e incentivar así la liquidez en el mercado secundario. En la actualidad se realizan emisiones con plazos entre 90 y 180 días.
- Se creó un nuevo marco regulatorio para las operaciones de préstamo de títulos. Este incluye una serie de decretos, circulares y resoluciones, en donde se definen las operaciones y sus elementos comunes, su régimen contable y prudencial. En este nuevo marco regulatorio se destacan los siguientes aspectos:
 - Las operaciones que se realicen y sean análogas a las que se regulan deben cumplir con lo establecido en la nueva regulación, eliminando la posibilidad de la creación de operaciones similares que resulten en un arbitraje regulatorio.
 - El riesgo del título entregado en cualquiera de estas operaciones sigue siendo de quien lo entregó y lo debe reconocer en su balance. Con ello se elimina la posibilidad de que un agente no refleje todo su portafolio en el balance, distorsionando la asignación del riesgo de mercado entre los diversos grupos de agentes.
 - El tratamiento prudencial de estas operaciones refleja la mitigación del riesgo de contraparte y permite que a éste se le asigne

capital sólo en la medida en que el respaldo no sea suficiente para cubrir la operación.

- Se elimina la distinción de «operaciones de liquidez» y las demás consecuencias regulatorias que ella generaba.
- Se crea la categoría de operaciones de mercado monetario.

En la actualidad existen grupos de trabajo para mejorar otros aspectos del mercado monetario: el Banco de la República lidera uno de ellos en donde participan la Superintendencia Financiera, el Ministerio de Hacienda y la Asociación Bancaria, para construir una tasa de interés de corto plazo que pueda convertirse en una referencia para el desarrollo del mercado de derivados y de las operaciones a tasa flotante que contrate el sistema financiero. Además, existe otro grupo de trabajo de las mismas entidades, el cual estudia temas sobre la valoración a precios de mercado de los diferentes títulos.

IV. CONCLUSIONES

- La existencia de un mercado monetario permite una mejor administración del riesgo de otros mercados, como el de capitales y el de derivados. Por su bajo nivel de riesgo es un mercado cuyo desarrollo usualmente precede a otros mercados con plazos más largos. Sin embargo, en Colombia, este proceso se presentó de manera inversa, con un mayor nivel de desarrollo del mercado de deuda pública en relación con el del mercado monetario.
- El crecimiento y la dinámica del mercado de deuda pública hace cada vez más importante que los agentes que participan de dicho mercado cuenten con suficientes instrumentos para realizar un adecuado manejo de sus riesgos.
- Las autoridades han venido realizando diversos esfuerzos para lograr que se dé un mayor nivel de desarrollo en el mercado monetario, efectuando avances regulatorios. Es importante observar la evolución del mercado a partir de estos cambios, para identificar otros factores que puedan afectar la disposición de los agentes a transar con este tipo de instrumentos.

- La creación de una referencia de corto plazo y la liquidez en el mercado de préstamo de títulos dependen, en buena medida, de la voluntad de los agentes de transar con dichos instrumentos y lograr que los precios de éstos sean transparentes y representativos.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente General**

* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de José Tolosa Buitrago, Subgerente Monetario y de Reservas; y Ana Fernanda Maiguashca Olano, directora del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.