

DB13

4138

# OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

BIBLIOTECA HEMEROTECA  
ASOCIACION BANCARIA

XIII-21-76 (Bogotá) 2º cop.

# ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA

## MIEMBROS

En orden alfabético

### BANCOS

Banco Comercial Antioqueño  
Banco de América Latina  
Banco de Bogotá  
Banco de Caldas  
Banco de Crédito y Desarrollo  
Banco Colpatría y de la Costa  
Banco de la República  
Banco de los Trabajadores  
Banco de Londres y América del Sur Limitado  
Banco de Occidente  
Banco del Comercio  
Banco del Estado  
Banco Francés e Italiano para la América del Sur  
Banco Franco Colombiano  
Banco Ganadero  
Banco Industrial Colombiano  
Banco Nacional  
Banco Panamericano  
Banco Real  
Banco Santander  
Banco Tequendama  
Bank of América N.T. y S.A.  
Caja Social de Ahorros  
First National City Bank  
The Royal Bank of Canada

### CORPORACIONES FINANCIERAS

Corporación Financiera Aliadas  
Corporación Financiera Colombiana  
Corporación Financiera de Caldas  
Corporación Financiera de Occidente  
Corporación Financiera de Oriente  
Corporación Financiera de Santander  
Corporación Financiera del Caribe  
Corporación Financiera de Desarrollo del Turismo y los Recursos Naturales S.A.  
Corporación Financiera del Norte  
Corporación Financiera del Tolima  
Corporación Financiera del Valle  
Corporación Financiera Industrial Agrícola  
Corporación Financiera Nacional

### CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

Corporación de Ahorro y Vivienda del Valle (Ahorramás)  
Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda (Davivienda)  
Corporación de Ahorro y Vivienda Colpatría

### ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO

Almacenes Generales de Depósito BIC S.A. (Almabic)  
Almacenes Generales de Depósito Gran Colombia S. A. (Almagran)  
Almacenes Generales de Depósito Santa Fe S.A. (Almaviva)  
Almacenes Generales de Depósito Almacenadora  
General de Bancos, (Almabanco)  
Almacenes General de Depósito del Banco Santander (Alsantander)

# ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA

PRESIDENTE

EDUARDO ARIAS ROBLEDO

VICEPRESIDENTE EJECUTIVO

Eduardo Wiesner Durán

VICEPRESIDENTE OPERATIVO

Andrés Delgado Mallarino

## DEPARTAMENTO ECONOMICO

DIRECTOR

Fernando Pardo Vargas

INVESTIGADORES

Carlos Pineda Durán  
Alejandro Iannini Jaramillo  
Gladys Arango Medina  
Camilo Vergara Bravo  
Fabio Barrera Reyes



## PRESENTACION

*Conciente de la necesidad de estudiar y desarrollar nuevas alternativas de manejo monetario que complementen las ya existentes en el país, la Asociación Bancaria de Colombia ofrece la presente publicación sobre las llamadas OMA, "Operaciones de Mercado Abierto". Con este escrito se pretende, básicamente, aclarar conceptos relacionados con este instrumento monetario y explorar la conveniencia y viabilidad de su implementación en Colombia.*

*Los distintos ensayos que aquí se reúnen son el resultado de un seminario que, bajo los auspicios de la Asociación Bancaria, se llevó a cabo durante el mes de septiembre de 1976. Este trabajo incorpora el documento base que el Departamento Económico de la Asociación preparó para dicho certamen, al igual que los comentarios y opiniones que éste suscitó de algunos expertos y personas interesadas, a las que se les solicitó su participación. Sea esta la ocasión para reiterar a ellas nuestro agradecimiento por sus muy valiosos comentarios.*

*La Asociación Bancaria espera que la presente publicación sea de utilidad para todos los que tengan interés en el tema de las operaciones de mercado abierto, y que constituya un aporte a su discusión y, en lo posible, a su adopción en nuestro país.*

*Eduardo Wiesner Durán*





Por Camilo Vergara Bravo

## 1.0 Introducción

Hablar de operaciones de mercado abierto dentro del contexto de la actual coyuntura, cuando se busca una herramienta contraccionista, distinta del encaje, para neutralizar los flujos monetarios derivados de la bonanza cafetera, puede crear una impresión equívoca de la función de esta herramienta de manejo monetario.

Se ha llegado a pensar que dichas operaciones son exclusivamente una herramienta contraccionista, lo que explica porqué la controversia sobre las mismas se recrudece en períodos de desbordamientos monetarios. De otra parte, el hecho de que se denomine a las operaciones que efectúa el Banco de la República a través de títulos de participación y los canjeables por certificados de cambio, como de mercado abierto, contribuye, aún mas, a ahondar la confusión que ya existe en torno del tema.

Es el propósito de este ensayo dispersar un poco la incertidumbre que envuelve a las operaciones de mercado abierto, definiendo lo que ellas son, la manera como se realizan, su alcance dentro de la actual coyuntura, su utilidad como herramienta de manejo monetario en Colombia, y las limitaciones y obstáculos a que ellas se enfrentan.

## 2.0 Definición

La definición estricta de) operaciones de mercado abierto <sup>lo</sup> señala como una herramienta monetaria, enmarcada dentro de las operaciones de deuda pública del gobierno, para regular la liquidez de la economía. Las realiza el Banco Central a través de la compra y venta de y para su propia cartera, de títulos representativos de deuda pública. Son un instrumento a libre disposición de la autoridad monetaria, de tal manera que a través de ellas dicha entidad puede afectar autónomamente en más o menos, y en cuantía y a plazo establecidos, los medios de pago en circulación. Además, cuentan con una flexibilidad tal que le permite a la Junta Monetaria actuar en forma inmediata sobre la liquidez de la economía.

A la luz de esta definición, resulta claro que las transacciones realizadas por el Banco de la República a través de los títulos de participación y los canjeables por certificados de cambio, no cumplen con las condiciones requeridas por este tipo de operaciones. En primer lugar, la Junta Monetaria no ejerce autonomía sobre ellas. Su efecto contraccionista depende exclusivamente de las decisiones del sector privado de comprar dichos títulos, excepción hecha de los suscritos por la Federación Nacional de Cafeteros que se asimilan a obligatorios. En ningún momento puede la Junta Monetaria inducir su compra o venta, lo cual las torna en un instrumento monetario pasivo. En segundo término, no son títulos representativos de deuda pública, y aunque son negociables, no se prestan a ello. Finalmente, y como se deduce de lo anterior, son inflexibles.

No obstante, los referidos títulos del Banco de la República constituyen un arma contraccionista apropiada para contrarrestar incrementos exógenos de la masa circulante que se causen a lo largo de un período de tiempo relativamente prolongado, como son los que actualmente cursan en nuestra economía por efecto de los precios del café en los mercados internacionales. Como se discutirá adelante, pueden incluso ser el principal mecanismo con capacidad para absorber volúmenes crecientes de liquidez como los que se desprenden de las bonanzas cafeteras, que no nos son extrañas.

Las operaciones de mercado abierto no son exclusivamente una práctica contraccionista cuya utilización se puede circunscribir a períodos de desbordamiento de los medios de pago, sino una herramienta permanente para llevar a cabo el manejo monetario de la economía en lo que se refiere tanto a las necesidades contraccionistas como expansionistas. Para efectos prácticos de su utilización en Colombia, suplantaría, en gran parte, las dos herramientas tradicionalmente empleadas con este fin, a saber, el encaje y el redescuento, con la diferencia de que las operaciones de mercado abierto potencialmente constituyen un medio mucho más flexible y eficiente. Por lo tanto, no se debe abordar el tema de las operaciones de mercado abierto como una herramienta para congelar medios de pago en los casos de las bonanzas cafeteras u otros desórdenes monetarios excepcionales, sino como una alternativa de manejo monetario cotidiano más apropiada que el redescuento y el encaje.

Es importante anotar que para que se den operaciones de mercado abierto, el Banco Central debe realizar tanto operaciones de carácter contraccionista como de carácter expansionista. Las unas y las otras no son solo complementarias sino interdependientes. Pues a menos de que el Banco de la República adquiera para su cartera títulos del gobierno cuando la economía requiera liquidez adicional, no estará capacitado para realizar operaciones de efecto contraccionista a través de la venta de los títulos de su cartera, cuando convenga recoger medios de pago.



### 3.0 Modus Operandi

Partiendo del hecho de que las operaciones de mercado abierto se basan en la negociación de títulos gubernamentales, resulta procedente describir la manera como estas se desarrollan dentro del marco más amplio de la política de la deuda pública.

La colocación primaria de títulos de deuda pública conlleva un ingreso de recursos a la Tesorería. Esta primera etapa no constituye operaciones de mercado abierto aunque sí representa un primer paso necesario para que ellas se realicen posteriormente, pues primero se requiere crear un mercado de tales títulos.

Las operaciones propiamente dichas se llevan a cabo a través de la compra y venta de éstos por parte del Banco Central en el mercado secundario. Cuando el Emisor adquiere títulos en el mercado para su propia cartera, aumenta la liquidez de la economía por la inyección de recursos que resulta de su compra, al mismo tiempo que se capacita para efectuar, más adelante, operaciones de mercado abierto de carácter contraccionista cuando los venda nuevamente.

Si la colocación primaria se efectúa en el Banco de la República, la operación equivale a un crédito directo del Emisor a favor de la Tesorería, de efecto expansionista sobre los medios de pago. Dicha operación sería justificable sólo en el evento de que fuera de conveniencia para la política monetaria, ya que no son las operaciones de mercado abierto las que deben estar en función de las necesidades de la Tesorería, sino por el contrario, las necesidades de la Tesorería supeditadas a los objetivos de la política monetaria dentro de los cuales se circunscriben las operaciones de mercado abierto.

De otra parte, si el sector privado suscribe los títulos, se produce una transferencia de fondos, neutra en términos monetarios, hacia el Tesoro. Esta última operación llegaría a ser contraccionista en la medida en que la Tesorería genere un superávit de caja.

Así pues, si el Banco Central juzgara necesario facilitar liquidez adicional a la economía, compraría títulos gubernamentales en circulación en el mercado financiero. Si, por el contrario, estimara que el sistema bancario posee exceso de reservas, adoptaría la política de vender títulos, congelando el producto de las ventas. Ello resultaría en una disminución de las disponibilidades bancarias que se traduciría en la reducción de su capacidad crediticia, con lo cual se frenaría el crecimiento de los medios de pago.

#### 3.1 Los Dealers

Dentro de este concepto de operaciones de mercado abierto como mecanismo para afectar en más o menos la liquidez de la economía a

través de compras y ventas por parte del Banco de la República de títulos de deuda pública en circulación, es requisito para que dicho procedimiento se convierta en una herramienta de manejo monetario más flexible y más eficiente que el encaje y el redescuento, que se cree un mercado amplio de títulos de deuda pública en el que se realicen diariamente volúmenes elevados de transacciones, y que la autoridad monetaria cuente con un alto grado de autonomía en el manejo del mismo.

Ambos son imposibles de lograr sin el desarrollo de un conjunto operacional de "dealers", o instituciones encargadas de comprar y vender los referidos títulos al por mayor, por cuenta propia, y asumiendo todos los riesgos implícitos. Por eso es que un sistema de operaciones de mercado abierto es prácticamente inconcebible sin la participación de dicha estructura operacional de "dealers".

Es realmente el desarrollo de los "dealers" lo que garantiza el éxito de las operaciones de mercado abierto, ya que son esas instituciones las que "hacen el mercado" para los títulos del gobierno, asegurando a través de su vasta red de contactos, la colocación primaria y la negociabilidad posterior de esos papeles en el mercado secundario.

Sin embargo, la creación de esta estructura de "dealers" es asimismo de lo más difícil de lograr para establecer un sistema funcional de operaciones de mercado abierto. La experiencia brasileña nos enseña que es una ardua tarea de adiestramiento, de asesoría y de selección natural que sólo el tiempo puede determinar.

Los "dealers" pueden ser instituciones financieras, no necesariamente bancarias, o el departamento de una institución financiera que opera en varias áreas, que se especializan en títulos de deuda pública y los conocen profundamente tanto lo relacionado con sus aspectos legales como en lo que se refiere a los detalles de sus transacciones en el mercado financiero. El movimiento de sus negocios se hace con recursos propios o de terceros, mediante compra y ventas de contado y operaciones con convenio de recompra realizadas con otras instituciones financieras o empresas, generalmente de tamaño mediano y grande<sup>1</sup>.

El elevado volumen de transacciones diarias que efectúa un "dealer" lo posibilita para garantizar la recompra de los títulos a sus clientes, dentro del plazo establecido, y así crearle a los papeles liquidez secundaria. De otra manera no sería posible generar un volumen significativo de inversión en dichos títulos, al quedar fuera de su alcance los saldos momentáneamente ociosos.

<sup>1</sup> Ver: de Lima Barros, Joao Ary, Operaciones de Mercado Abierto, La Experiencia Brasileña, El Mercado de Capitales en Colombia, 1975, p. p. 97-133.



## 4.0 Algunos beneficios derivados de las Operaciones de Mercado Abierto

### 4.1 Para el gasto público

El mismo escenario requerido para el desenvolvimiento de las operaciones de mercado abierto, a saber, la emisión de deuda pública, puede facilitarle a la tesorería recursos no inflacionarios para solucionar necesidades temporales de iliquidez de carácter estacional, o incluso, para financiar eventuales déficit. Así mismo, el gobierno contaría con recursos del mercado financiero de carácter permanente para sufragar el gasto público, reduciendo de paso su dependencia del crédito del Banco de la República.

### 4.2 Para el manejo monetario

1. Se reduciría la presión sobre el crédito del Banco de la República para financiar el gasto público. Considerando que históricamente los déficit fiscales han sido una de las principales causas de la expansión monetaria en nuestro país, la financiación del gasto público a través de deuda pública facilitaría de por sí el manejo monetario.

2. También disminuiría la dependencia por parte de las instituciones financieras, de recursos de redescuento, en particular de aquellos que se derivan de oscilaciones estacionales en las condiciones de liquidez de la economía. A través de las operaciones de mercado abierto, la autoridad monetaria está en capacidad de anticiparse y atender oportunamente estas variaciones que se repiten año tras año, con mayor precisión y agilidad que a través del redescuento.

3. Dada su gran flexibilidad, las operaciones de mercado abierto pueden provocar, en forma inmediata, grandes o pequeñas alteraciones en los medios de pago, efecto este difícil de lograr a través del encaje.

4. A medida que el mercado financiero logra un mayor desarrollo y dinamismo, la economía reclama herramientas de manejo monetario más sofisticadas, capaces de afectar la liquidez de la economía en su conjunto. El encaje bancario, al afectar por excelencia los depósitos en cuenta corriente, limita su alcance a un solo componente de la oferta monetaria. Si además se tiene en cuenta la especialización que existe entre bancos y demás intermediarios financieros con respecto a actividades atendidas, se pueden crear serias distorsiones crediticias al efectuarse el control monetario sólo a través de determinadas instituciones. Por el contrario, las operaciones de mercado abierto regulan de una manera mucho más homogénea, y por lo tanto equitativa, la liquidez de la economía.

5. Se lograría una utilización más eficiente del dinero, al dársele colocación a saldos monetarios que, en ausencia de una alternativa de inversión segura a muy corto plazo, permanecerían ociosos.



### 4.3 Para los bancos comerciales

1. En cuanto a los propios bancos se refiere, también resulta útil la existencia de un papel de corto plazo y alta negociabilidad, si se tienen en cuenta las frecuentes y agudas oscilaciones de caja características de la actividad bancaria. Mediante la colocación de sus disponibilidades ociosas en los referidos títulos, que si bien proporcionarían una rentabilidad inferior a la de otros papeles, estarían en cambio garantizados en cuanto a seguridad y negociabilidad, el sistema bancario, además de la optimización del lucro operacional, tendría la alternativa de negociar libremente en el mercado sus títulos de corto plazo, evitando en lo posible la utilización del redescuento, o el tener que acudir al cupo extraordinario de crédito. En este sentido, se crearía una línea de "reservas secundarias", que haría las veces de un amortiguador para proteger a los bancos de situaciones de iliquidez.

2. Se eliminarían los inconvenientes que acarrear los cambios en el requisito del encaje, el cual afecta indiscriminadamente a todos los bancos, independientemente de la situación de reservas de cada cual. Esto no sucedería en el caso de las operaciones de mercado abierto toda vez que se trata de un ejercicio voluntario.

3. Se elimina el tratamiento discriminatorio para los bancos comerciales derivado del hecho de que el encaje legal sobre disponibilidades antes y después de 30 días, afecta únicamente esas entidades, lo cual no resulta equitativo en vista de que los cuasidineros han cobrado y seguirán cobrando un mayor auge.

4. Se facilitarían los préstamos interbancarios para situaciones particulares de desencaje, a través de la negociación de los títulos gubernamentales.

### 5.0 Las operaciones de mercado abierto frente a la realidad colombiana

Si bien ya se ha definido, aunque sea en forma muy esquemática, lo que es y la manera como opera un sistema de operaciones de mercado abierto, y se han contemplado desde diversos ángulos algunos de los beneficios que podría traer para la economía la adopción de esta práctica de manejo monetario, conviene ahora situar el tema un poco más dentro del contexto de nuestra realidad y de la perspectiva histórica del manejo monetario en Colombia.

Como lo demuestra el Dr. Antonio Hernández Gamarra en su trabajo titulado "Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución del Crédito", la experiencia colombiana de los ocho años terminados en 1973 inclusive, indica que los orígenes de expansión de los medios de pago se han localizado en gran parte en los déficits fiscales atendidos ya sea a través del endeudamiento externo del gobierno nacional, o del crédito directo del Banco de la República. Según el mismo estudio, también han jugado un papel preponderante como fuente de expansión, el crédito directo del

Emisor a entidades de fomento y a otras entidades financieras distintas de los bancos comerciales. De otra parte, y contrariamente a lo que se pensaba, la balanza cambiaria ajustada para incluir sólo el flujo neto de dólares provenientes del intercambio de bienes y servicios y del endeudamiento externo, no se encontró ser un factor responsable de haber producido graves traumatismos ni en el manejo monetario ni en el crecimiento de los medios de pago<sup>2</sup>.

Resulta un lugar común, y así mismo concluye el trabajo anteriormente citado, que para contrarrestar estas fuentes de expansión se ha recurrido por lo general al encaje bancario. En efecto, en el período estudiado por el Dr. Hernández Gamarra, la relación encaje a depósitos ascendió de 20.6 % en 1967 a 46 % en 1973.

Para resumir, entonces, el manejo monetario en Colombia en el período 1967-1973 consistió fundamentalmente en limitar la capacidad de expansión de los medios de pago a través del encaje, para dar cabida a cupos de crédito del Banco de la República, de destinación específica.

Frente a la situación descrita, y en particular a la del origen de la expansión de los medios de pago, lo que el país requería no era establecer un sistema de operaciones de mercado para contraer circulante, sino controlar las mismas fuentes de la expansión monetaria. Acudir bajo esas circunstancias a las referidas operaciones equivalía a actuar sobre los efectos y no sobre las causas del problema, que, como se vió, radicaba más en el abuso de emisiones del Banco de la República que en la carencia de una herramienta contraccionista efectiva. Por lo tanto, lo indicado era introducir profundas reformas de fondo a los sistemas monetario, financiero y fiscal, que más adelante hicieran posible el desarrollo de un sistema de operaciones de mercado abierto.

Además del argumento referente a la relación causa-efecto, existen otros por los que se hace indispensable consumir las reformas arriba mencionadas, en particular aquellas conducentes a un estricto control del crédito del Banco de la República, antes que sea posible realizar operaciones de mercado abierto. Hay que tener en cuenta que existe un carácter altamente sustitutivo entre esta herramienta de manejo monetario, y el de redescuento y encaje, de manera que, hasta cierto punto, el empleo de uno de estos dos procedimientos limita la aplicabilidad del otro. Mas concretamente como la primera etapa de las operaciones de mercado abierto, esto es, la adquisición de títulos de deuda pública por parte del Banco de la República, es de carácter expansionista a menos de que dichos títulos se canjeen por otros representativos de deuda ya existentes, es requisito que se ejerza una estricta vigilancia sobre las demás fuentes endógenas de expansión, en particular sobre el crédito del Banco de la República a los distintos sectores de la economía, y especialmente al gobierno nacional. Pues, si simultáneamente a la implantación de dichas operaciones se recurre en forma apreciable al crédito del Emisor

<sup>2</sup> Ver Hernández Gamarra, Antonio, *Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución de Crédito Nuevo, El Mercado de Capitales en Colombia 1974*, p.p. 74-78.



(redescuento), con ello se estaría limitando la capacidad de esa entidad para comprar títulos de deuda pública y, por ende, su potencial para contraer circulante más adelante a través de la venta de los mismos títulos. De esta manera, se le estaría cerrando el paso al surgimiento de las operaciones de mercado abierto.

Se desprende que para hacer viables las operaciones de mercado abierto en el futuro, debe existir un estricto control sobre las fuentes de expansión de la base monetaria que estén al alcance de las autoridades monetarias y fiscal, de manera que una parte importante del crecimiento de los medios de pago pueda ser atendida por las mismas operaciones de mercado abierto.

Debe reconocerse que ya se han creado las condiciones necesarias para que se tenga un control más estricto sobre el crédito del Banco de la República, como consecuencia de las reformas financiera, monetaria y fiscal puestas en marcha por el actual gobierno. En efecto, se ha tratado de limitar al máximo la inyección de recursos de emisión a los fondos financieros y entidades de fomento, y, por otra parte, se ha pretendido devolver al redescuento dirigido a los bancos comerciales y demás intermediarios financieros, la función primordial de asistencia temporal en caso de situaciones momentáneas de iliquidez que se presenten dentro del giro normal de sus actividades, eliminando el carácter de fuente de creación de crédito nuevo.

Asimismo, la reforma tributaria presumiblemente ha colocado al Estado en posición de autofinanciar una proporción mayor del gasto público con recursos propios, sin tener que depender de una fuente permanente de fondos del Emisor. Si bien el crédito del Banco de la República al presupuesto nacional el año pasado contribuyó decididamente a la expansión de los medios de pago, hecho que hace dudar de la neutralidad de la Tesorería como fuente de expansión, de todos modos los títulos de deuda pública, con base en los cuales se efectúan las operaciones de mercado abierto, conllevan un ingreso de recursos del mercado de capitales al tesoro de la nación, con lo cual el mismo esfuerzo de desarrollar este nuevo procedimiento de manejo monetario, puede contribuir decididamente a sanear los problemas financieros del gasto público.

No obstante lo anterior, la capacidad en estos momentos del Banco de la República para efectuar dichas operaciones es en extremo limitada. Partiendo de la base de que bajo las actuales circunstancias se requiere efectuar operaciones de carácter contraccionista, lo que equivale a decir que el Banco de la República debe realizar ventas de títulos (PAS) de su cartera, sólo dispone de un saldo casi insignificante frente a las apremiantes necesidades del momento.

Esta entidad adquirió a fines de 1974 y comienzos de 1975, PAS por valor de \$1.593 millones, e inició la tarea de colocarlos en el mercado secundario en los últimos meses de 1975. A mediados de octubre de 1976 dispone de un saldo por colocar aproximadamente de \$110 millones, de



manera que ya ha agotado prácticamente su cartera y, con ello, su capacidad para contraer la oferta monetaria a través de PAS. Resulta claro que toda adquisición posterior de títulos por parte del Banco Central implicaría primero una emisión, con lo cual la operación llegaría a lo sumo a tener un efecto neutro cuando aquel logre colocarlos nuevamente. Por lo tanto, una vez agotados los PAS que conforman su cartera, el Banco de la República sólo podría continuar recogiendo medios de pago con ayuda de aquellos documentos, si los adquiere a través de un canje de deuda. De lo contrario, el potencial contraccionista del PAS se verá limitado a que la Tesorería congele el producto de las ventas subsecuentes, posibilidad por lo demás remota.

Si bien las posibilidades de congelar medios de pago de las operaciones de mercado abierto a través de PAS están seriamente restringidas por lo reducido de la cartera del Banco de la República en estos títulos, la actual situación expansionista del sector externo derivada de los altos precios internacionales del café actúa a su vez de cortapisa para que éstas acumulen potencial contraccionista en un mediano plazo. El aumento de las reservas internacionales en estos momentos está ocasionando un crecimiento de los medios de pago tal, que esta fuente por sí sola probablemente generará más expansión monetaria de la que la economía está en capacidad de absorber en forma compatible con un nivel aceptable de inflación. De otra parte, como se señalaba anteriormente, a menos que el Banco de la República adquiera títulos de deuda pública (PAS) para su cartera a través de un canje por parte de la deuda estatal ya vigente, las operaciones de mercado abierto conllevarían también efectos expansionistas indeseables en la medida en que aquella entidad incremente su cartera representada en esos documentos. Así pues, un sector externo expansionista difícilmente admite, en la actualidad, otras prácticas expansionistas simultáneas.

No obstante lo anterior, de todos modos se podría avanzar significativamente en la dirección de establecer operaciones de mercado abierto, ampliando el mercado de títulos de deuda pública (PAS), que por lo demás constituye los cimientos de las referidas operaciones. Es mucho lo que en Colombia falta por hacerse en ese campo, en el sentido de acostumbrar al público a adquirir y negociar títulos de deuda pública, y de crear confianza en ellos, condiciones sin las cuales no es posible alcanzar un sistema de operaciones de mercado abierto eficaz. Aunque estas operaciones no se llegaran a realizar, el propio desarrollo de la deuda pública es un elemento deseable y aconsejable en sí mismo desde el punto de vista de la política monetaria.

Ahora bien, si, como se ha demostrado, las operaciones de mercado abierto propiamente dichas no están en capacidad de congelar los excesos de liquidez provenientes de la actual bonanza cafetera, podrían lograrlo en el futuro cuando se presenten situaciones análogas. De otra parte, ¿existen otros procedimientos contraccionistas apropiados que puedan utilizarse bajo las actuales circunstancias? Finalmente, se justifica la implantación de las operaciones de mercado abierto en Colombia?

Primero que todo cabe recordar que las operaciones de mercado abierto no son exclusivamente una herramienta contraccionista, sino un instrumento de manejo monetario cuya ventaja estriba más que todo en su gran flexibilidad. Por lo tanto, su utilidad primordial reside en poder anticiparse y contrarrestar en forma ágil y rápida las variaciones estacionales en la liquidez de la economía en el corto y muy corto plazo, dentro de unos objetivos más amplios de crecimiento en los medios de pago para un período dado de tiempo.

La capacidad de este instrumento para contraer circulante no es limitada, estando en últimas determinada por el volumen de la cartera del Banco de la República en tales títulos. En un país como los EE. UU. donde la economía no está sujeta a flujos monetarios tan acentuados como los nuestros, donde existe un mercado financiero muy amplio y desarrollado y donde los bajos coeficientes de encaje dan mayor flexibilidad al manejo monetario, la Reserva Federal puede regular la liquidez de la economía a través de operaciones de mercado abierto, con una cartera en títulos del Tesoro moderada con relación a la masa monetaria. Contrariamente, una economía como la nuestra, sujeta a flujos monetarios cuantiosos y altamente irregulares como son los provenientes de comercio exterior, donde el mercado financiero se caracteriza por una gran estrechez, y donde el multiplicador de los medios de pago es supremamente reducido por efecto de los altos encajes existentes, lo cual introduce una gran inflexibilidad a las actuaciones sobre la base monetaria, la cartera en títulos de deuda pública requerida por el Banco Central para efectuar el manejo monetario puede ser desmesurada. Por lo tanto, aunque las operaciones de mercado abierto indudablemente pueden ayudar a contraer circulante frente a las bonanzas cafeteras, difícilmente constituirían una panacea.

¿Que procedimientos monetarios deben adoptarse, entonces, para hacer frente a los desbordamientos de la masa circulante que acompañan las bonanzas cafeteras? Todo parece indicar que la fórmula más adecuada, y tal vez la única solución, es inducir al sector cafetero a ahorrar parte de sus mayores ingresos. Esto es precisamente lo que se ha buscado, y en parte logrado, en los recientes acuerdos pactados entre el gobierno y la Federación Nacional de Cafeteros. En efecto, una porción sustancial de los recursos que ingresarán a la Federación como consecuencia de los aumentos en la retención cafetera, serán invertidos por aquella entidad en títulos Canjeables por Certificados de Cambio, y otro tanto será devuelto al caficultor en títulos de ahorro cafetero (TAC). Hasta mediados de octubre de 1976, ya se han congelado volúmenes cercanos a los \$4.000 millones de pesos, \$3.200 por concepto de títulos canjeables, y \$650 de TAC. Asimismo, la colocación de bonos cafeteros del 22 %, cuya captación el 11 de octubre ascendía a \$1.486 millones, constituye otro mecanismo orientado hacia el mismo fin.

Cabe aclarar que, aunque estos títulos tienen en común con las operaciones de mercado abierto el que ambos comparten el objetivo de contraer medios de pago dentro de las actuales circunstancias, los dos procedimientos son esencial y operacionalmente distintos, como es fácil observar.



Antes de terminar este capítulo, conviene preguntarnos si realmente se justifica establecer operaciones de mercado abierto en Colombia, dadas las limitaciones ya discutidas y las que se tocarán a continuación. Pues ya se había dicho que la ventaja comparativa de las operaciones de mercado abierto para el manejo monetario, estriba en su amplia flexibilidad. Pero ¿requiere nuestra economía una herramienta monetaria tan flexible? Un valioso elemento de juicio en relación con este interrogante, consiste en determinar el comportamiento de la tasa de interés en Colombia. En una economía como la Norteamericana donde la tasa de interés es en extremo sensible a variaciones en las condiciones de liquidez de la economía y, donde más aún, pequeñas alteraciones en la tasa de interés pueden ocasionar profundos disturbios en la actividad económica en general, es indispensable que se disponga de una herramienta de control monetario correspondientemente flexible.

En Colombia, por el contrario, no es evidente que estas mismas relaciones se cumplan. En el tiempo transcurrido desde que este gobierno liberalizó e incluso liberó algunas de las tasas de interés, y en las observaciones que se tienen de las que operan en los segmentos del mercado extrabancario donde mejor juegan las fuerzas de la oferta y la demanda, no existe evidencia clara de que éstas hayan reaccionado frente a cambios significativos en las condiciones de liquidez de la economía.

Es posible que esta falta de flexibilidad pueda estar condicionada en parte por la situación de rigidez y manipulación arbitraria que ha determinado su comportamiento en el pasado. Pero el hecho es que nuestra economía da indicios de que puede absorber volúmenes crecientes de liquidez o adaptarse a situaciones de restricción crediticia sin ocasionar movimientos en las tasas de interés. El redescuento con el que se negocian papeles comerciales en el mercado extrabancario no ha sufrido variaciones, por lo menos en los últimos 4 años, no obstante que en aquel período ha habido cambios significativos en las condiciones de liquidez de la economía y en las expectativas de inflación. Asimismo, la restricción crediticia que implica la reducción en el ritmo de crecimiento de la cartera de los bancos este año, el cual no llega al 20 % frente a la que se presentó el año pasado, que ascendió por encima de 30 %, tampoco parece haber repercutido sobre las tasas de interés. Aunque estas son observaciones fragmentarias, son dignas de tenerse en cuenta por cuanto pueden arrojar luz sobre el comportamiento de nuestras tasas de interés.

Aún suponiendo que estas si fluctuasen para reflejar las condiciones de liquidez de la economía, no es del todo claro que el mayor costo del crédito afecte notablemente nuestra actividad económica, de la misma forma que ocurre en otros países con economías de mercado más operantes.

Es más, cabe preguntarnos si resulta válido hablar en Colombia de excesos de liquidez, cuando contrariamente, la realidad parece ser una de permanentes excesos de demanda por crédito que no logran ser satisfechos, aun mediante considerables aumentos de la oferta monetaria. Pues, es



razonable suponer que las operaciones de mercado abierto no podrían darse en un medio donde no se presenten excesos de liquidez, dado que constituyen un ejercicio voluntario.

## 6.0 El Mercado de los PAS

En Colombia ya se han dado los primeros pasos encaminados a establecer operaciones de Mercado Abierto con base en Pagares Semestrales (PAS). Las primeras emisiones de PAS fueron colocadas obligatoriamente en los bancos comerciales mediante rebajas del encaje, y en el Banco de la República. De los \$3.000 millones autorizados por los Decretos 2144 y 2338 de 1974, \$1.249 millones fueron suscritos por los primeros, y \$1.595 millones por el Emisor. Los adquiridos por los bancos comerciales fueron redimidos por la Tesorería una vez alcanzada la maduración. Los que llegaron a poder del Banco de la República han sido revendidos casi totalmente en el mercado secundario, en lo corrido del presente año.

En cuanto se refiere a la colocación de PAS que se efectuó en el Emisor, ciertamente este no es el espíritu de las operaciones de mercado abierto, aunque dicha operación pueda llegar a ser válida siempre que sea compatible con los objetivos del manejo monetario. Concretamente, lo anterior puede considerarse justificable toda vez que sucedía en momentos en que el sector externo era fuente de contracción, y la economía todavía contaba con capacidad expansionista dentro de las metas fijadas por las autoridades en materia de ampliación de la oferta monetaria. Más aún, puede juzgarse válida como un primer paso dirigido a establecer operaciones de mercado abierto.

Hasta noviembre de 1975, prácticamente no se llevó a cabo colocación de PAS en el mercado secundario. Sin embargo, en los últimos dos meses del año pasado y en lo corrido del presente, el Banco de la República ha emprendido la labor de colocar los PAS de su cartera en el mercado a través de corredores de bolsa. Los saldos de colocación y de cartera registrados son los siguientes:

PAGARES SEMESTRALES DE EMERGENCIA ECONOMICA COLOCADOS POR,  
Y EN CARTERA DEL BANCO DE LA REPUBLICA  
(Millones de pesos)

	Colocados	En Cartera
Diciembre/75	33.0	1.366.0
Marzo/76	426.5	1.047.5
Junio/76	844.1	996.7
Septiembre/76	1.547.9	447.9

Actualmente los PAS poseen las siguientes características: son documentos nominativos cuyo período de maduración es de seis meses; su rendimiento está determinado por el descuento sobre su valor nominal con que se negocian en el mercado bursátil. Su rentabilidad es bastante atractiva toda vez que el descuento aproximado de 12 % establecido por el Banco de la República para un PAS con vencimiento de seis meses, determina un rendimiento anual efectivo de 28.8 % antes de impuestos. Este es frecuentemente superior cuando se trata de PAS negociados con plazos menores.

Recientemente, la Tesorería ha adoptado el mecanismo de la subasta para efectuar colocaciones primarias de PAS. Estas operaciones, como se anotaba anteriormente, no son de mercado abierto, sino de deuda pública. En las primeras dos subastas realizadas, se colocó la totalidad ofrecida de \$60 millones, a un descuento sobre su valor nominal de 12.5 puntos en promedio.

De otra parte, sobra decir que en Colombia no existe ninguna estructura de "dealers" que se asemeje a la que reclaman las operaciones de mercado abierto. Tan solo han intervenido en su colocación los corredores de bolsa, los cuales son simples intermediarios. Si bien a largo plazo no se pueden montar estas operaciones sobre una estructura compuesta por corredores de bolsa, su utilización se hace necesaria en una primera etapa muy incipiente de su implantación, como es el caso colombiano. De todos modos, sin perjuicio de que recurra a los corredores de bolsa, se debe entrar a estudiar la posibilidad de desarrollar la estructura operacional de "dealers" a que hace referencia el presente artículo. Aunque las subastas públicas pueden dar origen a la formación de dealers, aun es prematuro para conocer sus resultados.

## 7.0 Obstáculos para desarrollar las Operaciones de Mercado Abierto en Colombia

Ante todo, válgase repetir que frente a la magnitud de los problemas estructurales que históricamente han constreñido el manejo monetario en Colombia, lo que éste requería no era ni podía ser simplemente que se creara una herramienta monetaria más flexible o más sofisticada, como son las operaciones de mercado abierto, sino que se efectuaran profundos cambios en los supuestos mismos de las políticas monetaria, financiera y fiscal. Dicha transformación, cuyas bases han quedado sentadas por efecto de las reformas en esta materia llevadas a la práctica en el curso de la actual administración, constituiría un logro mucho más importante para el manejo monetario que lo que podría ser desarrollar las propias operaciones de mercado abierto. Pero, a su vez, la reestructuración de los mercados monetario y financiero y el saneamiento del gasto público, eliminarían el principal obstáculo que ha impedido la implantación de aquéllas.

Los pasos dados en esta dirección son ya bien conocidos. Se destacan la sustitución de los recursos crediticios del Banco Central por ahorro fi-



nanciero captado libremente a través de tasas de interés más competitivas en cuanto a intermediarios financieros se refiere, y por recursos fiscales derivados de la reforma tributaria en lo que respecta al gobierno nacional. De esta manera se aspira financiar el desarrollo económico con recursos distintos a los de emisión, los cuales no sólo dificultan excesivamente el manejo monetario, sino que erosionan el crecimiento mismo por intermedio de la inflación.

Aún así son muchos los obstáculos que quedan por resolver. En primer lugar, la estrechez de nuestro mercado financiero restringe el potencial de la economía para generar ahorro. Por lo tanto, la capacidad de éste para asimilar títulos de deuda pública en volúmenes tales que sirvan de escenario apropiado para efectuar operaciones de mercado abierto, a más de ser incierta, puede ocasionar trastornos a otros papeles del mercado, y consecuentemente, a los sectores productivos.

Este peligro cobra mayor realismo si se tiene en cuenta la peculiaridad de nuestro mercado financiero de que no existe una clara distinción entre lo que constituye ahorro a diferencia de medios de pago. Un alto porcentaje de los cuasi-dineros, que en Colombia son considerados ahorro, se asimila a cuenta corriente con intereses, y como tal desempeña más la función de medios de pago. En consecuencia, los títulos de deuda pública que tendrían por objeto congelar medios de pago, podrían por el contrario entrar a competir más estrechamente con el ahorro que con los medios de pago, de acuerdo con la definición que en la actualidad se tiene de los dos, y más bien ocasionar una transferencia de recursos de otras formas de ahorro, antes que afectar de manera considerable los medios de pago propiamente dichos. Ello iría en contra de la finalidad buscada por las autoridades monetarias, y al mismo tiempo sería adverso a la política gubernamental que pretende estimular la captación de ahorro por parte de los intermediarios financieros. Por tanto, paralelamente a la implantación de operaciones de mercado abierto, se requiere una reorganización de nuestro mercado financiero.

Lo indicado sería que dicho papel al portador se ubique en el mercado financiero de tal manera que no aventaje a los demás activos financieros, habida cuenta de sus características de riesgo, liquidez y rentabilidad. En principio, su rentabilidad debería ser menor, y su liquidez mayor que la de otros papeles del mercado, de tal manera que esta última característica se convierta en su principal atractivo.

Sin embargo, ello reclamaría algunas modificaciones con respecto al esquema actual de nuestro mercado financiero, principalmente en lo que a liquidez primaria se refiere. Si los PAS eventualmente habrían de convertirse en el papel más líquido del mercado a medida que vaya avanzando su aceptabilidad y negociabilidad, paralelamente tendrían que desaparecer los papeles que actualmente cuentan con liquidez primaria. De esta manera, el PAS podría operar en el mercado financiero sin producir distorsiones: con menor rendimiento, pero con mayor liquidez que los demás papeles del mercado.



Desde el punto de vista de ortodoxia financiera y de una sana estructuración de los mercados monetario y de capitales, ello también sería provechoso, pues se trazaría una distinción entre el dinero como medio de pago, y el ahorro como fuente de financiamiento de la inversión. Los PAS no deberían captar ahorro propiamente dicho sino excesos de liquidez; por su parte, los mecanismos de captación del sector privado no deberían captar medios de pago, sino ahorro, o sea aqueila porción de su ingreso que los individuos apartan del consumo presente. En este sentido los PAS podrían no ser competitivos sino complementarios con los papeles del sector privado.

Un segundo obstáculo que falta por resolver es el relativo al carácter de papel nominativo o al portador que deben tener los títulos de deuda pública que se emplean en las operaciones de mercado abierto. Como ya se ha anotado, el éxito de estas operaciones depende en alto grado de la flexibilidad y negociabilidad del papel que se utilice para tal fin.

La experiencia de algunos países como Estados Unidos y Brasil, indica que los papeles nominativos y que devengan intereses no son apropiados, pues las citadas características van en detrimento de su negociabilidad, y por lo tanto, flexibilidad.

Si bien el PAS es un documento que no devenga interés sino que se negocia con descuento, es nominativo. Ciertamente, a medida que este papel vaya alcanzando mayor volumen y negociabilidad, la liquidación de los impuestos imputables a las ganancias derivadas de su negociación se convertirá en una práctica administrativamente engorrosa tanto para inversionistas, y "dealers" como para la propia administración de impuestos. Ello, además de tornar prácticamente inoperante el control tributario a dichos papeles, iría en perjuicio de su negociabilidad. En vista de las anteriores consideraciones, lo mas indicado es que el papel con base en el cual se efectúan las operaciones de mercado abierto, sea al portador.

Empero, no se nos ocultan las implicaciones que un papel como el anteriormente descrito puede tener en el caso colombiano. En primer término, un documento al portador, que se negocie con descuento, y más aún que sea de alta negociabilidad, quedaría forzosamente por fuera del alcance de la tributación, lo cual plantea algunos problemas. Por una parte, el presente gobierno, conforme con su orientación redistributiva del ingreso, la cual se ha comprometido a observar, ha dejado muy en claro que no autorizará la emisión de papeles exentos de impuestos o que se presten a evasión fiscal. En segundo lugar, el sector privado también se ha manifestado en contra de dichos papeles por cuanto constituyen una "competencia desleal" con sus modalidades de captación. En consecuencia, se hace necesario que tanto el gobierno como el sector privado redefinan su posición sobre el particular.

Al respecto, cabe que se tenga en cuenta que de hecho ya existe un extenso mercado al margen de la tributación, como es el mercado extra-bancario. En el peor de los casos se estaría institucionalizando una práctica existente y, por lo demás, ampliamente difundida.

Finalmente, se pone de manifiesto otro obstáculo que menoscaba el potencial contraccionista de las operaciones de mercado abierto. Se trata del elevado encaje bancario que inevitablemente actúa como arma de doble filo dentro del manejo monetario. En la medida en que este se incrementa para frenar el crecimiento de los medios de pago al reducirse la capacidad de generación de crédito del sistema bancario, asimismo se restringe el alcance contraccionista de otros procedimientos que actúan sobre la base monetaria. De esta manera, se le ha venido restando flexibilidad al manejo monetario en Colombia.

✕ Para ilustrar ese fenómeno, basta un ejemplo sencillo. Estando el multiplicador de la base monetaria determinado a grosso modo por la relación 1 sobre el encaje, cuando este asciende a 20 %, el multiplicador se sitúa alrededor de 5. Pero cuando el encaje llega a 43.5 % como sucede en nuestro país, se determina un multiplicador de 1.6 aproximadamente. Esto se traduce en que un peso que se congele en el Banco Central a través de operaciones de mercado abierto o cualquier otro método que actúe sobre la base, contrae medios de pago por valor de cinco pesos en el primer caso, pero solo por valor de \$1.60 en el caso colombiano. De ahí la ventaja de operar con encajes bajos.

Sin embargo, aunque se quiera, no resulta posible reducir el encaje bajo las actuales circunstancias en las que mas bien se requiere poner en práctica procedimientos contraccionistas. Por el contrario, incluso, las autoridades monetarias se podrían ver forzadas a elevar aún más el encaje en un futuro cercano, si continúa la tendencia ascendente de crecimiento de los medios de pago que se viene observando.

## 8.0 Conclusiones y recomendaciones <sup>✕</sup>

1. Las operaciones de mercado abierto no son exclusivamente una herramienta contraccionista cuya utilización pueda reservarse para períodos de desbordamientos monetarios. Son un instrumento permanente para llevar a cabo el manejo monetario de la economía en lo que se refiere tanto a necesidades contraccionistas como expansionistas. En ese sentido, son un reemplazo del encaje y del redescuento, los dos mecanismos que tradicionalmente se han empleado en Colombia para dicho fin.

2. Las operaciones realizadas por el Banco de la República a través de Títulos de Participación y Canjeables por Certificados de Cambio son una forma rudimentaria e imperfecta de operaciones de mercado abierto. Las efectuadas a través de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, en particular, equivalen prácticamente a una inversión semi-forzosa por parte de la Federación Nacional de Cafeteros. No obstante, constituyen el procedimiento más apropiado, y talvez el único capaz, de hacer frente a los excesos de liquidez que se desprenden de las bonanzas cafeteras.

3. El alcance de las verdaderas operaciones de mercado abierto, según se definen en el artículo, frente a las bonanzas cafeteras que nos carac-



terizan es bastante incierto, pues para que tengan capacidad de contrarrestar los flujos monetarios tan extraordinarios que las acompañan, la cartera del Banco de la República en títulos de deuda pública (PAS) tendría que ser desmesurada en relación con los medios de pago. Esta condición no sería tan grave si nuestro mercado financiero gozara de amplitud y, por lo tanto, su capacidad de generación de ahorro fuera considerable. No obstante, la realidad colombiana es la contraria, ya que el mercado se caracteriza por una gran estrechez de manera que además de ser remota la posibilidad de colocar un volumen elevado de títulos de deuda pública, toda transferencia al Estado de recursos del mercado financiero puede perjudicar al sector privado.

4. La capacidad del Banco de la República para contraer circulante a través de operaciones de mercado abierto en estos momentos, es en extremo limitada, estando determinada en últimas por el volumen de PAS en la cartera de dicha entidad, que es bien reducido. Esta solo podría adquirir títulos sin que se produzca emisión, canjeando por PAS parte de la deuda con el gobierno ya vigente.

5. Si bien el desarrollo de las operaciones de mercado abierto en Colombia se enfrenta a serios obstáculos, y su misma aplicabilidad al caso colombiano es limitada dadas las características de nuestra economía, de todos modos podrían constituir una alternativa superior, o bien complementaria al manejo monetario que se efectúa a través del encaje y del redescuento.

6. Al estudiar las causas históricas del desorden monetario en Colombia se llega a la conclusión de que el problema principal del manejo monetario ha radicado más en el abuso de emisiones del Banco de la República debido a deficiencias estructurales en materia monetaria, financiera y fiscal, que en la carencia de una herramienta contraccionista efectiva. Las recientes reformas encaminadas a subsanar estas deficiencias estructurales, constituirán un paso mucho más importante para el manejo monetario a medida que se vayan consolidando, que lo que sería desarrollar las propias operaciones de mercado abierto.

7. Esta herramienta monetaria no es de fácil aplicación. Para desarrollarla plenamente y convertirla en una práctica monetaria ágil y eficaz, se requieren varios años de constantes esfuerzos. En Colombia tan solo se están dando los primeros pasos en esa dirección a través de los PAS. Por lo tanto, aunque se continúa con empeño en esta tarea, no es posible cosechar los frutos en el corto, sino en el mediano y largo plazo.

8. Para lograr el desarrollo de un mercado activo de títulos de deuda pública que sirva de escenario apropiado para realizar operaciones de mercado abierto, se hace necesaria la creación de un núcleo de "dealers" que negocien por cuenta y riesgo propios volúmenes crecientes de dichos títulos y que le infundan dinamismo al mercado secundario. Se debe entrar, por lo tanto, a estudiar la posibilidad de desarrollar este grupo de "dealers", sin el cual las referidas operaciones nunca alcanzarían suficientes dinamismo y agilidad.



9. Aunque las operaciones de mercado abierto que se efectúen a través de los PAS sean de poca significación, la misma colocación de los pagarés puede redundar en beneficio para la política monetaria, siempre y cuando se haga en el mercado y no directamente en el Banco de la República. De esta forma se financiaría de una manera no inflacionaria el gasto público, principal causa histórica de emisión en nuestro país.

10. Para evitar emisiones directas del Banco de la República a favor de la Tesorería a través de la suscripción forzosa de PAS por parte de aquella, se deben prever mecanismos para que las decisiones en materia de financiamiento del gasto público y de operaciones de mercado abierto no se centren sobre una misma persona. Las operaciones en relación con este instrumento que realice el Banco de la República, deben obedecer exclusivamente a criterios económicos y estar desprovistos de cualquier presión sectorial.

11. Se hace necesario conciliar los puntos de vista del gobierno y del sector privado con respecto a la necesidad de emitir un título al portador, el primero por los aspectos relacionados con la evasión fiscal, y el segundo por la posibilidad de que se presente una "competencia desleal" con sus propios mecanismos de captación.

12. Para que los títulos de deuda pública (PAS) puedan ubicarse en el mercado financiero de tal manera que capten volúmenes apreciables de recursos pero al mismo tiempo que no produzcan distorsiones, su rentabilidad deberá ser menor, y su liquidez mayor, que otros papeles del mercado. Solo así podrían complementarse y no competir innecesariamente, con las modalidades de captación del sector privado. No obstante, ello no podrá cumplirse en forma inmediata, ya que la liquidez le vendrá al PAS a medida que vaya incrementándose su aceptabilidad y negociabilidad. Por lo demás, paralelamente tendrá que efectuarse una reorganización de los papeles del mercado financiero, principalmente en lo que a liquidez primaria se refiere. Si los PAS eventualmente habrían de convertirse en el papel más líquido del mercado, tendrían que modificarse los papeles que actualmente cuentan con liquidez primaria.

# COMENTARIOS

Fernando Montes Negret  
Mauricio Carrizosa Serrano  
Leonel Torres  
Daniel Schlesinger Ricaurte  
Fernandó Copete Saldarriaga  
Camilo Pieschacón V.  
Diego Pizano Salazar

## COMENTARIOS DE: FERNANDO MONTES NEGRET

1. El stock de dinero existente en la economía en un momento dado resulta de las decisiones de los diferentes agentes económicos (la autoridad monetaria, el público y los bancos) acerca de la composición de su portafolio. Dentro de este esquema debemos ubicar las operaciones de mercado abierto, a fin de esclarecer algunas dudas que surgen del estudio de la Asociación Bancaria, en particular respecto a la coordinación de este instrumento de control monetario con los encajes y el redescuento.

En el documento que comentamos se afirma que las operaciones de mercado abierto constituyen un instrumento que vendría a suplantar las otras dos herramientas de manejo monetario de la economía. En mi concepto, las operaciones de mercado abierto son un complemento tanto del encaje como del redescuento, que conjuntamente contribuyen a determinar la oferta monetaria. Para una mejor comprensión de este punto plantearemos un esquema simplificado de la oferta de dinero ( $M_1$ ).

La oferta de dinero en un sentido restringido se define como el efectivo en poder del público ( $E$ ) y los depósitos a la vista en los bancos ( $D$ ), esto es  $M_1 = E + D$ . En otras palabras, el público decide mantener un porcentaje  $X$  de su dinero en efectivo, y el resto  $(1-X)$ , en forma de depósitos en cuenta corriente. Una vez hecha esta decisión y tomando como dada por parte de la autoridad monetaria la relación de encaje ( $r$ ), los intermediarios financieros deberán depositar en el Banco Central un porcentaje de  $D$  en calidad de Reserva para encaje o Reserva legal ( $R^1$ ). Esta última vendrá dada por:  $R^1 = r \cdot D = r \cdot (1-X) M_1$ . Igualmente, los bancos podrán mantener un exceso de reservas ( $R^e$ ) por encima del encaje requerido. Esto en cuanto a los usos de las reservas.

★ Por el lado de las fuentes de reservas, el sistema bancario puede adquirir reservas en calidad de préstamo a través del redescuento ( $R^d$ ) y la autoridad monetaria, por iniciativa propia, puede crear reservas adicionales o, como se denominan en la literatura, reservas no prestadas ( $R^n$ ) mediante operaciones de mercado abierto <sup>1/</sup>. Puesto que no todas las reservas que provee la autoridad monetaria se dedican a apoyar el proceso de expansión secundaria, sino que una parte de ellas se mantienen en efectivo por el público, las reservas totales ( $R$ ), por el lado de las fuentes serán iguales a:

$$R = R^d + R^n - E.$$

Ya que las reservas según fuentes son idénticas a las reservas según usos tenemos la siguiente identidad:

$$R^d + R^n \equiv R \equiv R^1 + R^e + E$$

<sup>1</sup> En el caso colombiano la autoridad monetaria propiamente no tiene control sobre  $R^n$ , ya que se generan a través de la financiación monetaria del déficit fiscal y a través del saldo de la balanza cambiaria. Véase A. Hernández G., "El Control Monetario en un marco de asignación de los recursos crediticios: el caso Colombiano", ILPES, Septiembre de 1975.



Dado que nuestro interés está en aislar las reservas generadas a través de las operaciones de mercado abierto podemos expresar  $R^n$  como:

$$R^n = R^1 + R^e - R^d + E$$

La diferencia ( $R^e - R^d$ ) se conoce en la literatura con el nombre de reservas libres, determinadas por el propio sistema bancario ( $R^B$ ). Sustituyendo  $R^1$  y  $E$  en la ecuación anterior y despejando el valor de  $M_1$  tenemos:

$$R^n = r(1-X)M_1 = R^B + XM_1$$

$$M_1 = \frac{R^n - R^B}{(r(1-X) + X)} = \frac{R^n}{r + X(1-r)} - \frac{(R^e - R^d)}{r + X(1-r)} \quad (1)$$

(A) (B)

El término (A) representa el porcentaje  $M_1$  determinado por iniciativa del Banco Central a través de sus operaciones de mercado abierto, siendo esencialmente un componente exógeno de la oferta monetaria. Las operaciones de mercado abierto están precisamente dirigidas a proveer o a absorber las reservas no prestadas. Por otra parte, el término (B) lo determinan endógenamente los bancos.

Volviendo a la ecuación (1) arriba resulta claro que  $M_1$ ,  $R^n$  y  $R^d$  variarán en el mismo sentido, mientras que incrementos en  $R^e$ ,  $x$  y  $r$  disminuirán la oferta de dinero.

De lo anterior resulta claro que tanto las operaciones de mercado abierto, como el redescuento y el encaje determinan conjuntamente  $M_1$ .

Desde un punto de vista práctico, pensar que las operaciones de mercado abierto lleguen a suplantar en importancia el mecanismo del encaje como instrumento de control en Colombia en los próximos años es totalmente utópico.

2. Respecto a la coordinación de los instrumentos monetarios creo importante hacer énfasis en la complementariedad del redescuento y de las operaciones de mercado abierto. En países donde éstas últimas tienen una gran importancia para regular la liquidez de la economía el Banco Central, mediante la venta de papeles del Estado, ejerce presión a la baja sobre las reservas bancarias. El efecto puede, por un lado, forzar a los bancos a acudir al redescuento dándole a la autoridad monetaria la oportunidad de afectar las tasas de interés del mercado mediante un aumento en la tasa de redescuento; en este sentido se dice que las operaciones de mercado abierto hacen efectiva la tasa de redescuento. Por otro lado, el efecto de una menor liquidez resultante de menores reservas para encaje de los bancos, puede transmitirse a la economía mediante un aumento en las tasas de interés del mercado y nuevas presiones sobre el crédito bancario. El acceso de los bancos al redescuento podrá ser regulado mediante alzas en el costo de éste. En este segundo caso la política de redescuento refuerza la actividad de las operaciones del mercado abierto.

Un manejo inadecuado de la tasa de redescuento que cobre el Banco Central debilitará el impacto de las operaciones de mercado abierto, posponiendo su efecto contraccionista (o expansionista).

Una disminución más detallada de los efectos de las operaciones de mercado abierto sobre las tasas de interés del mercado y de cómo afectará esto al sector privado parece ser uno de los puntos que se deben profundizar. No se puede desconocer el impacto sobre las tasas de interés del mercado de una intervención masiva y permanente del Gobierno a fin de captar recursos para financiar el gasto público. Aún en los Estados Unidos, con mercados financieros tan amplios y desarrollados, el efecto de la intervención del Estado en la captación de recursos y el posible desplazamiento de un volumen equivalente? inversión por parte del sector privado es una fuente permanente de preocupación<sup>2</sup>.

3. Las operaciones de mercado abierto son también un complemento de las modificaciones en los encajes legales, reduciendo los efectos indeseables de las primeras en el corto plazo. Por ejemplo, reducciones en el encaje legal pueden complementarse con un aumento en la colocación de papeles del Estado en el mercado a fin de amortiguar el efecto de una liberación repentina de un volumen importante de reservas bancarias<sup>3</sup>. Lo mismo se aplica en el caso de una contracción monetaria llevada a cabo a través de un aumento en el encaje legal, ya que mediante operaciones de mercado abierto el Banco Central puede incrementar el volumen de  $R^n$ , facilitándole el ajuste a los bancos.

4. Del lado de la Tesorería las operaciones de mercado abierto tendrán un costo importante al aumentarse el volumen de deuda pública colocada. Por ejemplo, en el estudio que comentamos se dice que "en un futuro la cartera del Banco de la República en títulos del gobierno debe ser considerable, tal vez un 10 por ciento de los medios de pago como cálculo preliminar, lo que implica que la circulación total de los mismos debe ser bastante superior para que exista un mercado que garantice una fácil y ligera negociabilidad de dichos papeles por parte de aquella institución". Cabe pues preguntarse cuál sería el costo hoy para la Tesorería si el Banco de la República tuviera un volumen de PAS equivalente al 10 por ciento de  $M_1$ , habida cuenta de que estos documentos tienen un rendimiento anual efectivo del 28.8 por ciento?. Suponiendo unos medios de pago de \$ 65.000 millones el costo para la Tesorería por el pago de intereses no más al Banco de la República llegaría a \$ 1.872 millones. De esta ilustración se desprenden preguntas muy básicas acerca de la justificación de las operaciones de mercado abierto y acerca de los PAS como el instrumento para llevarlas a cabo.

<sup>2</sup> Este fenómeno se conoce como el "crowding - out effect".

<sup>3</sup> Las operaciones de mercado abierto solo podrían considerarse como sustituto de cambios en  $r$  en circunstancias muy especiales. Por ejemplo reducciones en  $r$  pueden hacerse coincidir con períodos en los cuales por cuestiones estacionales la autoridad monetaria debería aumentar el volumen de  $R^n$ ; de modo que se podría decir que la reducción en  $r$  sustituyó una operación de mercado abierto expansionista.



5. En el estudio de la Asociación se afirma que las operaciones de mercado abierto constituyen un mecanismo mediante el cual se afecta la liquidez de la economía en forma **inmediata**. Realmente la velocidad con la cual se difunden los efectos contraccionistas o expansionistas es una cuestión empírica que dependerá del mercado financiero.

En mercados financieros como el de los Estados Unidos las operaciones de mercado abierto se llevan a cabo en New York y toma un tiempo hasta que su impacto se difunda en todo el país. Mientras que un cambio de encajes afectará en forma inmediata la posición de encaje de todos los bancos del país, y no sólo a los principales bancos que operan en el mercado de New York. En este sentido se puede afirmar que el efecto de cambios en  $r$  es más rápido que el de las operaciones de mercado abierto. Claro está, como anotábamos, que los retardos que puedan existir dependen fundamentalmente de las características del mercado financiero y en especial de qué tan integradas sean las relaciones entre los diferentes intermediarios financieros (corresponsalías, . . .).

6. La discusión anterior puede dar la impresión de que las operaciones de mercado abierto están dirigidas exclusivamente a afectar la liquidez de la economía, sin embargo, no debe olvidarse que dichas operaciones están enmarcadas además dentro de las políticas del manejo de la deuda pública e igualmente pueden estar dirigidas a afectar la estructura de las tasas de interés del mercado según plazos.

7. Finalmente, las operaciones de mercado abierto tienen grandes ventajas a fin de amortiguar las fluctuaciones que se presentan en el corto plazo tanto en los medios de pago como en los ingresos de la Tesorería, aunque bien puede ocurrir que no sea factible conciliar ambos objetivos simultáneamente.

Como es sabido, los ingresos de la Tesorería presentan una marcada estacionalidad, con mayores recaudos que egresos durante la primera mitad del año, especialmente durante el segundo trimestre, ocurriendo lo contrario durante el segundo semestre. Teniendo en cuenta que los PAS tienen un plazo de vencimiento o de maduración de seis meses, la Tesorería deberá tratar de colocarlos hacia finales de año cuando se presentan sus mayores egresos (meses de octubre, noviembre, y diciembre), a la vez que dichos pagarés deberán ser redimidos en el trimestre en que se dispone de mayores ingresos (meses de abril, mayo y junio del año siguiente). Sin embargo, la colocación de PAS hacia finales de año se hace más difícil y costosa por dos razones principales.

a — Por un lado, hay una mayor demanda por liquidez en la economía a fin de financiar inventarios, pago de primas, . . . etc., lo cual hace menos atractivo congelar recursos en títulos de deuda pública a seis meses.

b — Dado que los PAS son documentos nominativos y no al portador, habrá una menor demanda por estos y una mayor demanda por los se-

gundos (Bonos de Desarrollo de emisiones anteriores, . . .) y por efectivo para fines de evasión fiscal. Esto dificulta la colocación de los PAS en esta época del año.

Las consideraciones anteriores sugieren la conveniencia de emitir títulos de deuda pública con el fin específico de solucionar problemas de liquidez temporal de la Tesorería (y no solamente para el pago de impuestos como ocurre con los PAS), y sobre todo permitir que esos nuevos documentos tengan períodos de maduración inferiores a seis meses y un rendimiento menor al de los PAS. Una modificación en este sentido requerirá, a su vez, modificaciones en la liquidez de otros papeles del mercado como los UPAC a fin de evitar sustituciones indeseables.

Como bien se anota en el estudio que comentamos, la primer etapa descrita arriba en la cual la Tesorería coloca entre el público documentos de deuda pública no constituye una operación de mercado abierto, sino una transferencia de recursos del público hacia la Tesorería con un efecto neutral sobre los medios de pago, o aún peor, puede representar una expansión de la oferta de dinero en la medida en que la Tesorería tenga una propensión al gasto mayor que la del público que adquiere los títulos. En esta etapa enfrentamos lo que parece ser el escollo insalvable a las operaciones de mercado abierto, esto es, el que el Banco de la República no dispone en su cartera de un volumen suficiente de títulos que pueda colocar en el mercado a fin de producir el anhelado efecto contraccionista. En esta etapa del debate sobre las operaciones de mercado abierto debemos distinguir muy claramente las condiciones necesarias para el "despegue" de esta modalidad de control monetario de las condiciones que imperarán cuando ya esté organizada su operación.

En cuanto a las condiciones para el "despegue" ciertamente se dejaron pasar muy buenas oportunidades en el pasado; en particular en 1974, cuando se presentó una baja considerable en las reservas internacionales del país.

En dicho año hubiera sido posible sustituir algunos puntos del encaje por documentos de deuda pública sin interés (inicialmente) redimibles de acuerdo a una estructura de vencimientos planeada por la autoridad monetaria, como una manera de iniciar en mayor escala las operaciones de mercado abierto. Estas propuestas no deben descartarse sino estudiarse con mayor detenimiento en espera de una coyuntura más propicia.

Un análisis de los obstáculos legales y de los problemas de implementación de algunas de las sugerencias hechas en este comentario sería útil y constituiría un complemento al interesante estudio presentado por la Asociación.



## COMENTARIOS DE: MAURICIO CARRIZOSA SERRANO

### 1.0 Introducción

El trabajo "Operaciones de Mercado Abierto", presentado por la Asociación Bancaria, plantea algunos puntos de interés sobre el problema de la programación monetaria en Colombia. En primer término, se define la herramienta monetaria de la cual trata con miras a capturar su significado económico. Luego se discuten los aspectos relevantes al uso e implementación de las operaciones. En seguida se destacan los beneficios para el manejo de las políticas fiscal y monetaria y para el desempeño operacional de los bancos privados, que se derivarían de la disponibilidad de aquella herramienta. El trabajo examina además las implicaciones de algunas condiciones coyunturales y de largo plazo de la economía colombiana sobre el desarrollo mismo de las operaciones de mercado abierto. Además, se presenta una breve descripción de la experiencia de los PAS y se finaliza señalando algunos obstáculos al desarrollo de las OMA.

Los comentarios que se presentan a continuación se distribuyen en tres secciones, con las cuales cubro algunos de los aspectos principales presentados en la ponencia. Se comienza discutiendo los puntos relacionados con la definición características y objetivos de las OMA. Luego se enfoca el problema de la eficiencia relativa de los instrumentos de política monetaria. Se finaliza con comentarios sobre los problemas de implementación de la herramienta en discusión.

### 2.0 Definición, Características y Objetivos

El trabajo incluye en la sección sobre definición diversos aspectos de las OMA que se refieren a sus características y objetivos. El aspecto usual que define las OMA es el intercambio de base monetaria por obligaciones del Gobierno Nacional o del Banco Central. Uno de los puntos que no queda claro en la ponencia es la restricción a operaciones en títulos de deuda pública. En principio, no se presenta ningún problema con incluir obligaciones emitidas por el Banco de la República como medio de realizar operaciones de mercado abierto.

En forma más general, uno de los puntos interesantes de discutir cuando se plantea el tema de las OMA se refiere al tipo de activos que deben utilizarse para realizarlas. La definición anterior, como la presentada en el trabajo, es algo convencional y probablemente arbitraria. Si se desea llegar a una definición más útil y sustantiva, debe acudir a los objetivos que se persiguen con las OMA. En el trabajo se señala un objetivo frecuente: controlar la liquidez de la economía; él sin duda se relaciona con el propósito de programar la demanda agregada. Si se parte de esta base, se presenta un criterio interesante y conocido para enmarcar el instrumento en discusión. Ciertamente una operación en la cual el Banco de la Repúbli-

ca compra moneda de tesorería a cambio de billetes no debe tener mayor efecto sobre la liquidez de la economía. De otra parte, cuando se adquieren documentos de largo plazo en poder del público, es razonable pensar que se presenta un efecto importante sobre el grado de liquidez y sobre la demanda agregada. De hecho, uno de los problemas más interesantes en Teoría Monetaria se refiere a la programación de la deuda por plazos como instrumento de programación monetaria<sup>1</sup>.

El ensayo le atribuye dos características a las OMA. De una parte, se dice que "son por excelencia un instrumento a libre disposición de la autoridad monetaria, de tal manera que a través de ellos dicha entidad puede afectar en más o en menos, y en cuantía y a plazo establecidos, los medios de pago en circulación". Se afirma además que las OMA permiten actuar en forma inmediata sobre la liquidez. Parece claro, sin embargo, que la autonomía y flexibilidad están constreñidas por las características del mercado. La autoridad monetaria, al realizar operaciones de mercado abierto, también contribuye a determinar el tipo de interés<sup>2</sup>. Es decir, para un volumen de operaciones dado, la autoridad no puede determinar a su arbitrio el efecto sobre el tipo de interés. Es razonable pensar que cuanto mayor sea el volumen y velocidad de las operaciones mayores serán los efectos sobre el costo del crédito. Más adelante presento un comentario sobre la supuesta inflexibilidad de las tasas de interés en el caso colombiano.

El trabajo identifica como objetivo de las OMA el "llevar a cabo el manejo monetario de la economía en lo que se refiere tanto a las necesidades contraccionistas como expansionistas". Afirma además que esta herramienta pierde algo de relevancia en una economía que se caracteriza por una persistente expansión de los medios de pago. No creo que ello sea cierto. Aún si la cantidad de dinero presenta una tendencia creciente de largo plazo, las OMA pueden jugar el importante papel de regular las variaciones alrededor de aquella tendencia. Es aventurado aún juzgar los efectos de largo plazo de la reforma tributaria sobre el endeudamiento interno y externo del Gobierno en el Banco de la República. Probablemente sea acertado suponer que los medios de pago continuaron creciendo a tasas superiores al 15 % anual. No por ello debe limitarse el papel expansionista y contraccionista de las OMA como medio de implementar un crecimiento estable de los medios de pago. Una de las conjeturas más atractivas de Teoría Monetaria es precisamente la bondad de evitar fluctuaciones bruscas en la masa monetaria, como instrumento para contribuir a la estabilidad general de la economía.

### 3.0 Eficiencia relativa de las Operaciones de Mercado Abierto

Las OMA, como señala el trabajo, son un buen sustituto de los cambios en el encaje, y del redescuento como regulador del crecimiento en la cantidad de dinero. Ello, afirma el autor del ensayo, se debe a la mayor

<sup>1</sup> Véase Tobin, James, "An Essay of the Principles of Debt Management".

<sup>2</sup> Véase Bain, A.D., *The Control of the Money Supply*, Penguin, 1970, pp. 37-38.



flexibilidad de la primera herramienta, donde por flexibilidad se entiende a) habilidad para graduar el efecto sobre la liquidez y b) velocidad en el logro del efecto. Además, las OMA afectan "la liquidez de la economía en su conjunto" mientras que las variaciones en el encaje sólo afectan los depósitos en cuenta corriente, tienen un impacto indiscriminado sobre los bancos, independientemente de la situación de reservas y no resultan equitativas con relación a las operaciones de los intermediarios no bancarios.

En general, pienso que existe consenso general sobre la bondad de efectuar la programación monetaria a través de las operaciones de mercado abierto. Los cambios en los encajes afectan la rentabilidad de las instituciones sujetas a requisitos de encaje, modificando la rentabilidad de las operaciones activas y pasivas en las cuales se especializan aquellas instituciones. Es deseable que los instrumentos de regulación monetaria sean neutrales en materia de rentabilidades, toda vez que su objetivo primordial sea programar el grado de liquidez agregada en la economía. Las operaciones de redescuento adolecen del mismo defecto, en la medida que representen subsidios en el costo del crédito a un sector específico del sistema financiero. Además, el redescuento está ligado a operaciones activas específicas, y es dudoso que se deba utilizar como instrumento monetario, un sistema diseñado para asignación del crédito. Por lo demás, el redescuento, al depender de las iniciativas de los bancos, no se presenta como instrumento flexible para la programación monetaria. Finalmente, tanto el redescuento como el encaje legal tienen efectos publicitarios cuyo impacto sobre las expectativas de la gente es difícil de predecir.

Como sugerencia para la versión final del ensayo en discusión, sería deseable una presentación más sistemática y unificada de la eficiencia relativa de las operaciones de mercado abierto para que se cumpla su importante función divulgativa con mayor eficacia. Esta presentación debe distinguir claramente dos aspectos fundamentales de la actividad del Banco de la República. De una parte, los instrumentos que le permiten asignar el crédito y determinar ciertos tipos de interés del mercado financiero; de otra parte, los instrumentos de control monetario<sup>3</sup>. Como bien se sabe, ocurre con frecuencia que instrumentos creados para un objetivo específico han sido utilizados para fines diferentes. Por ejemplo, el redescuento, diseñado como mecanismo de financiación de emergencia ha constituido una de las fuentes principales de emisión primaria.

#### 4.0 La implementación de las Operaciones de Mercado Abierto en Colombia

El ensayo destaca dos temas generales sobre la implementación de las OMA. En primer término se plantea el problema del desarrollo de los "dealers", o sea de los agentes encargados de "mercadear" los documentos de deuda pública. De otra parte, se enfocan los problemas que las condiciones coyunturales y estructurales de la economía colombiana pueden presentar para el desarrollo de la herramienta monetaria en discusión.

<sup>3</sup> Véase Hernández, Antonio. "Política de Redescuento en Colombia", 1950-1970". Revista de Planeación y Desarrollo.

Quizás uno de los elementos más importantes de la creación de un mercado es la información. En general, cuando se introduce un producto en una economía, existe algún grado de incertidumbre sobre su calidad. En el contexto de las operaciones de mercado abierto, es el Gobierno y la autoridad monetaria quienes jugarían un papel importante en lograr crear la confianza y en garantizar un rendimiento real positivo sobre los documentos de deuda pública. Una vez se conocen las características de un documento nuevo, su éxito depende de la comparación de aquellas características con las ofrecidas por otros activos reales y financieros disponibles en la economía.

Deben distinguirse el rendimiento real neto promedio del documento y su variabilidad a lo largo del tiempo. En la medida que la gente le tenga aversión al riesgo, es deseable que los documentos generen un rendimiento real estable, lo cual puede lograrse con cláusulas de corrección monetaria. Ello parece haber sido importante en el desarrollo de las OMA en la economía brasilera, según lo describe el documento del doctor Lima-Barros, presentado en el Simposio sobre Mercado de Capitales el año pasado. La experiencia colombiana durante la fase inicial del sistema UPAC corrobora la importancia de garantizar un rendimiento real positivo. Basta examinar el vigoroso crecimiento que aquellos depósitos registraron en el año 1973, para confiar en la rapidez del desarrollo de un mercado con un producto cuyas características son atractivas. El auge de los "dealers" no debe presentar mayores problemas, una vez el documento que mercadean es lo suficientemente atractivo para generar utilidades adecuadas al ejercicio de la intermediación financiera.

Al comienzo de la presente nota se planteó el interrogante sobre la limitación de las OMA a documentos de deuda pública. Una de las restricciones al desarrollo de la herramienta que aparece repetidamente en el ensayo en discusión es el volumen de PAS existentes en el mercado y en el Banco de la República. El primero representa un límite a la actividad expansionista; el segundo, un límite a la actividad contraccionista. Una vez se permite la utilización de documentos emitidos por el Banco de la República como instrumento elegible para las OMA, no se presenta límite a la actividad contraccionista a través de dichas operaciones, y se amplía el alcance de las operaciones expansionistas<sup>4</sup>.

El ensayo presenta como peculiaridad de la economía colombiana un alto grado de rigidez en las tasas de interés y una falta de respuesta de la actividad económica a variaciones en el tipo de interés. En principio, se da un problema de conciliación en estas dos afirmaciones puesto que difícilmente se puede apreciar el efecto sobre la actividad económica de una tasa de interés rígida. Sin embargo, la supuesta rigidez del tipo de interés con respecto a condiciones de liquidez no es obvia. Basta observar, por ejemplo, el comportamiento del descuento en los certificados de abono tributario, para darse cuenta de su acentuada variabilidad. Muy probablemente, parte de sus fluctuaciones obedecen a variaciones en el grado de li-

<sup>4</sup> Véase Friedman, Milton, *A Program for Monetary Stability*, New York, Fondham University Press, 1960.



quidez existente. A primera vista, da la impresión, por ejemplo, que el descuento disminuye al comienzo del año cuando se presenta un amplio exceso de liquidez, luego de la emisión de los últimos meses del año. Es además aventurado sostener que la actividad económica registra una menor reacción a variaciones en el tipo de interés que en economías como la norteamericana, en la ausencia de evidencia que apoye esta hipótesis.

Finalmente, me refiero al problema planteado por la estrechez del mercado financiero en la economía colombiana. Pienso que este problema se ha exagerado en alguna medida al no tener en cuenta que uno de los factores responsables de la estrechez observada es la ausencia de rendimientos reales netos. Cuando las tasas de interés son altas como resultado de la inflación engranada en la economía, el impuesto sobre rentas de capital puede hacer el rendimiento real neto de impuestos inferior a cero. Por ejemplo, con una inflación de 20% un rendimiento real del 10% y un rendimiento nominal sobre pasivos del sistema financiero de 25% una tasa de tributación de 20% es suficiente para lograr un rendimiento real negativo. En la medida que se diseñen mecanismos para garantizar un rendimiento real positivo sobre los pasivos del sistema financiero, será posible emplear el alcance de las operaciones de mercado abierto.

## COMENTARIOS DE: LEONEL TORRES

### 1.0 Confusiones

Constituye sin duda un acierto de la Asociación Bancaria promover la presente reunión, en la que se busca con criterio realista el logro de una contribución nacional, al despejar la nube de confusiones que ha existido hasta hoy y que se refleja en el lenguaje de los comentaristas de nuestras finanzas, alrededor del concepto de las Operaciones de Mercado Abierto.

El documento claro y franco que ha preparado la Asociación Bancaria para esta oportunidad, evita el frecuente pecado de tratar como verdades completas ciertas verdades parciales, o peor aún, parcializadas, o referirse al todo cuando sólo se tiene un fragmento. La frecuencia con que ello se hace es comprensible, porque las operaciones de mercado abierto son timbre de elevada evolución financiera, que por ello mismo sólo es posible cuando se han dado otros desarrollos en el campo económico, político y social. Es de buen tono hablar de nuestras operaciones de mercado abierto, así como lo es en el pequeño poblado denominar Palacio de la Música el lugar donde se tocan rancheras. Considerar que es suficiente la creación de instrumentos que, como los títulos de participación, o los canjeables por certificados de cambio, o los PAS, podrían eventualmente llegar a ser objeto en un futuro de operaciones de mercado abierto, es ignorar el difícil trabajo de orquestación que debe complementar el mero transcribir de notas en el pentagrama; es algo así como suponer que se es jugador de golf porque se compraron las pelotas.

Conciente de la inexistencia en Colombia de las operaciones de mercado abierto y de la conveniencia de buscar planteamientos orgánicos que hayan de conducir a su presencia futura, he aceptado y agradecido la oportunidad de reforzar con carácter estrictamente personal las opiniones vertidas en el documento que nos ocupa, para insistir en una propuesta alguna vez formulada por mí y destinada a dirigir los primeros pasos que permitan el logro de este eficaz y moderno instrumento para el manejo de la política monetaria.

### 2.0 Características básicas

El país sabe bien que, dados los factores expansionistas que hoy gravitan sobre la economía, puede decirse que la ausencia de una acción positiva, nueva, amplia, audaz, persistente y efectiva, equivaldría a la adopción de un plan inflacionario que invalidaría los objetivos de cualquier programa de gobierno. Cabe preguntarse si es a las operaciones de mercado abierto, como concepto global, a las que corresponde constituir el instrumento actuante y flexible que hasta la fecha no ha tenido el país para el manejo de la política monetaria. Son consideraciones en ese sentido las siguientes:



- a) La denominación de las operaciones de mercado “abierto” ya indica que su índole es la de un mecanismo de decisiones voluntarias y no de transacciones encerradas institucionalmente, como es el caso de hacer que los bancos, compañías de seguro, etc., adquieran los papeles que las componen.
- b) Lo anterior significa que debe existir un mercado secundario, atraído por las ventajas que el documento de mercado abierto ofrezca.
- c) Las operaciones de mercado abierto constituyen un instrumento de política monetaria sólo si su volumen es considerable.
- d) Para el gobierno la motivación en las operaciones de mercado abierto es una regularización monetaria, pero para el resto de quienes interviengan en ese mercado la motivación es el lucro.
- e) La experiencia en otros países indica que para establecer con fines monetarios un sistema de mercado abierto es necesario montar toda una estructura, dentro de una estrategia claramente definida y dentro de etapas que conduzcan a la formación de un criterio en el público, sin cuyo concurso no puede lograrse la eficacia que deben tener estas operaciones.
- f) El instrumento aludido debe captar los que a nivel de la firma son excedentes transitorios de circulante, muchos de los cuales en la actualidad van al UPAC para favorecerse con el ajuste. Para ello debe reunir condiciones de liquidez a través de características sobre las cuales hay en otras partes experiencias aprovechables para Colombia, tales como las operaciones de retrocompra, que dentro del funcionamiento de un mercado secundario cubren períodos cortos, permiten programar en los flujos de fondos industriales la utilización por breve término de los excedentes de liquidez y ofrecen atractivos a ese mercado, que brinda en tales transacciones un beneficio adicional al tenedor del papel.

### 3.0 Conveniencia Política

El país tiene hoy un repertorio muy limitado de piezas para armar un aparato anti-inflacionario efectivo. Con los instrumentos actuales además, su empleo representa una fuente de descontento que hace achacar a las imposiciones gubernamentales la responsabilidad por el malestar que exista. Las medidas de la política monetaria parecen indeseables al grueso de la opinión en un ambiente inflacionario, por cuanto el sector privado, con grandes necesidades de capital de trabajo, se ve colocado entre oportunidades de demanda para sus productos y dificultades financieras para satisfacer esa demanda. Dentro de las posibilidades presentes de dirección monetaria, el gobierno asume la responsabilidad por los perjuicios que causan circunstancias que frecuentemente son ajenas a su actuación. Mucho gana una administración si puede manejar el volumen de circulante por conduc-

tos impersonales y si las políticas de restricción o expansión, cambiantes según aconteceres exógenos, pueden conducirse a través del funcionamiento del mercado y no por imposiciones prohibitivas o de actuación obligatoria.

#### 4.0 Oportunidad Política

Creo que ejercicios como el que nos ocupa, deben ir más allá de la exploración académica y complementar el estudio del **qué** y el **por qué**, con la preocupación pragmática del **porqué no**, así como el **quién**, el **cómo** y el **cuándo**. Para contemplar esos aspectos es indispensable tener en cuenta la forma como juega el factor político, en su más elevada acepción. Es en la etapa de los planes de un gobierno que va a iniciarse cuando cabe el planteamiento de tipo orgánico antes aludido, por cuanto no se trata de realizar solo un esfuerzo aislado, sino por el contrario de adoptar toda una nueva mentalidad, que afecta amplios campos de la situación existente y que exige modificaciones en instrumentos que cumplen funciones de un carácter distinto al monetario, de vasta importancia cuantitativa. La gigantesca dificultad se encuentra detrás de la palabra **conciliar**. Qué hacer por ejemplo frente a la competencia de instrumentos tales como el UPAC en su forma actual? Cómo afectaría a la aceptación de los papeles de las corporaciones financieras la eliminación del fondo de sustentación que garantiza su liquidez? Cómo evitar que la existencia de un documento con finalidades monetarias desaloje por sus atractivos otros requeridos con miras de inversión dentro de esa masa confusa, en la que es difícil trazar la línea que divide el ahorro propiamente dicho de la liquidez? Cómo rodear de los atractivos, necesarios a su amplia aceptación, a papeles que buscarían un beneficio social en sus miras anti-inflacionarias, pero que serían de paso muy ventajosos para quienes evidentemente no pertenecen al sector más desfavorecido de la población? Cómo salvar, dentro del esquema que el documento de la Asociación Bancaria presenta, la primera etapa de emisión, que significaría su adquisición por parte del Banco de la República?

Cómo encontrar para la Tesorería el cinturón de castidad que la aleje de poderosas tentaciones de gasto? O, para formular por último la que debiera ser primera pregunta, cómo conciliar efectos monetarios tan cuantiosos como el que se vive actualmente por el precio del café y el inusitado crecimiento de los ingresos por "servicios" en la balanza de pagos, con la modestia que tiene en sus dimensiones nuestro mercado financiero?

Interrogantes como los anteriores, en ninguna forma exhaustivos, orientan sobre la magnitud de las dificultades a afrontar en el necesario esfuerzo de iniciar gestiones dirigidas a llegar a tener en operación este instrumento de manejo monetario.

#### 5.0 Determinación de prioridades

Creo que la Asociación Bancaria, como institución gremial, preocupada en contribuir con opiniones documentadas que faciliten a los gobiernos la visión conjunta necesaria a su toma de decisiones, podría patrocinar



un estudio sustantivo de la estrategia a seguir con base en experiencias que, como la brasilera, cuenta con suficientes antecedentes y reconocidos resultados. El grado de evolución del país y la solidez de sus cuadros profesionales, ha permitido ya que los programas de gobierno no se basen sólo en fáciles slogans con los que cualquiera está de acuerdo, sino en ideas de más sustancia, dentro de las cuales cabría el tema cuyo celofán contribuye a romper la presente reunión.

Conviene insistir en que un plan que plantee conductos para el establecimiento de lo que se conoce como una "mesa de operaciones de mercado abierto", en la que se incluyan programas para el entrenamiento de personal especializado y metodología para contribuir a la transformación paulatina de un mercado primario en uno secundario, a través de sistemas como el de los "pre-dealers", presupone decisiones políticas respecto a repercusiones sobre otros aspectos de la estructura económica, que exigirían acciones complementarias, con costos y riesgos sobre los cuales debe tenerse plena conciencia y determinarse si se justifica afrontarlos. De lo que se trata es de conocer el grado de prioridad que se dé en la coyuntura actual a la necesidad de crear, no sólo por la circunstancia presente sino para un largo futuro de la política monetaria, el instrumento del mercado abierto. A sabiendas de que el efecto no es inmediato y de que para su establecimiento habría que montar un conjunto congruente dirigido a que más adelante llegue a funcionar con autonomía el que habría de representar todo un nuevo criterio de actuación, debe decidirse si se cree adecuado proceder a elaborar y plantear un programa que consulte moldes fundamentados en experiencias existosas, de las cuales es sin duda Brasil, por sus circunstancias inflacionarias, el ejemplo más interesante a estudiar.

La estrategia a seguir debe contar con atractivos iniciales que faciliten el primer impacto y debe contemplar recortes posteriores como se ha hecho con el UPAC, que conquistó un mercado seguro y que ha asimilado las modificaciones establecidas después. Debe igualmente constituir el único camino para hacer productiva la liquidez y contribuir de esa manera a que no se confunda este mercado con el de capitales, al que corresponde captar ahorros estables. Debe por ejemplo eliminarse el ajuste diario del UPAC para quien retire fondos en plazos inferiores a un mínimo que se establezca. Es necesario también adoptar para los papeles que se empleen, una tasa flotante de interés, es decir de descuento o precio libre, a fin de que jueguen alrededor de él fuerzas reales del mercado y éste las acepte voluntariamente y dé así lugar al volumen de transacciones que se necesita<sup>1</sup>. No se ignora que la propensión de medidas tomadas en este terreno por el gobierno es la que corresponde. Se insiste sí, en que el diseño que se haga del sistema de operaciones debe contemplar el largo proceso necesario hasta llegar a una situación en la que la autoridad monetaria pueda manejar el volumen de los medios de pago, contando con un mecanismo ante cuyo

<sup>1</sup> Es gracias a esa condición que el Banco Central obtiene dentro del sistema considerables ganancias por conducto de sus corredores, ya que el público vende a tasas más bajas cuando la liquidez es estrecha y compra a tasas altas cuando ésta es abundante.

funcionamiento asuma una actitud pasiva, ajena a las impopulares imposiciones que tanto dificultan hoy ese manejo y que carecen de la flexibilidad necesaria para acoplarse a las circunstancias cambiantes que surgen en la dinámica de la economía.

La seguridad que ofrezca el gobierno al mostrarse comprometido al más alto nivel en el nuevo sistema, es característica indispensable para que éste sea exitoso. El costo presupuestal que tuviera que alcanzar el volumen necesario para constituir el mecanismo principal en el control del exceso de circulante, tiene por otra parte un claro sentido social al tratar de proteger al sector más desfavorecido, que es el que paga más duramente ese impuesto que representa la inflación.

## 6.0 Propuesta

Si esa decisión es adoptada como parte de un futuro programa de gobierno, podría establecerse desde ahora un grupo de trabajo que, consultando moldes exitosos y adaptándolos a nuestro medio, preparara todo un plan dirigido a crear un efectivo mercado secundario para operaciones de mercado abierto.

Ese grupo elaboraría un proyecto en el que se contemplara la estructura del mercado primario, los canales operativos para crear el secundario, los criterios para la selección de las instituciones que compusieran el primero, los programas de formación o adiestramiento para funcionarios de la banca, corredores de bolsa y entidades dispuestas a tomar cartera propia dentro del sistema, el código de comportamiento para las mismas, las características de estímulo, sencillez y manejabilidad que necesite el o los títulos para esas operaciones, los aspectos legales de estos papeles, los conductos iniciales e indirectos para asegurar liquidez al instrumento hasta que la adquiriera dentro del mercado secundario, y muchos otros aspectos que requerirían un mayor conocimiento del que ahora se tiene sobre la forma como opera el mercado abierto.

Las reflexiones que se ha creído adecuado consignar aquí no se presentan porque quien las hace tenga ese conocimiento, sino por creer que es necesario y factible adquirirlo y porque a través de la documentación disponible sobre experiencias en ese terreno puede verse que se trata de un campo complejo, y que exige una acción amplia, congruente y decidida.

El trabajo del grupopropuesto tendría ante todo que producir un inventario de las medidas indispensables a tomar, con inclusión de las referentes a campos conexos. A la luz de los efectos de naturaleza que ellas impliquen, se podría determinar la prioridad de emprender el intenso esfuerzo coordinado que hubiera de conducir al funcionamiento de un sistema de operaciones de mercado abierto en Colombia. Habría en ello una útil contribución del gremio bancario a los programas que llegara eventualmente a adoptar el próximo gobierno.



**COMENTARIOS DE: DANIEL SCHLESINGER RICAURTE  
FERNANDO COPETE SALDARRIAGA**

Antes de exponer nuestros comentarios sobre este interesante tema de las operaciones de mercado abierto, que presentamos a título persona y en nada comprometen al Banco de la República, deseamos expresar nuestros agradecimientos por la gentil invitación que nos ha formulado la Asociación Bancaria para participar en este seminario, con tan destacado grupo de técnicos. Es verdaderamente oportuna la iniciativa que ha tomado la Asociación de reunir este foro para tratar un tema que en nuestro medio es todavía poco conocido y de proponer como base de esta reunión el trabajo elaborado por el doctor Vergara, el cual sin duda constituye una valiosa contribución, aclarando ideas sobre las operaciones de mercado abierto y exponiendo la realidad de éstas en el contexto colombiano.

Para comenzar, es preciso mencionar que a partir de 1974, el Banco de la República ha venido interviniendo en el mercado monetario a través de la compra y venta de Títulos de Participación y posteriormente de Pagares Semestrales de Emergencia Económica emitidos por el gobierno y de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio. En la actualidad, el valor de las transacciones con los referidos instrumentos alcanza magnitudes de consideración que en conjunto exceden \$ 5.500 millones. Si bien estas operaciones se asemejan en muchos aspectos a las operaciones de mercado abierto, ciertamente no se puede pensar que se cuenta ya con un mecanismo efectivo para regular la oferta monetaria que permita disminuir la dependencia sobre otras herramientas tradicionalmente utilizadas para estos fines, en especial la del encaje.

Quizá el principal requisito que debe cumplirse para poder realizar verdaderas operaciones de mercado abierto consiste en disponer de la estructura institucional adecuada, lo cual no solo se refiere a las instituciones mismas, sino también al conjunto de normas que le otorgan agilidad a las transacciones que se realicen. Esto desde luego es un proceso evolutivo que no se crea de la noche a la mañana, sino que por el contrario se desarrolla con el tiempo. En verdad, el conjunto de normas jurídicas que rigen el comportamiento del sistema financiero es un fiel reflejo de su grado de desarrollo.

Es innegable que el mercado colombiano ha acumulado vastas experiencias con el correr de los años, ha adquirido mayor madurez y ha alcanzado una envergadura importante. Prueba inequívoca del desarrollo de que ha sido objeto nuestro mercado financiero la constituye precisamente el estar reunidos aquí, discutiendo sobre las posibilidades de estructurar un mercado abierto, que inclusive en países con mercados mucho más desarrollados que el nuestro es una experiencia relativamente nueva.

Aquellos países tienen en las operaciones de mercado abierto uno de los instrumentos más importantes de la política monetaria y en muchos de

ellos las transacciones en este mercado se han llevado a cabo principalmente con títulos del Tesoro o con papeles gubernamentales. Sin embargo, como lo expresa Kock en su libro sobre Banca Central, “. . . en un sentido amplio, puede sostenerse que las operaciones de mercado abierto comprenden la compra o la venta que el Banco Central hace en el mercado de cualquier papel en que comercie, sean valores del Estado u otros, o aceptaciones bancarias y divisas en general”. El hecho de que en varios países se aplique el término de operaciones de mercado abierto únicamente a la compra y venta de valores del Estado por parte del Banco Central, se ha debido sustancialmente al hecho de que el mercado de los valores estatales es bastante amplio y activo, sirviendo en esta forma los fines propuestos con las operaciones mencionadas.

En Inglaterra y los Estados Unidos, para nombrar únicamente países en los cuales el empleo de las operaciones de mercado abierto son ya de larga tradición, éstas se han realizado en gran escala con el fin de regular la liquidez de la economía y han constituido un complemento efectivo de las políticas de encaje y redescuento en la neutralización de factores que tienen una incidencia directa sobre la base monetaria. A la vez, ha sido éste un mecanismo por medio del cual se ha logrado disminuir la presión de los déficit de Tesorería sobre el crédito primario proveniente del Banco Central.

Volviendo al caso colombiano, ya hemos mencionado que nuestro sistema financiero ha sido objeto de una apreciable evolución. Sin el ánimo de hacer un análisis exhaustivo, creemos conveniente analizar esquemáticamente la dirección que ha tomado este proceso, especialmente en lo que se refiere a aquellos aspectos que sin duda tendrán una influencia considerable sobre el desarrollo futuro de las operaciones de mercado abierto.

En primer término vale la pena mencionar la consolidación gradual de un sistema financiero bastante especializado, compuesto por diversas clases de instituciones que atienden necesidades muy específicas de la actividad económica desarrollada por los distintos sectores que conforman la economía nacional. No sobra mencionar, además, que algunas de esas instituciones han sido testigos de más de un siglo de desarrollo de nuestro sistema financiero.

Paralelamente a la creación de los intermediarios financieros, han surgido numerosos instrumentos de captación de recursos con diferentes modalidades. Uno de los más recientes que ha hecho su aparición en el mercado colombiano ha sido la unidad de poder adquisitivo constante, UPAC, que, si bien puede ser objeto de críticas de fondo especialmente en relación con el efecto de la corrección monetaria sobre el proceso inflacionario, ciertamente ha presentado aspectos favorables como permitir la captación de cuantiosos recursos a través de rendimientos más realistas y crear una conciencia del costo de oportunidad del dinero en el público inversionista. Esta última es una característica indispensable para el desarrollo de un mercado abierto, ágil y eficiente. Asimismo, otros títulos que han tomado auge en los últimos años, como por ejemplo, los certificados de de-



pósito a término y los títulos canjeables, responden a la necesidad de estimular un mercado monetario, que no solo permita atender las necesidades de corto plazo de las empresas y promueva una programación financiera por parte de las unidades económicas que operan en el sistema para hacer un uso eficiente de excesos transitorios de liquidez, sino que también permita a la autoridad monetaria realizar las operaciones de mercado abierto.

En materia de las tasas de interés, son bien conocidos los esfuerzos realizados, especialmente por el actual gobierno, tendientes a crear una estructura que refleje las condiciones del mercado de dinero y a la vez a reducir la excesiva dispersión que tradicionalmente ha existido. Si bien subsisten ciertos controles sobre la estructura y movimientos de las tasas de interés, es bueno recordar que en un sistema como el nuestro que tradicionalmente las ha mantenido totalmente controladas no es conveniente dar un giro de 180 grados y adoptar un sistema de absoluta libertad. En cualquier caso, la autoridad monetaria debe ejercer cierto control sobre los movimientos en las tasas de interés, aunque esto lo debe hacer principalmente a través de su intervención en el mercado. Este es un aspecto importante en el desarrollo de las operaciones de mercado abierto, si se tiene en cuenta que sería inútil tratar de consolidarlo con una estructura de tasas de interés que no guarde relación con la realidad financiera.

Por otra parte, el actual gobierno ha reorientado la política con respecto a la utilización de cupos de redescuento en el Banco de la República y los requisitos de encaje. Sin perder de vista la importancia que le corresponde al crédito de fomento en un país con inmensas necesidades de capital, se ha tratado de dar mayor autonomía a las instituciones financieras y restringir el acceso a cupos de redescuento que tengan la finalidad de solucionar problemas transitorios de liquidez y evitar que se constituyan en una línea de recursos adicionales para el crédito. Es de todos conocidos los esfuerzos realizados por la autoridad monetaria en la mayor parte de 1975 tendientes a reducir las tasas de encaje; sin embargo, por razón de los ingentes recursos que han irrigado el sistema a raíz de la llamada bonanza cafetera hubo necesidad de elevarlas nuevamente. De todas maneras esto nos lleva a señalar otro importante factor que se requiere para el desarrollo del mercado abierto, cual es el de la flexibilidad que se le debe otorgar a las instituciones financieras con miras a que puedan participar activamente en el mercado abierto.

A pesar del desarrollo anotado del sistema financiero, se requieren todavía cambios importantes para poder estructurar y ensanchar el mercado abierto. Es importante avanzar en el sentido de establecer una relación más directa entre el rendimiento de los distintos activos financieros y el plazo de los recursos que se capten a través de su colocación, con el fin de diferenciar claramente excesos transitorios de liquidez, y ahorro propiamente dicho, el cual debe dirigirse a la formación interna de capital.

Por otra parte la autoridad monetaria requiere para poder realizar las operaciones de mercado abierto un grupo de instituciones que desarrollen las funciones de operadores o *dealers*. Estos deben servir como una espe-

cie de amortiguador entre el Banco de la República y el mercado, comprando títulos que aquél desee colocar, ya sea para su propio portafolio o para su posterior colocación entre aquellos inversionistas que posean excesos de liquidez. Desde luego al adquirir una posición propia, estos operadores dejan de ser simples intermediarios, o *brokers*, y asumen el riesgo inherente a la negociación en estos títulos, debiendo además estar dispuestos a comprar y vender al público inversionista.

Así mismo se requiere educar a los potenciales inversionistas de tal forma que éstos hagan un uso más eficiente de los recursos que tienen a su disposición. Ciertamente, constituye una ventaja para un agente económico, una empresa por ejemplo, que de acuerdo con sus proyecciones del flujo de caja pueda colocar en el mercado sus excesos transitorios de liquidez, o por el contrario adquirir recursos de corto plazo para subsanar deficiencias también transitorias.

Como ya hemos mencionado constituye un elemento importante para el desarrollo de las operaciones de mercado abierto la flexibilidad que tengan las instituciones financieras para manejar su posición de liquidez. En este sentido, sería conveniente estimular el desarrollo del mercado interbancario de excesos de reservas, a través del cual bancos con posiciones deficitarias puedan ajustarse a los requerimientos legales obteniendo recursos en dicho mercado a tasas de interés que éste mismo determina.

En el futuro inmediato debemos proceder gradualmente hacia el fortalecimiento de las operaciones de mercado abierto, teniendo presente que para hacer de ellas una herramienta eficiente y ágil de control monetario no se trata simplemente de crear un título con un rendimiento lo suficientemente atractivo que permitiera captar una gran cantidad de recursos. Por el contrario, ello causaría grandes distorsiones en los sistemas de crédito existentes y entorpecería enormemente la captación de fondos a través de los demás activos financieros.

Tasas de interés realistas, compatibles con el resto de las existentes, pueden constituir un aliciente efectivo para la inversión de excesos de liquidez por parte de los intermediarios financieros y demás participantes en el mercado. En esta forma se puede lograr un desarrollo gradual de las operaciones de mercado abierto y eventualmente captar recursos que actualmente se dirigen hacia el extrabancario. En la medida que se adquiera mayor control sobre la oferta monetaria a través de este instrumento, sería posible disminuir paulatinamente los requisitos de encaje permitiendo al sistema bancario aumentar el volumen de sus colocaciones y atender préstamos que actualmente se tramitan en el mercado no institucional.

En resumen, el punto clave para la estructuración de las operaciones de mercado abierto radica en el desarrollo del mercado mismo y no simplemente en la creación de un instrumento adecuado, por esta razón su realización depende no sólo de la autoridad monetaria sino de toda la comunidad financiera.



## COMENTARIOS DE: CAMILO PIESCHACON V.

### 1.0 Introducción

Entre los instrumentos clásicos de la política monetaria se encuentran, además del encaje, la tasa de redescuento, los cupos de redescuento, las operaciones swap, los depósitos oficiales y la persuasión moral, las llamadas operaciones en el mercado abierto, las cuales consisten en la compra y venta de títulos-valores, a corto, mediano y largo plazo, por cuenta del Banco Central en el llamado mercado abierto.

Este instrumento político-monetario juega un papel muy importante en la mayoría de los países industriales, así, por ejemplo, en los Estados Unidos y la Gran Bretaña, dicho mecanismo de regulación monetaria constituye el principal instrumento en manos del Banco Central. Aunque su utilización se remonta, en la Gran Bretaña, a principios del siglo XIX con la negociación de los llamados Excheques Bills (Consols), únicamente a partir de las primeras décadas de este siglo, las operaciones de mercado abierto se convirtieron en un instrumento efectivo de la política monetaria.

En los otros países industriales, las operaciones de mercado abierto por parte del Banco Central, tienen una historia más reciente. En Holanda, a partir del año 1936, en Bélgica a partir de 1937 y en Francia y Suecia desde 1938. En Alemania, desde el año de 1935 se estableció la posibilidad de esta clase de operaciones, pero, prácticamente, ellas han adquirido importancia en el período de post-guerra.

Lógicamente, la política de mercado abierto tropieza con algunas dificultades en los países pobres, porque las relaciones entre los bancos comerciales y el banco de emisión son diferentes a las que se registran en los países industriales. Mientras que en los países en desarrollo el redescuento suele ser, por lo general, una operación normal para los bancos comerciales, en los países industriales ellos evitan todo endeudamiento o contacto con el banco de emisión y solamente recurren a él en última instancia.

Cuando el tipo de interés se encuentra fijado de antemano por la autoridad monetaria, la actividad de los bancos comerciales se reduce prácticamente a seleccionar los deudores y determinar la naturaleza y volumen de los créditos concedidos. En su afán por reducir las tasas de interés, los gobiernos han hecho caso omiso de los fundamentos en que descansa el sistema crediticio de una economía, eliminando prácticamente la fijación de las tasas de interés en el mercado monetario, el cual representa un control más eficiente y difícilmente sustituible respecto a la política de redescuento.

La concepción de la regulación monetaria a través de las operaciones de mercado abierto, se basa precisamente en el hecho de que una dirección hábil del Banco Central supone que el banco de emisión tenga un influjo predominante en las condiciones reinantes en el mercado monetario, o sea,

aunque no le sea posible dominar todo el tiempo en dicho mercado, por lo menos lo haga durante un determinado tiempo en las diferentes fases del ciclo coyuntural.

## 2.0 Antecedentes Históricos

Bajo el punto de vista histórico, las operaciones de mercado abierto tienen su cuna en la vieja controversia entre los partidarios y adversarios de las llamadas *Currency* y *Banking-Theory*. Aunque se trata de una discusión académica que se remonta al siglo pasado, hoy día encontramos argumentos semejantes en la controversia entre monetaristas y estructuralistas y, recientemente en Colombia, a raíz de la discusión sobre el status e instrumentos político-monetarios del Banco de la República, controversia surgida con motivo de la aparición del No. 2 correspondiente a Abril-Junio de 1973 de la Revista de Planeación y Desarrollo, publicada por el Departamento Nacional de Planeación. En los artículos de dicha revista se pone en tela de juicio la eficiencia de nuestros instrumentos de política monetaria para mantener un nivel adecuado de medios de pago.

Sin entrar en detalles sobre esta vieja controversia, podemos anotar que los partidarios de la *Currency-Theory* opinan que la labor fundamental de un Banco Central debe orientarse hacia la regulación del circulante como un todo, es decir, de la cantidad de dinero en circulación, mientras que los representantes de la *Banking-Theory*, centran sus esfuerzos y argumentaciones hacia la regulación del crédito en sí, o sea, la financiación de operaciones productivas y legítimas.

Inglaterra se decidió, en el año de 1844, por el principio de la *Currency-Theory*, es decir, el Banco de Inglaterra debía regular la cantidad de dinero en circulación, sin entrar en las menucias del crédito selectivo, etc. En contraposición a ello, los bancos centrales del continente europeo se decidieron por los principios de la *Banking-Theory* y, precisamente, con este hecho se explica fácilmente las diferencias tan substanciales en los sistemas de banca central en los países de Europa.

A causa de la inflexibilidad inherente al sistema de regulación monetaria global, el sistema financiero inglés se vió forzado a buscar mecanismos de pago que utilizaran en un mínimo dinero en efectivo.

Por otra parte, debido a los requisitos legales existentes respecto a una cobertura obligatoria del 100 por ciento en oro sobre los billetes en circulación, con el fin de no mermar sus reservas de oro, a causa de las transacciones internacionales, el Banco de Inglaterra inició operaciones en el mercado abierto, tendientes a regular el mercado monetario, o sea, de recursos a corto plazo, tanto en lo relacionado con la tasa de interés como en lo pertinente a liquidez del sistema bancario.

En otras palabras, mediante sus intervenciones en el mercado abierto, el Banco de Inglaterra trató, desde un principio, de introducir un elemento de elasticidad en el inflexible sistema que le imponía el principio de la *Currency-Theory*.



Debido a que la mayoría de los bancos centrales del mundo persiguen, hoy día, básicamente una regulación de la cantidad total de dinero en circulación, las operaciones de mercado abierto juegan un papel creciente en la política monetaria, gracias a que mediante ellas es posible regular más eficientemente la oferta monetaria y que sus repercusiones son menos bruscas que las modificaciones en el encaje bancario, por ejemplo.

Sin embargo, sería equívoco e iluso pretender que las operaciones de mercado abierto por parte del Banco Central representen una panacea y el único instrumento político-monetario, mediante el cual se logre una mayor estabilidad monetaria en la economía, porque la experiencia se ha encargado de demostrar la necesidad de una combinación de todos los instrumentos de regulación monetaria. Igualmente, la creciente deuda interna, tanto en la Gran Bretaña como en los Estados Unidos, constituyó otro de los elementos históricos de las operaciones de mercado abierto.

Por último, mientras que en la era del patrón oro la tasa de interés jugaba un papel central en la política monetaria, durante el período comprendido entre 1932 y 1950 ella fué relegada a un segundo lugar, adquiriendo nuevamente en los años de post-guerra un rol decisivo. (Liberalización de las transacciones comerciales de los mercados de capital, fenómeno del eurodólar). Precisamente, el instrumento de intervenciones en el mercado abierto representa un mecanismo muy adecuado para intervenir en el costo del dinero, al reconocerse nuevamente que una mayor elasticidad en las tasas de interés facilita el logro de un mejor equilibrio monetario.

### 3.0 Principios básicos de las operaciones de mercado abierto.

Las operaciones de mercado abierto como instrumento regulador de la oferta monetaria son comparables con las operaciones de un Buffer Stock o Stock-piling en los mercados de productos agropecuarios. En efecto, en los mecanismos de stocks de compensación, el organismo central compra productos agrícolas cuando en el mercado existe una oferta excesiva, una demanda reducida o un precio muy bajo del respectivo producto, vendiendo, a su vez, cuando la oferta ha disminuido, ha aumentado la demanda o el precio registra una fuerte tendencia alcista. En otras palabras, el organismo central actúa en una forma anti-cíclica y contra la tendencia del mercado, con el fin de regularlo y evitar fuertes fluctuaciones en los precios. Exactamente el mismo principio es aplicado en las operaciones de mercado abierto por parte del Banco Central. Mediante la venta de títulos a corto, mediano o largo plazo, el Banco Central trata de absorber excesos de liquidez en el sistema bancario y financiero, mientras que en épocas de escasez de liquidez trata de hacer más líquido el mercado financiero, mediante la recompra de los mismos valores.

En cierto modo, estas operaciones son semejantes con la actitud de un especulador, pero con la diferencia de que en ellas el Banco Central no persigue ánimo de lucro.

Quizás la denominación de mercado abierto no corresponda hoy día exactamente a la realidad en los países que utilizan este instrumento monetario. En Inglaterra se utilizaba dicha denominación para designar las compras y ventas del Banco Central, con bonos estatales en un mercado que era abierto y no cerrado como el de los papeles a corto plazo, cuyas operaciones se llevaban a cabo a través de las casas o bancos de descuento. Sin embargo, en la mayoría de los países estas operaciones están circunscritas hoy en día a los bancos y algunos intermediarios financieros de tal manera que no puede hablarse de un verdadero mercado abierto, a cual no tiene acceso cualquier persona.

#### 4.0 Instrumentos en las operaciones de mercado abierto.

Es importante recalcar aquí que la filosofía de las operaciones de mercado abierto nada tienen que ver con la financiación del presupuesto gubernamental, ni con la sustentación de la deuda pública. Mediante la emisión o movilización de valores a corto, mediano o largo plazo, el Banco Central no persigue, a pesar de ser el banco del gobierno, la captación de recursos fiscales, ni mantener una cotización estable y un tipo de interés adecuado para los valores de la deuda pública interna, sino exclusivamente aumentar o contraer la liquidez del sistema bancario y, por ende, la capacidad crediticia del mismo, o sea, la creación y esterilización de dinero.

Es cierto que el aumento de la deuda pública, especialmente en los Estados Unidos y en la Gran Bretaña, representó un elemento que favoreció e impuso este instrumento de política monetaria, pero él solamente ha podido cumplir su verdadera función cuando fue liberado de las normas que en algunos países lo colocaban al servicio del fisco o tesorería. Así, por ejemplo, en los primeros años de la post-guerra, las operaciones de mercado abierto en los Estados Unidos, país donde han alcanzado quizás un máximo desarrollo, estaban al servicio prácticamente de la deuda pública, como fondo de sustentación y mecanismo de emisión. A ello se debe la polémica surgida en los Estados Unidos sobre la clase de papeles que deben componer las operaciones de mercado abierto, es decir, si debe tratarse de títulos a corto y mediano plazo o si deben emplearse también bonos estatales o municipales a largo plazo.

La decisión tomada en 1953 a favor de los papeles a corto plazo, Bills-Only, tuvo mucho que ver con la pregunta de si el banco emisor debe o no intervenir directamente en el mercado de capitales, es decir, de recursos a largo plazo, o debe concentrarse en el mercado monetario, o sea, de recursos a corto plazo. Es lógico que no existe una respuesta categórica sobre el particular, porque generalmente los dos mercados son interdependientes en sumo grado y las medidas sobre el mercado monetario afectan también al mercado de capitales en lo que a condiciones, tipos de interés y liquidez se refiere; no obstante, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal consideró que la función primordial de este instrumento y, por ende, de la banca central, estriba en mantener una liquidez adecuada para la financiación del proceso de comercialización.



En Suiza, el Banco Central interviene también el mercado abierto mediante la compra y venta de oro, habiendo establecido en esta forma un sistema original de regulación monetaria. Las operaciones de mercado abierto poseen algunas características y ventajas sobre los otros instrumentos de política monetaria. Mientras que el encaje bancario, por ejemplo, afecta por igual a todos los bancos o establecimientos de crédito en forma independiente de su situación individual de liquidez, las operaciones de mercado abierto se caracterizan precisamente por "tocar la puerta" en aquellos bancos con exceso de liquidez. Además, mientras que el sistema de encajes está sujeto a un tope máximo, cuya variación puede convertirse, en cualquier momento, en un politikum, las operaciones de mercado abierto son supremamente flexibles y se manejan en una forma muy cuidadosa, razón por la cual en Inglaterra se le denomina políticas de la "hidden hand". Por otra parte, la contracción o expansión de la liquidez bancaria y del sistema financiero inducida a través de las operaciones de mercado abierto, influye más acentuadamente sobre la tasa de interés en el mercado monetario y, por ende, en el mercado de capitales.

Igualmente, la refinanciación del sistema crediticio a través de la política de redescuento, puede no coincidir, respecto a plazos, en las necesidades de liquidez del sistema económico, lo cual es mucho más fácil de agredir a través de las operaciones de mercado abierto. Además, esta clase de instrumento político-monetario, no conduce a reducir substancialmente la rentabilidad del sistema bancario, tal como es el caso de los encajes, los cuales engendran, tácitamente, un aumento en las tasas de interés para compensar su nula rentabilidad.

Debemos mencionar también que, gracias a las operaciones de mercado abierto, es más fácil mitigar los fenómenos monetarios originados por los pagos de impuestos en determinados meses del año, lo cual no se logra en la misma forma que con los otros instrumentos del Banco Emisor.

Finalmente, resulta más fácil dosificar los efectos contraccionistas o expansionistas con las operaciones de mercado abierto, para evitar medidas muy fuertes en este aspecto como suele suceder con los otros instrumentos de política monetaria. Básicamente, existen dos conceptos diferentes respecto a la intervención del Banco Central en los mercados monetarios. El primero de ellos, practicado principalmente en los Estados Unidos, consiste en que la autoridad monetaria emita los respectivos papeles para las operaciones de mercado abierto, conforme a las tasas vigentes en el mercado monetario, o sea, el Banco Central sigue la tendencia del mercado.

En segundo lugar, tal como se practica en Alemania Occidental, la autoridad monetaria trata de determinar la tasa de interés que debe prevalecer en el mercado monetario sin apartarse, lógicamente, de las tendencias que se registran en éste.

Debemos mencionar también que no es función de las operaciones de mercado abierto el de financiar las necesidades del Estado, ni la de servir como fondos de compensación y estabilización para la deuda pública. Su función básica es de regulación monetaria y a ello se debe que los intentos efectuados hasta el momento en nuestro país hayan resultado infructuosos.

## 5.0 Obstáculos en Colombia para las operaciones de mercado abierto.

Pese a varios intentos, en Colombia las operaciones de mercado abierto no han tenido el éxito esperado. Los obstáculos, a nuestro juicio, deben buscarse en los siguientes impasses institucionales y estructurales:

— El sistema de **inversiones forzosas** para la banca comercial y otros intermediarios financieros sigue distorsionando los rendimientos, la oferta y demanda en el mercado monetario y de capitales, mermando su capacidad operativa. Aunque el actual gobierno no comparte la filosofía de la inversión forzosa, las medidas adoptadas no han sido suficientes para su eliminación.

— El **costo del dinero** nunca ha sido un instrumento real de manejo monetario en nuestra economía. La política de dinero fácil o barato constituyó, durante muchos años, una constante en la política económica y hasta ahora se han dado pasos conducentes para su desmonte. Sin embargo, todavía no existe un acoplamiento automático entre la tasa de redescuento del Banco Central y las tasas de interés activas de la banca comercial. Debe existir, por consiguiente, concordancia entre el costo del redescuento y el rendimiento de los títulos que configuran las operaciones de mercado abierto.

— El **abuso de los cupos de redescuento** en combinación con el hecho de que a la **banca comercial** se le haya asignado funciones de **banca de fomento**, ha impedido proseguir una política monetaria basada en el costo del dinero. Este aspecto se encuentra íntimamente relacionado con la política de inversión forzosa, de tal manera que dichos factores no le permiten a los bancos comerciales responder al aumento o disminución de la liquidez bancaria mediante operaciones de mercado abierto. Aunque se ha tratado de eliminar los cupos de redescuento, la banca comercial sigue involucrada, en alta proporción, a las operaciones activas de una banca de fomento.

— Subsiste todavía en nuestro medio cierta **confusión conceptual** entre el mercado de dinero o monetario y el de capitales, así como entre los efectos contraccionistas del ahorro y la deuda pública y los de las operaciones de mercado abierto. Un estímulo al ahorro mediante tasas realistas de interés representa, indudablemente, un mecanismo de contracción monetaria, el cual, sin embargo, no posee la flexibilidad necesaria en casos de que se requiera una política de expansión monetaria. Por tal razón, no compartimos la tesis de que las operaciones de mercado abierto deban realizarse —como su nombre puede sugerirlo— con un sinnúmero de sujetos económicos.

— Deben separarse categóricamente los conceptos de **manejo de la deuda pública** y el de operaciones de mercado abierto. Naturalmente, la emisión y colocación de títulos-valores de deuda pública ejerce, inicialmente, un efecto contraccionista, pero a la postre se torna expansionista si los recursos no son esterilizados en el banco emisor. Aunque la deuda pública



puede ser movilizada para las operaciones de mercado abierto, ella, por lo general, no tiene la flexibilidad necesaria para ello cuando se trata de títulos a largo plazo.

— Si el exceso de liquidez en la economía proviene del sector externo, sería factible efectuar operaciones de mercado abierto en el mercado de divisas, con valores en moneda extranjera, en lugar de establecer un ahorro forzoso como es aquél a través del TAC.

— La existencia de mecanismos de ahorro institucional, con un alto grado de liquidez y rentabilidad y el de instrumentos de operaciones de mercado abierto, dificulta una política en este sentido, lo mismo que la incongruencia registrada en la estructura de las tasas de interés respecto a plazos y rendimientos.

Mientras el costo del dinero no represente un instrumento de regulación monetaria y no exista un verdadero mercado monetario, consideramos muy arduo poder llevar a cabo una política de operaciones de mercado abierto. La esencia de ellas es **inducir** a los sujetos económicos y **no obligarlos**, motivo por el cual no es lógico argumentar que la Junta Monetaria no ejerce autonomía sobre las operaciones de mercado abierto y que el efecto contraccionista de ellas depende exclusivamente de las decisiones del sector privado. El grado de pasividad y actividad de la autoridad monetaria, en las operaciones de mercado abierto, es directamente proporcional a su grado de realismo económico respecto a tasas de interés. Cuanto más realista sea, tanto mayor será su autonomía monetaria. La otra alternativa para lograr una mayor autonomía, o sea, el de las inversiones forzosas, tasas fijas de interés, etc., constituye, por esencia, la antítesis de las operaciones de mercado abierto.

## COMENTARIOS DE DIEGO PIZANO SALAZAR

Los comentarios que se harán a continuación tienen como objetivo resumir algunos interrogantes y plantear algunas inquietudes en relación con el tema de las operaciones de mercado abierto que podrían servir de base para desarrollar investigaciones y trabajos adicionales.

1. La discusión del tema me parece que debe enmarcarse dentro de un modelo macro que describa las principales inter-relaciones del sistema económico colombiano de tal manera que sea posible decir algo sobre el impacto de utilizar determinados mecanismos de control monetario sobre variables tales como: consumo, inversión, tasa de inflación, crecimiento, balanza de pagos, etc., y no como muchas veces se encuentra, sobre variables tales como los créditos bancarios, depósitos, liquidez. No estoy afirmando que estas últimas relaciones no sean importantes, sino que es indispensable que el modelo que describa el funcionamiento del sector monetario esté integrado a un modelo macroeconómico. Si esto no es así, no veo como sería posible evaluar la bondad o conveniencia de un determinado instrumento en abstracto, es decir sin examinarlo a la luz de determinados objetivos e inter-relaciones macroeconómicas.

En la literatura teórica existen algunos esquemas conceptuales bien interesantes en los cuales se ve con claridad la integración que estoy proponiendo entre el sector monetario y el resto de la economía. Es evidente que los escritos de J. M. Keynes, especialmente el conocido Tratado sobre el Dinero y su Teoría General contienen elementos dignos de tenerse en cuenta y que han generado fuertes controversias con los sacerdotes que han venido exponiendo la liturgia de la escuela de Chicago. Pero no siendo esta la oportunidad para profundizar en esta discusión quisiera referirme brevemente a dos artículos que considero de interés para la elaboración del marco general que estoy sugiriendo: Por una parte, el trabajo de Leif Johansen<sup>1</sup> representa un intento de incluir el sector bancario en un modelo macro tradicional con supuestos bastantes restrictivos; sin embargo, incorpora algunas de las relaciones propuestas por Frisch<sup>2</sup> en su clásico artículo sobre las operaciones de mercado abierto y el sistema bancario y además postula funciones bancarias de preferencia por la liquidez, lo cual es claramente un paso importante.

Otro trabajo importante en este contexto es el de Karl Brunner y A. Meltzer<sup>3</sup> sobre el marco teórico que debe tenerse en cuenta en principio para analizar los procesos monetarios y su relación con la polí-

1 Leif Johansen, "The Role of the banking System in a Macroeconomic Model". "International Economic Papers", No. 8, 1961.

2 Frisch, R. (1935) "Open Market Operations and their effects on the banking system".

3 Karl Brunner and Allan Meltzer, "Liquidity Traps for Money, Bank Credit and Interest Rates". Journal of Political Economy, Vol. 76, 1968.



tica monetaria. En base a este marco analítico, Brunner<sup>4</sup> desarrolla la siguiente fórmula para evaluar la elasticidad de las operaciones de mercado abierto:

$$E(i, Q) = \frac{Q}{DB_1} \left[ E(i, DB_1) - E(i, S) \frac{DB_1}{S} \right] < 0$$

$$E(P, Q) = \frac{Q}{DB_1} \left[ E(P, DB_1) - E(P, S) \frac{DB_1}{S} \right] > 0$$

Donde  $i$  = tasa de interés;  $Q$  = cartera del Banco Central acumulada por operaciones de mercado abierto;  $DB_1$  = fuentes domésticas de la base monetaria, consistentes en papeles del gobierno y avances netos al gobierno por parte del Banco Central;  $S = (1 - U) CFD^a - \alpha$ , donde  $U$  y  $\alpha$  son parámetros que caracterizan la política financiera del gobierno y  $CFD^a$  es el déficit del gobierno ajustado por los balances de tesorería.  $P$  es el precio real de los activos de capital.

No quisiera afirmar que la ecuación anterior refleja en algún modo el caso colombiano; simplemente aspiraría poder contar con un modelo analítico que me permitiera evaluar la conveniencia de las operaciones de mercado abierto a la luz de determinados objetivos económicos nacionales y sus conflictos potenciales y prioridades relativas en una coyuntura determinada.

2. Ahora bien, el autor podría argumentar que el modelo que estoy solicitando está implícito en su trabajo. Yo le pediría, para mayor claridad que hiciera explícitos los siguientes puntos:
  - a) Objetivos macro y sus prioridades relativas
  - b) Función básica de la política monetaria
  - c) Causas fundamentales de la inflación
  - d) Determinantes del ahorro, las tasas de interés y del gasto público
  - e) Relación entre la tasa de inflación y la tasa de crecimiento.
  
3. El autor afirma que las operaciones de mercado abierto son un instrumento más flexible y eficiente que el encaje y el redescuento.

Yo diría que hay que condicionar la verdad de esta afirmación a la postulación del modelo macro en que he insistido. Permítame referirme brevemente a la experiencia del Banco Central de Inglaterra para demostrar que en determinadas circunstancias la eficiencia relativa de los distintos instrumentos de control monetario pueden cambiar.

<sup>4</sup> Karl Brunner, "Money Supply Process and Monetary Policy". 1973.

Aún cuando existe un mercado bien desarrollado para los papeles del gobierno, han existido condiciones en Inglaterra en las cuales las autoridades monetarias prefieren utilizar el encaje y el redescuento en vez de las operaciones de mercado abierto o una combinación de varios instrumentos. Supongamos que el gobierno desea limitar drásticamente el crédito a través de la venta de títulos de cartera. Es evidente que durante un período de contracción monetaria los bancos no están muy interesados en absorber grandes cantidades de títulos gubernamentales rápidamente; esta circunstancia puede llevar a una desorganización del mercado en el sentido de que si el gobierno insiste en vender, el precio de los títulos puede caer drásticamente lo cual puede llevar al gobierno a comprar sin mucho entusiasmo sus propios títulos.

En este tipo de situaciones, se deberían utilizar varios instrumentos armónicamente para evitar que la política fracase.

En este contexto recomendaría que se estudiara un poco más en qué circunstancias se debe usar más el encaje, el redescuento, las operaciones de mercado abierto o una utilización simultánea de todos los instrumentos.



## COMENTARIOS ADICIONALES

Durante el seminario sobre operaciones de mercado abierto, se hicieron comentarios adicionales, algunos de los cuales se transcriben a continuación.

El doctor Pablo Salazar de Heredia indicó que, como consecuencia de la situación de exceso de demanda por crédito a que se enfrentan los bancos comerciales, y en vista de la alta rentabilidad que un cliente determinado ofrece a éstos al tomar en cuenta la totalidad de operaciones que con él se realizan, los papeles de deuda pública, con base en los cuales se efectúan las operaciones de mercado abierto deberían contar con rendimientos bastante atractivos, como para que los bancos se muestren interesados en invertir en ellos. Los bancos comerciales, al pensar en adquirir papeles estatales, se ven en la disyuntiva de no atender a una clientela que les ofrece una rentabilidad muy elevada por su variedad de negocios, y que les retribuye mediante sus depósitos en cuenta corriente.

Por esta razón el Dr. Salazar sugiere que resultaría más fácil y menos oneroso para la Tesorería, el que ésta tratase de colocar sus papeles entre el público en general, sin apuntar hacia los bancos, ya que, de esa manera, podría pagar un rendimiento inferior al que se requeriría para atraer a los bancos comerciales como inversionistas.

Así mismo, el Dr. Salazar recabó sobre el punto de que la colocación de papeles dirigido a hacer viables las operaciones de mercado abierto implica, en un país como Colombia, con deficiencias en su mercado de capitales, el retiro de dineros de otros instrumentos de captación. Se pregunta, en consecuencia, cual será el efecto y el costo social para la economía de un retiro masivo de recursos, principalmente de papeles del sector privado, en volúmenes tales como los que requerirían las operaciones de mercado abierto.

Por su parte el Dr. Morris Harf hizo énfasis en que las operaciones de mercado abierto son un mecanismo complementario a los demás instrumentos de la política monetaria, que no deben emplearse como sustituto del encaje, ni como mecanismo para resolver, con la política monetaria, los problemas de la política fiscal.

Igualmente, indica que como las operaciones de mercado abierto afectan la liquidez global de la economía, no se debe escoger como indicador de la situación de liquidez de esta, exclusivamente a los medios de pago, ya que dicha variable se restringe al sector bancario sin contemplar las demás instituciones financieras que operan en la economía.

De otra parte, el doctor Harf recalca que las operaciones de mercado abierto deberían ser neutras desde el punto de vista fiscal, esto es, que los documentos de deuda pública que se utilicen deben colocarse prioritariamente en el mercado secundario, con el fin de ajustar la liquidez de la economía en el corto plazo, cuando el desajuste es causado por efectos no previstos en la programación monetaria general.

Finalmente, sostiene que las compras de documentos que hagan las demás instituciones financieras deben ser parte de su cartera (efecto neutro de política monetaria), y no inversiones sustitutivas del encaje (efecto expansionista).