

Comentario Económico del Día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Germán Montoya

Mayo 19 de 2009

Banca Central y Emisión de Títulos: El Caso del Banco de la República

En noviembre de 2008, el Banco de la República (BR) procedió a demandar el parágrafo del artículo 53 de la Ley 31 de 1992 por considerar inconstitucional que las operaciones de mercado abierto (OMAs) deban realizarse exclusivamente con títulos de deuda pública (medida que entró en plena vigencia a partir de 1998). Algunos gremios y centros académicos han apoyado dicha demanda. De ganarse dicha demanda, el BR podría volver a las “andadas” de emitir sus títulos de antaño (canjeables, participación, etc.) y (según afirman) podría estar mejor preparado para situaciones de crisis financiera global-sistémica.

Anif disiente de dicha posición y, por el contrario, le ha expresado a las autoridades su preocupación por el hecho de que un Banco Central que recientemente (2005-2007) mostró un peligroso activismo cambiario (con defensa de “trincheras móviles”) pueda llegar a usar su propio “arsenal de títulos” para enfrascarse nuevamente en la fijación de metas duales cambiarias-monetarias. Ello encierra peligros en materia de creación de burbujas especulativas. De hecho, parte del agotamiento de sus anteriores *flirteos* cambiarios provino de la falta de munición en materia TES para mantenerlos en un adecuado nivel.

En efecto, Anif considera que la prohibición al BR para emitir sus propios títulos no solo ayudó a desarrollar el mercado de la deuda pública, generando un referente de largo plazo para la deuda hipotecaria, sino que ello disciplinó al fisco al ponérsele condiciones para la adquisición de sus títulos. Infortunadamente, a partir de 2004-2005, se fueron relajando los criterios de recompra de TES por parte del BR.

Tres razones fundamentales nos permiten sustentar las bondades de continuar haciendo OMAs exclusivamente con títulos de deuda pública: i) ayuda a la disciplina fiscal, evitando triangulaciones de financiamiento fiscal; esto es crucial para complementar el taponamiento que se ha hecho del crédito directo al gobierno por la vía Constitucional, lo cual requiere unanimidad de la Junta del BR; ii) de paso, esto mismo ha disciplinado al propio BR en materia de flotación cambiaria, al verse limitado en su arsenal de “esterilización” de operaciones cambiarias; y iii) el mercado de capitales ha ganado en materia de referentes de largo plazo para títulos privados, especialmente del mercado hipotecario.

Durante 2005-2006, el BR se dejó embarcar en la peligrosa tarea de defender pisos cambiarios arbitrarios, recurriendo al expediente de las intervenciones discrecionales, con cierto desdén por el curso de los

Continúa

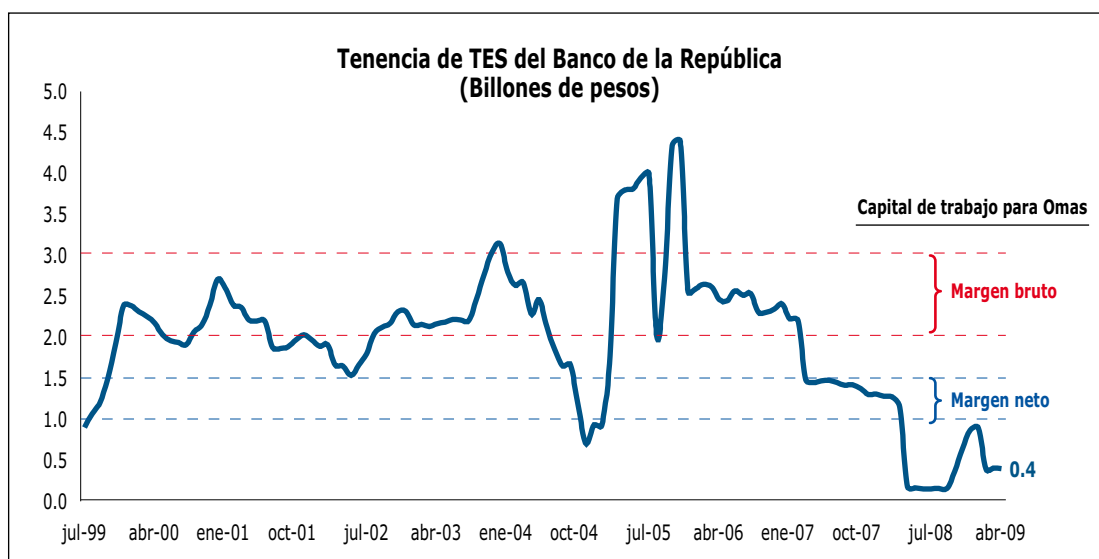
Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Germán Montoya

agregados monetarios. Adoptó inclusive un discurso centrado en sus capacidades de “esterilización monetaria ilimitada”. Pero el BR finalmente se dio cuenta que existían límites prácticos a ello, a través del monto de sus TES en el lado activo de su balance. Por ello retomó el control monetario a partir de mayo de 2007, dejando flotar la tasa de cambio nuevamente. No faltará quien intente reescribir la historia “estalinista” de estos bochornosos episodios.

Es bien sabido, por ejemplo, que el “capital de trabajo bruto” requerido por el BR para adelantar sus OMAS bordea los \$2 a \$3 billones de TES, para poder manejar un “capital de trabajo neto” de \$1 a \$1.5 billones (los verdaderamente canjeables con el mercado). Nótese cómo dicho monto bruto de TES se fue reduciendo de \$2.4 a tan sólo \$1.3 billones durante 2006-2007, a medida que se agotaba la capacidad de esterilización del BR (ver gráfico adjunto). Si el BR hubiera tenido la potestad de expedir sus propios títulos en tan delicada coyuntura, la historia de la sobre-expansión crediticia hubiera sido otra durante el período 2007-2008 y la tranquilidad de un aterrizaje suave en 2009 no se hubiera dado.

Dicho capital de trabajo del BR, para propósito de sus OMAS, ha estado por debajo de \$1 billón en periodos recientes, a pesar de que el déficit fiscal y su financiamiento vía TES han estado creciendo. ¿Por qué? Eso lo debe responder el BR.

En síntesis, no se presenta en Colombia la situación de Chile de falta de papeles públicos (por cuenta de superávits fiscales “estructurales” del 1% del PIB), lo cual justifica que en Chile, de tiempo atrás, su Banco Central tenga potestad para emitir sus propios títulos. Colombia debe estar alerta frente a la intención de derogar el parágrafo del Art. 53 de la Ley 31 de 1992 y de incluir en la Reforma Financiera, que cursa en el Congreso, potestad para que el BR emita nuevamente sus propios títulos. Eso era lo que ocurría en el período 1963-1991, cuando Colombia se caracterizaba por tener alta volatilidad y niveles elevados de inflación y un inestable esquema de “devaluación cambiaria administrada”.



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.