

EL MERCADO DE CAPITALES Y EL APOYO INSTITUCIONAL: EL PAPEL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Como en cualquier actividad productiva, se requiere un sano equilibrio entre el marco regulatorio que debe proveer el Estado y la competencia que debe promoverse al interior del sector privado. Si el marco regulatorio inhibe el desarrollo de la iniciativa privada, esos sectores carecerán de la tecnología adecuada para ser competitivos. Pero si dicha regulación es demasiado permisiva, se generarán inconvenientes monopolios u “oligopolios” colusivos.

Esto es particularmente cierto en el caso de los bienes públicos, típicos de los sectores de telecomunicaciones, energía, e infraestructura, en general. Pues bien, dentro de esta infraestructura transaccional aparece, de forma clave, el papel que debe jugar el banco central en la generación de ese equilibrio regulatorio que ayuda a promover, en un ambiente de competencia, el mercado de capitales.

Por todo lo anterior, es relevante analizar el papel del Banco de la República (BR) en la promoción y apoyo al mercado de capitales, con particular énfasis en su enfoque transaccional y regulatorio. Claramente, la importancia de la banca central va mucho más allá de su papel tradicional en materia de ser proveedor del dinero, prestamista de última instancia, tesorero del gobierno y garante de la estabilidad de precios para preservar el poder adquisitivo de dicho dinero. Como veremos, el papel del BR también resulta crucial para lograr la profundización del mercado de capitales y para asegurar la estabilidad financiera. En esta edición de *Enfoque* analizaremos el papel institucional

*Gracias a la abolición
de la “cuenta especial
de cambios”,
la inflación se fue
reduciendo hasta
conquistar sus niveles
de largo plazo en el
rango 2%-4% anual
durante los años
2009-2011.*

del BR en el mercado de capitales, tanto en el desarrollo del depósito de valores como en el impulso a las transacciones de títulos de deuda pública.

Una breve historia del Banco de la República

Como es sabido, el BR es uno de los bancos centrales más antiguos y prestigiosos de América Latina, creado en 1923. Mientras que otros países sufrieron hiperinflaciones y extrema volatilidad macroeconómica, el BR logró una inflación “moderada” a niveles del 20%-25% anual durante el período 1923-1991. Con la Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1992 se le otorgó independencia respecto del Ejecutivo y autonomía presupuestal. Durante el período 1991-1999, el manejo cambiario del BR fue convergiendo

hacia un sistema de flotación cambiaria y, gracias a la abolición de la “cuenta especial de cambios”, la inflación se fue reduciendo hasta conquistar sus niveles de largo plazo en el rango 2%-4% anual durante los años 2009-2011.

El Artículo 373 de la Constitución establece como objetivos fundamentales del BR la estabilidad de los precios y la preservación de la capacidad adquisitiva de la moneda. Adicionalmente, la Corte Constitucional (a través de la Sentencia C-481 de 1999) añadió a este objetivo la coordinación con las políticas fiscales, salariales y laborales, en cabeza del Gobierno Nacional. Por lo tanto, el BR debe equilibrar apropiadamente sus instrumentos para controlar la inflación y coordinar la estabilización del Producto con el gobierno.

La Junta Directiva del BR es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia del país. Su deber es aplicar las disposiciones de la Constitución en temas monetarios, desarrollar la política crediticia y supervisar al sistema financiero. La Junta está conformada por el Ministro de Hacienda, quien la preside, el Gerente del BR y cinco miembros de dedicación exclusiva, dos de los cuales deberán ser cambiados por el presidente de turno. Sin embargo, bajo reelección inmediata, un mismo presidente podrá haber cambiado a cuatro de esos cinco codirectores, rompiendo así la independencia del BR.

Tras la eliminación del esquema de bandas de flotación cambiaria del período

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 18 DE 2012

PÁGINA 2

1994-1999, el BR adoptó la estrategia de Inflación Objetivo. Ésta busca el cumplimiento de metas plurianuales de inflación, utilizando como su principal instrumento la tasa de interés de intervención. La estabilidad financiera se trabaja a través de políticas macroprudenciales, en conjunto con la Superintendencia Financiera. Ello requiere un juicioso análisis del sistema financiero y un continuo monitoreo del canal crediticio.

Por ejemplo, durante 2006-2007 el BR buscó desacelerar el otorgamiento de crédito, elevando sus tasas de interés, adoptando políticas de encajes marginales e imponiendo controles de capital, lo cual también ayudó a moderar la apreciación cambiaria. En cambio, durante 2009-2010, el BR aplicó políticas anticíclicas de estímulo a la actividad económica a través de reducir sus tasas de interés y desmontar dichos controles. Esta estrategia del BR va en línea con la nueva arquitectura financiera internacional, promovida por el Banco Internacional de Pagos, donde priman las políticas macroprudenciales.

El Depósito Central de Valores

En lo relativo a los mecanismos de pago, la Ley 31 de 1992 y el Decreto 2520 de 1993 habilitaron al BR para constituir su depósito centralizado de valores para recibir en depósito y administración los títulos que emita y garantice el propio BR, así como los valores que constituyan inversiones forzosas o sustitutivas a cargo de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, distintas de las acciones. El Depósito Central de Valores (DCV) del BR está diseñado para realizar tareas

de custodia, depósito y administración de valores en forma de registros electrónicos (desmaterializados), lo cual conlleva elevados requerimientos de seguridad y sofisticados manejos electrónicos de valores (ver *Enfoque* No. 56 de octubre de 2011).

El DCV busca el manejo de títulos de forma desmaterializada, agilizando las transacciones entre ahorradores e inversionistas. Así, el DCV mantiene conexiones en línea y en tiempo real. Cuando cada contraparte ingresa datos transaccionales por separado, los datos resultan siendo comparados de forma previa a la liquidación. Una vez realizadas las anotaciones en cuenta, estas transacciones se consideran en firme e irrevocables; así, la liquidación sucederá de forma bruta (operación por operación) y en tiempo real (continua). Finalmente, la entrega de un título se hace de forma simultánea contra el recibo del pago, con lo que los fondos

(títulos o dinero) producto de una operación tienen disponibilidad inmediata. El saldo en depósito en el DCV ascendió a más de \$159 billones en diciembre de 2011.

Más de un 93% de los títulos en depósito en DCV corresponde a títulos de deuda pública del Gobierno Central (TES clase B—ver cuadro 1). De hecho, el grueso de los TES está en el DCV. En general, los valores en DCV son de naturaleza pública, incluyendo títulos de desarrollo agropecuario, títulos de reducción de deuda y bonos de valor constante. En contraste, el grueso de los valores en custodia del otro gran depósito de valores de Colombia, Deceval, corresponde a acciones, totalizando el 59% del valor en ese depósito a la altura de diciembre de 2010.

El Sistema Electrónico de Negociación (SEN)

El grueso de las negociaciones de TES comprende los horizontes 1-12 años. El sistema transaccional ocurre por vía del llamado Sistema Electrónico de Negociación (SEN). Sin embargo, también se puede utilizar el sistema de los comisionistas de bolsa (administrado por la Bolsa de Valores de Colombia—BVC) o realizar transacciones directas (*over the counter*). El mercado negocia en el primer escalón durante el horario 8am a 1pm y en la tarde ocurren unas pocas operaciones. En el SEN se compran y se venden diferentes clases de títulos según las estrategias de cada participante.

Asimismo, en estas mesas figuran los encargados de participar en las subastas de colocación primaria de TES. A través del SEN, cada agente realiza diferentes cotizaciones según sea el papel que quiere cotizar, indicando monto, precio y plazo al cual desea

Cuadro 1. Valor de los títulos depositados en el DCV (al corte de diciembre de 2011)

Títulos	Monto (\$ miles de millones)
TES (clase B)	148.170
Bonos Fogafin	0
TES Ley 546	0
Desarrollo agropecuario	6.092
Bonos de solidaridad para la paz	46
Títulos de reducción de deuda - TRD	3.116
Bonos de valor constante clase B	1.623
Bonos de valor constante clase A	33
Bonos de cesantía Ley 413	5
Bonos agrarios Ley 160	2
Cert	18
Bonos para la seguridad	1
TOTAL	159.105

Fuente: Banco de la República

operar. Cuando se realizan las operaciones por el SEN, la compensación de las operaciones se hace en línea. Adicionalmente, el SEN está autorizado para registrar operaciones OTC, pero actualmente ese servicio no está en operación.

El BR ejerce una función crucial en el mercado a través del SEN. Allí sólo se negocian títulos de deuda pública. Los TES transados en el mercado han totalizado unos \$883 billones recientemente (ver gráfico 1). El BR actúa como encargado de la compensación y liquidación de los títulos de deuda del gobierno y de ciertas entidades públicas a través del DCV. Así, el BR conserva el poder de intervenir en el mercado con el objetivo de mantener la liquidez y la transmisión monetaria a través del canal financiero.

Conclusiones

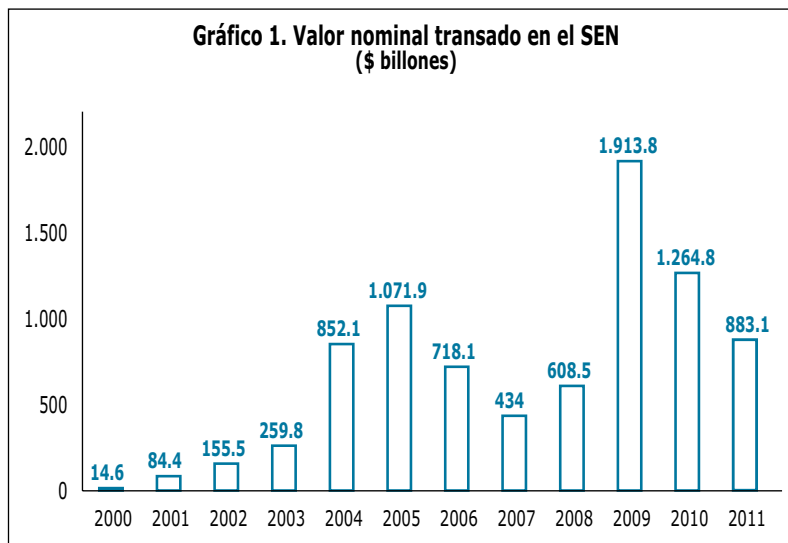
El BR se ha venido consolidando como un banco central prestigioso, que ha logrado reducir la inflación en Colombia al tiempo que ha jugado un papel importante en la profundización del mercado de capitales. Su fortaleza institucional ha sido clave para evitar las hiperinflaciones y los severos desequilibrios macroeconómicos, tan característicos de la región a lo largo de las últimas tres décadas. La estrategia de Inflación Objetivo ha sido exitosa en todos estos frentes.

El DCV y el SEN constituyen la arquitectura transaccional del BR. Ella ha jugado un papel protagónico en la profundización financiera de Colombia, particularmente durante la última década.

El DCV y el SEN constituyen la arquitectura transaccional del BR. Ella ha jugado un papel protagónico en la profundización financiera de Colombia, particularmente durante la última década. El posicionamiento de los instrumentos de deuda pública, durante 1995-2011, se ha vuelto un referente para la extensión de títulos a largo plazo, ahora con *benchmarks* de 10 y 15 años, claves tanto para el mercado hipotecario como para los bonos corporativos del sector privado.

Como vimos, el DCV busca la inmovilización de títulos y puede realizar operaciones para gestionar los requerimientos de los inversionistas. Más de un 93% de los títulos en depósito en DCV corresponde a títulos de deuda pública del Gobierno Central y, de hecho, el grueso de los TES están en el DCV. En general, los valores en DCV

son de naturaleza pública, incluyendo títulos de desarrollo agropecuario, títulos de reducción de deuda y bonos de valor constante. En contraste, el grueso de los valores en custodia del otro gran depósito de valores de Colombia, Deceval, son acciones, totalizando el 59% del valor en depósito a la altura de diciembre de 2010. No cabe duda entonces de las tareas complementarias que cumplen, a nivel de profundización del mercado de capitales, el BR, de una parte, y el sector privado (incluyendo Deceval), de otra.



Fuente: Banco de la República