

Modificaciones al Régimen Cambiario ¿DOLARIZACION?

El objetivo central de la Resolución Externa No 11 de 1997, expedida por la Junta Directiva del Banco de la República, es evitar que se monetizen los recursos provenientes de la capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá; de paso, permitirá manejar los reintegros de otras empresas.

Entendida así, es equivocado leer dicha norma como el beneplácito de la autoridad monetaria con la dolarización de la economía colombiana.

La dolarización de una economía surge cuando existe una pérdida generalizada de confianza en la moneda local y/o cuando el Estado adopta un sistema monetario y cambiario que, en la práctica, convierte al dólar en la moneda nacional.

La dolarización por pérdida de confianza en la moneda local es típica de los procesos hiperinflacionarios; durante estos episodios, la capacidad de compra de la moneda local se pierde rápidamente y los residentes del país optan por una moneda internacional como unidad de medida de los precios locales y como medio de pago; además, se registra un acelerado proceso de devaluación, ante el vertiginoso aumento de la demanda por divisas.

La dolarización de una economía también puede presentarse en virtud de una decisión estatal.

En América Latina el caso más conocido es el de Argentina; allí, en 1991, se tomó la decisión de adoptar un sistema monetario y cambiario llamado Caja de Con-

versión; éste consiste en atar la moneda local al dólar, impidiendo, por norma constitucional, que la base monetaria sea mayor al valor de las reservas internacionales.

En este sistema hay libre convertibilidad entre dólares y pesos a una tasa fija (el "uno por uno"); ello permite que los precios de la economía se fijen indistintamente en pesos o en dólares.

Argentina adoptó este sistema para controlar la hiperinflación. Sin embargo, uno de los principales costos de esta decisión fue la pérdida de la soberanía monetaria, pues la oferta monetaria está determinada exclusivamente por la variación de las reservas internacionales.

Ninguna de las condiciones antes citadas se cumple para el caso colombiano: tenemos una inflación moderada y no hay tendencia a su aceleración; el peso colombiano está apreciado en términos reales, lo que indica una marcada preferencia por la moneda local frente a las divisas; finalmente, la Resolución 11 no permite el uso directo y generalizado de ninguna divisa internacional para hacer transacciones domésticas, ni mucho menos pretende que sean equivalentes la base monetaria y las reservas internacionales.

Más luz, menos calor

Transmitirle al público la noción de que la Junta Directiva del Banco de la República está dando el primer paso hacia la dolarización de la economía nacional resulta apresurado, por decir lo menos. Se ha tendido a interpretar que todos los residentes colombianos ahora pueden hacer transac-

ciones comerciales o financieras, como por ejemplo la compra de un inmueble, de un automóvil o de un paquete de acciones, directamente en dólares o en otra divisa.

Pero no. Es importante tener en cuenta que el pago de obligaciones internas en dólares, autorizado por la Resolución 11, es notablemente limitado; sólo está permitido, entre residentes nacionales, a través de cuentas corrientes de compensación, abiertas en el exterior exclusivamente para tal fin. Además, las divisas utilizadas por un residente para pagar compromisos internos tienen que provenir de operaciones obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario; a su vez, los residentes que recibían este tipo de recursos sólo podrán utilizarlos para realizar operaciones también canalizables de manera obligatoria a través del mercado cambiario.

Estas operaciones son las relacionadas con importación y exportación de bienes, endeudamiento externo, inversiones de capital del exterior en el país, inversiones de capital colombiano en el exterior, avales y garantías y operaciones de derivados.

Esto significa que las divisas de transferencias, de pagos de tarjetas de crédito y de cualquier envío o recepción de divisas no canalizable a través del mercado cambiario, no se podrán utilizar para el pago de operaciones internas.

Por si estas restricciones fueran pocas, no se debe olvidar que, desde el punto de vista de los requisitos exigidos por los bancos internacionales, abrir una cuenta de compensación no es como comprar un dulce en la tienda de la esquina; además, el régimen cambiario prohíbe a las entidades financieras nacionales abrir este tipo de cuentas (artículo 71 de la Resolución 21 de 1993).

En este orden de ideas, las cuentas corrientes de compensación requeridas para efectuar los pagos autorizados en la Resolución 11, sólo podrán ser abiertas por residentes nacionales, diferentes a los intermediarios del mercado cambiario, que en el giro normal de sus negocios hagan transacciones con el exterior y que cuenten con amplios avales y referencias reconocidas a nivel internacional.

Si tenemos en cuenta que aún no ha salido la reglamentación de la resolución y que en ella se pueden introducir requisitos operativos que limiten aún más la norma, podemos afirmar, con poca probabilidad de equivocarnos, que el cumplimiento de obligaciones derivadas de operaciones internas con moneda extranjera no será utilizado sino por un puñado de empresas públicas y privadas... ¡¡Nada que ver con la dolarización...!!

La necesidad de la norma

En las actuales circunstancias económicas del país, la Resolución 11 resulta oportuna y necesaria.

La citada Resolución tiene tres claros beneficios: modera las presiones hacia una mayor revaluación nominal del peso; evita que se cierre el margen de maniobra de la autoridad monetaria para controlar el crecimiento de los agregados monetarios; e impide que aumente el costo fiscal de la política monetaria.

De acuerdo con la programación macroeconómica, revisada en julio 18 del año en curso, para diciembre de 1997 la acumulación de reservas internacionales brutas sería de US\$ 916 millones, con lo cual su saldo llegaría a US\$ 10.800 millones.

Esta proyección se realizó estimando que la capitalización de la Empresa de

Energía de Bogotá ocasionaría el ingreso al país de US\$ 800 millones de dólares¹. La transacción superó en más de US\$ 1.000 millones las estimaciones iniciales.

En el régimen cambiario vigente hasta antes de ser expedida la Resolución 11, las divisas de esa capitalización tenían que ingresar al país; el artículo 95 de la Resolución 21 de 1993 señalaba que las obligaciones estipuladas en moneda extranjera entre residentes en el país deberían ser pagadas en moneda legal colombiana.

Lo anterior implicaba una entrada de alrededor de US\$ 2.000 millones de dólares en lo que resta del año, por el cierre de la negociación entre la EEB y sus filiales y por el pago de compromisos financieros en dólares con entidades nacionales.

Frente a esta situación las opciones de política eran: tratar de diferir en el tiempo la monetización de los dólares mediante operaciones a futuro, con el riesgo de que ello se convirtiera en un factor de perturbación cambiaria y monetaria; o evitar la monetización de tales recursos modificando el régimen cambiario, de tal manera que fuera posible efectuar pagos en dólares a través de cuentas de compensación en el exterior.

Después de la traumática experiencia de diciembre del año pasado, cuando se monetizaron más de US\$ 1.500 millones de dólares en sólo tres semanas, es claro que esta vez la autoridad monetaria manejó el asunto en forma adecuada. Esto puede evitar una mayor apreciación real de la moneda nacional en lo que resta del año.

¹ Ver, Documento Conpes, "Proyecciones macroeconómicas 1997-1998 y Plan Financiero de Inversiones y Transferencias para 1998"; Ministerio de Hacienda, Confis, DNP, Santafé de Bogotá, julio 18 de 1997, p 7.

Por otra parte, la monetización de los recursos de la EEB hubiera disminuido el margen de maniobra que actualmente tiene el Banco para el manejo de la política monetaria. Al finalizar la tercera semana de septiembre del presente año, el saldo de OMAS ascendía a 2.2 billones de pesos y representaba el 35% de la base monetaria, mientras que en igual fecha de 1996 dicho saldo ascendió a 453 mil millones de pesos y representó el 8% de la base monetaria.

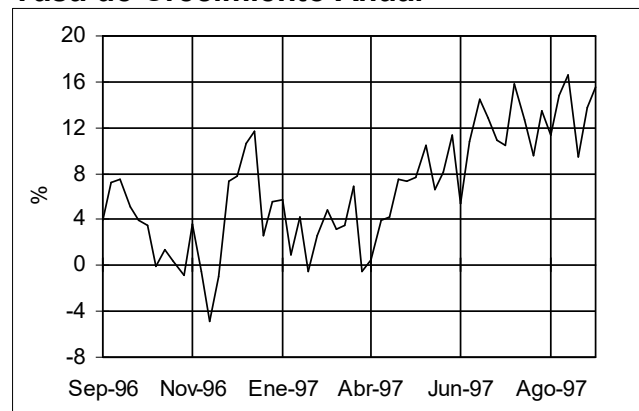
Finalmente, tanto el costo fiscal de la política monetaria como los problemas fiscales del país son muy altos, como para darnos el lujo de repetir errores cometidos recientemente en el manejo monetario de los recursos provenientes de las privatizaciones.

0 POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

La tasa de crecimiento anual de la base monetaria fue de 15.5% el 26 de septiembre (Gráfico 1).

Gráfico 1
Base Monetaria
Tasa de Crecimiento Anual

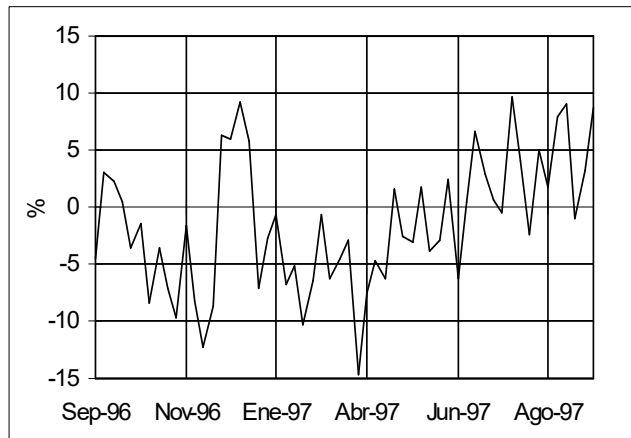


Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria
El incremento de casi 3 puntos porcentuales puede atribuirse al crecimiento de

las reservas internacionales expresadas en pesos, cuya tasa de crecimiento anual en igual fecha fue de 53.1%.

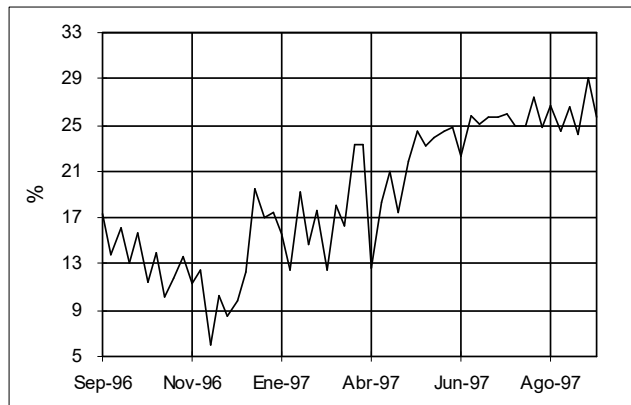
Este leve aumento de la base monetaria se refleja en el crecimiento de las reservas del sistema financiero; al finalizar la cuarta semana de septiembre, su tasa de crecimiento fue de 8.7% (Gráfico 2).

Gráfico 2
Reservas del Sistema Financiero
Tasa de Crecimiento Anual



Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria

Gráfico 3
Efectivo en Poder del Público
Tasa de Crecimiento Anual



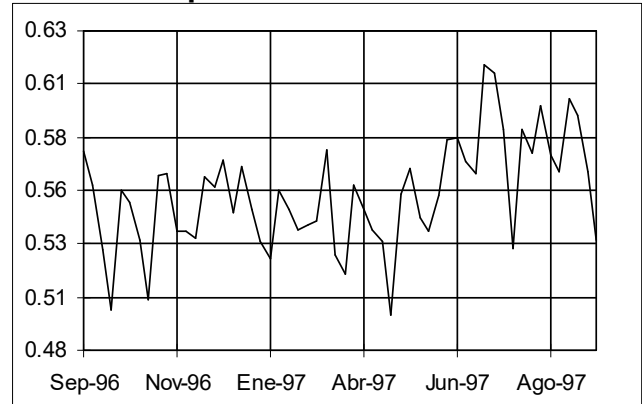
Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria

La tasa de crecimiento anual del efectivo en poder del público al finalizar la se-

mana del 26 de septiembre fue de 25.7% (Gráfico 3). Su crecimiento se ha estabilizado alrededor del 26% durante los últimos 4 meses.

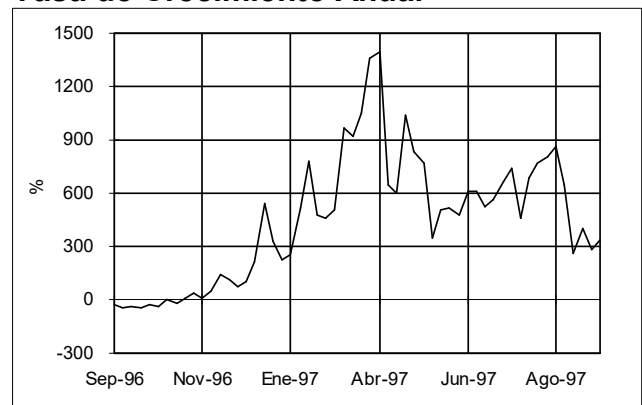
La evolución de esta variable se ve reflejada en la de las preferencias por el efectivo; al finalizar la semana del 26 de septiembre, esta relación fue de 0.53 (Gráfico 4).

Gráfico 4
Preferencias por el Efectivo
Efectivo/Depósitos



Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria

Gráfico 5
Saldo de OMA
Tasa de Crecimiento Anual



Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria

La tasa de crecimiento del saldo de OMA fue de 338.6% el 26 de septiembre; el

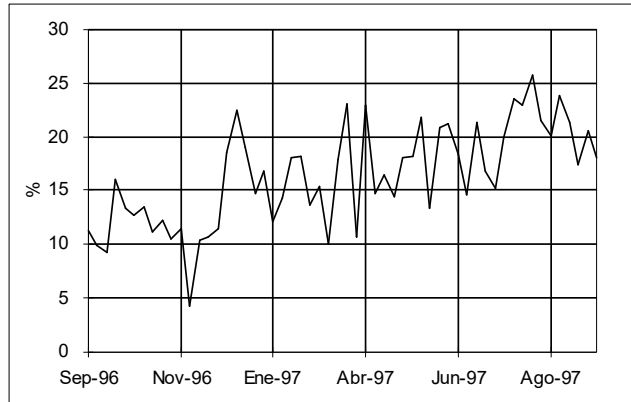
saldo de OMA continua el proceso de desaceleración en su crecimiento iniciado a comienzos el mes de septiembre, gracias al incremento en la cotización del dólar y al subsiguiente efecto sustitución entre estos activos (Gráfico 5).

B. Cartera del Sistema Financiero

La tasa de crecimiento anual de los depósitos en cuenta corriente fue 18.1% el 26 de septiembre, registro casi 2 puntos porcentuales menor al de la semana anterior (Gráfico 6).

Tanto las cuentas corrientes privadas como las oficiales presentaron menores tasas de crecimiento respecto de la semana que finalizó el 19 de septiembre.

Gráfico 6
Depósitos en Cuenta Corriente
Tasa de Crecimiento Anual

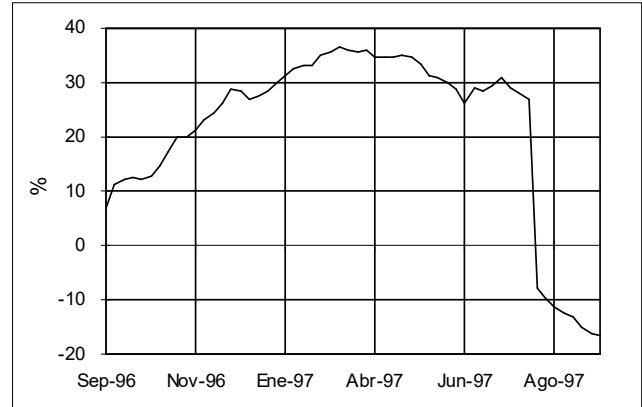


Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria

El 26 de septiembre, la tasa de crecimiento anual de los CDT en UPAC de las CAV fue de -16.6%; este tipo de cuasidineros ha registrado tasas de crecimiento negativas desde que Davivienda se convirtió en banco, a comienzos del mes de agosto (Gráfico 7).

Gráfico 7
CDT en UPAC de las CAV

Tasa de Crecimiento Anual



Fuente: Banco de la República; cálculos Asobancaria

C. Tasas de Interés

La tasa interbancaria cerró en 22.28% E.A. el 26 de septiembre; aunque la tasa promedio de la semana fue de 21.82% E.A., la tasa de interbancaria del viernes subió por la cercanía del fin de semana, como es habitual cuando se trata de fines de semana que incluyen festivos (Cuadro 1).

Cuadro 1
Tasa Interbancaria Diaria y Tasa de CDT de Tesorería a 90 días

	Tasa Interbancaria % E.A.	CDT a 90 días % E.A.
06-oct	21.89	23.21
07-oct	21.78	23.30
08-oct	21.59	23.01
09-oct	21.54	23.15
10-oct	22.28	23.42

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

II. MERCADO CAMBIARIO

La tasa de cambio promedio del mercado interbancario de divisas cerró a \$1.265.98 el 10 de octubre. La cotización continúa muy cercana al límite superior de la banda, sin mostrar señales a la baja.