



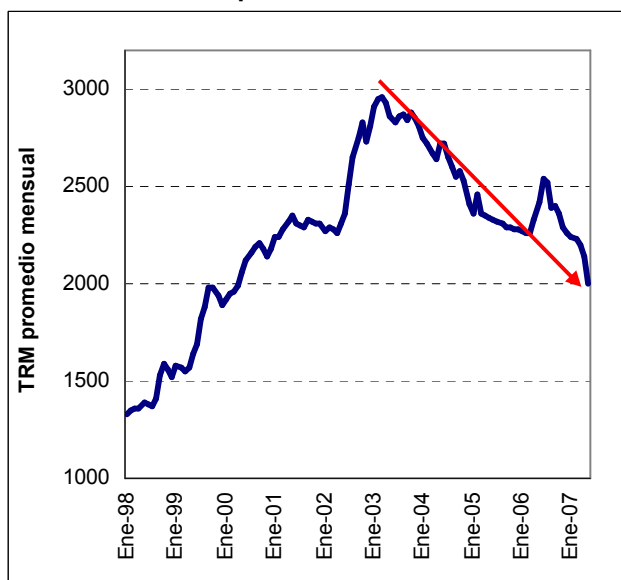
Medidas para contrarrestar los efectos de la apreciación:

ALGUNOS COMENTARIOS

En los últimos 12 meses el peso se ha apreciado fuertemente. La TRM se encuentra casi 15% por debajo de su valor de hace un año y la apreciación de nuestra moneda en los últimos tres años se aproxima al 30%. Esta fuerte tendencia hacia el fortalecimiento del peso que se explica por la conjunción de múltiples factores tanto estructurales como coyunturales, genera preocupación en los empresarios, los trabajadores y las autoridades.

Gráfico 1

Tasa de Cambio Representativa del Mercado



Fuente: Banco de la República, Superintendencia Financiera. Mayo 18 2007 Última tasa: \$1.986,17

El peso se ha apreciado frente al dólar en respuesta a una fuerte entrada de capitales asociada con una mayor credibilidad de la economía colombiana, y por la posibilidad de obtener ga-

nancias con las crecientes tasas de interés locales.

Las autoridades han respondido de múltiples maneras a la apreciación. Inicialmente el Banco de la República adoptó una posición fuertemente defensiva del dólar e intervino en lo corrido del año en más de 4,500 millones de dólares en el mercado cambiario. Cuando esta política empezó a comprometer la meta de inflación, se impuso un depósito obligatorio de 40% a los créditos externos, se aumentó el encaje bancario, y se adoptó la cuestionada medida de limitar las posiciones de derivados de tasa de cambio.

A pesar de ello, dos semanas después de implementadas las medidas, el peso ha continuado fortaleciéndose. La capacidad del Emisor para influenciar el nivel de la tasa de cambio se ha venido marchitando, y así lo reconoce el Banco cuando, por primera vez en 5 meses, en su comunicado de hoy no se refiere a intervenir en el mercado cambiario. La munición se agotó y no se lograron los resultados.

En esta edición de La Semana Económica se evalúan algunas de las propuestas que han surgido desde diferentes campos y que incluyen acelerar los plazos para pagar importaciones, retrasar los plazos para reintegrar el valor de las exportaciones, imponer niveles mínimos de inversión en dólares a los fondos de pensiones, abrir cuentas de ahorro en dólares en el sistema financiero doméstico, y apoyar de manera selectiva y directa con recursos del presupuesto nacional a los sectores más perjudicados, entre otras.

Mantener las bases sólidas de la economía

Muchas de las propuestas que se han ventilado son inconvenientes e incluso negativas ya que las consecuencias en el futuro no compensan sus beneficios inmediatos.

Entendiendo que la situación de coyuntura de la inflación y de tasa de cambio requiere de atención, empresarios, trabajadores y el propio gobierno no deben dejar de lado los enormes

logros alcanzados en los últimos años, los cuales no se pueden tirar por la borda con medidas desesperadas. Porque sin duda alguna el dinamismo de la actividad económica sigue siendo muy sólido.

Las últimas cifras muestran que tanto el comercio como la industria han tenido en lo corrido del año un crecimiento alto y sostenido. Por un lado, las cifras de comercio al por menor que publica el DANE muestran que esta actividad está creciendo a una tasa cercana a 15%, mientras que la producción industrial lo viene haciendo al 14,32%. Adicionalmente, el área de vivienda licenciada presenta un crecimiento del 26%, lo cual muestra un auge de la construcción sin paralelo en muchos años.

A pesar de lo que muchos creen, esta buena dinámica de la economía no se ha traducido todavía en un recalentamiento del sistema. Por el contrario, y según información de la ANDI, la utilización de la capacidad instalada en marzo del 2007 se situó en 81,9%¹, la cual está todavía lejos del límite del 88% que los empresarios consideran mantiene la dinámica productiva sin recalentamiento. El crecimiento significativo de la inversión en los últimos años, sumado a los nuevos proyectos, muestran que los empresarios han venido actualizando su capacidad para responder ante las condiciones del mercado.

Mantener aspectos básicos de nuestra institucionalidad como la independencia del Banco Central, la credibilidad de su accionar, la seguridad jurídica para inversionistas nacionales y extranjeros y unos mercados que actúen con las menores interferencias administrativas posibles son elementos fundamentales para que el país continúe creciendo de manera sostenida en el mediano plazo. Las medidas coyunturales no pueden desviarnos del favorable rumbo económico por el que transita el país, el cual nos ha costado mucho construirlo.

A continuación se comentan algunas de las medidas que se han discutido recientemente.

¹ Este registro no es sustancialmente superior al promedio de la utilización de capacidad instalada entre 2005 y marzo de 2007 que fue de 80.34%.

Sobre la dolarización

Una de las propuestas que se han venido ventilando para contener el fortalecimiento del peso es la de dolarizar la economía, ya sea de manera parcial, permitiendo la captación de dólares en el sistema financiero doméstico, o de manera total adoptando el dólar como única moneda de curso legal en sustitución del peso.

Tomar una decisión de esta naturaleza en respuesta a un fenómeno coyuntural sería completamente desacertado. Sin embargo, dado que la discusión está abierta, vale la pena reflexionar sobre esas posibilidades.

La dolarización parcial se logra permitiendo la captación de depósitos en dólares por parte del sistema financiero doméstico, lo cual posteriormente se extiende a la colocación de créditos en dólares a nivel local, y a la posibilidad de realizar transacciones en moneda extranjera en el país, en precios fijados en la misma moneda. Es decir se obtiene un sistema en el que tanto el peso como el dólar conviven como monedas.

Las dolarizaciones parciales tienen demasiadas experiencias negativas de las cuales hay que extraer lecciones. En América Latina, países como Argentina, Bolivia, Nicaragua, Paraguay, Perú y Uruguay, entre tantos otros, tuvieron grandes procesos de dolarización parcial. En el año 2001 más del 65% de los depósitos en el sistema financiero en estos países era en dólares. El origen de la dolarización vino de desequilibrios macroeconómicos que llevaron a altas tasas de inflación y a corridas contra la moneda.

Para proteger a los depositantes de pérdidas de valor en la moneda nacional y evitar un colapso del sistema financiero doméstico producto de las corridas, las autoridades permitieron la captación de depósitos en dólares pero al hacerlo se estimularon también los préstamos en dólares por motivos prudenciales para evitar descalces cambiarios con graves efectos patrimoniales cuando se deprecia la tasa de cambio. Buena parte de los préstamos en dólares fueron otorgados a sectores no generadores de divisas. El caso extremo se dio en Argentina, Bolivia, Nicaragua y Perú donde más del 75% de los créditos hipotecarios se otorgaban en dólares. Cuando se

depreció la tasa de cambio real, los agentes endeudados enfrentaron problemas financieros dado que el costo de sus pasivos creció más que sus ingresos. Muchos deudores entraron en quiebra generando efectos financieros negativos sobre los intermediarios. De alguna manera la experiencia de los años noventa con el UPAC en Colombia debe servir como lección para valorar los riesgos asociados a las fuertes disparidades entre las denominaciones de los ingresos y las obligaciones de los deudores. La indexación de las obligaciones hipotecarias a la tasa DTF, que presentó gran volatilidad en dicho momento, llevó a que su valor creciera sustancialmente más que los ingresos de los deudores, limitando severamente su capacidad de pago. Algo similar sucedió en varios países parcialmente dolarizados cuando se depreció la tasa de cambio real.

El hecho de que la dolarización parcial genere tanta fragilidad, explica por qué en muchas partes del mundo las devaluaciones reales no son expansionistas como sugieren los modelos macroeconómicos básicos, sino contraccionistas. Los riesgos inherentes a este tipo de dolarización han llevado a varios países a diseñar políticas para disminuirla. Muy pocos, sin embargo, han podido hacerlo de manera ordenada. En Argentina en 2002 se pesificó la economía, imponiendo sobre los agentes una conversión de sus depósitos en dólares a pesos. Esto generó gran traumatismo. Israel es uno de los únicos casos en el mundo donde se logró una desdolarización ordenada. El proceso sin embargo tardó más de 15 años.

Además de los riesgos macroeconómicos, permitir la captación de moneda extranjera en el sistema financiero colombiano genera un problema adicional: el del manejo de los dólares en efectivo. Las diversas políticas existentes para el control del lavado de activos pueden debilitarse al permitir la captación de moneda extranjera en billetes.

La otra alternativa en cuestión es la dolarización total, es decir sustituir completamente los pesos circulantes por dólares de manera que la divisa adopte todas las funciones posibles de una moneda: reserva de valor, medio de pago, y uni-

dad de cuenta. Bajo esta política el peso dejaría de existir al igual que el Banco de la República como emisor de la moneda y diseñador y ejecutor de la política monetaria. Estas tareas quedarían en manos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

La dolarización total tiene pros y contras que conviene analizar. Las ventajas tienen que ver fundamentalmente con facilitar la integración comercial y financiera del país con el resto del mundo. La eliminación de la tasa de cambio es una medida que facilita la inserción de varios sectores a la economía global. Hoy en día una empresa con actividad internacional debe destinar importantes recursos al manejo del riesgo cambiario. Al dolarizar la economía este riesgo se elimina, y las empresas pueden destinar esos recursos al posicionamiento y producción de sus productos.

Por el lado financiero, la dolarización trae consigo la ventaja de que elimina un elemento de la tasa de interés asociado con las expectativas de que la moneda fluctúe, o de que eventualmente la inflación se utilice para alcanzar algún objetivo específico. Si la dolarización es creíble y se eliminan tales riesgos, no sólo se obtienen menores tasas de interés, sino que potencialmente se reduce una fuente de vulnerabilidad financiera muy común a las economías emergentes que es el contagio.

Pero la dolarización total no está exenta de problemas. La función de prestamista de última instancia se dificulta, se pierde una fuente de recursos fiscales, y se recarga en la política fiscal la posibilidad de hacer ajustes contracíclicos. Es posible lidiar con todos estos obstáculos, y en efecto los países dolarizados lo han logrado. Posiblemente el más difícil de sortear es el de la política fiscal, dada la rigidez que esta enfrenta en Colombia.

Dolarizar totalmente es una medida que requiere un análisis profundo que pondere sus costos y beneficios. Claramente no se trata de una medida coyuntural para sortear el fenómeno actual de la apreciación, sino que debe considerarse como parte de un conjunto de políticas encaminadas a fortalecer la posición de Colombia

en el mundo globalizado. En virtud del artículo 371 de la Constitución esta medida probablemente requiera una reforma constitucional.

Otras propuestas: de todo como en botica.

Muchas de las medidas que se han ventariado pueden producir importantes distorsiones a futuro y sus beneficios son escasos. Precisamente con sus anuncios, el gobierno parece haberse dado cuenta de que luchar contra la marea puede resultar excesivamente costoso y que es preferible acudir a instrumentos puramente fiscales y de carácter temporal para aminorar los daños a los sectores más afectados. Si bien esto tiene efectos redistributivos debido a que todos los contribuyentes terminarían financiando a unos sectores específicos, es una alternativa preferible a distorsiones mayores que en el futuro podrían llevar a colapsos económicos, provocados por otras de las medidas.

Obligar a los fondos de pensiones a invertir en dólares es una medida antitécnica y altamente riesgosa teniendo en cuenta la importante obligación que cubren esas inversiones. La rentabilidad de los fondos ya es lo suficientemente baja como para castigar a los futuros pensionados con rentabilidades aún menores producto del debilitamiento del dólar.

Otras de las medidas propuestas son inocuas o su impacto puede ser demasiado bajo.

Postergar el reintegro de las exportaciones, por ejemplo, tiene un efecto menor porque los mercados anticipan el flujo de reintegros futuros y eso se refleja en la tasa de cambio actual. En varios episodios de nuestra historia económica y en particular durante el proceso de apreciación que experimentó nuestra tasa de cambio real entre 1991 y 1994, cuando nuestras autoridades económicas decidieron realizar la apertura comercial "por etapas", se decidió poner en marcha un mecanismo para posponer el reintegro de las divisas por exportaciones. Este mecanismo se concretó en la emisión de los certificados de cambio (certicambios) en los que el reintegro efectivo de la divisas se postergaba por varios meses. Aunque el objetivo último de este mecanismo era atenuar la apreciación, la experiencia

nos muestra que este propósito no fue efectivo debido a que como ya lo dijimos, el mercado terminó descontando el efecto de la medida.

En el caso de la propuesta de acelerar los plazos para pagar importaciones se encuentra que, de acuerdo con la reglamentación del Banco de la República, los procesos de reembolso de dólares por concepto de importaciones tiene un término límite de seis meses a partir del registro del documento de embarque. Si el plazo es excedido, la operación empieza a ser clasificada como de crédito en el exterior, siendo objeto del depósito del 40% por endeudamiento externo. Nótese que la única medida que podría tomarse en este caso sería la de acortar aún más el plazo. Esta medida genera, no obstante, un costo adicional a los importadores que deberán financiarse para pagar sus operaciones en plazos más reducidos.

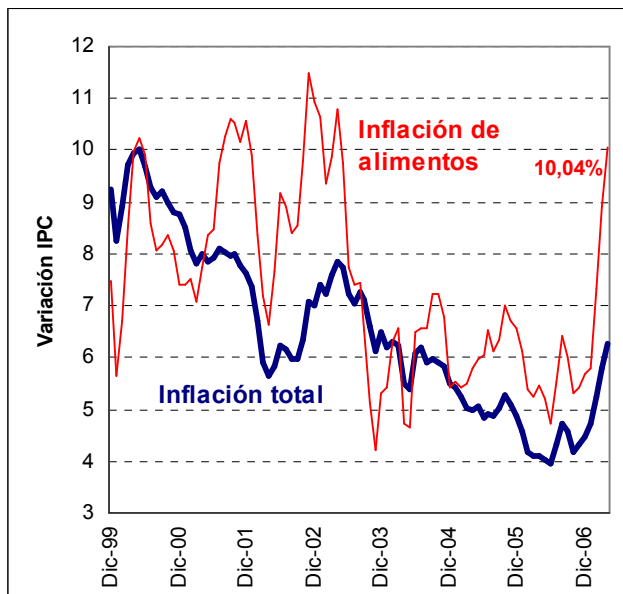
Finalmente no sobra plantear una última opción, a pesar de las dificultades políticas que puede implicar. Con la eliminación de las barreras a la importación de alimentos se podría cumplir con el doble propósito de contrarrestar las presiones inflacionarias y estimular la demanda de divisas para atenuar las presiones sobre nuestra tasa de cambio.

La inflación anual de los alimentos supera el 10% y como todo parece indicarlo, responde a un problema de oferta y no a un fenómeno monetario o crediticio. Dentro del grupo de alimentos sobresalen los aumentos en los precios de la cebolla con 56,44%, el tomate con 47,25%, la panela con 46,44%, la zanahoria con 30,1%, las frutas con 30,1%, las hortalizas con 27,1%, la yuca con 34,7%, los otros tubérculos con 31,3%, la carne de res con 17,64%, los aceites con 16,2%, los huevos con 15%, la harina de maíz con 14,42%, el arroz con 13,93%, el chocolate con 10,79% y los quesos con 10,44%, entre otros.

No hay que olvidar que si bien la inflación anual es de 6,26%, el IPC sin alimentos registra una inflación de 4,6%, valor que sobrepasa en sólo un 0,1% el límite superior del rango meta de inflación para 2007 (3,5% - 4,5%). Si se logran atenuar las presiones inflacionarias, con seguridad el Banco de la República dejaría de aumentar sus tasas de intervención, disminuyendo el estímulo al

ingreso de capitales y mitigando así las presiones a la apreciación de nuestra moneda.

Gráfico 2
Inflación anual



Fuente: DANE.

Subsidios fiscales una posible salida

El Gobierno Nacional ha propuesto otorgar un subsidio para defender el nivel de empleo de la economía, consistente en reducir parcialmente las obligaciones parafiscales a cargo de las empresas con destino al SENA, el ICBF y eventualmente a las cajas de compensación, las cuales se compensarían con recursos del presupuesto nacional.

Es probable que de todas las medidas hasta ahora propuestas, ésta sea la menos distorsionante. Sin embargo, su implementación requerirá no solo de tiempo sino también de afinar muchos detalles. De una parte los subsidios a los particulares requieren de leyes previas que deben ser aprobadas por el Congreso de la República, y luego se deben arbitrar los recursos de carácter presupuestal. De otra parte no es sencillo definir los criterios para escoger los sectores y las empresas que recibirán los beneficios, ni controlar que se mantengan unos niveles de empleo predefinidos con anterioridad. Además, las ayudas de-

berán estar suficientemente acotadas temporal y presupuestalmente. Pero sin duda conviene hacer los esfuerzos necesarios para lograr que ésta u otra alternativa similar se pueda adoptar de manera transparente y eficiente.

Comentarios finales

Tener un peso fuerte es el resultado de una economía sólida que genera credibilidad sobre los agentes. Varios sectores de la economía se han visto beneficiados no sólo porque implica importaciones de bienes de capital más baratas, sino también porque el fortalecimiento de la moneda significa menores costos de endeudamiento financiero.

La situación cambiaria actual amerita atención especial, pero no hay que desesperarse luchando contra la tendencia de los mercados. En el pasado hemos sido testigos de lo costoso que es contener esa realidad. En el contexto actual hay que pensar en medidas que sean razonables y que se hayan estudiado debidamente. Hay en la coyuntura un riesgo enorme de tomar decisiones apresuradas que terminen espantando la inversión en el país y frenando el proceso de expansión económica que nos debería conducir a lograr el grado de inversión por parte las calificadoras de riesgo en un futuro no lejano.

Por fortuna, creemos que el Gobierno Nacional es consciente de esta situación. Apoyar a los sectores más perjudicados con recursos del presupuesto podría ser una opción viable. Se requiere, no obstante, especificar y afinar los detalles para asegurar que dichas ayudas se canalicen de manera eficaz y transparente.