

CUENTA ESPECIAL DE CAMBIOS

Por Germán Botero de los Ríos

Las vicisitudes cambiarias de la década de los 80 y su consecuencia el implantamiento del control de oro y de cambios en gran número de países, exigieron la creación de mecanismos o cuentas especiales de neutralización, v. gr. British Exchange Equalization Account en Inglaterra en 1932, The American Exchange Stabilization Fund en Estados Unidos en 1934, y Fondo de Estabilización en Francia en 1936. La finalidad de estos organismos era reducir la fluctuación de los cambios, desalentando la especulación y contrarrestando las causas extemporáneas de tales movimientos.

Los recursos con que se alimentaron inicialmente esos mecanismos fueron, en unos casos, de origen presupuestal. En otros, el producto de la devaluación fue dedicado total o parcialmente a ellos. Así The American Exchange Stabilization Fund se nutrió con la devaluación Roosevelt, de febrero de 1934, cuando la onza de oro fino pasó de US\$ 20.67 a US\$ 35.00. Tal reavalúo del oro produjo US\$ 2 mil millones, que fueron destinados a esta función estabilizadora, aunque en verdad a la postre solo se necesitó adscribir al dicho fondo una décima parte. Al Fondo de Estabilización en Francia se le hizo una dotación inicial de 10.000 millones de francos, descontados del producto de la revaluación del encaje-oro del Banco de Francia.

El manejo de estos fondos de estabilización obedece a ciertos principios obvios y generales: a) se establecen para mantener la cotización de las divisas dentro de determinados niveles o en un determinado nivel; b) se constituyen con el producto de las devaluaciones o con apropiaciones presupuestales; c) esos recursos operan desde el punto de vista monetario interno como factor igualmente estabilizador: así, cuando se venden divisas, además del efecto que se busca sobre éstas de mantenerle un techo a su cotización, se recoge moneda nacional o sea una incidencia contraaccionista; contrario sensu, cuando se compran divisas se producen los efectos opuestos; d) toda utilidad en una operación de estas debe esterilizarse (preferiblemente destinándose a cancelar deuda pública en el Banco Central), y por lo tanto, no alimentar el presupuesto; igualmente la pérdida debe ser absorbida o contrarrestada por el presupuesto, pues tal pérdida es expresión o síntoma de una situación inflacionaria que debe ser afrontada por la política fiscal. Esta contribuye a corregir la tendencia inflacionaria con una acción restrictiva, lo que bien se logra a través de un manejo presupuestal con superávit esterilizado en alguna forma, o bien con un aporte concreto del presupuesto para asumir la pérdida lo que no sería más que otra forma de expresar la misma política.

* * *

El examen histórico de esta cuenta en Colombia podemos dividirlo entre antes y después del decreto 2322 de 1965, y en el primer caso según fueron las reservas positivas o negativas.

1—En Colombia se reglamentó, desde 1935, una cuenta que ha cumplido con esta política dentro de una legislación un poco imprecisa. La ley 7ª de 1936 aprobó el contrato entre el gobierno y el Banco de la República celebrado en octubre de 1934, por el cual las utilidades en la "compra, exportación y venta de oro físico y giros sobre el exterior... serán llevados a una cuenta especial que se liquidará al verificar la reducción del contenido de oro de la unidad monetaria...".

Según la misma ley y el contrato que aprobaba, la utilidad que se obtuviere al ser sancionada posteriormente una disposición legislativa que redujera el contenido de oro de la unidad monetaria del país, sería del Estado. En el caso de cumplirse este evento su producto se destinaría a cancelar préstamos del gobierno, y si existiere algún sobrante, el gobierno dejaría hasta \$ 1.000.000 (fue luego aumentada) en poder del banco, para formar un fondo destinado a la estabilización del precio de bonos del Estado e influir en el mercado monetario en el sentido que aconsejaran las conveniencias del país. La reducción del contenido de oro no se definió hasta 1938, con la ley 167. De acuerdo con el contrato celebrado entre el gobierno y el banco, en desarrollo de los artículos 2º y 4º de esta ley, con el saldo que quedare en la Cuenta Especial de Cambios (después de apropiadas las partidas previstas en el mismo contrato y de las cuales se da cuenta más adelante), el banco seguiría manejando la misma cuenta a la que se deberían llevar las utilidades o pérdidas futuras, resultado de las operaciones de compra y venta de oro físico y giros sobre el exterior.

a) Reservas positivas. Hubo tres casos de revaluación con reservas positivas.

1) Cuando la ley 167 ordenó la contabilización de las reservas al \$ 1.7495, el saldo de reservas estaba formado por compras a distintos tipos de cambio que rigieron entre 1933 y 1938. Como la mayoría de las compras que formaban ese saldo neto habían sido hechas a un valor inferior al dicho \$ 1,7495 (aunque hubo también compras a precio superior), al contabilizar las reservas a esa tasa uniforme surgió una utilidad a favor del gobierno, la cual la misma ley 167 distribuyó de la siguiente manera:

\$ 8 millones, a cancelar deudas sin interés del gobierno al banco, originadas en préstamos hechos para atender a necesidades de la defensa nacional;

\$ 5 millones, para disponer libremente de ellos el Estado.

\$ 3 millones, para la formación de un Fondo de Estabilización, como se dice antes previsto en la cláusula 4ª del contrato celebrado entre el gobierno y el Banco de la República el 31 de octubre de 1934 y aprobado por la ley 7ª de 1935. El sobrante, \$ 1.331.288.49, se abonaría a la Cuenta Especial de Cambios.

2) La ley 90 de 1948 ordenó un reavalúo de las reservas al \$ 1.9495, en lugar del \$ 1,7495 a que estaban contabilizadas después de 1938. Esta norma, en su artículo 2º dispuso que la utilidad que se obtuviere por el reavalúo de las reservas de oro y divisas extranjeras en poder del Banco de la República se destinará a adquirir obligaciones a cargo del Estado en poder del banco y Fondo de Estabilización. Estas obligaciones, bonos o pagarés, las aplicaría el gobierno a cubrir el aporte de capital no pagado de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, hasta por una suma de \$ 17 millones.

En cumplimiento de esta disposición la Caja recibió en obligaciones del Estado el valor de costo para el Banco de la República y el Fondo de Estabilización, la cantidad de \$ 12.271.610, producto total del reavalúo.

3) En 1956, las reservas de la Nación eran positivas y estaban contabilizadas al tipo señalado en la Ley 90 de 1948, o sea \$ 1,9495 por dólar. El decreto extraordinario 1005 de 1956 autorizó al banco para computar para todos los efectos legales las reservas de oro y divisas a la tasa que tuviere establecida para la compra de giros a la vista sobre Nueva York, es decir \$ 2.50. El gobierno de entonces comprendió el recurso proveniente de esta operación para saldar las deudas originadas en la compra de unos barcos suecos para la Armada Nacional (Decreto 2347 de 1954). Fue el decreto 196 de 1957 el que autorizó cancelar con el producto de la Cuenta Especial de Cambios los tales compromisos del gobierno, un poco más de \$ 81 millones.

En los tres casos anteriores surgió una utilidad para el gobierno, por la simple razón de que las reservas de la Nación administradas por el Banco de la República eran positivas.

El fenómeno consiste en que mientras exista un saldo positivo de reservas compradas a un precio menor que aquél en que las aprecia una ley devaluatoria de la moneda nacional, surge utilidad. Si el caso fuere el contrario y la moneda nacional se valoriza, viene una pérdida.

b) Reservas negativas - Pero cuando las reservas de la Nación son negativas, la situación es a la inversa. De cada unidad de reserva negativa nace una pérdida para la Cuenta Especial de Cambios, equivalente a la diferencia en pesos entre el precio a que fue vendida esa unidad y aquél a que se podrá adquirir la misma unidad de reserva cuando sea necesario hacer el pago. Este fenómeno de las "reservas brutas" poseídas por el Banco Central inferiores a las deudas del mismo, comenzó a presentarse desde el primer semestre de 1957 cuando el Banco de la República en distintos arreglos se hizo cargo de la "deuda comercial atrasada".

Por ejemplo, si en 1938 hubiera existido un dólar de reserva negativa, vendido al \$ 1,70, al ordenar la ley 167 contabilizar las reservas a \$ 1,7495, obviamente el Banco de la República requería \$ 1,7495 para poder adquirir el dólar que cubriera la deuda de las reservas. Ya había recibido como precio de venta los \$ 1,70, le estaban faltando \$ 0,0495. A la inversa, si el peso se hubiera valorizado, resultaría una ganancia.

Cosa semejante podría decirse para cualquier año en que se registre una devaluación y una posición negativa de reservas. Así en el año de 1962, al cumplirse la orden de la ley 83 y en presencia de una "reserva negativa" tenía que aparecer un saldo deudor. También ocurrió lo mismo al entrar en vigencia el decreto 2322 de 1965, artículo 39, en desarrollo del cual se consolidó y formalizó la pérdida ocurrida hasta la ley 83 citada (la cual fue establecida pero no formalizada como deuda) y la que luego se causó hasta el 2 de septiembre de 1965.

Por supuesto es necesaria la observación de que el análisis no es tan sencillo como en los casos que hemos descrito, cuando han existido distintos precios de compra y venta, por ejemplo, antes de 1938; o como sucedió entre 1951 y 1957; y sobre todo después de 1957 hasta el reavalúo ordenado por la ley 83 de 1962, períodos en que rigieron numerosos tipos de compra y venta. Basta recordar que después de la reforma cambiaria de 1957, hubo compras de certificados de cambio desde \$ 4.80 hasta \$ 6.70, y de dólares de mercado libre, desde \$ 5.00 a principios del nuevo sistema, hasta más de \$ 10.00 en vísperas de la expedición de la ley 83.

* * *

La Cuenta Especial de Cambios se afectó también, además de la pérdida de reservas, con el saldo neto desfavorable de otras operaciones que le son propias:

En primer lugar, con las cargas financieras que entraña el hecho de tener reservas negativas. Esto significa endeudamiento en el exterior, por el cual el Banco de la República debe pagar intereses en dólares, para cuya adquisición ha tenido que emitir pesos y los cuales no se recogen al hacer el pago al exterior.

Un segundo caso es el de la compra de las divisas a un precio superior a aquél a que se venden. Por ejemplo, si se compraba un dólar en \$ 8.00, cotización frecuente en el mercado libre después de la reforma de 1957 y luego se vendía o remataba en \$ 6.70 para pagar importaciones, la diferencia entre ambos precios es una emisión por parte del banco, sin fundamento en un activo.

Se corrigieron estas situaciones con un cargo a la Cuenta Especial de Cambios, al no disponerse de un recurso suficiente para cancelar tal emisión, como era lo técnico y deseable.

* * *

En los tres casos reseñados la Cuenta Especial de Cambios no ha funcionado como debiera. De la utilidad el gobierno nacional ha dispuesto para gastos públicos total o parcialmente, inclusive en 1948, no obstante que aparentemente pareciera lo contrario. Al ordenar la ley el retiro de deuda pública, esterilizaba, como era lo sano, el producto de la devaluación, pero el colocar los mismos papeles en un organismo capaz de monetizarlos a corto término a través del redescuento, anulaba inmediatamente el dicho efecto esterilizador. Por supuesto aún prescindiendo del redescuento, la amortización de tales documentos conducía al mismo resultado aunque en un plazo mayor.

Hasta 1956 tenemos entonces una destinación para gastos públicos de la utilidad proveniente de las devaluaciones. Como es bien conocido, a partir de 1957 (o mejor desde 1955 año en que comenzó a generarse un atraso en los pagos al exterior), se liquida un déficit cambiario que llevó a signo negativo las reservas de la Nación cuando éstas se hicieron cargo del mencionado atraso, el llamado "Arreglo de la deuda comercial atrasada". La forma como se repondrían tales reservas y se atenderían los compromisos externos estaba previsto en la reforma cambiaria de 1957, y era el impuesto a las exportaciones. Reducido éste en los primeros años de su vigencia y luego eliminado, sin que su producto alcanzara a cancelar los compromisos adquiridos por las reservas, quedó entonces una deuda que necesariamente gravaba en lo futuro la Cuenta Especial de Cambios, situación que se mantuvo hasta septiembre de 1965 cuando entró a regir el decreto 2322. Es fácil comprender que si el banco como administrador de las reservas internacionales, debía US\$ 1.00 (el cual en el momento en que se hiciera exigible ya no se lo suministraba el impuesto a la exportación o cualquiera otro impuesto o recurso que se hubiera destinado al efecto), tenía que gastar en la cancelación de la deuda el dólar comprado a los exportadores y a otras fuentes, que bien podría haber valido \$ 6.10 o \$ 6.40 a \$ 9.00, según el momento. Este costo en pesos —menos lo que había recibido de los deudores para sustituirse en su deuda, \$ 2.51— era un cargo a la Cuenta Especial de Cambios.

Cuando la ley 83 ordenó el reavalúo de reservas, condujo a la contabilización al \$ 9.00 de las pérdidas que entrañaban sus compromisos, es decir la deuda pendiente y sus intereses. Por supuesto, a éstas se agregaban las pérdidas ya realizadas por las operaciones descritas antes. Así precisó un saldo la comisión integrada como lo prevé la ley 83 de 1962.

Pero no señaló la mencionada ley la forma en que proveería a las nuevas pérdidas que ocurrirían por posteriores desequilibrios, por ejemplo: a) Compras por encima de \$ 9.00 para venderlos en el mer-

cado de certificados al \$ 9.00; b) Pago de los intereses al exterior; c) En el caso de que se elevara el tipo oficial de venta (que es el que se aplica a las deudas contraídas por las reservas internacionales), por encima de \$ 9.00, relación que fue la indicada por la misma ley 83. ¿Con qué pesos se atendería a este costo adicional?; d) Compra de oro para venta posterior en el mercado de certificados.

Es decir no se puso cortapisa a las causas de estas pérdidas. Recuerdese que el diferencial cambiario tanto en la ley 1ª de 1959, art. 28, como en la ley 83 de 1962, art. 1º, tenía un destino exclusivamente fiscal y no se autorizaba deducir de él estas pérdidas.

11—Decreto 2322 de septiembre 2 de 1965 - Hasta 1965, como hemos visto, la administración de reservas no tuvo provisión especial que asumiera las pérdidas, con excepción de la vigencia del impuesto de exportaciones de que se habló antes y, en grado muy pequeño, la diferencia o comisión entre la compra y venta del tipo oficial asignada al Banco de la República. En verdad esta última no tuvo significación, pues durante casi tres décadas se mantuvo en un centavo (\$ 0.01) por cada dólar. Hoy en el mercado de capitales existe un margen de cinco centavos (\$ 0.05), recurso también muy pequeño por su tarifa en sí y por aplicarse solo a una parte de los ingresos.

Fue el decreto 2322 de 1965, artículo 39, el que comenzó a precisar la forma de que la Cuenta Especial de Cambios no fuera deficitaria. De la diferencia a favor del gobierno que resultaba entre el precio de compra y el de venta de divisas —diferencial cambiario que venía siendo arbitrio fiscal desde la ley 83 de 1962—, deberían deducirse, según el artículo mencionado, los gastos de financiación de reservas además de cualquier pérdida en la operación cambiaria parcial.

El artículo 39 ordenaba que “el gobierno nacional acordará con el Banco de la República la forma de cancelar el saldo a su cargo, vigente en esta fecha en la Cuenta Especial de Cambios”. Con esta base se liquidó una pérdida por \$ 970.584.888.41, la cual recogía también el saldo que ordenó establecer la ley 83 de 1962. Es decir, después de los periodos en que la Cuenta Especial de Cambios fue positiva y que hemos analizado, comienza el fenómeno opuesto, cuya línea divisoria bien podría señalarse en el primer semestre de 1967 cuando comenzaron a protocolizarse los arreglos de la deuda comercial atrasada.

Posteriormente el decreto 444 de 1967, en su artículo 45, reglamentó en mejor forma la mencionada cuenta y ordenó, en el artículo 44, reevaluar periódicamente las reservas y cancelar el saldo negativo en el caso de que así resultara. A la inversa, en el evento de que las reservas fueran positivas, la utilidad se dedicaría a cancelar deudas del gobierno en el Banco de la República. En desarrollo de este nuevo estatuto se liquidó una pérdida en la Cuenta Especial de Cambios de \$ 720.947.613.12. Se tiene así entre las dos liquidaciones un total de \$ 1.691.532.501.53 como pérdida que arroja la Cuenta Especial de Cambios hasta el 31 de marzo de 1967.

Conviene sintetizar que este gran total se originó de distintas maneras. Las principales son: 1) venta de un dólar adquirido por endeudamiento en el exterior, esto es consecuencia de un desequilibrio en la balanza cambiaria; 2) venta de una divisa a un precio inferior a aquél como se compró; 3) costo de la financiación de reservas o sea el interés que ocasionaba el endeudamiento en el exterior. También se imputaron dentro de estas liquidaciones los costos de administración señalados en la nota 3.

Tenemos entonces que después del decreto 2322 y más especialmente del último estatuto cambiario la Cuenta Especial de Cambios ha dejado de ser un factor inflacionario, al menos en principio como se

verá más adelante. Los gastos que ella ocasiona en el manejo de las reservas se cubren con el impuesto a la exportación de café. Antes del estatuto cambiario y después del 2322, como se dice en otro lugar, se deducían del ingreso fiscal producido por el diferencial cambiario.

* * *

En la forma descrita la Cuenta Especial de Cambios fue un canal de emisión, soterrado, sin cuantificación, delineamiento y conocimiento previos. Algún ministro de hacienda llegó a denominarla, con mucha propiedad, como Celestina de la política monetaria. En realidad de verdad fue un factor importante en los desarrollos monetarios hasta 1965, inclusive como fuerza negativa en ciertas ocasiones. Lo criticable no es, en primer término, que tuviera un carácter dinámico en uno u otro sentido, sino propiamente que no pudiera determinarse la cuantía de su impacto y el momento en que actuaba. En verdad es supremamente difícil para la política monetaria manejar los presupuestos y proyecciones sin tener un conocimiento exacto de todos los factores que están incidiendo en ella. Solo posteriori las autoridades monetarias se encontraban con la presencia de un copartícipe en su actividad y el gobierno de tiempo en tiempo con una deuda a su cargo. En segundo lugar, gran parte de la pérdida se originaba en un déficit cambiario o mejor, era la tolerancia de una situación de desequilibrio lo que hacía más grave el carácter de estas operaciones y aún crítico soslayar su impacto y prepermitir o dilatar su afrontamiento con medidas correctivas idóneas.

Debemos advertir que cuando se dice que la Cuenta Especial de Cambios fue un factor expansionista, el monto de esta expansión no es fácil de cuantificar. De los saldos antes mencionados y que suman \$ 1.692 millones, alguna parte pudo haber tenido efectos contraccionistas. Nos explicamos: Cuando la política económica ordenaba o permitía comprar un dólar por un precio superior a aquél a que se vendía, cosa muy frecuente y que ya hemos reseñado, quedaba en la circulación una cantidad de pesos como fuerza expansionista o inflacionaria. Cosa semejante sucedía cuando se utilizaban dólares comprados con pesos para atender los intereses de la deuda en el exterior operación que no recogía pesos. En cambio cuando se adquiría a crédito un dólar en el exterior y se vendía en cualquiera de los mercados (certificados o libres), entonces se recogían pesos, es decir, el desequilibrio cambiario era un factor contraccionista. Sin embargo vale anotar que este esfuerzo contraccionista, visto el hecho de que más tarde hubo que devaluar la moneda, fue estéril, no fue suficiente para compensar las demás fuerzas inflacionarias: emisión de moneda por otros canales, aumento de precios internos, demérito de nuestras exportaciones, y otras.

No terminan aquí las múltiples y complicadas incidencias de la cuenta que se comenta. Conviene advertir, por ejemplo, que en las liquidaciones realizadas hasta el presente hay todavía factores monetarios en potencia, es decir, que solo se establecerán en el futuro y de su tratamiento dependerá su carácter inflacionario o no, por eso decimos antes que la cuenta dejó de ser inflacionaria en principio.

Así, como hemos visto, en el caso de reservas negativas se ha señalado un determinado precio a éstas y se establece una suma que queda a deber el gobierno. Entonces se pueden presentar los siguientes desarrollos:

Cuando el banco gire al exterior el valor de esa reserva negativa disponiendo de un dólar en cuya adquisición hubo de desembolsar pesos, se produce un sobrante de estos en la circulación, sobrante que debería cancelar el gobierno inmediatamente para restablecer los términos de la educación y venta de divisas. Pero como los arreglos entre

el banco y el gobierno prevén un plazo largo para que este recoja ese pasivo, entonces no habrá simultaneidad entre la emisión de billetes y la redención de los mismos quedando un saldo temporalmente como emisión primaria de dinero. A la postre, por supuesto, el gobierno recogerá todos los billetes que se emitieron por tal causa a menos que dilatará todavía más el pago, en cuyo caso la permanencia del factor emisión sería todavía más largo, pero en el interregno (30 años con 10 años sin amortización que es el plazo en uno de los arreglos, y 40 con 20 años muertos convenidos en el otro), queda necesariamente un exceso de circulación. Y este fenómeno es susceptible de repetirse todavía en el futuro y de incrementarse según los pagos que haya que hacer a tasas superiores.

