

# Comentarios al artículo “CEC: ¿Cuenta Especial de Cambios o cuenta especialmente confusa?”

Roberto Steiner\*

En un artículo publicado recientemente [(Contraloría General de la República, 1990)] se elabora un análisis de la Cuenta Especial de Cambios (CEC) el cual, a nuestro juicio, contiene una serie de apreciaciones que no son correctas. Específicamente, nos concentraremos en discutir dos aspectos del mencionado estudio: el primero hace referencia a la propiedad de los recursos de la CEC y el uso que el Banco de la República hace de una parte de ellos para financiar las Operaciones de Mercado Abierto (OMAS), y el segundo tiene que ver con el impacto monetario de la devaluación.

1. Según el autor del artículo, no está claro quién es el propietario de las utilidades generadas por la CEC. Al respecto se afirma que “según la nueva Ley de Presupuesto al Gobierno le toca (sic) el monto que determine la Junta Monetaria, pero desde el punto de vista de quienes elaboran la política económica se ha supuesto que la CEC pertenece al Banco de la República” (pág. 45).

Creemos conveniente hacer las siguientes precisiones: a) la CEC constituye un pasivo no monetario

en el Balance del Banco de la República; carece de sustento cualquier afirmación que insinúe que el Banco considere como propios los ingresos de la cuenta. De hecho, la CEC no forma parte del estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República; b) más que una discusión sobre la propiedad de los recursos de la CEC existe una discusión a nivel analítico respecto a si las utilidades de la CEC, que no le pertenecen al Banco de la República, deban trasladarse al Gobierno; c) la nueva Ley de Presupuesto faculta a la Junta Monetaria a decidir sobre el monto de los recursos de la CEC que se le trasladarán al Gobierno en función de los objetivos de las políticas fiscal y monetaria. Si la CEC genera un resultado superior al traslado, la diferencia se esteriliza en el Banco de la República, en cuyas cuentas se constituye un pasivo a su cargo. Por lo tanto, a nuestro entender, la Junta Monetaria no tiene facultades para decidir qué parte de los recursos de la CEC son del Gobierno. Su poder decisorio se limita a determinar el monto del traslado.

No sobra aclarar la importancia de diferenciar entre el resultado de la cuenta y los traslados. No es correcto afirmar que quienes abogan por limitar los traslados en la práctica están delimitando la propiedad sobre los recursos. La limitación de los

---

\* Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva del autor.

traslados se fundamenta en que, así como hay ingresos corrientes (por ejemplo, impuestos a la renta) que el Gobierno destina a financiar gastos corrientes (por ejemplo, salud), existen otros recursos (por ejemplo los de la CEC), que, en lo posible, se deberían destinar a coadyuvar la estabilidad monetaria (mediante su congelación en el Banco Central.<sup>1</sup>)

Teniendo claridad respecto a que los recursos de la CEC no son propiedad del Banco de la República, es conveniente hacer referencia al hecho de que el resultado neto de dicha cuenta se ve afectado (en forma negativa) por el costo de las OMAS. El Banco de la República, como ejecutor de la política monetaria trazada por el Gobierno, capta recursos a través de la colocación de Títulos Canjeables y Títulos de Participación. El costo financiero que ello implica constituye un egreso de la CEC.

Sin embargo, se comete una seria equivocación al afirmar que “si la CEC financia la política monetaria quiere decir que es el Gobierno el que está subsidiando tal política. Ello significa que se deja de hacer gasto público para poder pagar los bonos que emite el Banco de la República...” (pág. 52).

El Banco de la República efectúa OMAS para garantizar que se cumplan las metas de política monetaria que fija el Gobierno, las cuales, en general, propenden por no exacerbar las presiones inflacionarias. El Banco de la República no coloca bonos porque sí; coloca bonos porque ese es uno de los mecanismos mediante los cuales se logra la estabilidad monetaria que suele estar amenazada, entre otras razones, por la expansión monetaria que el Gobierno mismo genera, y que tiene que ver con que una parte no despreciable del gasto público se financia con la monetización de créditos externos y

con la utilización de cupos de emisión en el Banco de la República.

Podría ser aconsejable un esquema de OMAS al estilo de otros países, en los cuales el Gobierno se financia con la emisión de títulos, y el Banco Central afecta la oferta monetaria comprando y vendiendo dichos papeles. En ese caso, el Gobierno, en lugar de tener que asumir el costo de las OMAS que efectúa el Banco Central, tendría que asumir el costo financiero de los papeles que él mismo emite. En el caso colombiano, tal esquema de financiación del Gobierno disminuiría notoriamente la necesidad de que éste acuda al crédito del Banco de la República (con tasa de interés muy por debajo de la del mercado) o a crédito externo para financiar gran parte de sus gastos, disminuyendo de esta forma una de las principales fuentes de expansión monetaria, que es la que, en últimas, hace necesaria la realización de OMAS.

2. El documento en cuestión desvía la atención del efecto monetario expansionista que suele acompañar a los desequilibrios en el frente fiscal, al argumentar que el proceso de devaluación, por sí mismo, es fuente de expansión monetaria. De hecho, en la página 52 se afirma que “la utilidad por compra venta de divisas es el efecto monetario de la devaluación y que ese, y no el crédito del Banco de la República al Gobierno, es el origen de su impacto sobre la base monetaria”.

A continuación probaremos que, contrario a lo planteado en el artículo en mención, *la expansión monetaria se origina en el traslado de recursos de la CEC al Gobierno y no en la devaluación misma*.<sup>2</sup>

Definimos: B = Base monetaria

RP = Reservas internacionales valoradas en pesos

R = Reservas internacionales valoradas en dólares

D = Crédito doméstico (neto de pasivos)

<sup>1</sup> De hecho, el artículo 1o. del Decreto Legislativo número 73 de 1983 establece lo siguiente: “En desarrollo de sus funciones en materia de administración del sistema de cambios internacionales del país, el Banco de la República, mediante contrato con el Gobierno Nacional, continuará manejando la Cuenta Especial de Cambios como un mecanismo de regulación cambiaria y monetaria” (subrayado nuestro).

<sup>2</sup> Hacemos abstracción del hecho de que, ciertamente, la devaluación puede afectar la balanza comercial y, consiguientemente, la cantidad de divisas que ingresan al Banco Central.

C = Compra de divisas  
 V = Venta de divisas  
 T = Tasa de cambio  
 K = Costo promedio de adquisición del *stock* de divisas

La base monetaria es la suma de las reservas internacionales y el crédito doméstico neto (donde ya se han descontado los pasivos del Banco Central). En el libro de texto, las reservas internacionales se valoran a la tasa de cambio (T), y la base monetaria se define de la siguiente forma:

$$B = R.T + D \quad (1)$$

El crecimiento (%) de la base monetaria es:

$$(\Delta B/B) = (\Delta R/R)(T.R/B) + (\Delta D/D)(D/B) \quad (2)$$

Donde  $\Delta X$  = Cambio absoluto en X

Evidentemente, en (2) se plantea que la base monetaria no puede aumentar por variaciones en la tasa de cambio (nótese la ausencia del término  $(\Delta T/T)(T.R/B)$ ). Este planteamiento es perfectamente lógico: la valoración en pesos de las reservas internacionales que posee el Banco Central aumenta, por definición, cuando aumenta la tasa de cambio. Difícilmente se puede afirmar que ello implique un aumento en la cantidad de pesos que el Banco Central efectivamente emitió para adquirir esas reservas.

Por lo tanto, para conciliar (1) y (2) se acude al argumento de que si bien el aumento en la tasa de cambio aumenta el valor (en pesos) del activo del Banco Central, en la contabilidad de éste se constituye un pasivo por igual monto (que en nuestra contabilidad de crédito doméstico neto se reflejaría en una caída en D).

Esta formulación general se puede plantear en forma alternativa, para reflejar más de cerca lo que ocurre en el caso colombiano. En el activo del Banco de la República las reservas internacionales se valoran por su costo promedio de adquisición (K), definido así:

$$K_t = (R_{t-1} \cdot K_{t-1} + C_t \cdot T_t) / (R_{t-1} + C_t) \quad (3)$$

A partir de (3) es fácil ver que: (i) si en el período t no hay compras ( $C_t = 0$ ), el costo promedio de adquisición no puede cambiar ( $K_t = K_{t-1}$ ); (ii) en un régimen de minidevaluaciones (en el cual  $T_t > K_{t-1}$ ), la existencia de compras en el período t conlleva a que  $K_t$  sea mayor que  $K_{t-1}$ .

Para el caso que nos ocupa, la definición relevante de base monetaria es:

$$B = R.K + D \quad (4)$$

Para simplificar el análisis, supongamos que a partir de un momento dado el Banco Central compra y vende divisas en montos idénticos,<sup>3</sup> de manera que  $C_t = V_t > 0$  y  $R_t = R_{t-1}$ . A partir de (4) se tiene que:

$$\Delta B = R \cdot \Delta K + \Delta D \quad (5)$$

Ciertamente, (5) *no* está exenta de los problemas inherentes a (1). Supongamos que  $\Delta D = 0$ . En tal caso, la única operación que está haciendo el Banco Central es mantener un *stock* de divisas y comprar y vender todos los días un monto de divisas que deja el saldo inalterado.

En el escenario que nos ocupa, todos los días la tasa de cambio (T) aumenta; como ya vimos, ello aumenta K. Es claro, sin embargo, que en la medida en que la tasa de cambio de compra de divisas sea igual (neta de posibles comisiones) a la tasa de cambio de venta, el Banco Central todos los días está “poniendo” en circulación una cantidad de pesos idéntica a la que está “sacando”. Por lo tanto, no puede estar aumentando la base.

<sup>3</sup> Logicamente, en la práctica las reservas en dólares suelen no mantenerse constantes. Además, es posible que, en el tiempo, se presenten revaluaciones en la tasa de cambio. El sencillo ejemplo que proponemos es suficiente, sin embargo, para demostrar las falencias del artículo que se comenta. Desviaciones del ejemplo que acá planteamos no alteran la esencia de nuestro argumento.

Desafortunadamente, (5) indicaría lo contrario, puesto que el aumento en K aparece como determinando un aumento en B. ¿Cómo se concilia esta contradicción? Se crea un pasivo en el Banco Central (en nuestra formulación una caída en D), el cual, en pocas palabras, significa lo siguiente: al valorar el *stock* de reservas a la tasa de cambio K y vender un monto V de divisas a la tasa de cambio T contablemente se genera una utilidad igual a  $V(T - K)$ .

Claramente, y como se desprende del ejercicio recién descrito, la devaluación genera las utilidades (puesto que sin devaluación,  $T-K=0$ ). Sin embargo, en ningún momento la devaluación generó expansión monetaria, pues al público (en neto) nunca se le entregaron más pesos de los que ya tenía. Por lo tanto, aunque la devaluación es elemento fundamental en la generación de utilidades en la CEC<sup>4</sup>, es el traslado de dichas utilidades al Gobierno lo que produce la expansión monetaria.

---

<sup>4</sup> Se pueden consultar los trabajos de Jaramillo y Montenegro (1982) y Montenegro (1983) para un análisis detallado de todos los determinantes de las utilidades de la cuenta, y, en especial, para una discusión de escenarios en que el saldo de las reservas internacionales no es estable en el tiempo.

3. En conclusión, creemos haber hecho claridad sobre tres puntos: i) aunque puede haber discusión en cuanto al hecho de que el Gobierno utilice los recursos de la CEC para propósitos distintos al de propender por la estabilidad monetaria, no es correcto afirmar que hay toda una discusión respecto a si esos recursos le pertenecen o no al Banco de la República; ii) carece de todo fundamento el afirmar que, por tener que asumir el costo de las OMAS, el Gobierno se ve obligado a restringir el gasto público. Las OMAS se hacen, entre otras razones, para compensar el efecto monetario expansionista de dicho gasto; iii) no es correcto afirmar que (en ausencia de cambios en el monto de las reservas internacionales en dólares) la devaluación genera una expansión monetaria. La expansión monetaria se genera en el hecho de que se trasladen al gobierno las utilidades de la CEC.

Por lo tanto, planteamientos como el de que “se culpa al déficit fiscal de los desórdenes monetarios causados por la devaluación (y con ello) se justifican recortes en el gasto público y aumentos en impuestos y tarifas” (pág. 52) son, simplemente, producto de la falta de claridad que el autor del artículo tiene sobre el efecto monetario de la CEC. Dicha falta de claridad es lo que, a nuestro juicio, convierte a la CEC en una cuenta especialmente confusa.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

1. Contraloría General de la República (1990), “CEC: Cuenta Especial de Cambios o cuenta especialmente confusa?; *Informe Financiero*, mayo.
2. Jaramillo, J. C. y A. Montenegro (1982), “Cuenta Especial de Cambios: Descripción y análisis de su evolución reciente”; *Ensayos Sobre Política Económica*, septiembre.
3. Montenegro, A. (1983), “Aspectos macroeconómicos de las utilidades por compra-venta de divisas de la Cuenta Especial de Cambios”; *Ensayos sobre política económica*, abril.