

REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., julio
de 2007 - Núm. 98

EDITORA:
Diana Margarita Mejía A.

ISSN
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República:
http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_emisor.htm

Diseño:
Asesores Culturales Ltda.



Decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República sobre políticas monetaria y cambiaria

CAROLINA GÓMEZ*

Desde abril de 2006 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha venido incrementando de manera gradual la tasa de intervención en el mercado monetario. La postura de la política monetaria ha tenido como propósito reducir el impulso monetario que se le venía otorgando a la economía. La normalización de dicha postura se inició en un contexto de buen crecimiento económico, y busca moderar el gran dinamismo de la demanda agregada que podría comprometer el cumplimiento de las metas de inflación.

La parsimonia con la que ha venido operando el mecanismo de transmisión de tasas de intervención monetaria, junto con la limitada reacción que se ha observado en el comportamiento de la cartera crediticia señalaron la conveniencia de tomar medidas adicionales. En este contexto, en su sesión del 6 de mayo la JDBR decidió establecer un encaje marginal para los pasivos sujetos a

encaje, como mecanismo para reducir los recursos disponibles de los bancos para otorgar crédito, y por esta vía atenuar la oferta crediticia.

Al mismo tiempo, la JDBR consideró necesario introducir algunas medidas complementarias en el frente cambiario: la primera consistió en restablecer el depósito al endeudamiento externo, previsto en la Resolución 08 de 2000; la segunda, en fijar un límite del 500% del patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario.

El depósito al endeudamiento externo tiene como propósito moderar entradas de capitales

* La autora es profesional experta en mercado cambiario, de la Sección de Desarrollo de Mercados del Departamento de Desarrollo de Mercados de la Subgerencia Monetaria del Banco de la República. Los puntos de vista expresados en este documento corresponden estrictamente a la autora y no necesariamente reflejan los del Banco de la República o su Junta Directiva. La autora agradece a José Tolosa, Subgerente Monetario y de Reservas, por sus comentarios y sugerencias.

especulativos, así como reducir los incentivos para sustituir crédito interno por externo, que se podrían acentuar en la medida en que el encaje marginal acelere el mecanismo de transmisión sobre las tasas de interés. El límite a la posición apalancada de operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario se estableció como medida prudencial, al reducir la probabilidad de riesgo sistémico y el riesgo de contraparte de algunos intermediarios, que tienen posiciones abiertas a futuro muy superiores al nivel de su patrimonio.

Posteriormente, el Gobierno nacional estableció un depósito a las inversiones de portafolio; medida que complementa el depósito al endeudamiento externo y busca desincentivar la entrada de capitales especulativos que acentúan las presiones sobre el tipo de cambio.

El propósito del presente *Reportes del Emisor* es explicar las decisiones adoptadas por la JDBR del 6 de mayo de 2007 y describir cada una de las medidas adoptadas, y el entorno macroeconómico que las antecedió.

I. Antecedentes

El análisis del Banco de la República y de su Junta Directiva ha sugerido la conveniencia de ajustar progresivamente las tasas de

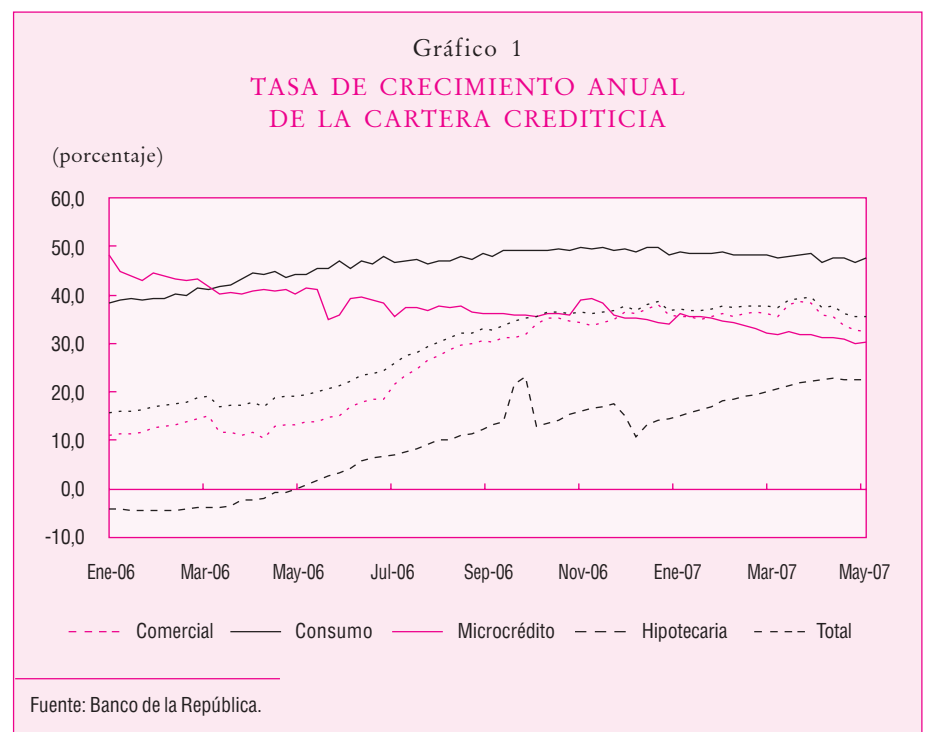
intervención, para elevar las tasas de interés del mercado. Con el aumento gradual de dichas tasas, desde abril de 2006 se ha buscado moderar el crecimiento del crédito, el cual registraba una fuerte aceleración a partir del segundo trimestre de 2006, principalmente en la cartera de consumo y en la comercial. La tasa de crecimiento anual de la cartera total a diciembre de 2006 fue de 32%, frente al promedio del 19% observado el primer semestre. Para abril de 2007 el crecimiento seguía siendo alto (31,7%), aunque la serie desestacionalizada ya sugería alguna moderación (Gráfico 1).

Los aumentos en las tasas de interés por parte de la JDBR pretenden asegurar el cumplimiento de las metas de inflación y su

convergencia hacia el objetivo de largo plazo (entre 2% y 4%), y al mismo tiempo propender por una tasa de crecimiento económico sostenible.

El inicio del incremento de las tasas de intervención monetaria se dio en un escenario en donde éstas se encontraban en niveles reales muy bajos; por ejemplo: en abril de 2006 la tasa de intervención nominal del Banco de la República se encontraba en 6%, que en términos reales equivalía a 1,8%; en tanto que la DTF se situaba en 5,9% en términos nominales y en 1,7% en términos reales.

Pese a los aumentos en las tasas de interés, 275 puntos básicos (pb) entre abril de 2006 y mayo 2 de 2007, la reacción de las tasas



de mercado ha sido tardía e incompleta; así, para mayo de 2007 la DTF se había incrementado en 172 pb, frente a abril del año

anterior situándose en 7,62% —por debajo del nivel de la tasa de intervención del Banco de la República (8,75%)— (Gráfico 2).

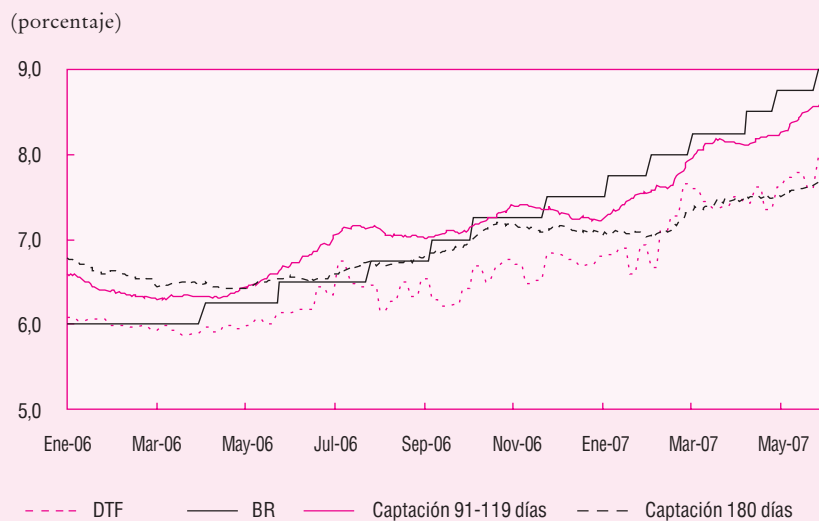
Las tasas de captación a mayores plazos y algunas activas registraron aumentos superiores; sin embargo, la tasa de interés de la cartera de consumo y de las tarjetas de crédito, las cuales tienen un impacto importante sobre la demanda agregada, tendieron a disminuir en este período (Gráfico 3).

La transmisión de los incrementos de las tasas de interés de intervención monetaria a las demás tasas de la economía y a la oferta de crédito ha estado afectada por la recomposición del portafolio de los bancos desde inversiones en TES hacia cartera, a lo que se suma un aumento de la preferencia por depósitos del sistema financiero. Todo ello ha tendido a aumentar los fondos de los bancos disponibles para otorgar crédito, y ha terminado estimulado la demanda interna mucho más de lo previsto.

El crecimiento de la demanda interna se ha acelerado desde mediados del año anterior, alcanzando tasas anuales del 9%. Aunque la expansión ha sido impulsada principalmente por inversión, desde mediados de 2006 también se observó una aceleración del consumo privado, que se habría mantenido durante el primer trimestre de

Gráfico 2

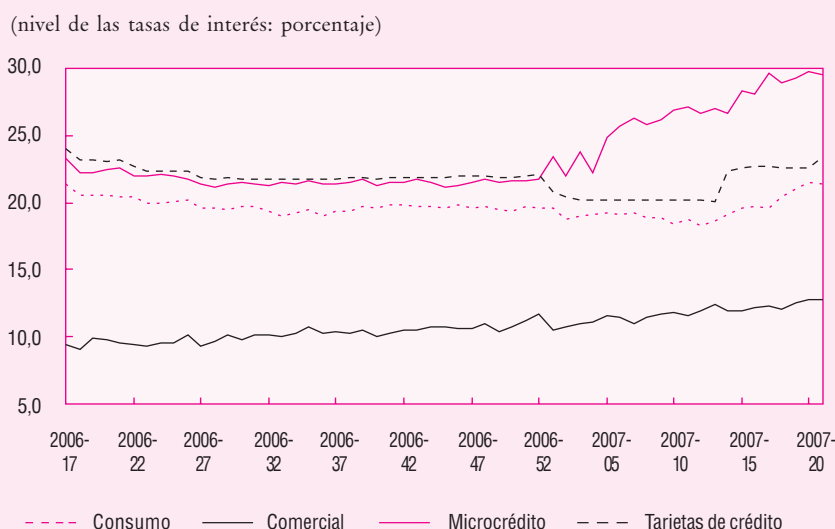
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA FRENTE A LAS TASAS DE CAPTACIÓN (PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 20)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE LA CARTERA CREDITICIA



Fuente: Banco de la República.

2007. Dicho crecimiento se encuentra por encima del ritmo de expansión potencial de la economía, el cual está generando presiones inflacionarias que podrían complicar el cumplimiento de las metas fijadas por el Banco de la República.

La lentitud con la que ha venido operando el mecanismo de transmisión de las tasas de intervención monetarias y la limitada reacción que se ha observado en el comportamiento de la cartera crediticia, señalaron la conveniencia de tomar medidas adicionales que complementaran y reforzaran los aumentos en las tasas de intervención. En este contexto, se tomó la decisión de establecer un encaje marginal para los pasivos sujetos a encaje,

con el fin de reducir la magnitud de los recursos de los bancos disponibles para otorgar crédito, y atenuar así la oferta crediticia. Posteriormente, la JDBR unificó el encaje ordinario y marginal de las cuentas corrientes y de ahorros, al considerar que estos activos financieros son sustitutos, ya que tienen características de liquidez similares. Se espera que la medida del encaje marginal modere el crecimiento de la oferta y de la demanda de crédito durante el segundo semestre del presente año.

Al mismo tiempo, la JDBR consideró necesario aplicar algunas medidas complementarias en el frente cambiario: la primera consistió en restablecer el depósito al endeudamiento externo, previsto

en la Resolución 08 de 2000; la segunda, en fijar un límite del 500% del patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario.

El depósito al endeudamiento externo está dirigido a frenar la entrada de capitales especulativos que resultan atraídos por el diferencial de tasas de interés y por los mejores factores fundamentales de la economía colombiana. La medida reduce el incentivo de sustituir crédito interno por externo, que se podría acentuar en tanto el mecanismo de transmisión sobre tasas de interés continúe operando, posiblemente ahora con mayor rapidez como consecuencia del encaje marginal. En este sentido, las dos medidas son complementarias.

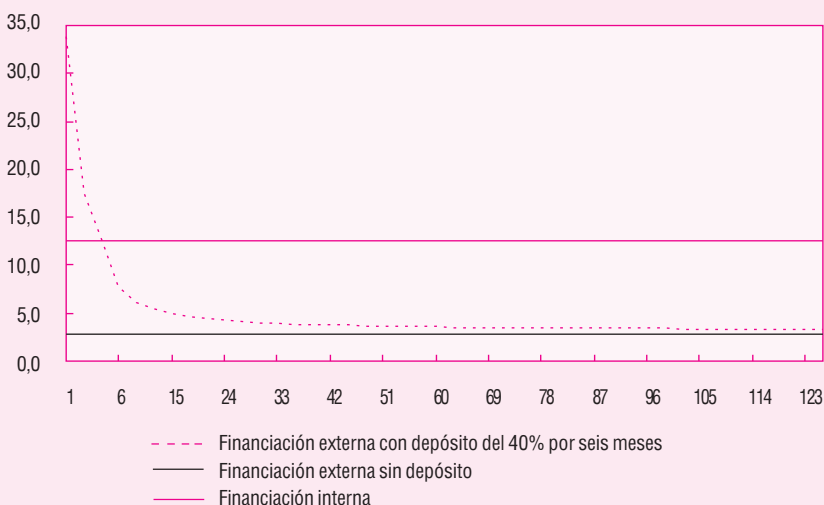
El depósito al endeudamiento externo está orientado a equiparar los costos de financiación internos y externos de créditos de corto plazo. El costo del depósito se reduce a medida que el plazo del crédito se incrementa, como se observa en la estimación presentada en el Gráfico 4.

El límite a las posiciones apalancadas de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) tiene como propósito reducir la probabilidad de riesgo sistémico y el riesgo de contraparte de algunos intermediarios, que tienen posiciones abiertas a futuro muy superiores al nivel de su patrimonio.

Gráfico 4

COSTOS DE FINANCIACIÓN

(tasa de interés nominal: porcentaje)



Fuente: cálculos del autor.

Posteriormente, el 23 de mayo el Gobierno nacional estableció un depósito a las inversiones de portafolio, en los mismos términos contemplados para las operaciones de endeudamiento externo, cuyo propósito es desincentivar la entrada de capitales especulativos, que podrían acentuar las presiones del tipo de cambio en momentos cuando el Banco de la República ha reducido la magnitud de su intervención en el mercado cambiario.

II. Medidas adoptadas

A. Encaje marginal

La Resolución Externa 03 de la JDBR (mayo 6) dispuso que los establecimientos de crédito deberán mantener un encaje marginal sobre el monto de cada una de las exigibilidades en moneda legal que exceda el nivel registrado el 7

de mayo de 2007. Posteriormente, la Resolución Externa 07 de la JDBR (junio 15) unificó el encaje ordinario y marginal de las cuentas corrientes y ahorros al considerar que estos activos financieros tienen características de liquidez similares (en el Cuadro 1 se resumen los niveles de encaje establecidos).

B. Depósito a las operaciones de endeudamiento externo

1. Depósitos por operaciones de endeudamiento externo

La Resolución Externa 02 de 2007 de la JDBR restableció el depósito al endeudamiento externo previsto en el artículo 26 de la Resolución 08 de 2000. El depósito se fijó por un monto equivalente al 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado (TRM)

vigente a la fecha de su constitución. El depósito denominado en moneda legal colombiana es no remunerado y el término para su redención es de seis meses.

La medida mantiene las siguientes excepciones contempladas en el régimen cambiario¹:

- Créditos en moneda extranjera (m/e) destinados a financiar la realización de inversiones colombianas en el exterior a que se refiere el Decreto 2080 de 2000, o las normas que lo modifiquen o adicionen².
- Créditos en m/e para atender gastos personales a través del sistema de tarjetas de crédito internacionales.

¹ Excepciones contenidas principalmente en el artículo 26, Resolución 08 de 2000.

² Resolución Externa 06 de 2007.

Cuadro 1
ENCAJE ORDINARIO Y MARGINAL
(porcentaje)

Tipo de exigibilidad en moneda legal	Encaje ordinario		Encaje marginal ^{a/}
	Antes de la Resolución 7 de 2007 ^{b/}	Resolución 7 de 2007	
Cuentas corrientes y exigibilidades similares	13,0	8,3	27,0
Cuentas de ahorro y exigibilidades similares	6,0	8,3	27,0
Certificados de depósito a término menores a 18 meses y exigibilidades similares	2,5	2,5	5,0

^{a/} La Resolución Externa 3 de 2007 de la JDBR había dispuesto un encaje marginal del 27% para las cuentas corrientes y exigibilidades similares, y del 12,5% para las cuentas de ahorro y exigibilidades similares.

^{b/} La Resolución Externa 7 de 2007 de la JDBR modificó la Resolución Externa 19 de 2000.

Fuente: Banco de la República.

- Créditos en m/e concedidos para financiar exportaciones con plazo inferior o igual a un año, concedidos por los intermediarios del mercado cambiario con cargo a los recursos de Bancoldex, hasta por un monto total de US\$550 millones, o su equivalente en otras monedas.
- Créditos concesionales, con componente de ayuda, otorgados por gobiernos extranjeros.
- Créditos externos concedidos para financiar el margen o garantía inicial y el margen o garantía de mantenimiento exigidos en las bolsas de futuros y opciones del exterior.
- Financiación en m/e obtenida por las entidades públicas de redescuento con el fin de otorgar préstamos a residentes.
- Créditos en m/e obtenidos por las entidades financieras en calidad de intermediarios del mercado cambiario para realizar actividades autorizadas³.
- Financiación para pagos anticipados de importaciones de bienes de capital, definidos en el artículo 84 de la Resolución 08 de 2000⁴.
- Los créditos otorgados a la Nación por entidades multilaterales de crédito, efectuados con cargo a recursos obtenidos en pesos en el mercado local de acuerdo con las disposiciones legales vigentes, no están sujetos a la constitución del depósito⁵.

Posteriormente, la Resolución 06 de 2007 especificó que en los procesos de fusiones, escisiones y adquisiciones empresariales en

virtud de las cuales un residente quede a cargo del cumplimiento de operaciones de endeudamiento en moneda extranjera que hubieran estado sujetas al depósito en Colombia, se deberá constituir el depósito en los términos que señale el Banco de la República. Así mismo, dicha resolución aclaró que las entidades del exterior autorizadas para otorgar avales y garantías a residentes deben ser entidades financieras y estableció las reglas para la constitución del depósito al endeudamiento externo cuando la operación avalada o garantizada no esté sujeta al mismo.

Cumplido el término del depósito, el beneficiario podrá solicitar su restitución por el 100% de su valor nominal, en moneda legal; no obstante, se podrá restituir antes de su vencimiento, al momento o con posterioridad a su constitución, con sujeción a los porcentajes de descuento que se señalan en la Circular Reglamentaria Externa DFV 113, asunto 44, o sus modificaciones (Cuadro 2).

En todos los casos, la restitución de los depósitos se hará por conducto de los intermediarios del mercado cambiario.

Cuadro 2

TABLA DE DESCUENTO PARA RESTITUCIÓN ANTICIPADA DE DEPÓSITOS POR ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Meses para el vencimiento	Porcentaje de descuento
Seis meses	9,40
Cinco meses	7,90
Cuatro meses	6,37
Tres meses	4,82
Dos meses	3,24
Un mes	1,63

Fuente: Circular Reglamentaria Externa DFV-113, asunto 44: Depósitos de operaciones de endeudamiento externo, Banco de la República.

³ Artículo 58, Resolución 08 de 2000.

⁴ El pago anticipado de importaciones podrá financiarse previa constitución del depósito de que trata el artículo 26 de la Resolución 08 de 2000.

⁵ Resolución 06 del 15 de junio 2007.

2. Depósitos por pagos anticipados y prefinanciación de exportaciones

De acuerdo con la Resolución 08 de 2000, las exportaciones podrán estar financiadas bajo dos modalidades: i) pago anticipado proveniente del comprador del exterior, y ii) prefinanciación de exportaciones en la forma de préstamos en moneda extranjera concedidos por los intermediarios del mercado cambiario o por entidades financieras del exterior.

- *Pagos anticipados:* las divisas recibidas de compradores extranjeros por concepto de futuras exportaciones de bienes, no constituyen una operación

de endeudamiento externo si la exportación se realiza en un plazo inferior a cuatro meses. En el evento que el plazo para realizar la exportación sea superior a cuatro meses, la financiación constituye una operación de endeudamiento externo sujeto a la constitución del depósito de que trata el artículo 26 de la Resolución 08 de 2000⁶.

- *Prefinanciación de exportaciones:* la Resolución Externa 02 de 2007 reestableció el depósito al endeudamiento externo concedido para prefinanciar exportaciones, previsto en el numeral 2 del artículo 16 de

la Resolución 08 de 2000. Este depósito se fijó por un monto equivalente al 11% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado vigente a la fecha de su constitución. El depósito es no remunerado y el término de su restitución es de doce meses.

El depósito estará denominado en dólares de los Estados Unidos de Norte América. A partir de la fecha de vencimiento del depósito, el exportador podrá, a través de un IMC, solicitar la devolución del monto total, el cual se liquidará utilizando la tasa representativa del mercado (TRM) vigente a la fecha del día de su vencimiento, incluso, si la restitución se solicita con posterioridad a la misma.

El exportador podrá solicitar la restitución anticipada del depósito en el evento que compruebe la realización de la exportación, la cual se liquidará con sujeción a los porcentajes de descuento que se señalan en la Circular Reglamentaria Externa DFV 113, asunto 44, o sus modificaciones (Cuadro 3).

En todos los casos la restitución de los depósitos se hará por conducto

Cuadro 3

TABLA DE DESCUENTO PARA RESTITUCIÓN ANTICIPADA DE DEPÓSITOS POR PREFINANCIACIÓN DE EXPORTACIONES

Meses para el vencimiento	Porcentaje de descuento
Doce meses	0,00
Once meses	0,00
Diez meses	0,00
Nueve meses	0,00
Ocho meses	0,00
Siete meses	0,00
Seis meses	5,72
Cinco meses	4,79
Cuatro meses	3,85
Tres meses	2,90
Dos meses	1,94
Un mes	0,98

Fuente: Circular Reglamentaria Externa DFV-113, asunto 44: Depósitos de operaciones de endeudamiento externo, Banco de la República.

⁶ El depósito deberá constituirse dentro de los cuatro meses siguientes a la fecha de canalización de las divisas, por el monto equivalente al 40% del valor del desembolso liquidado a la TRM vigente a la fecha de su constitución. El depósito no será remunerado y el término para su redención es de seis meses.

de los intermediarios del mercado cambiario.

3. *Inversiones no perfeccionadas*

De acuerdo con la Resolución 08 de 2000, cuando una inversión extranjera en Colombia no se haya perfeccionado, el giro al exterior del equivalente en moneda extranjera de las sumas en moneda legal, originadas en los reintegros de divisas efectuados con el fin de realizar inversiones extranjeras en Colombia, está sujeto al depósito de endeudamiento externo.

C. Límite cuantitativo a la posición bruta de apalancamiento

La posición bruta de apalancamiento se definió como la sumatoria de los derechos y obligaciones a término y a futuro denominados en

moneda extranjera; las operaciones de contado denominadas en moneda extranjera con cumplimiento entre uno y dos días bancarios, y la exposición cambiaria asociada con las contingencias adquiridas en la negociación de opciones y otros derivados sobre tipo de cambio.

A partir del 7 de mayo se impuso como límite superior de la posición bruta de apalancamiento (PBA) el 500% del patrimonio técnico de los intermediarios del mercado cambiario, mediante la Resolución Externa 04 de 2007. Los intermediarios que a la fecha de vigencia de la citada resolución superen el límite establecido de PBA no podrán incrementar dicha posición y, en todo caso, deberán ajustarse al mismo a más tardar el 4 de julio de 2007.

D. Depósito a las inversiones de portafolio

El 23 de mayo el Ministerio de Hacienda y Crédito Público estableció⁷ la constitución de un depósito no remunerado a la inversión de portafolio de capital del exterior equivalente al 40% del valor de la inversión.

El depósito se hace en moneda legal en el momento de la canalización de los recursos, y el término para su restitución será de seis meses. Al igual que el depósito al endeudamiento externo, puede restituirse antes de su vencimiento de acuerdo con los porcentajes de descuento que se presentan a continuación en el Cuadro 4. ■

⁷ Decreto 1801 de mayo 23 de 2007.

Cuadro 4

TABLA DE DESCUENTO PARA RESTITUCIÓN ANTICIPADA DE DEPÓSITOS POR INVERSIÓN DE PORTAFOLIO DE CAPITAL DEL EXTERIOR

Meses para el vencimiento	Porcentaje de descuento
Seis meses	9,40
Cinco meses	7,90
Cuatro meses	6,37
Tres meses	4,82
Dos meses	3,24
Un mes	1,63

Fuente: Circular Reglamentaria Externa DFV-113, asunto 44: Depósitos de operaciones de endeudamiento externo, Banco de la República.