

Operación con Las Reservas Internacionales Netas (RIN)
(Comentarios del Co-Director Sergio Clavijo;
Presentados en la Junta Directiva de Febrero 20 de 2004)

I. La Coyuntura Cambiaria y el Uso de las RIN

Después de haber adelantado los estudios solicitados por el Presidente de la República, según carta que enviara el Sr. Ministro de Hacienda a la Junta Directiva, el Banco de la República anunció, en Diciembre 19 de 2003, que existía un margen hasta de US\$500 millones en las RIN para posibles pre-pagos de la deuda externa colombiana por parte del gobierno nacional. Se concluyó entonces que, dado un nivel de RIN cercano a los US\$10,500 millones y una relación RIN/(Vencimientos a un año) en el rango 1,0-1,20, podría llegar a ser costoso desacumular RIN en montos mayores, dada la volatilidad sobre los flujos de capital hacia el país.

Con posterioridad a dicho anuncio y por razones de la evolución del dólar frente al Euro, se acentuó el proceso de apreciación del peso respecto al dólar y continuaron los inlfujos de capital a través de múltiples vías. Esto implicó pasar de devaluaciones nominales cercanas al 3% anual en Diciembre de 2003 a apreciaciones nominales del 6-8% anual en los meses de enero y febrero de 2004. Ante esta situación, la Junta decidió pasar a acumular RIN en un monto que totalizó US\$500 millones, llevando las RIN a un total cercano a los US\$11,000 millones.

A pesar de dichas compras por parte del Banco de la República (BR), la apreciación nominal ha continuado, ante lo cual se han tomado las siguientes medidas:

1. El gobierno anunció un cambio en su estrategia de financiamiento, conducente a buscar que la porción de la deuda externa se redujera del 60% al 50%, al tiempo que la interna se elevaba del 40% al 50%;
2. El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) implementó un sistema de “opciones” en el mercado cambiario de futuros, donde podrán convertirse compras

del mercado *non-delivery-forward* a compras efectivas, hasta por un monto de US\$2,200 millones, sistema que entró en operación en Febrero 17 de 2004;

3. Complementariamente, desde el 23 de enero de 2004, la Junta había ordenado al sistema financiero frenar su margen negativo en la posición propia de contado y adoptar las medidas del caso para que quedara en posición positiva a partir de marzo 31 de 2004. Esta medida implicará un incremento en la demanda neta de divisas por cerca de US\$260 millones durante este lapso.

Es en este contexto cambiario en el que el Gobierno ha ratificado su intención de comprarle directamente RIN al BR, por montos hasta de US\$500 millones, para pre-pagar deuda externa. Ante la falta de superávits fiscales por parte del Gobierno Central, este deberá incrementar entonces su endeudamiento interno en TES. Mas allá de la mecánica propia de la operación, cabe preguntarse sobre la conveniencia macroeconómica de adelantar dicha sustitución de deuda externa por interna a través de utilidades de las RIN, en momentos en que el mercado de TES que se tiene programado para el año podría terminar por saturarse.

II. Alternativas para el Uso de las RIN

Tal como lo expresé en la constancia que dejé en la Junta de diciembre 19 de 2003, en mi opinión niveles de reservas en el rango de US\$10,000 a US\$11,000 millones resultan adecuadas para mantener los indicadores de RIN/(Vencimientos a un año) en un rango apropiado de 1,0-1,20. En este sentido el BR ha hecho bien en aprovechar la caída de la cotización del peso de los meses de diciembre de 2003-enero de 2004 para apertrecharse para el segundo semestre de 2004, cuando bien podrían ocurrir reflujos de capitales hacia el exterior. Esto podría venir motivado por un regreso de dichos capitales hacia mejores mercados en los Estados Unidos o por eventuales problemas de deterioro fiscal en Brasil o Colombia, etc.

Sin embargo, el margen monetario para continuar acumulando RIN se ha prácticamente copado y fue así como durante los meses de enero-febrero se requirió esterilizar cerca de

\$430,000 millones a través de la venta de TES del portafolio del BR. La forma moderada en que se hicieron dichas ventas evitó un alza en las tasas de los TES, pero es evidente que el margen monetario para repetir este tipo de operaciones hacia el futuro luce bastante estrecho bajo las actuales circunstancias.

En este contexto existen al menos dos alternativas que estimo mas convenientes frente a la idea de ofrecerle directamente RIN al gobierno, ya que el gobierno tendría que salir a presionar el mercado de TES. La programación del año indica que no es claro el espacio existente para colocaciones adicionales de TES durante el segundo semestre y que la expansión monetaria a ritmos del 18-20% anual de la base y los medios de pago hacen totalmente inconveniente incrementar el dinero en circulación.

A. Utilidades del BR en Dólares. Una primera alternativa consistía en haberle entregado en dólares las utilidades que le corresponden al gobierno, tal como se había hecho en el 2003. La Junta anunció en Febrero 6 de 2004 que el BR le estaría girando pronto un monto equivalente a \$800,000 millones. De haberse hecho esa operación en dólares, las RIN habrían caído en cerca de US\$290 millones y el gobierno habría podido utilizar esos recursos para pre-pagar sus deudas externas, en momento y modo en que este lo estimara conveniente. Esa operación no solo era neutra desde el punto de vista monetario, sino que daba una señal de menor abundancia de dólares, lo cual hubiera podido ayudar a paliar la oleada de apreciación por la que atraviesa Latinoamérica. Infortunadamente, esos dineros se le solicitaron al BR fue en pesos y así se le giraron a la cuenta que tiene la Tesorería en el BR, en Febrero 13 de 2004.

De haberse operado en dólares y no en pesos se habría evitado el riesgo de tener que salir a presionar el mercado de TES, en momentos en que el mercado tiende a expandirse. No sobra señalar que los montos transados en el mercado secundario de TES se han elevado de forma significativa, pasando de volúmenes cercanos al billón de pesos al cierre de 2003 a volúmenes de 2 y 3 billones de pesos en enero-febrero del 2004. Bajo este escenario, el gobierno deberá ir evaluando con cautela sus necesidades de colocación adicionales durante el segundo semestre del 2004 y dentro de ellas decidir sobre las posibilidades de acelerar o

no la sustitución de deuda externa por interna. En todo este proceso jugará un papel crucial la convergencia de la inflación hacia la meta-rango del 5-6% que se ha fijado para el 2004.

B. Convocar a subastas para des-acumular dólares. Una segunda alternativa, una vez que se han entregado las utilidades al gobierno en pesos, consiste en que la Junta convoque a subastas para ofrecerle al mercado divisas en montos que podrían fluctuar entre los US\$300-500 millones. El gobierno participaría en ellas y podría hacerse a dichos recursos por vías del mercado, tal como lo ha hecho en otras ocasiones. A los niveles actuales de las RIN (bordeando los US\$11,000 millones), este procedimiento no alteraría el objetivo de lograr que la razón RIN/Amortizaciones se mantenga en niveles cercanos al 1,20. Bajo este esquema, el gobierno bien podría usar los \$800,000 millones de las utilidades que mantiene en caja para entrar a participar en las subastas y hacerse por las vías del mercado a dólares que están relativamente baratos.

La ventaja de este esquema es que se preservarían las reglas de transparencia cambiaria, que tantos elogios le han valido al BR en el mercado internacional y las cuales han mostrado sus bondades frente a las fluctuaciones del mercado. Por ejemplo, en Mexico o Brasil se usan las petroleras estatales para alterar el mercado cambiario cuando lo estiman pertinente, lo cual le resta transparencia al mercado de flotación y, en ocasiones, ha terminado afectando la trayectoria que sería consistente con las variables fundamentales de la economía.

Además, esta operación así planteada, sin presión adicional sobre el mercado de los TES por parte del gobierno, tendría la ventaja de apuntalar el actual proceso de des-inflación, el cual ya da luces de reducciones significativas en la inflación sin alimentos. En efecto, la llamada “inflación básica” se redujo a niveles cercanos al 6,5% al cierre de enero de 2004, después de haber fluctuado durante varios meses alrededor del 7%. En los meses venideros podría continuar reduciéndose, una vez se toman en cuenta efectos de una sola vez que ocurrieron en el 2003. Un manejo monetario adecuado a estas circunstancias, en momentos en que el BR ha finalizando su proceso de esterilización de las operaciones de compra de divisas de diciembre-enero, permitiría continuar acompañando el reciente proceso de

apreciación cambiaria con nuevas reducciones en las tasas de interés del Banco del República, una vez se vea despejado el panorama inflacionario.

Sin lugar a dudas, este panorama macroeconómico resulta mucho mas benéfico para apuntalar el crecimiento económico por encima del 4% en los años venideros que la alternativa que ha venido promoviendo el Congreso de reducir las RIN para pre-pagar deuda, en momentos en que la “mecánica financiera” indica que esto podría resultar contraproducente para la propia estabilidad de los mercados de deuda pública.

En síntesis, la propuesta de que el gobierno termine presionado el mercado de TES para comprarle dólares al BR puede dañar en términos macroeconómicos la actual tranquilidad que tienen estos mercados. Esta tranquilidad es la base de reducciones de la tasa de inflación y, por consiguiente, de las tasas de referencia del Banco de la República. En mi opinión y tal como tuve oportunidad de proponerlo en repetidas ocasiones al gobierno y a la Junta, el camino a seguir era la entrega de las utilidades al gobierno en dólares, por un monto cercano a los US\$290 millones, con lo cual el gobierno habría quedado en plena libertad para pre-pagar o canjear deuda, según su conveniencia.

Es por esta razón que expreso públicamente mi voto negativo a esta operación de entrega de dólares al gobierno por fuera de los mecanismos de subasta y en momentos en que se podría ver alterado el mercado de los TES al tener el gobierno que salir a colocar mas títulos de deuda pública interna.

Por último, me parece importante recalcar que se deben preservar los mecanismos de flotación cambiaria transparente, tanto para reforzar la credibilidad del Banco Central, como para resguardar su “independencia instrumental”. En esto radica el éxito del actual esquema de inflación objetivo, el cual ya nos ha asegurado inflaciones de un dígito durante el último lustro, con tendencias descendentes, donde la tasa de inversión ha repuntado a niveles del 16% y el crecimiento real se perfila hacia cifras superiores al 4%.