

---

# OPERACIÓN CON LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)

Comentarios de Sergio Clavijo,  
codirector del Banco de  
la República, en la sesión de 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 envió el señor 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 (m) en las RIN para posibles prepagos 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 m y una relación de RIN / (vencimientos a un año) en el rango de 1,0 a 1,20, podría llegar a ser costoso desacumular las 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 influjos de capital a través de múltiples vías. Esto implicó pasar de devaluaciones nominales cercanas al 3% anual en diciembre de 2003 a unas apreciaciones nominales del 6% al 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 m, llevando las RIN a un total cercano a los US\$11.000 m.

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 las compras del mercado *non delivery forward* a compras efectivas, hasta por un monto de US\$2.200 m, 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 m 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 m, para prepagar deuda externa. Ante la falta de superávit fiscales por parte del Gobierno Central, este deberá incrementar entonces su endeudamiento interno en TES. Más 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 utilización 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, diciembre 19 de 2003, en mi opinión, unos niveles de reservas en el rango de US\$10.000 m a US\$11.000 m resultan adecuados para mantener los indicadores de RIN / (vencimientos a un año) en un rango apropiado de 1,0 a 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 a 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 a febrero se requirió esterilizar cerca de \$430.000 m 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 más convenientes frente a la idea de ofrecerle directamente RIN al Gobierno, ya que éste 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% al 20% anual de la base y los medios de pago hacen totalmente inconveniente incrementar el dinero en circulación.

#### **A. Utilidades del Banco de la República en dólares**

Una primera alternativa consistía en haberle entregado en dólares las utilidades que le corresponden al Gobierno, tal como se había hecho en 2003. La Junta anunció en febrero 6 de 2004 que el Banco de la República le estaría girando pronto un monto equivalente a \$800.000 m. De haberse hecho esa operación en dólares, las RIN habrían caído en cerca de US\$290 m y el Gobierno habría podido utilizar esos recursos para prepagar 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 Banco en pesos y así se le giraron a la cuenta que tiene la Tesorería en el Banco de la República, 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 montos de dos y tres

billones de pesos en enero-febrero de 2004. Bajo este escenario, el Gobierno deberá ir evaluando con cautela sus necesidades de colocación adicionales durante el segundo semestre de 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% a 6% que se ha fijado para 2004.

#### **B. Convocar a subastas para desacumular dólares**

Una segunda alternativa, luego que se han entregado las utilidades en pesos al Gobierno, consiste en que la Junta convoque a subastas para ofrecerle al mercado unas divisas en montos que podrían fluctuar entre los US\$300-US\$500 m. 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 m), este procedimiento no alteraría el objetivo de lograr que la razón RIN / Amortizaciones se mantenga en niveles cercanos al 1,20. Con base en este esquema, el Gobierno bien podría usar los \$800.000 m de las utilidades que mantiene en caja para entrar a participar en las subastas y hacerse a dólares que están relativamente baratos por las vías del mercado.

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 México 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 desinflación, 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 tomen en cuenta efectos de una sola vez que ocurrieron en 2003. Un manejo monetario adecuado a estas circunstancias, en momentos en que el Banco de la República ha finalizado 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, luego que se vea despejado el panorama inflacionario.

Sin lugar a dudas, este panorama macroeconómico resulta mucho más 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 prepagar 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 presionando el mercado de TES para comprarle dólares al Banco de la República puede dañar en términos macroeconómicos la actual tranquilidad que tienen los 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 al Gobierno y a la Junta en repetidas ocasiones, el camino por seguir era la entrega de las utilidades al Gobierno en dólares, por un monto cercano a los US\$290 m, con lo cual, éste habría quedado en plena libertad para prepagar 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 más 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%.