
LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Comentarios del codirector Sergio Clavijo a raíz de la presentación del documento: “Análisis sobre el nivel adecuado de las reservas internacionales”, en la sesión de la Junta Directiva del 19 de diciembre de 2003*

I. LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

A pesar de la crisis política desatada por el fracaso del referendo en octubre de este año, la economía colombiana atraviesa por un buen momento. Las perspectivas de crecimiento están alrededor de 3% para 2003 y 3,5% para 2004, al tiempo que la tasa nacional de desempleo ha continuado reduciéndose hasta ubicarse en niveles cercanos al 13,5%.

La relación inversión total / PIB cerrará este año en cerca del 16%, frente al 12% de unos

años atrás. De continuar esta favorable tendencia, la tasa de inversión alcanzaría el 18% en 2004, con lo cual se consolidaría un potencial de crecimiento cercano al 4% anual, regresando así a nuestro potencial de los años sesenta y setenta. La aceleración del crecimiento en cerca de 1,5 puntos porcentuales en el último año ha permitido que la tasa de desempleo se reduzca en cerca de dos puntos porcentuales. Es evidente, sin embargo, que se requiere apuntalar este proceso a través de una mayor dinámica de nuestro comercio internacional, para lograr reducir el desempleo por debajo del 10%.

* El autor es codirector del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no comprometen ni al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

La extensión de beneficios arancelarios bilaterales, tipo Atpadea, y las perspectivas de acuerdos multilaterales, tipo Alca, nos hacen ser optimistas a este respecto.

Toda esta mayor actividad económica se ha logrado en un ambiente de creciente estabilidad macroeconómica. La inflación total ha tendido a converger hacia el 6% a lo largo de 2003, aunque la inflación sin alimentos se ha mantenido en niveles algo preocupantes, cercanos al 7%. Recientemente el Banco anunció que sus metas de inflación, tomando en consideración los ajustes esperados en los servicios públicos y eventualmente un alza del IVA, estarían nuevamente en el rango de 5% a 6% para 2004 y de 3,5 a 5,5% para 2005.

Gracias al control de la inflación y al registro de una devaluación promedio cercana al 15% a lo largo de 2003, la tasa de cambio real se ha devaluado en promedio cerca del 10% en este año y mantiene niveles altamente competitivos en términos históricos. Más aún, con relación a nuestros principales competidores (con los cuales no comerciamos directamente) en productos como flores, bananos y textiles, la tasa de cambio real es igualmente competitiva. Esta combinación de una tasa real competitiva y la recuperación de los mercados internacionales ha permitido moderar el déficit de la balanza de pagos, el cual se mantendrá alrededor del 2% del PIB en 2003 y 2004; todo esto, a pesar del grave colapso de la economía venezolana.

Como es bien sabido, la única fuente de preocupación grave sobre las perspectivas macroeconómicas proviene de la incertidumbre fiscal. Los últimos gobiernos han

hecho grandes esfuerzos por controlar los déficit fiscales y contener la creciente relación deuda pública bruta / PIB. No obstante, esta relación de deuda pública ha alcanzado niveles preocupantes, que bordean el 60% del PIB (equivalente a una relación neta del 50% del PIB, si se descuentan las deudas intragubernamentales).

Es claro que dichos esfuerzos fiscales han resultado insuficientes para generar, de forma sostenida, superávit primarios (antes del pago de intereses) del orden de 3% del PIB, que son los requeridos para evitar que dicha relación de endeudamiento continúe deteriorándose. Se requieren entonces esfuerzos de mayor tributación y menores gastos por el equivalente a cerca de 2% del PIB para solucionar los actuales desbalances fiscales, que son claramente de tipo estructural.

El Ejecutivo y el Congreso de Colombia vienen trabajando en esta línea y el país aguarda una solución satisfactoria al respecto para evitar el calvario por el que ha atravesado Argentina durante los años de 1999 a 2003. En el caso de este último país han cursado cuatro años de contracción económica (-19% real) y uno de recuperación (+7%), acumulando una contracción neta de -12% en su PIB real, producto de una cesación unilateral de pagos, con graves consecuencias en los años venideros. En el caso del Brasil, la estabilidad macroeconómica, las reformas fiscales estructurales (que le han permitido mantener superávit primarios de 3 a 4% del PIB) y los canjes voluntarios de la deuda, le han permitido enfrentar exitosamente sus desbalances fiscales, acumulando un crecimiento de +7% en el mismo período. Co-

lombia, entre tanto, ha acumulado un crecimiento de +4,5% real durante el período de 1999 a 2003.

II. EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL

El Banco de la República ha actuado de forma oportuna y decidida, en las materias de su competencia, cuando las circunstancias así lo han exigido. Un breve recuento y los frutos de dichas intervenciones recientes pueden sintetizarse, así:

- En agosto de 2002, el Banco apoyó oportunamente el mercado secundario de TES, en momentos críticos en que tanto este como el mercado primario se vieron afectados por una inusitada parálisis, proveniente de la incertidumbre generada por las crisis de la deuda pública de Argentina y la de Brasil.
- En enero de 2003, el Banco elevó en 1% sus tasas de referencia, en momentos críticos en que la tasa de inflación empezaba a elevarse por encima del 7% y el costo real de sus recursos continuaba siendo negativo. Estaba en juego no sólo el poder adquisitivo de la moneda, sino nuevamente todo el mercado de la deuda pública de los TES, dado que cerca del 50% de esta se encuentra contratada a tasa fija y con duración cercana a los tres años. Una mayor inflación, destruye la credibilidad en dicho mercado y, por supuesto, las perspectivas de financiamiento público local, cuyo costo marginal, además, requería reducirse por debajo del 9% real, como en efecto ha ocurrido a lo largo de 2003.
- En abril de 2003, el Banco elevó nuevamente sus tasas de referencia en otro 1%, al haber continuado las presiones inflacionarias, dejando prácticamente en cero el costo real de sus recursos. Estas presiones provenían fundamentalmente de ritmos elevados de devaluación nominal que bordeaban el 25% en promedio, por lo cual fue necesario complementar esta medida con un ofrecimiento al mercado de US\$200 millones (m) mensuales (hasta eventualmente completar una suma de US\$1.000 m). Gracias a esta acción decidida y a la credibilidad de la misma, amparada en un volumen adecuado de las reservas internacionales netas (RIN), el mercado tan solo ejerció opciones por US\$345 m en el período de abril a junio y modificó radicalmente a la baja sus expectativas de devaluación (hoy convergiendo al 15% de devaluación promedio) y sus expectativas de inflación (hoy convergiendo a una inflación cercana al 6%).
- De no haber sido por el nivel adecuado de las RIN que mantenía en ese momento el banco central, no hubiera sido posible recuperar la credibilidad del mercado de los TES y mantener bajo control las presiones inflacionarias. Los principales beneficiados con estas acciones han sido los asalariados (al mantener a raya la inflación de costos) y el propio gobierno, al abaratar el costo de su fondeo, con clara evidencia de una reducción a lo largo de toda la curva de TES a partir del mes de abril.
- En julio de 2003, el Banco contribuyó en las discusiones del presupuesto de 2004 y

nuevamente en noviembre, en los debates sobre la reforma al IVA, ayudando a identificar posibles faltantes fiscales de tipo estructural. En todas estas discusiones, el Banco ha puesto de presente su voluntad para asegurarle al gobierno un monto adecuado y una entrega oportuna de las utilidades que le corresponden, sin necesidad de alterar los criterios contables internacionales y prudentes que viene aplicando el Banco desde su creación. Más aún, cabe recordar que en febrero de 2003, el grueso de las utilidades de \$1,4 billones (b) correspondientes al ejercicio de 2002, se entregó directamente en dólares al gobierno (cerca de US\$260 m). Se estima que el ejercicio contable de 2003 arrojará utilidades cercanas a los \$700.000 m, tal como se tenía contemplado en el presupuesto. En mi opinión, el Banco bien podría entregarle el equivalente a dicha suma en divisas al gobierno en febrero de 2004, si así este lo requiriera, sin alterar los criterios de flotación cambiaria que tantos beneficios le ha traído al país durante los años de 1999 a 2003.

III. LAS ALTERNATIVAS Y SUS PELIGROS

El Banco de la República ha podido cumplir sus tareas constitucionales de controlar la inflación, en coordinación con los programas del gobierno tendientes a apoyar el crecimiento y el empleo, gracias a que ha tenido a mano los instrumentos requeridos para enfrentar un mundo volátil e incierto en materia de financiamiento externo, tanto público como privado.

Imaginemos por un momento que en la coyuntura reciente de febrero a junio de 2003 el Banco no hubiera contado con las RIN suficientes para haber intervenido en un mercado internacional que le era hostil a toda la región. De no haber tenido a mano el mecanismo de "opciones" para facilitarles a los importadores colombianos los recursos necesarios, el Banco se hubiera visto forzado a recargar sus acciones de política sobre la tasa de interés del mercado. Al haber tenido que elevar más de lo necesario sus tasas de referencia, la DTF habría sido de 4% a 5% real, en vez del 1% al 2% real, y ello podría haber abortado el proceso de recuperación crediticia y del sector real, y la caída del desempleo, la cual hoy reportamos con satisfacción.

Es entonces prudente y sano mantener una adecuada "independencia instrumental" por parte del Banco de la República, tal como lo estipula la Constitución de 1991. En particular, el actual arreglo de tasas flexibles de interés del Emisor, la flotación de la tasa de cambio y el mantenimiento de un nivel adecuado de las RIN son pilares indispensables para poder apuntalar la fase de crecimiento sostenido por la que ya atraviesa nuestra economía.

El llamado reciente del presidente de la República, según carta que dirigiera el Ministro de Hacienda a la Junta en noviembre 7 de 2003, para que "el Ministerio de Hacienda, con la colaboración del Banco de la República, encuentre la manera de invertir los eventuales excedentes de reservas internacionales, fiscalmente costosos" se inscribe, infortunadamente, en un marco de crisis

política. Esta situación ha desviado el debate hacia la “ingeniería financiera”, cuando es bien sabido que las soluciones estructurales exigen incrementar los ingresos tributarios por la vía de la renta y el IVA, además de continuar reduciendo los gastos operativos y de transferencias.

Cabe destacar que en materia de “ingeniería financiera” se ha venido actuando con acierto al haber logrado el gobierno “canjear” voluntariamente, durante el período de 2001 a 2003, cerca de \$12 b de la deuda interna (equivalentes a un 25% del total de los TES) y US\$2.125 m de la deuda externa (que representa cerca de un 33% de los vencimientos más cercanos).

Nótese que una operación que llegara a involucrar, digamos, US\$250 m de las RIN no tendría beneficios significativos respecto a este otro contexto favorable y probado de los canjes voluntarios de la deuda pública. Cifras superiores de reducción de las RIN las estimo claramente inconvenientes.

Más aún, todo esto resulta más grave cuando se tiene una alta probabilidad de que dicha reducción de las RIN termine provocando un costo neto adicional para el endeudamiento público y privado en los años venideros, en momentos en que las calificadoras de riesgo aguardan soluciones de tipo estructural que le eviten al país un encarecimiento de sus créditos.

Muchas de “las figuras financieras” que han sugerido diversos congresistas y analistas resultan, en mi opinión, totalmente contraproducentes, no solo en el corto plazo, sino

como un peligroso antecedente para futuras operaciones con las RIN. Por ejemplo, se ha planteado que una porción de las RIN se utilice para crear un “Fondo de Sustentación de la Deuda Soberana Externa”. Esto no solo está expresamente prohibido por la Ley 31 de 1992, sino que llevaría a serios problemas de transparencia internacional de nuestros “bonos *Yankees*”, lo cual rápidamente conduciría a un deterioro de toda la curva de dichos bonos soberanos. Ya se han tenido experiencias poco rentables para el país cuando han sido nuestras sociedades administradoras de fondos de pensiones (AFP) las que han intentado sustentar temporalmente las compras de nuevas emisiones (*underwriting*), o a través de fondos que actúan en el mercado secundario, los cuales también deben tener coberturas cambiarias mínimas de un 80%.

Una mejor alternativa en este frente es la de mantener la transparencia del manejo contable de las utilidades que anualmente le entrega el Emisor al gobierno, de tal manera que este las pueda solicitar en dólares, tal como se hizo en febrero de 2003. A partir de ese momento, las RIN estarían descendiendo en monto cercano a los US\$250 m y el gobierno tendría toda la libertad para disponer de ellas libremente, bien sea prepagando su deuda o apalancando, vía garantías, mayores recursos de endeudamiento, según su conveniencia.

El reinicio de una estrategia por parte del Banco de la República, desde finales de 2003, conducente a acumular RIN a través del esquema de opciones *put* se justifica plenamente como un mecanismo precautelativo. Se

trata entonces de, en el corto plazo, estar en capacidad de cubrir temporalmente con nuevas RIN la entrega que se haría de dichas utilidades en dólares al gobierno en febrero de 2004 y, estructuralmente, de buscar una relación RIN / (vencimientos de la deuda externa) más cercana a 1,20 que al 1,0 que se ha venido observando en años recientes, por las razones ampliamente discutidas en el documento técnico elaborado por el equipo económico del Banco de la República.

IV. CONCLUSIONES

El subliminal lema de “todos ponen” no tiene ningún sentido práctico ni político cuando existe una alta probabilidad de que el “aporte” de reducir las RIN por parte del Banco de la República, respecto de sus niveles actuales, redunde en un mayor costo para el endeudamiento público y/o en un desaprovisionamiento de liquidez externa que resultaría vital en momentos tan inciertos como

los que ya hemos experimentado a lo largo de 2003.

Por todas las anteriores razones, hago votos para que el debate nacional sobre la viabilidad de la deuda pública colombiana vuelva sobre el cauce de buscar soluciones de tipo estructural, al tiempo que el país mantiene su credibilidad en los mercados internacionales, como única forma para seguir por la senda del crecimiento sostenido.

En síntesis, una operación tendiente a reducir los actuales niveles de las RIN, los cuales juzgo como adecuados para las actuales circunstancias de fragilidad fiscal y de incertidumbre internacional, representaría riesgos para la solidez externa del país y para la operación misma de la política monetaria y cambiaria. Esto es especialmente cierto en una coyuntura como la actual, de cambiantes flujos de capital, donde la tasa de cambio no siempre puede absorber los choques de magnitudes considerables.