



Reservas internacionales:

APROVECHAR LA COYUNTURA PARA ACUMULAR

La apreciación que ha registrado el peso colombiano frente al dólar sigue dando de que hablar. Al cinco de marzo, la TRM se ha revaluado 3.69% y hoy en día se encuentra en niveles similares a los observados a mediados de 2002.

Las razones de este comportamiento son ampliamente conocidas y los esfuerzos de las autoridades por controlarlo han sido infructuosos, como se preveía.

Lo más conveniente ahora es dejar a un lado las medidas creativas del último tiempo, y volver a utilizar las herramientas que el banco central tiene a su disposición dentro de las reglas del juego establecidas.

Sin embargo, en esta oportunidad no queremos volver a llamar la atención sobre la revaluación y sus causas. Más bien, nos interesa resaltar la posibilidad que tiene el Banco de la República de aprovechar la coyuntura actual para ampliar su portafolio de reservas internacionales: están entrando importantes flujos de capital al país, las expectativas de inflación son favorables y existe demanda por los títulos de deuda del gobierno.

Nuestros cálculos indican que el banco central podría comprar más de US\$500 millones sin afectar para nada la meta de inflación y reservas adicionales, utilizando las herramientas de esterilización.

La lección de los noventa indica que en un mundo con volatilidad de flujos de capital, aumentar el portafolio de reservas es beneficioso, debido a que es precisamente en los momentos en que se presentan entradas de capitales a un país, en los que éste debe acumularlas. Ello le permitirá estar en una mejor posición para afrontar cualquier choque que se pueda presentar, o la reversión de estos flujos.

Por último, se presenta un breve análisis sobre la manera como algunos de los países de la región están utilizando las tasas de interés y las reservas internacionales para amortiguar el choque de la entrada de capitales, y de paso suavizar la caída del dólar.

Evidencia de una mayor oferta de divisas en los últimos meses

En las últimas semanas de 2003 y lo que va corrido de 2004, el peso se ha revaluado considerablemente – en el último trimestre cayó \$175 – al punto que en la actualidad la tasa de cambio representativa del mercado asciende a \$2.660 por dólar, nivel similar al observado en agosto de 2002.

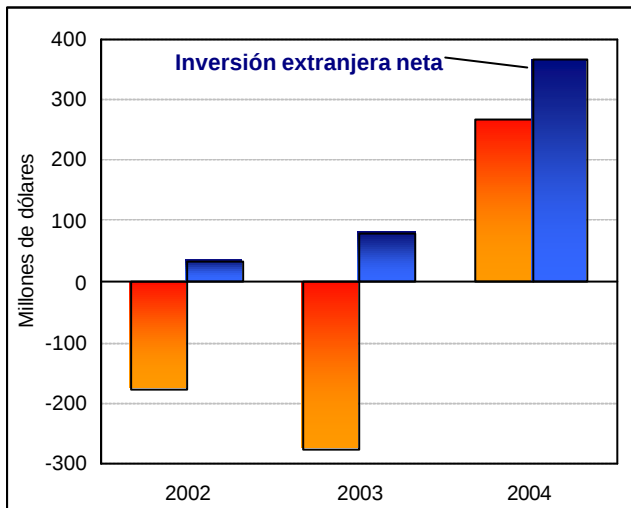
Las razones que explican este comportamiento han sido expuestas ampliamente por diferentes sectores de la economía, incluidos los gremios, el gobierno y el banco central, por lo que no son un misterio para nadie.¹

Además de la coyuntura internacional, destacamos entre otras razones la mayor rentabilidad de las inversiones en Colombia y el mejor desempeño de la economía en 2003, lo que ha tornado más atractivas las inversiones en el país y por ende se ha generado un flujo considerable de divisas hacia este. Esto se corrobora al revisar las cifras de balanza cambiaria para las primeras seis semanas del año, frente al mismo período de años anteriores.

Por un lado, el sector privado ha traído divisas por US\$267 millones entre el primero de enero y el 13 de febrero de este año, mientras que en 2003 estaban saliendo US\$278 millones, lo que implica una mayor entrada por US\$545 millones. Dentro de este flujo se destaca la inversión extranjera directa neta que ascendió a US\$367 millones, que comparados con los US\$80 millones que ingresaron en 2003, implica un aumento de US\$290.

¹ Para mayor información, consultar las ediciones 436, 440, 441 y 445 de La Semana Económica.

Gráfico 1
Inversión extranjera neta y movimiento neto de capital del sector privado



Fuente: Banco de la República

Adicional a esto, el ingreso de remesas y el crédito neto de la Tesorería General de la Nación, que contribuyeron en gran medida al comportamiento de la tasa de cambio durante 2003, continúan siendo fuentes importantes de divisas. De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria, el préstamo neto de la tesorería ascendió a US\$264 millones, al tiempo que las transferencias netas llegaron a US\$232 millones, en las primeras seis semanas del año.

Medidas adoptadas para “luchar” contra la revaluación

La revaluación ha generado angustias considerables tanto a los exportadores como al mismo gobierno, empezando por el propio presidente Uribe. Debido a ello, se adoptaron medidas que intentaron controlarla, a pesar de las recomendaciones de muchos analistas, que han resultado ser poco efectivas.

Inicialmente, el Banco de la República llevó a cabo tres subastas de opciones de acumulación por un total de US\$500 millones. Posteriormente, el emisor eliminó la posición propia de contado negativa, limitando la capacidad de los bancos

para ofrecer coberturas a inversionistas. Ello generó una mayor oferta y apreciación del peso.

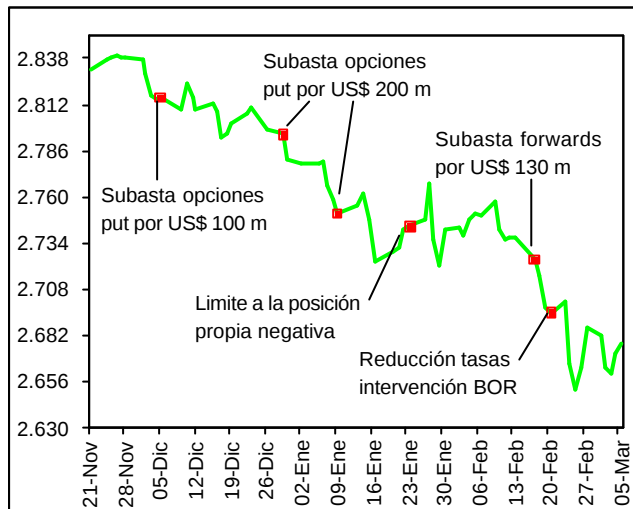
Al ver esto, el Ministerio de Hacienda decidió ser parte de la “solución del problema” y empezó a comprar dólares en el mercado spot. Sin embargo, su intervención fue muy tímida y por ende poco efectiva.

Posteriormente, el gobierno decidió comprar *forwards* y matar varios pájaros de un tiro: aspiraba frenar la revaluación, revivir el mercado de coberturas —el cual había desaparecido por la última decisión del emisor— y generar un ahorro fiscal, al adquirir dólares para cubrir el servicio de la deuda externa a un menor precio que el estipulado en el presupuesto de este año. Teniendo en cuenta lo anterior, se anunció la compra de US\$2.200 millones con este instrumento, de los cuales se adquirieron US\$130 millones el 17 de febrero.

Sin embargo, esto tampoco detuvo la caída del dólar, ya que la posición que las instituciones adquirieron con el gobierno, la cerraron con otros agentes del mercado que necesitaban garantizar un precio de venta de divisas. Por lo tanto, los dólares que se habían adquirido para respaldar los *forwards* comprados al gobierno, volvieron rápidamente al mercado.

Finalmente, el emisor tomó la decisión de reducir sus tasas de intervención monetaria con el propósito de atajar el diferencial cambiario existente. De esta forma, optó por una reducción de 25 puntos básicos, la cual, a pesar de ser una medida apropiada, se quedó corta y tampoco frenó la caída del dólar.

Gráfico 2
Evolución TRM y medidas del gobierno para
detener la revaluación



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos: Asobancaria

Importancia macroeconómica de la volatilidad en los flujos de capital

Colombia ya conoce el efecto de permitir una fuerte revaluación del peso. Entre 1992 y mediados de 1997 la tasa de cambio real cayó de manera continua, generando una pérdida de competitividad considerable de las exportaciones nacionales. Este comportamiento fue resultado de una fuerte entrada de capitales al país provenientes de una mayor inversión extranjera, los cuales no se pudieron esterilizar en su totalidad, una aceleración del endeudamiento público y privado en dólares, un crecimiento de las exportaciones, en especial de petróleo y una baja acumulación de reservas.

El comportamiento descrito anteriormente se revirtió después de la crisis asiática y la rusa, y que generaron una salida masiva de capitales del país en un período muy corto, presionando un incremento de la tasa de cambio. Ello encareció el servicio de la deuda externa pública y privada y contribuyó de forma determinante a la crisis económica que vivió el país al final de la década pasada. En especial, debido a que el emisor trató de contener la devaluación a través de mayores tasas de interés, generando una desaceleración de

la actividad económica. Si en ese entonces el emisor hubiera contado con una mejor posición en reservas internacionales habría podido mitigar apropiadamente el efecto de la salida de capitales.

En aras de evitar un proceso como el descrito anteriormente, el gobierno –en especial el Banco de la República– debe actuar y generar las condiciones macroeconómicas para evitar una mayor apreciación del peso, teniendo en cuenta que las condiciones que hoy están atrayendo fuertes capitales al país pueden cambiar en los próximos dos años.

En el corto plazo, es importante tener en cuenta que a medida que la reactivación económica en Estados Unidos se consolide, la Reserva Federal contará con razones para aumentar sus tasas de interés. Ello reduciría el diferencial que existe hoy en día a favor de las inversiones en Colombia, lo que generaría una salida brusca de capitales del país.

Estimaciones de la balanza de pagos para el año 2005, muestran que en ese año se va a presentar una menor oferta de divisas en el mercado cambiario, que inducirá a una devaluación promedio cercana al 8%. Por un lado, se prevé que la producción de petróleo, que es una de las principales fuentes de divisas del país, va a seguir cayendo. En ese mismo año, el gobierno tiene que realizar pagos de deuda externa por concepto de intereses y amortizaciones, por aproximadamente US\$4.400 millones. Esto, combinado con un posible deterioro del escenario fiscal, si se supone que no se aprueban una reforma tributaria y una al gasto público que ataquen los problemas estructurales de las finanzas públicas durante 2004, implica que este será un demandante importante de divisas en el mercado.

Por lo tanto, teniendo en cuenta el impacto que un cambio en la coyuntura cambiaria tendría sobre la economía es importante que el gobierno busque la forma de suavizar estos cambios en la tendencia del precio del dólar.

¿Por qué acumular reservas?

La decisión de acumular reservas internacionales está basada en diversas razones. Diferentes estudios han demostrado que la decisión de un país de mantener un acervo determinado de reservas internacionales está justificada, por la necesidad de contar con un grado adecuado de liquidez internacional que le permita enfrentar eventos imprevistos en los mercados externos. De igual manera, este tipo de inversiones permite reducir los costos de ajuste frente a desequilibrios externos, y garantizar la viabilidad del régimen cambiario.²

En un documento publicado por el Banco de la República en diciembre pasado³, se expusieron varias razones para mantener un nivel adecuado de reservas internacionales. En especial, el informe permite concluir que las reservas internacionales sirven para atenuar los efectos adversos que se pueden presentar en una economía, ya sea por un acelerado crecimiento de la deuda externa, por choques externos debido al deterioro de la situación de países vecinos, o una caída en el financiamiento de la cuenta corriente. Estos activos son fundamentales en el momento en que el emisor se vea obligado a intervenir los mercados, cuando su comportamiento ponga en peligro el cumplimiento de la meta de inflación.

En el caso colombiano, teniendo en cuenta las perspectivas de demanda de divisas en el año 2005, es importante que el emisor acumule un acervo adecuado de reservas internacionales, de tal suerte que esté en capacidad de intervenir los mercados y garantizar la estabilidad macroeconómica, o por lo menos suavizar los choques sobre la misma.

Debido a lo anterior, en la Asobancaria consideramos que el emisor debe emplear mecanismos que le permitan una mayor acumulación de reservas internacionales. Ello puede incluir el realizar una subasta de opciones put de acumula-

ción de reservas o intervención directa en el mercado. Con ello podrá reducir las presiones de revaluación que existen y aumentar el monto de este tipo de activos que tiene en su poder.

El impacto de la compra de reservas

La compra de reservas internacionales por parte del emisor tiene un amplio impacto sobre la economía. El más obvio es que se genera una mayor demanda por divisas, compensando la oferta que existe actualmente. Así mismo, aumenta la capacidad de respuesta del banco ante choques en la economía. Adicionalmente, esta operación implica una inyección de recursos al mercado, que de no ser esterilizados, presionan una reducción de las tasas de interés y un proceso inflacionario.

Esto último tiene a su vez dos impactos importantes. Por una parte, reduce el diferencial de rentabilidad que existe en la actualidad, mitigando el incentivo para traer capitales al país. Por otra, favorece la actividad económica, lo que es necesario teniendo en cuenta el dato de desempleo de enero.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que esta decisión de comprar reservas internacionales está estrechamente atada con la evolución de la tasa de inflación y el precio de los TES. Por una parte, para que el emisor pueda comprar divisas sin esterilizar –inyección neta de liquidez– la inflación debe estar cayendo, de tal suerte que la mayor oferta monetaria no genere un desbordamiento del nivel de precios. Por otra, si se opta por esterilizar los recursos adicionales entregados al público a través de una venta de TES, estos últimos deben estar en un nivel adecuado, de tal suerte que no se generen presiones sobre las tasas de los papeles.

Es precisamente por estos dos efectos que el emisor debe ser extremadamente cuidadoso si opta por comprar reservas internacionales para lograr los objetivos planteados anteriormente, sobretodo, si se tiene en cuenta que entre diciembre y enero, adquirió US\$500 millones a través de opciones put.

² Para mayor información, consultar las ediciones 435 de La Semana Económica.

³ Banco de la República. "Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales". Reportes del Emisor, diciembre de 2003.

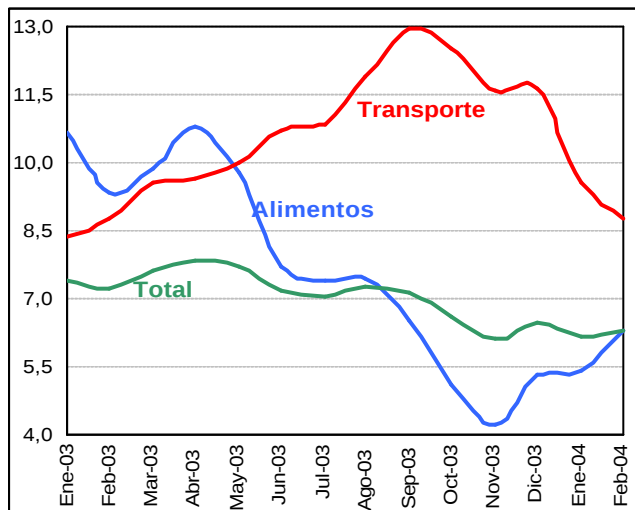
¿Cuántas reservas puede comprar el emisor?

Inflación

El comportamiento de la inflación en los primeros meses del año ha sido favorable. La acumulada en los últimos doce meses asciende a 6.28%, que muestra una reducción de 20 puntos porcentuales frente a la observada al finalizar 2003.

Gráfico 3

Inflación febrero (acum. anual)



Fuente: Dane

Adicionalmente, las proyecciones de inflación del Banco de la República, para el total del año muestran un resultado de la inflación cerca de un punto por debajo de la meta. Por lo tanto, se puede pensar que el Banco de la República cuenta con un cierto espacio para adquirir dólares sin necesidad de esterilizar y sin poner en juego el cumplimiento de la meta de inflación.

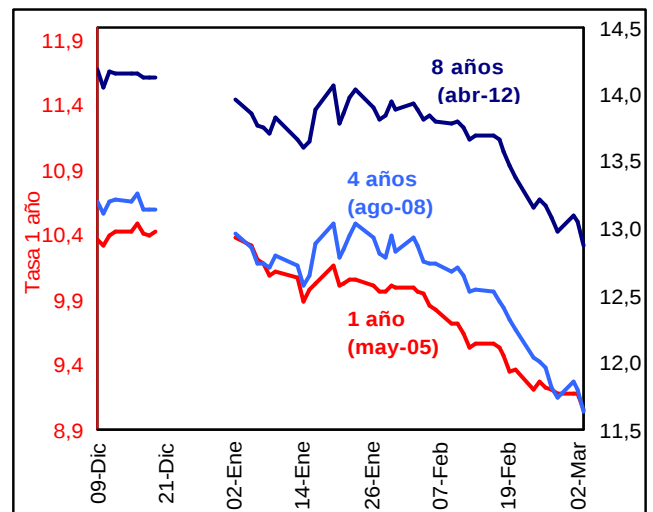
TES

El comportamiento de los TES también permite pensar que hay espacio para una compra de divisas por parte del Banco de la República. Las tasas de estos han caído por lo menos 150 puntos básicos en todos los plazos, desde el pasado mes de noviembre. Ello permite pensar que el emisor tendría espacio para esterilizar parte de

los recursos que inyecte en la economía, si decide realizar una compra de divisas, a través de una venta de TES.

Gráfico 4

Evolución tasas de TES (1, 4 y 8 años)



Fuente: Dirección General de Crédito Público

Un último factor que favorece una compra de dólares por parte del emisor, es el monto de expansión monetaria diaria neta que esta entidad viene realizando desde noviembre. En promedio, este valor ha ascendido a \$1.1 billones en el último trimestre. Ello implica que hay una fuerte demanda por pesos, que el emisor podría suplir sustituyendo repos de expansión monetaria por compra de divisas.

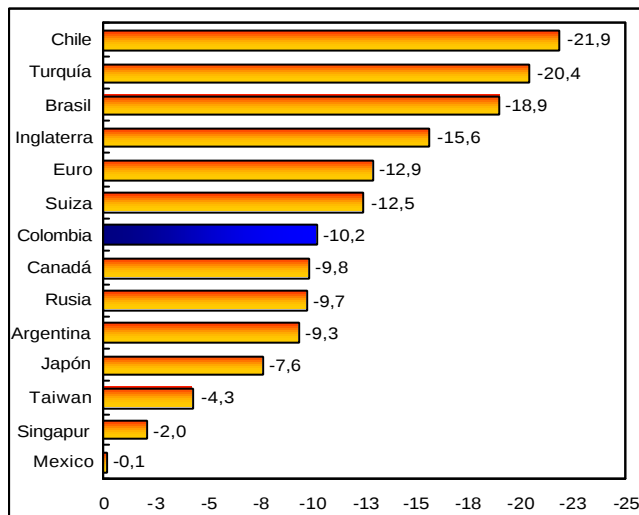
Teniendo en cuenta lo anterior, se puede estimar un monto de reservas internacionales que el emisor puede comprar sin generar presiones significativas sobre la inflación o el mercado de deuda pública⁴, y generando los beneficios descritos anteriormente. Este monto puede ser de US\$500 millones, sin necesidad de hacer esterilización, o un poco más si se decide esterilizar un porcentaje de lo que se compra.

⁴ El modelo utilizado tiene en cuenta los canales de transmisión de la tasa de cambio, la brecha del producto y las tasas de interés sobre los precios de la economía. Ver nota metodológica

Las políticas de otros países

La evolución reciente de la tasa de cambio en Colombia no es exclusiva de nuestro país. Por el contrario, muchos países del mundo registran revaluaciones iguales o aún mayores a la de nuestra moneda.

Gráfico 5
Devaluación / revaluación de otras monedas del mundo



Fuente: Pacific Exchange Rate Services. Cálculos: Asobancaria

En especial se destaca el caso de México, que ha sido uno de los países con la menor revaluación de su moneda en el último año. Para lograr esto —a pesar de la estrecha relación que existe entre los dos países— el banco central de esa nación optó por una política de bajas tasas de interés y una fuerte acumulación de reservas.

Es así como, la tasa Cetes a diferentes plazos, se redujo más de 300 puntos básicos entre enero de 2003 y el mismo mes de 2004. Adicionalmente, durante 2003, México acumuló reservas internacionales a una tasa promedio de 21%, lo que llevó a que éstas pasaran de US\$49 mil millones a US\$58.7 mil millones.

El caso de Chile es el opuesto. En el último año, la moneda de este país se ha apreciado 22%. Sin embargo, la reducción de sus tasas de interés

fue inferior a los 100 puntos básicos y acumuló reservas a una tasa inferior al 6% anual.

Sin embargo, en las últimas semanas, las tasas de interés se han reducido de forma considerable, al punto que entre enero y febrero las tasas de interés chilenas cayeron más que en todo 2003. El impacto sobre el mercado cambiario no se ha hecho esperar. De una apreciación de 24% registrada en enero se pasó a una de 17% al final de febrero.

El caso de Brasil es similar al de Chile, al presentarse una revaluación del tipo de cambio en el último año del 19%. Sin embargo, ese país también ha bajado sus tasas de interés repetidas veces desde mediados de 2003, siendo la reducción total en ese año superior a los 900 puntos básicos. De otra parte, también ha puesto en marcha una acumulación de reservas internacionales, las cuales crecen en la actualidad a una tasa superior al 30%.

Claramente, estas experiencias muestran que en un escenario de bajas tasas de interés internacionales y altos flujos de capitales hacia los países emergentes, los bancos centrales deben reducir sus tasas de interés y acumular reservas internacionales. Una política de este estilo hará posible mantener una tasa de cambio competitiva y mejorar la capacidad de una economía de responder ante choques que modifiquen la dirección de los flujos de capitales.

Conclusión

Ha llegado la hora de que las autoridades dejen de preocuparse por tratar de atajar los flujos de capital que está generando la revaluación del peso y analicen en cambio como aprovechar esta situación. No es conveniente seguir probando herramientas por fuera de las reglas del juego típicas, es mejor volver a la ortodoxia.

Ya un beneficio ha empezado a ser aprovechado por el gobierno: comprar de divisas para cubrir el servicio de la deuda externa, a un precio menor al presupuestado.

Ahora, lo que se debe hacer mientras dure esta coyuntura, es iniciar un proceso de acumulación de reservas que le de más espacio de acción

al emisor en caso de tener que afrontar cambios en la dirección de los flujos de capitales.

Igualmente, el momento es propicio para bajar las tasas de interés, teniendo en cuenta la tendencia que viene presentando la tasa de inflación. Ello no sólo ayudaría a apaciguar la revaluación sino que también permitiría una mayor actividad económica.

México ha sido ejemplo de esto. A través de bajas tasas de interés y una alta acumulación de reservas, ha logrado mantener su tasa de cambio casi estable en el último año, evitando todos los problemas que le puede generar la revaluación.

Brasil y Chile han empezado a seguir este ejemplo, y los efectos ya son notorios. Es hora que Colombia aproveche esta coyuntura y adquiera más herramientas para defender la estabilidad macroeconómica cuando sea necesario.

Nota metodológica

Para hacer esta estimación, se utilizó un modelo similar al de mecanismos de transmisión del Banco de la República. El punto de partida de la simulación es el último escenario básico publicado por el banco en su informe trimestral de inflación, en el que el resultado del crecimiento de los precios para el 2004 es de 4.7% acompañado de una revaluación promedio de 0.5%. Teniendo en cuenta esta información, y utilizando como instrumento complementario el modelo de la balanza de pagos, se estimaron los efectos directos e indirectos sobre el índice de precios al consumidor, de diferentes escenarios de compra de divisas. Los canales de transmisión de una adquisición de divisas por parte del emisor, sin utilizar mecanismos de esterilización son los siguientes: en primera instancia, la mayor demanda de divisas estimula una devaluación que se transmite a los precios vía mayores costos de bienes importados, utilizando para esto un supuesto de pass-through. Este fenómeno tiende a reprimir particularmente la demanda de importaciones de bienes de capital, lo que afecta negativamente la dinámica del producto. Por otra parte, el proceso de compra de divisas

sin esterilización implica una mayor inyección de recursos monetarios que presionan a la baja las tasas de interés. Esta situación estimula la demanda por concepto de bienes de consumo y de inversión y contrarresta el efecto negativo de la devaluación sobre el producto. En consecuencia, por efecto de un aumento en la demanda agregada se transmite indirectamente a los precios.