



Análisis de Caso

UNA DECISIÓN DE POLÍTICA ECONÓMICA

Por:

Ana María Sánchez Cortés

Gustavo Olmos Leguizamón

Hernán José Romero Rincón

Facultad de Economía y Finanzas

Los hechos

A mediados del año 2003, el presidente de la República de Colombia, Álvaro Uribe Vélez realizó ante los medios de comunicación una declaración, en la cual instaba al Banco de La República a "invertir los eventuales excedentes de las reservas internacionales, fiscalmente costosos, para lograr su mejor utilización económica y social", y adicionalmente, pedía se estudiara la posibilidad de utilizar parte de las reservas internacionales para prepagar deuda externa del país, entendiéndose que de la operación se podrían generar recursos excedentes, resultantes de la diferencia entre los intereses pagados por el gobierno a sus acreedores externos como cargo por el crédito, y los menores intereses que pagaría al Banco de La República por el costo de la financiación. Con el ánimo de formalizar la petición hecha por el Presidente Uribe, el 10 de septiembre de 2003, el Ministro de Hacienda Alberto Carrasquilla solicitó al Banco de La República adelantar un estudio técnico sobre la propuesta.

Ante la posibilidad que dejó abierta el presidente Uribe, los miembros de la Junta Directiva del Banco de La República, hicieron las debidas aclaraciones acerca de la importancia que representa para un país mantener un nivel óptimo de reservas internacionales, dado que constituyen una garantía de la capacidad que tiene una Nación para honrar sus obligaciones. Los representantes del Banco de La República alertaron sobre el riesgo que implicaba el hecho de que las reservas cayeran por debajo de un nivel que los prestamistas consideraban adecuado, debido a que ello, conduciría a un cierre de los mercados, y a un incremento en la prima de riesgo, que las agencias calificadoras percibirían como una mayor probabilidad de incumplimiento de los pagos por parte del país.

No transcurrió mucho tiempo para que expertos y no expertos en la materia dieran sus opiniones al respecto, las cuales en última instancia, estaban asociadas a alguna de las dos corrientes que en aquel momento se habían suscitado: de

una parte aquellos que se encontraban a favor de los argumentos del gobierno y de otra, los partidarios de no utilizar las reservas internacionales en lo que el presidente Uribe proponía, entre los cuales se encontraba buena parte de los miembros de la Junta Directiva. Entre tanto, la reevaluación del peso que se venía presentando en dicho momento, llevaba a que los perjudicados y beneficiados de tal coyuntura, se sumaran a la discusión y el debate pasara de castaño a oscuro.

El debate

El monto de las reservas internacionales a la fecha de la petición ascendía a US \$ 10.700 millones de dólares aproximadamente, de los cuales, el 80% se encontraba depositado en Bancos de alta seguridad en el exterior, obteniendo por ello el Banco de La República una tasa promedio de rendimiento del 3% anual por concepto de intereses sobre los depósitos.

Por su parte, el estado colombiano, pagaba los costos de financiación de una deuda en moneda extranjera equivalente a US\$23.228 millones, a una tasa promedio anual cercana al 9%.

Argumentos del Banco de la República

Asumiendo la responsabilidad ante la sociedad por la administración de las reservas internacionales, el Banco de La República expuso una serie de consideraciones en relación con las razones que justificaban el uso que tradicionalmente éste le había dado a las reservas.

En primer lugar, servir como un instrumento de defensa de la tasa de cambio, para lo cual, el Banco de La República define

unos límites de fluctuación para el precio de la moneda extranjera. Así, cuando el valor de la moneda extranjera excede dichos límites, el Banco puede vender o comprar reservas si fuere el caso, con el objeto de que la moneda nacional mantenga su valor en comparación con la moneda extranjera. Entre más reservas internacionales tenga un país, más respaldo existe para defender el valor de la moneda local. En cualquier caso, la moneda local se fortalece y no es tan vulnerable frente a variables que afecten su valor.

De otra parte, se debe tener en cuenta que un valor muy alto de la moneda local no es bueno; el Banco Central, en estos casos, puede optar por comprar monedas extranjeras buscando reducir la sobrevaloración, procurando mantener un precio de la moneda local que garantice la estabilidad económica del país y la competitividad de sus exportaciones.

Adicional a lo anotado anteriormente, los miembros de la Junta Directiva del Banco Central expusieron otros argumentos a favor de su posición:

- ♦ Porque el margen de acción del Banco de La República para invertir en activos de mayor riesgo no es independiente del nivel de reservas internacionales.
- ♦ Sólo los países que tienen niveles muy altos de reservas, especialmente los asiáticos y los petroleros, han comenzado en el pasado reciente a realizar inversiones riesgosas en el corto plazo como las acciones. Este no es el caso de Colombia.
- ♦ Para estar en posición de afrontar crisis externas.
- ♦ Hacer frente a un déficit insostenible en la cuenta corriente de la balanza de pagos.
- ♦ Aminorar el riesgo inherente a niveles de deuda externa de corto plazo crecientes.

- ♦ Estar en capacidad de intervenir cuando ocurra pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero, que eventualmente pueda generar fenómenos tales como corridas bancarias, y/o ataques a la moneda local.
- ♦ Mantener un colchón de seguridad para casos en los que el nivel y la tasa de crecimiento de la deuda pública sean insostenibles.

Argumentos del gobierno

En diversos diálogos con la prensa, el Presidente pidió al Banco de La República que tomara medidas de corrección cambiaria y abandonara la apatía con que venía tratando el tema, y esa especie de displicencia que denotaba cuando oficialmente manifestaba ante el Congreso de La República que no había nada más que hacer.

De acuerdo con declaraciones realizadas por partidarios del gobierno, la idea de que las Leyes del mercado gobiernan la cotización del dólar con sus famosos hilos invisibles, no era una posición correcta para aquel entonces, pues si el problema consistía en la abundancia del dólar barato, cuando paralelamente el país estaba hipotecado con una deuda pública grande y costosa, lo que debía imponerse era echar mano de los excedentes de dólares y prepagar las deudas más caras y más apremiantes. Con esa medida se rebajaría la oferta de la divisa americana, con lo cual se ajustaría la sobrevaloración del peso y se aliviaría la carga presupuestaria que significaban los intereses de una buena porción de la deuda externa.

Las acaloradas discusiones pusieron sobre la mesa incluso la conveniencia de que el manejo cambiario siguiera bajo la potestad del Banco de La República, y se llegó a plantear que eventualmente éste debía empezar a ejecutarse conjuntamente con el gobierno. "Eso de que los cambios

internacionales los maneje la Banca Central es, desde varios puntos de vista, un colombianismo, porque la Banca Central Alemana, de donde tomamos el modelo, no tiene esa facultad".

De acuerdo con el gobierno, los estudios realizados por el mismo Banco de La República sobre el nivel óptimo de reservas indicaban que había grandes sobrantes, y que junto con la política anunciada de seguir comprando dólares en el mercado, irían a crecer aún más los excedentes de reservas, y por lo tanto la posibilidad de hacer prepagos de deuda externa. "No se entiende que estemos reforzando unas reservas costosísimas para atender una presunta crisis del peso, cuando el que está realmente en dificultades no es el signo monetario colombiano, sino la divisa verde de los norteamericanos".

A lo anterior, se sumó un hecho nuevo de alguna importancia y fue que la Procuraduría, después de un estudio de muchos meses, reconoció que había una situación especial en el momento, bajo la cual se recomendaba atender esos giros al exterior. "Girar dinero al exterior para prepagar deuda, no es una medida excepcional sino que está de acuerdo con las funciones propias del Banco con respecto a las reservas; pues estas son, entre otras cosas, para atender los giros extranjeros en operaciones típicas de balanza".

Observaciones finales

Para finales del año 2005 el país experimentaba un inusitado proceso de acumulación de reservas internacionales, producto de una creciente afluencia de divisas al país, el cual se explicaba por un complejo número de fenómenos que concurrían en forma sincrónica, como las remesas de colombianos en el exterior, el mejor balance de la cuenta corriente, la afluencia de dineros del narcotráfico, el endeudamiento público y privado, los ingresos de capitales por concepto de inversión extranjera, las ventas de activos del sector público y otros que

probablemente el lector pueda conocer del comportamiento de la economía colombiana. Esto llevó a que nuestro país gozara de una febril bonanza de divisas y a que el nivel de reservas internacionales de Colombia fuese del orden de US\$15 mil millones.

A fin de ayudar en la configuración de una solución al presente caso de estudio se plantean las siguientes preguntas finales:

- ♦ ¿Existía para la fecha en la cual ocurrieron los hechos un excedente de reservas internacionales?
- ♦ En caso de existir tal excedente ¿Debía ser utilizado para hacer prepagos de la deuda externa?

ANEXO

Definición y Antecedentes

Las reservas internacionales son una cantidad determinada de recursos (generalmente divisas representadas en diferentes monedas y en oro) que los países poseen y que utilizan, principalmente, para cumplir con compromisos internacionales (amortización de la deuda externa y pago de intereses) y como medios de pago; es decir, como herramientas utilizadas y aceptadas por el mundo en general para realizar intercambios comerciales.

Para que la moneda de un país sea considerada como medio de pago debe tener un valor estable, el respaldo de una economía sólida y participar permanentemente en el comercio internacional. Las monedas de países como Estados Unidos (dólar) o Inglaterra (libra esterlina) cumplen los anteriores requisitos.

Las Reservas Internacionales en Colombia

En el caso de Colombia, las reservas internacionales le pertenecen al país pero están administradas por el Banco de La República por ser éste nuestro Banco Central. Al administrar las reservas internacionales, el Banco de La República debe tener en cuenta que éstas deben estar disponibles cuando sea necesario utilizarlas. Adicionalmente, deben ser líquidas, por lo tanto, aunque es importante buscar ganancias de las reservas, éstas deben ser administradas e invertidas con un criterio de bajo riesgo y de corto plazo (menor a un año y medio) que elimine la posibilidad de pérdida y garantice la liquidez.

Composición de las Reservas Internacionales en Colombia

Anteriormente, las reservas internacionales de los países, incluida Colombia, se encontraban invertidas, principalmente, en oro.

Actualmente, esta es la composición de las reservas internacionales de Colombia: El principal componente son las inversiones de corto plazo representadas en depósitos y títulos valores en el exterior. De estas inversiones, el 88,9% se compone de monedas extranjeras: 80% son dólares, 15% euros y 5% yenes. El 8,1% de las reservas internacionales colombianas se encuentra en el Fondo Monetario Internacional, y corresponde a inversiones en derechos especiales de giro (DEG) (medios de pago emitidos por el Fondo Monetario Internacional) y a las reservas del país en el FMI. El 2,7% está invertido en el Fondo Latinoamericano de Reservas. Un pequeño porcentaje (1,1%) en oro.

Reservas Internacionales Óptimas

Nivel de reservas que igualen, en el margen, los costos y beneficios. El análisis realizado por el Banco de La República sugiere que en Colombia los excesos de reservas internacionales, si los hay, son bajos. Solo si se supone un costo de crisis externa excepcionalmente bajo, o aumentos importantes en los "costos de oportunidad", puede concluirse que Colombia tiene "eventuales excedentes de reservas". Si se supone un costo de crisis externa equivalente a 5,5% del PIB en dólares se tendría para tal época un excedente de reservas de US \$500 millones y un nivel óptimo de casi US \$10.000 millones.

La Junta Directiva del Banco de La República a través de modelos de saldos de inventario, calcula un nivel óptimo de reservas, bajo los siguientes parámetros:

- (I) El costo de oportunidad de mantener reservas, medido como la diferencia entre el costo de la deuda externa y el rendimiento de las reservas internacionales, producto de las distintas alternativas en que puedan invertirse. y
- (II) El beneficio de mantener reservas, medido como la pérdida de producto que evita el país por tener un nivel

de reservas que hace a la economía más estable y menos vulnerable ante choques negativos.

El costo de oportunidad surge cuando los Bancos Centrales invierten en activos líquidos de bajo riesgo que tienen un rendimiento inferior al de otros usos alternativos.

Información Adicional del CID (Centro de Investigaciones para el Desarrollo de la Universidad Nacional de Colombia)

De acuerdo con apreciaciones técnicas del CID, el riesgo país de las economías emergentes ha disminuido.

Adicionalmente, se refieren a diversos estudios sobre el nivel adecuado de reservas en Colombia como el de Oliveros y Varela (1994), donde se concluye que en 1993, cuando había US\$8,1 mil millones de reservas, el nivel óptimo era de US\$4,6 mil millones. También citan un estudio de Carrasquilla, el actual Ministro de Hacienda, quien encontró que el nivel óptimo de reservas para 1993 oscilaba entre US\$2,7 mil millones y US\$3,7 mil millones, niveles notablemente inferiores a los de Oliveros y Varela.

Posteriormente agrega el estudio del CID que si con las estadísticas que manejó el Banco de La República, las cuales son citadas arriba, se hiciera un cálculo con base en la metodología utilizada por los mismos, el nivel óptimo de reservas difícilmente superaría los US\$7 mil millones.

Pero anota juiciosamente el centro de estudios de la Universidad Nacional que el Banco de la República no considera pertinente el procedimiento, porque según esta entidad, en el contexto actual de la economía, y de acuerdo con el panorama financiero internacional, sería mas adecuado tener en cuenta en vez del tradicional rubro de importaciones, (usualmente se ha considerado prudente tomar el 50% del valor de las importaciones en un año como cifra de nivel adecuado de reservas), las amortizaciones a corto plazo de la deuda y el spread. Procedimiento que el CID considera muy discutible,

porque si bien el valor de las amortizaciones informa sobre los compromisos externos del país, no desvirtúa el procedimiento que tiene en cuenta las importaciones, el cual ha sido un indicador más convencional. También señala que aunque el spread es una variable importante, el problema radica en la forma como se estima la probabilidad de que aumente y los costos de dicha variación.

Adicionalmente por considerarlo pertinente se cita textualmente el argumento del CID:

"Para calcular el "costo de oportunidad "de las reservas el Banco utiliza cifras ciertas. Y para estimar el "beneficio" de mantener reservas emplea cifras probables, que resultan de escenarios futuros muy inciertos. El costo de oportunidad de las reservas es negativo. En el 2003, el rendimiento anual promedio de las reservas fue 3,4%. Y el costo del endeudamiento, de los bonos de la deuda pública, fue de 7,4% (BR 2004, 15). La pérdida en el 2003 fue de 4%¹. Este dato que es cierto, y que lleva a poner en tela de juicio el manejo de las reservas, es contrarrestado con una estimación basada en escenarios inciertos. Desde el punto de vista metodológico el ejercicio es cuestionable, porque la naturaleza de los componentes de la relación es cualitativamente distinta. El Banco imagina diversos "costos de la crisis". El más alto, que sería equivalente al 100 % del PIB requeriría un nivel de reservas de US \$18 mil millones. Un costo de 5,5% del PIB, que el Banco escoge como el mejor escenario, es compatible con un monto de reservas de US \$10,1 mil millones. Y frente a las reservas existentes de US \$11,8 mil millones, el margen de maniobra es relativamente pequeño. Puesto que, en opinión del Banco los "beneficios" de mantener las reservas son superiores al "costo de oportunidad", el monto de las reservas no se debe tocar. Si acaso pueden utilizarse US\$500 millones. Esta conclusión es descorazonadora".

¹ La pérdida en los años anteriores fue 1,6 (2002), 4,3 (2001), 6,0 (2000), 9,7 (1999), 2,2 (1998), 6,1 (1997). Ver, Banco de la República (2004, 15). En otras palabras, la contratación de deuda externa cuando se tiene un monto alto de reservas es un mal negocio, ya que el monto de los intereses que se paga por los créditos es mayor que la rentabilidad que obtiene el Banco de la República cuando coloca sus reservas en los mercados internacionales.

"Como ya se dijo, si se volviera a la metodología de Oliveros y Varela (1994), habrían reservas disponibles para diversos usos. Uno de ellos podría ser el prepago de deuda externa. Al reducir la carga de los créditos, el Gobierno Central Nacional tendría mayor margen de maniobra y podría destinar los recursos liberados para el fortalecimiento de la producción y de la demanda interna. Esta apenas es una manera de utilizar las reservas para incentivar la recuperación de la economía. La pregunta de fondo es ¿Por qué -si el país continúa gozando de una enorme bonanza- no logra canalizar estos recursos a favor del desarrollo económico? Estos dineros deberían salir del circuito especulativo. Es fundamental que incentiven el espíritu de empresa y que contribuyan a fortalecer la industria y el empleo".

NOTA PEDAGÓGICA

Este caso que se presenta corresponde al ámbito macroeconómico de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal.

Con la realización de este trabajo se pretende contribuir a que los estudiantes de la unidad de estudio de Economía de los Negocios Internacionales de la carrera de Economía de la EAN, puedan utilizar las herramientas teóricas para el análisis de un hecho de coyuntura, que generó en su momento grandes debates y que colocó como actores a las dos principales cabezas de la dirección económica colombiana, como son la Junta Directiva del Banco de la República y el Ministerio de Hacienda.

Una vez el estudiante haya leído y discutido el caso, debe consolidar su comprensión de los desarrollos analíticos que ha aprendido y asimilado en forma teórica, porque en el presente documento encuentra un balance concreto de acciones de política monetaria y cambiaria que le competen al Banco de La República, junto con estrategias de política fiscal en cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Así mismo, podrá

organizar sus ideas sobre la forma como se aplica el modelo IS-LM-BP o Mundell - Fleming al análisis del sector externo, conjugando los equilibrios interno y externo de la economía, en presencia de instrumentos de política monetaria, cambiaria y fiscal.

El estudiante debe leer detenidamente los hechos que dan lugar a la temática, analizar los argumentos de las partes, que para el caso serían el Banco de La República, y el Gobierno Nacional, teniendo en cuenta los anexos, y finalmente pronunciarse ante la decisión del Banco de La República, frente a la solicitud de uso de las reservas internacionales para prepagar parte de la deuda externa, formulada por el Gobierno Nacional, la cual fue objeto de controversia.