

**SITUACION MACROECONOMICA COLOMBIANA Y RESERVAS  
INTERNACIONALES 1990-2005**

**DOTIS ANDREA GARCIA PAEZ**

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE OCCIDENTE  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONOMICAS  
PROGRAMA DE ECONOMIA  
SANTIAGO DE CALI  
2008**

**SITUACION MACROECONOMICA COLOMBIANA Y RESERVAS  
INTERNACIONALES 1990-2005**

**DOTIS ANDREA GARCIA PAEZ**

**Trabajo de grado para optar al titulo de Economista**

**Director  
AVELINO MARTINEZ SANDOVAL  
Economista**

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE OCCIDENTE  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONOMICAS  
PROGRAMA DE ECONOMIA  
SANTIAGO DE CALI  
2008**

**Nota de aceptación**

**Aprobado por el comité de grado en cumplimiento de los requisitos exigidos por la universidad autónoma de Occidente para optar al título de economista.**

**Eco. ANDRES EDUARDO RANGEL**

---

**Jurado**

**Eco. CARLOS IGNACIO CHAVEZ**

---

**Jurado**

**Santiago de Cali, 19 febrero de 2008**

## **AGRADECIMIENTOS**

Doy gracias a Dios por haberme permitido desarrollar este trabajo exitosamente y a todos los profesores que durante la carrera sembraron en mí la semilla del esfuerzo y la responsabilidad, con enseñanzas teóricas y prácticas.

## CONTENIDO

|  | Pág.      |
|--|-----------|
| <b>GLOSARIO</b>  |           |
| <b>RESUMEN</b>   |           |
| <b>INTRODUCCIÓN</b>  | <b>12</b> |
| <b>1. MARCO TEORICO</b>  | <b>13</b> |
| <b>1.1 TEORIA DE LA HACIENDA PÚBLICA CLASICA Y MODERNA</b>                 | <b>13</b> |
| <b>1.2 JOHN MAYNARD KEYNES</b>   | <b>14</b> |
| <b>1.3 TEORIA DE SALDO DE INVENTARIOS</b>                                  | <b>15</b> |
| <b>1.4 TEORIAS DEL NIVEL ÓPTIMO DE RESERVAS INTERNACIONALES DE UN PAIS</b> | <b>16</b> |
| <b>1.4.1 Nivel adecuado de reservas</b>                                    | <b>16</b> |
| <b>1.4.2 Nivel óptimo de reservas: modelos teóricos</b>                    | <b>16</b> |
| <b>1.5 RESERVAS INTERNACIONALES ÓPTIMAS EN COLOMBIA</b>                    | <b>24</b> |
| <b>1.5.1 Carrasquilla (1994)</b>   | <b>24</b> |
| <b>1.5.2 Oliveros y Varela (1994)</b>                                      | <b>24</b> |
| <b>1.5.3 Gerencia técnica del banco de la república (2003)</b>             | <b>24</b> |
| <b>1.5.4 nuevo enfoque metodológico por david fernando angarita</b>        | <b>25</b> |
| <b>2. ESTABILIDAD MACROECONOMICA</b>                                       | <b>27</b> |
| <b>2.1 PERIODO 1990-1994</b>   | <b>30</b> |
| <b>2.2 PERIODO 1995-1999</b>   | <b>31</b> |
| <b>2.3 PERIODO 2000-2005</b>   | <b>31</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>3. COMPORTAMIENTO MACROECONOMICO COLOMBIANO<br/>1990 – 2005</b>                                 | <b>32</b> |
| <b>3.1 PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)</b>  | <b>32</b> |
| <b>3.2 INFLACIÒN</b>   | <b>38</b> |
| <b>3.3 TASA DE CAMBIO</b>  | <b>40</b> |
| <b>3.4 CUENTA CORRIENTE</b>  | <b>43</b> |
| <b>3.5 SITUACION FISCAL</b>  | <b>47</b> |
| <b>4. RESERVAS INTERNACIONALES</b>   | <b>50</b> |
| <b>4.1 EVOLUCION Y COMPORTAMIENTO DE LAS RESERVAS<br/>INTERNACIONALES NETAS</b>                    | <b>54</b> |
| <b>4.2 INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES PARA<br/>COLOMBIA</b>                               | <b>60</b> |
| <b>4.2.1 Reservas/PIB</b>  | <b>63</b> |
| <b>4.2.2 Reservas/amortizaciones del año en curso o siguiente</b>                                  | <b>63</b> |
| <b>4.2.3 Reservas/servicio de la deuda externa total</b>   | <b>64</b> |
| <b>4.2.4 Reservas/ (amortizaciones+déficit en cuenta corriente)</b>                                | <b>65</b> |
| <b>4.3 INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES PARA<br/>COLOMBIA Y ALGUNOS PAISES DE LA REGION</b> | <b>66</b> |
| <b>5. CONCLUSIONES</b>   | <b>74</b> |
| <b>6. RECOMENDACIONES</b>  | <b>77</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA</b>  | <b>78</b> |
| <b>ANEXOS</b>  | <b>82</b> |

## LISTA DE TABLAS

|   | Pág.      |
|---|-----------|
| <b>Tabla 1. Indicadores seleccionados de la economía colombiana 1995, 1998,2005</b> | <b>15</b> |
| <b>Tabla 4. Indicadores de las reservas internacionales de Colombia</b>             | <b>47</b> |

## LISTA DE GRAFICOS

|   | Pág.      |
|---|-----------|
| <b>Grafico 1. Producto interno bruto (variación anual real)</b>                                 | <b>20</b> |
| <b>Grafico 2. Crecimiento anual del PIB en América latina</b>                                   | <b>23</b> |
| <b>Grafico 3. PIB observado y potencial en Colombia, 1975-2001<br/>(Pesos de 1975=100)</b>      | <b>24</b> |
| <b>Grafico 4. Relación entre flujos netos de capital y el PIB</b>                               | <b>25</b> |
| <b>Grafico 5. Inflación (variación porcentual)</b>  | <b>26</b> |
| <b>Grafico 6. Tasa de cambio nominal (pesos por dólar)</b>                                      | <b>28</b> |
| <b>Grafico 7. Índice de la tasa de cambio real (comercio total)</b>                             | <b>11</b> |
| <b>Grafico 8. Cuenta corriente</b>  | <b>30</b> |
| <b>Grafico 9. Ingresos por remesas de trabajadores</b>  | <b>32</b> |
| <b>Grafico 10. Flujos externos netos privados</b>   | <b>33</b> |
| <b>Grafico 11. Balance fiscal del SPNF y el gobierno nacional central<br/>(GNC)</b>             | <b>34</b> |
| <b>Grafico 12. Deuda bruta del SPNF</b>   | <b>35</b> |
| <b>Grafico 13. Saldo de las reservas internacionales</b>  | <b>42</b> |
| <b>Grafico 14. Variación de las reservas internacionales</b>                                    | <b>42</b> |
| <b>Grafico 15. Reservas internacionales/PIB Real</b>  | <b>48</b> |
| <b>Grafico 16. Reservas internacionales/Amortizaciones</b>                                      | <b>49</b> |
| <b>Grafico 17. Reservas internacionales/ Servicio de la deuda externa</b>                       | <b>50</b> |
| <b>Grafico 18. Reservas internacionales/ (Amortizaciones + Déficit en<br/>Cuenta corriente)</b> | <b>52</b> |



|   |           |
|---|-----------|
| <b>Grafico 19. Reservas internacionales/ PIB</b>  | <b>52</b> |
| <b>Grafico 20. Reservas internacionales como meses de importaciones<br/>De bienes</b>           | <b>53</b> |
| <b>Grafico 21. Reservas internacionales/Amortizaciones</b>                                      | <b>53</b> |
| <b>Grafico 22. Reservas internacionales/Servicio de la deuda externa</b>                        | <b>54</b> |
| <b>Grafico 23. Reservas internacionales/ (Amortizaciones + déficit<br/>En cuenta corriente)</b> | <b>55</b> |

## LISTA DE ANEXOS

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Anexo A. Crecimiento del PIB real miles de millones de pesos</b>            | <b>82</b> |
| <b>Anexo B. Balance fiscal del gobierno nacional central</b>                   | <b>82</b> |
| <b>Anexo C. Gobierno nacional central (miles de millones de pesos)</b>         | <b>83</b> |
| <b>Anexo D. Gobierno nacional central saldo deuda total</b>                    | <b>83</b> |
| <b>Anexo E. Sector publico no financiero déficit o superávit</b>               | <b>84</b> |
| <b>Anexo F. Deuda externa (% del PIB)</b>                                      | <b>84</b> |
| <b>Anexo G. Tasa de cambio de algunos países de América Latina</b>             | <b>85</b> |
| <b>Anexo H. Reservas internacionales brutas</b>                                | <b>85</b> |
| <b>Anexo I. Indicadores de sostenibilidad, solvencia y liquidez por plazos</b> | <b>86</b> |

## GLOSARIO

**BALANZA DE PAGOS:** cuenta del sector externo del sistema de Cuentas Nacionales, expresada en dólares, donde se registran las transacciones económicas de un país con el exterior. Entre estas se encuentran las transacciones de compra y venta de mercancías, los movimientos de capital y las transferencias. Además, sintetiza los cambios en la posición financiera de los residentes de un país frente a los no residentes. La Balanza de Pagos está compuesta por la Cuenta Corriente, por la Cuenta de Capitales, el movimiento en las Reservas Internacionales y un renglón donde se anotan los errores y omisiones.

**CUENTA CORRIENTE:** cuenta perteneciente a la Balanza de Pagos, donde se registran sistemáticamente la entrada y salida de divisas de un país con el exterior, por concepto de compra y venta de mercancías y servicios. Además, en ella se consignan las utilidades obtenidas de operaciones extranjeras, intereses y pagos de transferencia. La Cuenta Corriente está conformada por la Balanza Comercial, la Balanza de Servicios y las Transferencias.

**DÉFICIT FISCAL:** es el exceso de los egresos sobre los ingresos, ya sea, del sector público consolidado, del gobierno central o del sector público no financiero.

**ESTABILIDAD MACROECONÓMICA:** es un objetivo de política económica que consiste en reducir o minimizar las variaciones cíclicas en el nivel de actividad o producción económica, así como en restablecer el equilibrio interno y externo de la economía nacional.

**POLÍTICA ECONÓMICA:** es toda actuación del gobierno dirigida a influir en la trayectoria temporal de alguna variable económica, encaminada a corregir las fluctuaciones económicas (evitando tanto las recesiones como las expansiones excesivas), a fin de lograr un crecimiento sostenido y estable con un empleo de los recursos lo más próximo posible al pleno, evitando o corrigiendo aquellos desequilibrios (inflación, déficit público, déficit por cuenta corriente) que, si creen y se repiten en el tiempo pueden hacer imposible aquel crecimiento sostenido

**PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB):** valor total de la producción corriente de bienes y servicios finales dentro del territorio nacional durante un cierto período de tiempo, que por lo común es un trimestre o un año. El término "producción corriente" significa que no se cuenta la reventa de artículos que se produjeron en un período anterior. Los "bienes finales" excluyen el valor de las materias primas y los bienes intermedios que se utilizan como insumos para la producción de otros

bienes. Generalmente, este valor es expresado en una unidad monetaria

**PRODUCCIÓN REAL:** aquella que se calcula en forma monetaria tomando como base los precios de un período o un año, y refleja el incremento físico real de la producción una vez eliminada la variación o fluctuación de los precios. Generalmente, se utilizan los índices de precios para deflactar la producción nominal y volverla en términos reales, o a precios constantes.

**RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS:** son los activos externos a disposición de las autoridades monetarias para financiar o regular los desequilibrios de la Balanza de Pagos. Incluye, principalmente, el oro monetario, los Derechos Especiales de Giro (DEG), la posición en reserva ante el Fondo Monetario Internacional y el uso del crédito de esta institución (si lo hubiere), las divisas convertibles en caja, depósitos e inversiones del Banco Central en activos extranjeros y las partidas de aportes a instituciones monetarias internacionales

**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS AJUSTADAS:** son sólo los activos externos de Colombia en poder del Banco de la República, calculados bajo el concepto contable de caja.

**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS NO AJUSTADAS:** equivalen a las reservas internacionales brutas descontando los pasivos de corto plazo del Banco de la República.

## RESUMEN

En el presente documento, se presenta de una forma clara y concisa el comportamiento macroeconómico colombiano para 1990 a 2005, pasando por variables claves de la economía tales como PIB real, Inflación, Tasa de cambio, Cuenta corriente y déficit fiscal, mediante las cuales se observa si Colombia ha experimentado el tener un entorno económico menos previsible que dificulta la acumulación de los diferentes tipos de capital, ya que para que esta se de es necesario que una economía posea niveles de crecimiento económico sostenido para que los diferentes agentes racionales puedan tomar decisiones acertadas en cuanto a inversión y ahorro, de tal manera que mejore la productividad, la inversión extranjera directa y la confianza de los nacionales y extranjeros en dicho país. Para dicho fin se hará un recorrido por el ciclo económico que se dio en la década de los 90`s mirando de 1990-1994 y de 1995-1999, luego, también se analizara el inicio de un nuevo ciclo económico 2000-2005. Además se describe el comportamiento de las reservas internacionales colombianas en los que se hará claro si Colombia ha estado en la mayoría de los últimos quince años en estabilidad o inestabilidad. También es importante resaltar las reservas internacionales, pues son estas el seguro cualquier país frente a posibles choques externos, por eso se mira como esta Colombia en materia del manejo, y acumulación de las reservas, además se hará clara su posición de activos en el exterior a través de un comparativate los principales indicadores de reservas del país frente a los de otros países latinoamericanos como Chile, México, Brasil y Perú. Estos mostraran en parte la vulnerabilidad externa del país además de identificarse o no como apto para préstamos internacionales.

## INTRODUCCIÓN

A principios de la década de los noventa el país tuvo un cambio de mentalidad, reflejado en la nueva carta constitucional de 1991 y en su apertura económica. Todos los cambios que implicaba esta nueva ideología fueron realizados de manera rápida y muchas veces sin prever las consecuencias o los cambios complementarios que se harían necesarios. Fue así, como el país incursionó en una nueva ola de internacionalización que arrojaba resultados positivos siempre y cuando los ejecutores de las políticas económicas supieran pretejerse de los riesgos cambiarios y del contagio de las crisis extranjeras.

Por lo anteriormente mencionado, cabe expresar la importancia que tienen los gestores de la política económica y la responsabilidad que tienen todos los agentes de la economía para colaborar con estos; pues el propósito de las políticas económicas de cualquier país ya sean estas de carácter monetario, cambiario o fiscal deberían tener como principal objetivo antes que el crecimiento la estabilidad macroeconómica. Pues es esta la que permite crear una economía situada sobre bases sólidas y de esta manera facilitar las condiciones para el bienestar de los habitantes. Por esta razón este trabajo muestra la evolución de la economía colombiana durante el periodo de 1990 a 2005. Para tal fin la investigación, por ser un diseño documental hará uso de datos secundarios establecidos por el Banco de la República, el Departamento Administrativo Nacional de Estadística, el Departamento Nacional de Plantación, la Comisión Económica para América Latina y el Fondo Monetario Internacional.

El presente documento busca relatar el desarrollo de la economía durante quince años, dicho documento consta de cuatro secciones. La primera muestra el marco teórico en el que el documento se apoya, la segunda sección analiza los escenarios económicos de estabilidad o inestabilidad que ha tenido el país durante el periodo analizado. La tercera describe el comportamiento de las variables macroeconómicas: PIB real, tasa de inflación, tasa de cambio, cuenta corriente y déficit fiscal. La cuarta y última sección muestra la evolución de las reservas internacionales durante los últimos años.

Este estudio permitirá que el lector llegue a conclusiones propias respecto a cuán acertado han sido las decisiones que se han tomado para la economía del país. Además de concientizarse de la importancia que tienen las reservas internacionales para un país en un entorno globalizado.

## 1. MARCO TEORICO.

### TEORÍA DE LA HACIENDA PÚBLICA CLÁSICA Y MODERNA

Respecto a teorías macroeconómicas, es importante hacer una comparación entre las concepciones adoptadas por la hacienda pública clásica (HC) y la hacienda moderna (HM). La primera, consideraba que era objetivo del Estado, única y exclusivamente asignar de forma adecuada los recursos, mientras que la segunda, además de este objetivo, estableció otros tres: redistribución de la renta, estabilización de la economía y desarrollo económico.

Redistribuir la renta en cuanto a la hacienda moderna implica cambios cualitativos del estado, es decir puede alterar los impuestos y el gasto publico para redistribuir mejor los ingresos. Contrario a ello, la hacienda clásica plantea que los impuestos deben ser neutrales (no hay redistribución). Si se habla de estabilización económica la HC expone que existen unos estabilizadores automáticos y en épocas de recesion son efectivos. Entre estos, se encuentran la tasa de interés y la inflación. Para Keynes quien era representante de la HM estos estabilizadores operan en el largo plazo si es que llegan a darse. Pero según el en el largo plazo es demasiado tarde por que todos estaremos muertos, por lo cual propone aumentar el gasto publico en dos vías, inversión en obras publicas que contribúan para que la economía funcionara mejor o aumentar los gastos de funcionamiento.

Una de las principales características de los países de la región durante los años noventa ha sido la marcada volatilidad mostrada por los ciclos económicos, que ha afectado negativamente la capacidad de las economías para iniciar procesos de crecimiento sostenido. Esta dinámica ha debilitado la expansión y el fortalecimiento del sector productivo, puesto que uno de los principales requisitos para su desarrollo es un entorno económico estable que promueva la inversión en el sector real. La incertidumbre creada por la volatilidad dificulta las decisiones de ahorro e inversión y, por ende, la capacidad de incrementar la productividad, lo que está muy vinculado al ritmo de acumulación de los distintos tipos de capital<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Segunda parte: Macroeconomía Inversión y Desarrollo Sostenible [en línea]: Antecedentes Macroeconómicos. Bogotá DC: Comunidad Económica para América Latina y el Caribe, 2003. [Consultado 03 de marzo de 2007]. Disponible en Internet: [www.cepal.com](http://www.cepal.com).

Se observa entonces la gran importancia que tiene la estabilidad macroeconómica de un país y las reservas internacionales, si una nación no contara con las reservas y de repente su economía enfrenta un conflicto externo, los efectos serían catastróficos para la sociedad puesto que sería forzoso ejecutar un ajuste para que la economía tuviera menor capacidad de importar y así generar recursos para cubrir los intereses y montos de la deuda, además si esta economía cuenta con un régimen de tasa de cambio fija o semi-fija, se tendrían que implementar políticas para crear un superávit en la balanza de pagos a expensas de disminuir el gasto y el producto, así mismo si la economía cuenta con un tipo de cambio flexible una parte del ajuste se puede hacer por medio del tipo de cambio, sin embargo esto también termina teniendo efectos sobre el producto nacional.

No obstante, los países necesariamente deben propender por tener niveles óptimos de reservas internacionales logrando que el mantenimiento de estas no sea tan costoso pero a su vez tratando de mantener los beneficios de estas sobre la economía.

## **1.2 JOHN MAYNARD KEYNES**

La política económica puede resultar contraproducente si el diagnóstico de los problemas económicos es erróneo o si el diseño de la política que se aplica no es el adecuado para el problema que se pretende resolver. Por ejemplo, la política de empleo parte de una serie de supuestos sobre las causas del desempleo que se desconocían hasta que John Maynard Keynes afirmó que éstas radicaban en una insuficiencia de la demanda. La solución, a partir de este supuesto, consistía en aumentar el poder adquisitivo o, cuando el nivel de empleo se acercaba al pleno empleo, reducirlo. De igual forma, la política de control de la inflación depende de los supuestos que se establezcan sobre los factores causantes del aumento de los precios, y estos casos serán distintos según la hipótesis que se considere: de Milton Friedman, según la cual la inflación se debe a un crecimiento excesivo de la oferta monetaria, es decir, de la cantidad de dinero en circulación, o lo que es lo mismo, la hipótesis monetarista; o si la que se considera es la que defiende que la causa de la inflación es el exceso de demanda, el alto nivel de empleo o el elevado precio de las materias primas. Casi toda la teoría económica intenta demostrar las virtudes de la llamada “mano invisible” que dirige el funcionamiento de los mercados para después analizar los fallos del mercado y las medidas de política económica que pueden solucionar tales conflictos.



### 1.3 TEORIA DE SALDO DE INVENTARIOS

Según miguel Urrutia Montoya<sup>2</sup>, tradicionalmente, se han destacado dos enfoques distintos para determinar el nivel adecuado de reservas. El primero señala que debe existir un nivel de reservas internacionales que iguale los costos con los beneficios de mantenerlas. El segundo establece que, dada la interacción entre reservas y endeudamiento, el nivel adecuado debe también determinarse por la necesidad que tenga un país de obtener créditos externos en el futuro. En realidad estos dos enfoques son dos aspectos de la misma función que cumplen las reservas de ser un seguro para amortiguar los choques externos que enfrenta una economía como la colombiana.

De acuerdo con (Heller (1966), Hamada & Ueda (1977), Frenkel & Jovanovic (1981)). el problema de minimización del costo neto de mantener reservas en función del nivel de reservas que se escoja, usa la teoría de “saldo de inventarios” para determinar el tiempo y la cantidad en que deben acumularse las reservas, en función de las variables que determinan sus variaciones estocásticas en el tiempo.

Según Mora<sup>3</sup>, cuando el nivel de reservas llega a cierto punto mínimo, se generan ajustes en los precios relativos y en el gasto agregado de los bienes transables existentes en una economía, esto a su vez establece una nueva acumulación de reservas. De esta manera las autoridades económicas seleccionan un nivel de reservas que minimice el costo esperado de mantenerlas el cual a su vez es un promedio ponderado del costo del ajuste macroeconómico que debe producirse si las reservas alcanzan su límite inferior, y de su costo de oportunidad, si las reservas están por encima del límite mínimo.

### 1.4 TEORIAS DEL NIVEL ÓPTIMO DE RESERVAS INTERNACIONALES DE UN PAIS\*

**1.4.1 Nivel adecuado de reservas.** Los estudios sobre el nivel adecuado de reservas se enfocan en el monto de reservas que debe tener un país para alcanzar los estándares internacionales y atraer flujos de capital. Por ejemplo, que deben ser suficientes para cubrir al menos tres meses de importaciones.

---

<sup>2</sup> El Manejo Reciente de las Reservas Internacionales de Colombia [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2003. [Consultado 03 de marzo de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

<sup>3</sup> Ibíd., Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

\*Para ampliar el tema acerca de las teorías de nivel óptimo de reservas internacionales para un país, se puede ver la recopilación hecha por el profesor y magíster en economía de la universidad de los Andes David Fernando López Angarita, en el documento “Nivel de reservas internacionales y crisis cambiaria en Colombia”.

El “nivel adecuado” depende de las expectativas de los mercados sobre las condiciones de liquidez y solvencia de un país para atraer flujos internacionales de capital. En este tipo de análisis se evalúa la relación entre las reservas internacionales y otras variables macroeconómicas fundamentales.

En 1953, el FMI concluyó que a partir de estas relaciones no se puede deducir si las reservas son o no “adecuadas”, pues la falta de una metodología objetiva para medir ese nivel lleva a que los agentes se formen sus propias expectativas acerca del nivel que consideran “adecuado” (ver Wijnholds y Kapteyn, 2001). Así, el nivel adecuado depende de las creencias generalizadas de los mercados.

Los indicadores que hoy más se usan en los estudios empíricos del nivel adecuado de reservas son el de reservas/amortizaciones del año en curso o siguiente<sup>2</sup>; el de reservas/servicio de la deuda externa total (Sachs et al., 1996); el de reservas/ (amortizaciones + déficit en cuenta corriente) (GTBR, 2003) y el de reservas/importaciones (Urrutia, 2003). Los mercados internacionales observan con atención las características de cada país y sus indicadores, y se considera que cuando el indicador relevante es menor que 1 se debe encender una luz de alerta sobre la vulnerabilidad externa de esa economía (GTBR, 2003).

**1.4.2 Nivel óptimo de reservas: modelos teóricos.** El segundo enfoque metodológico para manejar las reservas internacionales identifica un nivel de reservas internacionales “óptimo” basándose en el análisis de los costos y beneficios de mantener un volumen determinado de reservas internacionales.

La decisión de las autoridades económicas sobre el monto apropiado de reservas internacionales debe tener en cuenta los costos y beneficios de mantener un determinado nivel. Así, la política del manejo de las reservas no solamente debe comparar el costo de oportunidad de las distintas alternativas en que puedan invertirse las reservas (como el consumo, la inversión o el pago de la deuda externa) sino el costo para la economía de quedarse sin ese nivel de reservas. Llevar las reservas a niveles que no permitan contar con una garantía para enfrentar choques externos tiene un gran costo económico y social y puede conducir a situaciones difíciles que cuestionen la propia viabilidad económica y política del país (JDBR, 2003b, 52).

Siguiendo estos lineamientos, los análisis se basan en tres pilares: el costo de ajuste de un desequilibrio externo, la probabilidad de ajuste, y el costo de mantener reservas internacionales.

Los modelos de reservas internacionales óptimas minimizan los costos esperados de mantener reservas y arrojan un nivel absoluto que, de mantenerse, evitaría los choques externos adversos a su balanza de pagos y minimizaría el sacrificio de recursos nacionales según el costo de oportunidad.

A continuación se presenta una síntesis de los trabajos más influyentes sobre reservas internacionales óptimas, destacando sus fortalezas y limitantes, como introducción conceptual al tema.

▪ **Heller.** Para Heller, a quien se considera el pionero de los trabajos sobre nivel óptimo, el costo de ajuste depende positivamente de la magnitud del desequilibrio externo en la balanza de pagos ( $\Delta B$ ), y negativamente de la propensión a importar ( $m$ ), de modo que un país con mayor apertura económica enfrenta menores costos de ajuste ( $C_a$ ), definidos como:

$$C_a = \frac{\Delta B}{m}$$

El costo de oportunidad  $C_o$  corresponde al diferencial  $r$  entre la tasa de retorno del capital invertido en la economía y la tasa de rendimiento de las reservas, multiplicado por el volumen total de reservas  $R$ :

$$C_o = r \cdot R$$

Derivando las dos ecuaciones anteriores, para encontrar los costos marginales del costo de ajuste  $MC_a$  y del costo de oportunidad  $MC_o$ , se obtiene:

$$MC_a = 1/m \quad \text{y} \quad MC_o = r$$

Para encontrar el nivel óptimo de reservas se comparan los costos marginales, igualando la pérdida total de ingreso por ajustarse a un desequilibrio marginal con el costo de mantener una unidad adicional de reservas. Puesto que el costo de oportunidad es un gasto en que se incurre con certeza, y el costo del ajuste depende de la probabilidad  $\pi_i$  de tener un déficit en balanza de pagos que requiera usar las reservas, se obtiene:

$$MC_o = \pi_i - MC_a,$$

$$\text{donde} \quad r = \pi_i / m \quad \text{y} \quad \pi_i = r - m$$

Heller considera que las reservas internacionales siguen un paseo aleatorio con un paso  $h$  y una probabilidad simétrica de  $(1/2)$  de que haya déficit o superávit. La probabilidad de que un país se ajuste (use un monto de reservas internacionales  $R_i$ ) está dada por la probabilidad de ocurrencia de  $i$  déficit consecutivos que terminen agotando sus reservas:

$$\Pr(R_i) = (1/2)^i$$

Un país que se queda sin reservas no tiene otra opción que ajustarse, y la probabilidad de quedarse sin reservas es idéntica a la probabilidad de ajustarse. Igualando ambas ecuaciones tenemos:

$$r \cdot m = \pi_i = \Pr(R_i) = (1/2)^i$$

Tomando logaritmos y resolviendo para i:

$$i = \frac{\log(r \cdot m)}{\log(0,5)}$$

Controlando por la intensidad (h) con la que los déficit disminuyen las reservas internacionales, se obtiene el monto de reservas óptimas:

$$R_{opt} = h \frac{\log(r \cdot m)}{\log(0,5)}$$

Heller propone un modelo coherente para calcular las reservas internacionales óptimas que relaciona tres aspectos fundamentales: el costo y la probabilidad del ajuste de un desequilibrio externo y el costo de las reservas internacionales. Su análisis centra la atención en la propensión a importar (m), el costo de oportunidad de las reservas (r) y la estabilidad de las cuentas internacionales (h).

Hamada y Ueda (1977) encuentran dos debilidades: i) cuando el cambio de las reservas internacionales sigue un paseo aleatorio, hay diversas formas de acumular déficit hasta agotar las reservas; este modelo sólo considera el caso en que los déficit consecutivos las reducen por completo; ii) el análisis del costo del ajuste concluye con el agotamiento de las reservas, pero la persistencia de déficit de balanza de pagos implica que el país debe seguir sacrificando ingreso nacional para recuperarse del choque externo. Este problema lleva a subestimar el costo del ajuste.

▪ **Hamada y Ueda.** Su trabajo se basa en 4 supuestos: el cambio de las reservas internacionales sigue un paseo aleatorio con un paso h y una probabilidad simétrica de (1/2) de tener un déficit o un superávit; el costo de oportunidad de mantener reservas es constante e igual a r; cuando las reservas llegan a cero, el país debe reducir sus gastos, sacrificando su ingreso nacional; y la transformación de reservas líquidas en activos ilíquidos no tiene costos implícitos.

El banco central establece un techo y un piso a la variación de las reservas internacionales para evitar que se agoten o se acumulen en exceso. Luego se asigna una función de probabilidad para el comportamiento de las reservas que siguen un paseo aleatorio dentro del rango establecido por las autoridades. Este

modelo da los siguientes resultados: el costo de oportunidad de las reservas es  $r(R/2)$ , la probabilidad de llegar al nivel mínimo de reservas es  $f(0) = 1/2(R-1)$  y el costo del ajuste es  $1/m$ . En la solución del modelo, el costo total esperado se minimiza así:

$$\text{Min EC} = r \cdot \frac{R}{2} + \frac{1}{2(R-1)} \cdot \frac{1}{m}$$

El nivel óptimo de reservas internacionales que depende del costo de oportunidad ( $r$ ), la propensión media a importar ( $m$ ) y la varianza de la balanza de pagos ( $h$ ) es, entonces:

$$R_{\text{opt}} = \left[ 1 + \frac{1}{(r \cdot m)^{1/2}} \right] \cdot h$$

Igual que en el modelo de Heller (1966), hay una relación inversa no lineal de la propensión media a importar y del costo de oportunidad con el nivel óptimo de reservas. En general, esta fórmula da mayores niveles de reservas óptimas que el modelo inicial.

Esta metodología tiene dos grandes limitaciones que comparte con el modelo de Heller (1966): i) al predeterminar el cambio de la cantidad de reservas a paseo aleatorio y a partir de éste derivar la probabilidad de quedarse sin reservas, se asigna una probabilidad que depende únicamente del rango  $R$ , ignorando la importancia de otras variables fundamentales en la especificación de esta probabilidad, y ii) en la actualidad, las economías enfrentan costos de agotamiento de reservas distintos de  $1/m$ .

▪ **Frenkel y Jovanovic.** Este modelo propone una relación positiva entre las reservas y las fluctuaciones de las transacciones internacionales, y negativa con la tasa de interés doméstica. El primer elemento que determina las reservas óptimas es el proceso estocástico que rige los ajustes internacionales, en el que los cambios en las reservas internacionales se representan como :

$$dR(t) = -\mu dt + \sigma dW(t),$$

donde  $\mu$  son los desequilibrios en la balanza de pagos,  $\sigma$  es la variación histórica de las reservas y  $W(t)$  es un proceso Wiener con media cero y varianza  $t$ .

Para el proceso Wiener, el cambio en las reservas en un pequeño intervalo de tiempo  $dt$  es una variable normal con media  $(-\mu t)$  y varianza  $(\sigma^2 t)$ :

$$R(t) \sim N(R_0 - \mu t, \sigma^2 t).$$

El costo de oportunidad ( $J_1$ ) en el periodo  $t$  es igual a  $rR_t$ , su valor presente es  $rR_t e^{-rt}$  y, como  $R_t$  es una variable aleatoria, también lo es el costo de oportunidad. Siendo  $h(R, t | R_0, 0)$  la probabilidad de que el nivel de reservas  $R_t$  no llegue a cero (el límite inferior), el valor presente del costo de oportunidad esperado hasta que sea necesario un ajuste es:

$$J_1(R_0) = r \int_0^{\infty} e^{-rt} \left[ \int_{R=0}^{\infty} R h(R, t | R_0, 0) dR \right] dt$$

Expresión que se puede resumir como:

$$J_1(R_0) = R_0 - (I - \alpha) \frac{\mu}{r}, \quad \text{donde} \quad \alpha = \exp \left\{ -\frac{R_0}{\sigma^2} \left[ \mu^2 + 2r\sigma^2 \right]^{1/2} - \mu \right\}$$

Para el costo de ajuste ( $J_2$ ), siendo  $G(R_0)$  el valor presente del costo total y  $f(R_0, t)$  la probabilidad de que las reservas se agoten en el período  $t$ , el valor presente del costo del ajuste en  $t$  es:

$$J_2(R_0) = \int_0^{\infty} e^{-rt} [C + G(R_0)] f(R_0, t) dt$$

Expresión que se puede resumir como:

$$J_2(R_0) = \alpha [C + G(R_0)]$$

El costo total esperado  $G(R_0)$  es la suma de los costos (5) y (6):

$$G(R_0) = R_0 - (I - \alpha) \frac{\mu}{r} + \alpha [C + G(R_0)] \quad \text{entonces} \quad G(R_0) = \frac{R_0 + \alpha C}{I - \alpha} - \frac{\mu}{r}$$

Luego se minimiza el costo total esperado con respecto a  $R_0$ , obteniendo la condición necesaria de optimización:

$$(I - \alpha) + (R_0 + C) \frac{\partial \alpha}{\partial R_0} = 0$$

Resolviendo para el nivel óptimo de reservas se encuentra:

$$R_0 = \sqrt{\left[ \frac{2C\sigma^2}{(\mu^2 + 2r\sigma^2)^{1/2} - \mu} \right]}$$

Manteniendo el supuesto de que, en promedio, la balanza de pagos está en equilibrio ( $\mu = 0$ ):

$$R_0 = \sqrt{\left[ \frac{2C\sigma^2}{(2r\sigma^2)^{1/2}} \right]}$$

Así, Frenkel y Jovanovic encuentran un nivel óptimo de reservas que depende del costo de ajuste  $C$ , la variación histórica de las reservas ( $\sigma$ ) y el costo de oportunidad de las reservas ( $r$ ).

Este modelo requiere tres supuestos que lo hacen inapropiado para las economías emergentes: supone un costo fijo de ajuste a los desequilibrios externos (la literatura empírica destaca la variación de estos costos que muestran un patrón desigual entre países y episodios); sugiere que los choques externos se instalan en las economías cuando las reservas se agotan por completo, y que la balanza de pagos de los países está equilibrada constantemente, lo que no se cumple en la mayoría de las economías emergentes.

▪ **Ben-Bassat y Gottlieb.** Uno de los mayores aportes de este trabajo es que elimina el supuesto de equilibrio constante de la balanza de pagos y se centra en los países que tienden a acumular déficit en cuenta corriente, como los países prestatarios. Su análisis introduce el concepto de cese de pagos internacionales en el costo y la probabilidad de quedarse sin reservas.

Para un país con eventuales déficit en cuenta corriente, el agotamiento de las reservas internacionales es una fuerte restricción para su política económica, y lo fuerza a ajustarse inmediatamente al desequilibrio externo. Para un país prestatario, el agotamiento de reservas tiene un impacto mayor pues indica una restricción de liquidez internacional que afecta su capacidad de pago, y puede llevar al cierre eventual de los mercados internacionales de capitales y al cese de pagos de la deuda externa.

En su modelo, el banco central minimiza los costos totales esperados ( $EC$ ), que dependen de la probabilidad ( $\pi$ ) y del costo económico de quedarse sin reservas ( $C_0$ ), y del costo de oportunidad de mantenerlas ( $C_1$ ):

$$EC = \pi C_0 + (1 - \pi) C_1.$$

El costo de oportunidad ( $C_1$ ) es la diferencia entre la tasa de interés del mercado doméstico ( $\rho$ , productividad marginal del capital nacional) y la tasa de rendimiento de las reservas ( $i$ ):

$$C_1 = r \cdot R, \quad \text{donde} \quad r = \rho - i$$

El costo de quedarse sin reservas ( $C_0$ ) es el costo en que incurre un país al solicitar una negociación de la deuda, y equivale a la suma de las diferencias entre el PIB potencial del país ( $Y_t^p$ ) y el PIB posterior al cese de pagos ( $Y_t$ ):

$$C_0 = \sum_{t=0}^n (Y_t^p - Y_t) \delta^t \quad \text{con } n = 6$$

Una vez calculado  $C_0$ , se hace una aproximación log-lineal que explica el costo del cese de pagos  $C_0$  en términos del índice de apertura comercial ( $m$ ) y el PIB ( $Y$ ), para 13 países que dejaron de pagar la deuda externa entre 1960 y 1982:

$$\log(C_0 / Y) = 3,07 + 0,55 \log(m) \quad \bar{R}^2 = 0,31$$

Esta especificación encuentra el costo de quedarse sin reservas a partir de la propensión media a importar y el PIB. Aunque se obtienen coeficientes significativos para la relación entre el costo del cese de pagos y la propensión media a importar, sólo explica el 31% de la varianza total  $\bar{R}^2$ , lo que indica una debilidad en este cálculo.

Respecto a la probabilidad de quedarse sin reservas  $\pi$ , Feder y Just (1977) y Edwards (1983) muestran que en un mercado perfecto de capitales, con prestamistas neutrales al riesgo que pueden escoger entre una tasa libre de riesgo ( $i$ ) y una tasa con riesgo ( $i_D$ ), se cumple la siguiente condición que representa la tasa adicional que se debe cobrar a las inversiones con riesgo:

$$\frac{\pi}{1 - \pi} = \frac{i_D - i}{1 + i}$$

□ es una medida de riesgo soberano que se estima mediante una función de probabilidad logística de la siguiente forma (Cox, 1970):

$$\pi = \frac{e^f}{1 + e^f}$$



Esta función fluctúa entre 0 y 1 y es suficientemente flexible para responder a las variaciones de  $f$ , el conjunto de variables que se relacionan con el riesgo soberano (Feder y Just, 1977): la liquidez externa (la razón de reservas a importaciones,  $R/M$ ), la solvencia internacional (la relación de deuda externa a exportaciones,  $D/X$ ), el nivel de exposición a los mercados internacionales (la propensión media a importar,  $m$ ) y una variable escalar (el nivel de ingreso,  $Y$ ).

$$f = \alpha_0 + \alpha_1 \log(R/M) + \alpha_2 e^{D/X} + \alpha_3 m + \alpha_4 Y$$

Tomando las últimas tres ecuaciones se obtiene la siguiente especificación para estimar las variables consignadas hasta ahora:

$$\frac{i_D - i}{1+i} = e^f, \quad \text{Entonces} \quad \log\left(\frac{i_D - i}{1+i}\right) = f$$

Y así,

$$\log\left(\frac{i_D - i}{1+i}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(R/M) + \alpha_2 e^{D/X} + \alpha_3 m + \alpha_4 Y$$

Debido a la endogeneidad de las variables, el modelo se estima mediante mínimos cuadrados de dos etapas (2SLS), utilizando el costo de oportunidad de las reservas como variable instrumental. La solución del modelo completo minimiza los costos esperados con respecto a  $R$ :

$$\text{Min } EC = \pi C_0 + (1-\pi) C_1 \quad \text{s.a} \quad W = R + AO$$

$W$  es la riqueza de la sociedad y  $OA$  son otros activos de la economía.

Como  $C_1 = r * R$ , se obtiene:

$$\frac{\partial EC}{\partial R} = \pi_R (C_0 - rR) + (1-\pi)r = 0$$

Y, así, el nivel óptimo de reservas internacionales es igual a:

$$R_{\text{opt}} = \frac{(1-\pi)}{\pi_R} + \frac{C_0}{r}$$

Ben-Bassat y Gottlieb proponen el enfoque de reservas óptimas más relevante para las economías prestatarias y hacen el aporte metodológico más instrumental y apropiado de la literatura especializada para las economías emergentes, entre ellas Colombia. Aunque se formuló hace más de diez años, tiene la ventaja de que

incorpora la experiencia empírica de las crisis de algunas regiones, con lo cual se obtiene un modelo más ajustado al pasado reciente y a la coyuntura actual.

## 1.5 RESERVAS INTERNACIONALES ÓPTIMAS EN COLOMBIA

En el país se destacan tres trabajos que adoptan el enfoque del modelo BG: Carrasquilla (1994), Oliveros y Varela (1994) y GTBR (2003).

**1.5.1 Carrasquilla.** Este trabajo emplea los resultados de Heller (1966) y Hamada y Ueda (1977), respectivamente:

$$R^* = \left[ \frac{\log[(\rho - i)m]}{\log \frac{1}{2}} \right] \sigma \quad R^* = \left[ 1 + \frac{1}{(\rho - i)m^{1/2}} \right] \sigma$$

Donde  $\sigma$  es una aproximación de la variabilidad de la balanza de pagos;  $i$  es la tasa de rendimiento de las reservas;  $\rho$  es la tasa de interés de otros activos; y  $m$  es la propensión media a importar.

Carrasquilla obtiene un rango de reservas internacionales óptimas que oscila entre 2.690 y 3.727 millones de dólares, rango que sugiere un excedente de 3.500 a 5.000 millones de dólares para el nivel de reservas que tenía Colombia en 1993.

Las limitaciones de los modelos de Heller (1966) y Hamada y Ueda (1977) cuestionan estos resultados, pues suponen equilibrio constante en la balanza de pagos, predeterminan el comportamiento de las reservas internacionales a paseo aleatorio, y suponen un costo de quedarse sin reservas equivalente a la relación  $1/m$ .

**1.5.2 Oliveros y varela.** Este trabajo adapta el modelo de BG al caso colombiano. Una de sus limitaciones es que utiliza una especificación que sólo explica el 31% de la varianza total en la estimación del costo del cese de pagos.

Los autores encuentran un nivel óptimo de reservas internacionales de 4.660 millones de dólares para 1993, mayor que el que calculó Carrasquilla, que sugería un excedente de reservas de 3.469 millones de dólares.

**1.5.3 Gerencia técnica del banco de la república.** Este trabajo propone un cambio de enfoque del modelo BG: los choques externos que sufre el país se traducen en crisis económicas y no en cese de pagos de la deuda. Se mantiene el énfasis en los países prestatarios, que acumulan déficit en su balanza de pagos. Y se usa el término “crisis económicas”, definido de manera muy amplia que incluye distintos tipos de crisis. El problema de identificar el tipo exacto de crisis que

enfrenta un país con la caída de sus reservas internacionales es una limitación del modelo.

Siguiendo a BG en el cálculo de la probabilidad de crisis económica mediante una función  $f$  de variables que inciden en la gestación de crisis, se prueban dos tipos de enfoques. El que proponen Oliveros y Valera (1994), cuya función caracteriza el papel de los choques sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos:

$$f = \alpha_0 + \alpha_1 \log(R/M) + \alpha_2 e^{D/X} + \alpha_3 m + \alpha_4 Y$$

El segundo destaca el papel de los choques en la cuenta de capitales de la balanza de pagos:

$$f = \alpha_0 + \alpha_1 \log(R/A) + \alpha_2 e^{D/X} + \alpha_3 m + \alpha_4 \log(\text{Spread})$$

Donde  $A$  son las amortizaciones de corto plazo de la deuda externa y  $\text{Spread}$  es el coeficiente de riesgo de las economías emergentes (EMBI+), que representa la posibilidad de “contagio” de nuestra economía.

El intento de replicar el enfoque de Oliveros y Varela pierde relevancia estadística en la actualización de los datos, y por ello se prefiere el segundo. A pesar de que se menciona un cálculo rápido para cuantificar el impacto de la crisis económica de 1999, 7,2 puntos del PIB, el modelo empírico se estima suponiendo que el costo de las crisis económicas es del 5,5% del PIB, sin justificar su origen.

Los resultados arrojan un nivel óptimo de reservas de 10.101 millones de dólares, lo que sugiere un exceso de reservas relativamente pequeño en comparación con los trabajos anteriores, equivalente a 500 millones de dólares a finales de 2003.

Luego de revisar los modelos de nivel óptimo y sus aplicaciones al caso colombiano, la siguiente sección presenta un nuevo enfoque que busca superar las debilidades y promover este tipo de análisis.

**1.5.4 nuevo enfoque metodológico por david fernando angarita.** Se recurre a la metodología original de saldos de inventario que propuso Héller (1966), la cual ha logrado gran acogida en este tipo de trabajos. El análisis se basa en las economías emergentes, las mayores prestatarias de capitales del mercado internacional, que acumulan déficit en su balanza de pagos.

Esta propuesta identifica el tipo de crisis económica que afecta a un país cuando enfrenta una situación de escasez de reservas internacionales, debido a que la probabilidad de quedarse sin reservas y sus costos asociados dependen del tipo y las condiciones de la crisis. Se presenta una nueva manera de calcular sus costos,

teniendo en cuenta la experiencia histórica de las economías emergentes, y un enfoque distinto de los tradicionales para estimar las variables que inciden en la probabilidad de crisis, recurriendo a los más recientes estudios de Sistemas de Alerta Temprana (EWS en inglés) que buscan estandarizar este tipo de variables en las economías emergentes.

## 2. ESTABILIDAD MACROECONOMICA.

**Tabla 1. Indicadores seleccionados de la economía Colombiana 1995,1998,2005**

INDICADORES SELECCIONADOS DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA  
1995,1998, 2005

|  | 1995  | 1998  | 2005  |
|--|-------|-------|-------|
| PIB (Crecimiento porcentual real)                  | 5,2   | 0,6   | 5,1   |
| Inflación (%)                                      | 19,5  | 16,7  | 4,9   |
| Balance cuenta corriente (% PIB)                   | (4,9) | (4,9) | (1,6) |
| Grado de apertura ((X + M)/PIB) (%)                | 36,1  | 37,9  | 42,9  |
| Exportaciones/PIB (%)                              | 14,8  | 16,9  | 19,8  |
| Importaciones/PIB (%)                              | 21,3  | 21,8  | 23,5  |
| Reservas internacionales netas (RIN)/PIB (%)       | 9,9   | 9,6   | 12,0  |
| RIN/deuda externa total (%)                        | 32,1  | 23,8  | 39,0  |
| RIN/deuda externa corto plazo (%)                  | 153,3 | 219,7 | 249,7 |
| Deuda externa total/PIB (%)                        | 30,8  | 40,3  | 30,9  |
| Servicio de la deuda externa/exportaciones (%)     | 75,2  | 85,1  | 66,1  |
| Balance SPNF/PIB (%)                               | (0,3) | (3,7) | (0,3) |
| Balance GNC/PIB (%)                                | (3,1) | (5,3) | (4,8) |
| Deuda pública total GNC/PIB (%)                    | 13,7  | 22,2  | 49,8  |
| Tasa de desempleo (siete ciudades)                 | 7,9   | 14,1  | 13,6  |
| Indicador de pobreza (% de la población total)     | 49,5  | 55,3  | 49,2  |
| Provisiones sistema financiero/cartera vencida (%) | 31,9  | 35,8  | 137,3 |
| Cartera vencida/cartera bruta (%)                  | 5,8   | 10,7  | 2,6   |

Nota: los datos de deuda externa corresponden a la deuda pública y privada de los sectores financieros y no financieros e incluye arrendamiento financiero y titularizaciones.  
Fuente: Banco de la República y Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

Es necesario para un saludable comportamiento de la economía, tener una visión clara por parte de todos los organismos estatales y gubernamentales acerca de lo que se pretende conseguir en materia de estabilidad, para así formar un engranaje de política económica que permita dirigir hacia un mismo rumbo las políticas monetarias, cambiarias y fiscales. No obstante, hay desequilibrios de los cuales el gobierno tiene responsabilidad directa y el banco central no puede con su sola influencia corregirlos, mientras hay otros que es compromiso del emisor tenerlos bajo control.

Una de las principales lecciones que se desprenden del desempeño macroeconómico reciente, es que, al igual que inflaciones altas e inestables, la inestabilidad real tiene grandes costos económicos y sociales y desincentiva la inversión y el desarrollo productivo. Por ello es preciso buscar políticas que, junto con controlar la trayectoria inflacionaria, permitan suavizar los ciclos económicos mediante el uso de instrumentos anticíclicos. Estas políticas deben basarse en una definición más amplia de estabilidad macroeconómica, que incorpore tanto objetivos nominales de estabilización de precios, como objetivos reales, en particular el ritmo de crecimiento económico y su estabilidad (Ffrench-Davis, 2004). Las políticas macroeconómicas —fiscal, monetaria y cambiaria— deben orientarse a evitar que durante las fases expansivas del ciclo económico (que suelen responder a significativas entradas de capital) se generen aumentos excesivos del nivel de endeudamiento de los agentes públicos y privados, importantes desequilibrios en los precios relativos clave (tasas de cambio y de interés), burbujas en los precios de los activos nacionales (fijos y financieros), que lleven a la necesidad de ajustes excesivos en la fase recesiva del ciclo<sup>4</sup>.

La inestabilidad macroeconómica tiene que ver con todos los sucesos que forman un entorno macroeconómico menos previsible, lo cual es importante ya que se dificulta la toma de decisiones apropiadas concernientes a: inversión, crecimiento económico y asignación de recursos. Esta inestabilidad frecuentemente toma forma de volatilidad o de insostenibilidad en ciertas variables macroeconómicas; tales como la producción real de la economía (PIB REAL), la tasa de inflación que es vista como indicador sumario de inestabilidad, el déficit fiscal y el déficit de cuenta corriente que se ve como indicador líder de inestabilidad futura, en muchas ocasiones prediciendo crisis macroeconómicas.

Un entorno macroeconómico inestable a nivel sistémico afecta tanto los procesos de integración económica como los de descentralización al interior de los países. Lo hace reduciendo súbitamente las tasas de crecimiento a nivel nacional y poniendo presión sobre sus sistemas fiscales y cambiarios. En el caso de los procesos de descentralización, donde prevalecen sistemas rígidos de transferencias, resulta muy difícil reducir el gasto público y seguir políticas anticíclicas ya que el nivel del gasto subnacional se mantiene constante aún bajo un ciclo recesivo que podría requerir correcciones fiscales. Por esto, con razón, la CEPAL

---

<sup>4</sup> Ibíd., Disponible en Internet: [www.cepal.com](http://www.cepal.com).

considera que “la estabilidad macroeconómica y financiera internacional es un bien público global con externalidades positivas que benefician a todos los participantes en los mercados internacionales”<sup>5</sup>. Por ello corresponde a las instituciones multilaterales fortalecer una arquitectura más favorable a la estabilidad sistémica. Sin duda esta es una recomendación razonable. Pero a nivel de los países en desarrollo y dados los altos costos en que ellos incurren mientras un “mejor” entorno sistémico se consolida, la política más prudente a seguir es una basada en la frugalidad fiscal. Aunque el “contagio” internacional puede propagarse por fallas en la arquitectura sistémica y en los mercados financieros internacionales, la mejor “defensa” contra este riesgo sistémico es consolidar una posición fiscal muy sólida. Esto es lo que ha hecho Chile. Y es el país más integrado al comercio mundial y el que más altas tasas de crecimiento económico ha tenido en promedio en los últimos 20 años en América Latina. En breve, el incurrir en déficit fiscales por períodos largos de tiempo es claramente algo que va en contra de los intereses de América Latina. Los países que “viven” bajo una tendencia fiscal deficitaria terminan pagando muy altos costos en términos de la inestabilidad de su crecimiento, de su empleo y de su desarrollo social y político. Frente al ciclo económico siempre se puede hacer más si se parte de una posición de superávit fiscal que de una de déficit. Por último, mientras el conocimiento sobre como “manejar” las variables macroeconómicas sea precario lo prudente es mantener el “orden en la propia casa” para así enfrentar mejor el “orden” o “desorden sistémico”<sup>6</sup>.

Se observa pues, como es necesario el esfuerzo de todos los agentes que de una u otra forma hacen parte del entorno económico de un país y no tan solo del gobierno; si se comprende la importancia y los beneficios que trae el conseguir un ambiente macroeconómico mas estable. Además la volatilidad macroeconómica no contribuye en nada a fortalecer los procesos de integración interna (regional) y externa (países), ya que hace mucho mas complicado el entrecruce y coordinación de las políticas financieras y cambiarias, de manera tal que retrasa los objetivos progresionistas de los diferentes entes nacionales. Según Fanelli y Frenkel, “la estabilidad macroeconómica es demasiado importante para el crecimiento como para ponerla en peligro mediante intentos osados de intervenir masivamente en los

---

<sup>5</sup> Globalización y Desarrollo: Síntesis [en línea]. Bogotá D.C: Comunidad Económica para América Latina y el Caribe, 2002. [Consultado 07 de marzo de 2007]. Disponible en Internet: [www.cepal.com](http://www.cepal.com).

<sup>6</sup> La Descentralización, La Estabilidad Macroeconómica Y La Integración Económica Regional: Enlaces De Política Y Mecanismos De Transmisión [en línea]. Santiago de Chile: Banco interamericano de Desarrollo, 2003. [Consultado 03 de marzo de 2007]. Disponible en Internet: [www.bid.com](http://www.bid.com).

mercados o de implementar políticas de liberalización prematuras. Dicho esto, también es necesario tomar en cuenta que los problemas de fallas de mercado, de coordinación y los relacionados con el estímulo al desarrollo del sistema de innovación necesitan de políticas económicas específicamente orientadas a solucionarlos. Encontrar el equilibrio entre los roles del estado, las instituciones y los mercados en el proceso económico no es una tarea fácil. Pero nadie dijo nunca que el desarrollo es una tarea fácil<sup>7</sup>.

Para Colombia no ha sido fácil establecer un ambiente económico estable. Durante el periodo de 1990-2005 dividido en tres sub-periodos, se observa que:

## 2.1 PERIODO 1990-1994

La tasa de crecimiento real de la economía inicio la década con niveles del 4,2%, llegando a valores cercanos al 6% para 1993, esto se debió en parte al boom de la apertura económica que genero grandes expectativas de ingreso y de consumo en los agentes económicos tanto los privados como los publico. las perspectivas de mayores ingresos hacia el sector petrolero y el creciente gasto publico contribuyeron a que esto fuese así. Luego, se podría decir que en estos años de masiva entrada de capitales al país no se le dio gran importancia a establecer bases sólidas para el crecimiento económico. Además de haber distribuido los recursos con miras al largo plazo. En cuanto a la tasa de inflación, esta venia de la década de los ochenta con valores elevados de dos dígitos, no obstante a inicios de los noventa esta parecía dispararse aun mas de manera tal que la inflación promedio en el periodo analizado llego al orden del 26,34%, aunque los esfuerzos de la autoridad monetaria lograron que de 1991 a 1992 y de 1992 a 1993, esta se redujera aproximadamente en 3 y 4 puntos porcentuales respectivamente. Por su parte la cuenta corriente de la balanza de pagos tuvo un buen comportamiento presentando superávit hasta un poco antes de finalizar 1993, cuando el gasto del sector privado empezó su cuesta hacia arriba. Respecto a la situación fiscal, el balance del sector publico no financiero muestra resultados favorables, incluso con superávit.

Es coherente afirmar que durante este periodo la economía Colombiana se encontraba en un buen momento favorecido además por el entorno externo, por lo cual debido en parte a decisiones gubernamentales se aprecia un buen comportamiento de las variables macroeconómicas indicadoras de estabilidad a excepción de algunos altibajos en la inflación. En síntesis hubo estabilidad macroeconómica en dichos años.

---

<sup>7</sup> Estabilidad y Estructura: Interacciones en el Crecimiento Económico [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 1994. [consultado 10 abril de 2007], Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com).



## **2.2 PERIODO 1995-1999**

En 1995 la economía creció alrededor de 5,5%, luego para 1996 la economía se presenta signos de deterioro y las tasas de crecimiento empiezan a bajar, en 1997 hay una leve recuperación pero llegando a 1999 el país sufre la mayor caída de su producto en el siglo xx, la cual fue del orden del 4,2%, la cual en parte tuvo que ver con que los agentes económicos gastaron en el periodo anterior y principios de este una proporción mayor a sus ingresos corriente acumulando deuda. Además del gran incremento en el precio de los activos de finca raíz. Por su parte la inflación para 1995 había bajado a 20,9% gracias al especial trato que le dio el Banco de la Republica. Para 1995 la cuenta corriente ya se encontraba sumergida en un profundo déficit, el cual el resto del mundo dejo de financiar y para 1999 esta ya se encontraba en equilibrio. En cuanto al balance del sector publico no financiero, este, tuvo una caída ascendente en el periodo analizado, llegando así a un déficit alarmante en 1999 del 4,1%.

Esta época, fue una de las mas criticas de la economía Colombiana, la austeridad se sintió a lo largo de todo el territorio nacional, pues la marcada inestabilidad macroeconómica ocasiono grandes perdidas a nivel del producto y bienestar de la población.

## **2.3 PERIODO 2000-2005**

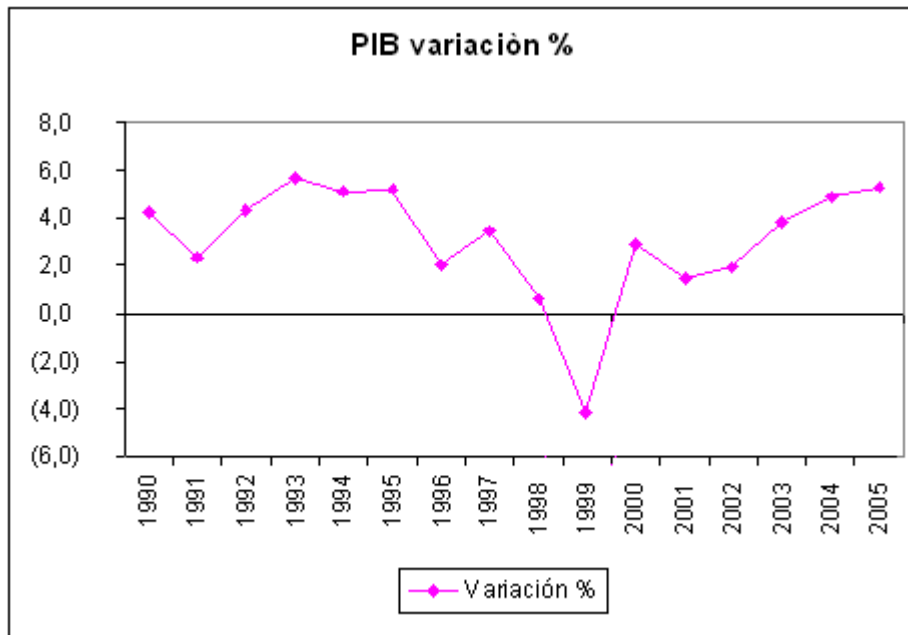
Para el inicio del nuevo siglo, el crecimiento económico empieza a recuperarse de manera tal que en 2002 se logra un crecimiento cercano al 2% y siguiendo al 2003 este logra despegar y mantenerse enfocado en su senda progresiva de crecimiento hasta 2005 en donde llega a 5,1%. Por su parte, la inflación logra pasar de 7,6% a 4,48% de 2001 a 2005 respectivamente, lo cual muestra la calidad de la política de inflación objetivo, establecida por el Banco de la Republica la cual establece una meta anual. En cuanto a la cuenta corriente, esta entra de nuevo en un déficit en 2001 aunque menos acentuado que el del periodo anterior, no obstante se llego a un déficit del 1,6% del PIB en 2005. En cuanto al déficit fiscal del sector publico no financiero, este ha tenido una paulatina reducción desde 2002 hasta 2005.

Es clara la mejoría de la economía Colombiana en este periodo, en parte debido al acuerdo macroeconómico establecido con el Fondo Monetario Internacional, además del aumento de la confianza y las expectativas de todos los agentes de la economía en las políticas adoptadas por el gobierno y por el Banco Central.

### 3. COMPORTAMIENTO MACROECONOMICO COLOMBIANO 1990 – 2005.

#### 3.1 PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)

**Grafico 1. Producto interno bruto (variación anual real)**



La década de 1990 noventa comenzó con cambios que transformarían el horizonte económico Colombiano; algunos de esos cambios tuvieron lugar en la constitución de 1991 estos fueron: independencia del Banco de la Republica y como responsabilidad asignada se le dio el control de los precios. Complementario a esto se prescribieron algunas medidas que garantizaran un adecuado funcionamiento de los mercados, en primer lugar se liberalizó la cuenta de capitales mediante la eliminación de controles respecto a la entrada de capitales extranjeros, se modifico el régimen cambiario de la economía; se liberalizo la cuenta comercial de la Balanza de Pagos a través de la eliminación sistemática de los controles administrativos y de precios que existían sobre las importaciones; se inicio con un proceso general de privatización total o parcial de algunas de las empresas del estado; y finalmente se dio inicio a un proceso de descentralización en el que los departamentos y sus municipios adquirieron mayor autonomía

Económica, especialmente en lo referente a la finalidad de su gasto y a la recolección de ingreso

Antes de empezar la década de los 90's, durante el periodo de 1985-1989 el Producto Interno Bruto tuvo un crecimiento promedio anual de 4,7%, luego, el país parecía ir por la senda correcta de la economía. No obstante, Las presiones inflacionarias de la última mitad de los ochenta incentivaron al banco central para actuar a través de una política monetaria restrictiva, lo cual coincide con altas tasas de interés.

El peso que la constitución impuso sobre el Estado, se reflejó inmediatamente en un incremento sistemático del gasto público. La apertura de las cuentas comercial y de capitales de la Balanza de Capitales, dio paso a un creciente flujo de entrada de bienes y de capitales, especialmente deuda privada externa e inversión extranjera, lo que junto con el creciente déficit del gobierno produjo un proceso de apreciación nominal y real, lo cual favoreció ampliamente al sector de no transables de la economía. Paralelamente, la expectativa de mayores ingresos futuros por el descubrimiento de los pozos petroleros de Cusiana y Cupiagua, produjo en la economía un *boom* de consumo público y privado durante la primera mitad de la década. En este periodo la tasa de desempleo disminuyó significativamente y el mayor gasto social mejoró los indicadores de cobertura en salud, educación y redujo de manera importante el nivel de pobreza urbano (Núñez y Sánchez, 1998). A partir de 1996 la economía entró en una fase de desaceleración que encontraría su punto más bajo en 1999. Las causas de la recesión se encuentran en la explosión de la burbuja de consumo y del mercado de activos que se generó como consecuencia del *boom* de consumo y en la creciente vulnerabilidad financiera del sector privado, que en el anterior periodo había acumulado una gran cantidad de pasivos. Aunque en la recesión el gasto público y los salarios continuaron con su tendencia creciente, el incremento dramático en la tasa de desempleo afectó a los grupos más vulnerables y generó un retroceso, especialmente en lo que a pobreza se refiere (Núñez y Ramírez, 2002)<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Colombia en el Contexto de las Metas del Milenio: Tropiezos, Logros y el Camino Hacia Delante [en línea]. Bogotá D.C: Universidad de los Andes, 2006. [consultado 10 de abril de 2007]. Disponible en Internet: [www.uniandes.com](http://www.uniandes.com)

Desde el año 2001, el PIB real comienza a mejorar paulatinamente alcanzando crecimientos menores al 2% en dicho año y en 2002. Es así como desde 2002 y hasta 2003 se efectúan unas reformas con miras a promover el crecimiento de la economía y de paso mejorar la situación fiscal del gobierno. Entre dichas reformas se hallan algunos incentivos tributarios al sector de la construcción junto con una serie de acuerdos entre el gobierno nacional y las instituciones financieras para mejorar el acceso al crédito hipotecario; la ampliación de las jornadas laborales, así como la eliminación de recargas salariales y regímenes especiales, además de un programa de apoyo directo al empleo a través de subsidios a la demanda; la creación de un programa de protección al desempleado y programas de capacitación para jóvenes; y la eliminación de vacantes, fusión, eliminación y supresión de entidades, así como modificaciones en la estructura en el poder público ejecutivo. Por otra parte, y para tener una garantía de recursos en caso de una posible crisis de Balanza de Pagos debido a la delicada situación de los balances externo y fiscal, el país firmó en 1999 un acuerdo con el FMI basado en el cumplimiento de unas metas a nivel fiscal, el cual se volvió a firmar en 2002 y finales de 2003 (DNP, 2004, 2005). Por otra parte, a partir de la segunda mitad de 2003 llegando hasta el 2005, el país ha enfrentado un contexto internacional favorable, el cual se caracteriza por una recuperación notable de la economía estadounidense y en general de la economía mundial; un significativo incremento de los precios del carbón y el petróleo; y la disminución de las primas de riesgo-país de las economías emergentes, incluyendo la colombiana (DNP, 2004, 2005; Banco de la República, 2005b).

Según JDBR<sup>9</sup>, El crecimiento de la economía durante los últimos años ha estado impulsado por un mejor entorno externo, condiciones monetarias holgadas y coherentes con el logro de las metas de inflación, recuperación de la confianza, aumento del crédito y saneamiento de los balances de los hogares y las empresas. En conjunto, estos factores han permitido un aumento de la demanda interna a través de un mayor gasto privado en consumo y en inversión, y un buen comportamiento de la demanda externa y de los términos de intercambio, lo cual ha venido acompañado de una importante recuperación del crecimiento de la productividad.

En síntesis, se observa que la economía colombiana tuvo durante la primera mitad de la década de los noventa un buen ritmo de crecimiento económico; registrando crecimientos promedio de 5,1%. No obstante, después de 1995 hubo un freno del crecimiento el cual paulatinamente llevó a que en 1999 se presentara una contracción de 4,2% del PIB, alcanzando así su mayor descenso en todo el siglo. Pero a partir de 2002 la economía lleva un ritmo más que aceptable de

---

<sup>9</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 2006. [consultado 10 abril de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

crecimiento económico de manera tal que desde 2003 se tiene un crecimiento promedio de 4,6% por año, y al finalizar 2005, el crecimiento fue de 5,1% y crecimientos mayores al 5% no se observaban desde 1995.

## Grafico 2. Crecimiento anual del PIB en América latina

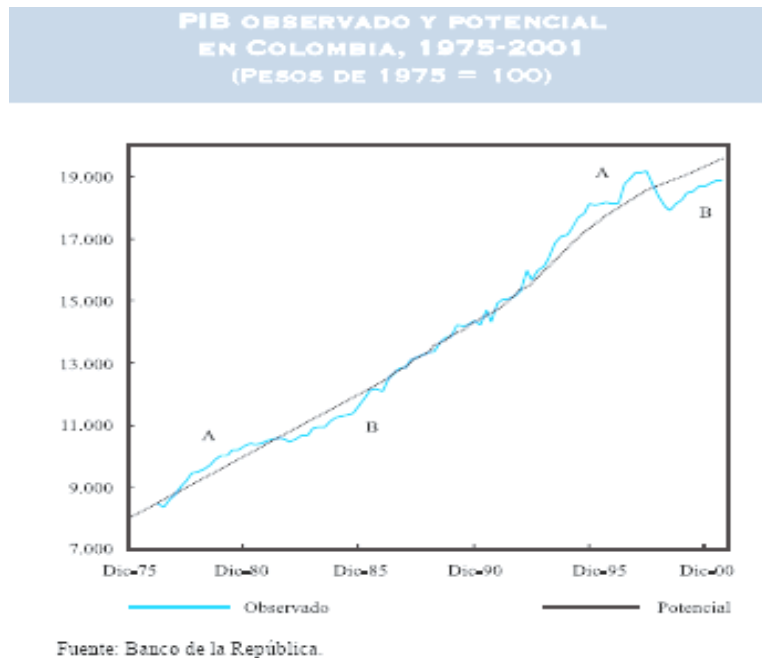


Fuente: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2000-CEPAL.

Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2001 [en línea]. Bogota D.C: Banco de la Republica, 2001. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

Al comparar el crecimiento anual del PIB para Colombia respecto al promedio estimado para América Latina y el Caribe es notorio que ambos experimentaron un ciclo económico muy parejo, a pesar de que la fase de auge (1991-1995) fue mas pronunciada para Colombia y así mismo la fase de recesión (1996-2000), luego, los países de la región han experimentado la desaceleración y recuperación que identificaron la década; esto debido a los choques externos y situación económica internacional que llegan a todos aunque no con el mismo grado de impacto.

**Grafico 3. PIB observado y potencial en Colombia, 1975-2001  
(Pesos de 1975=100)**



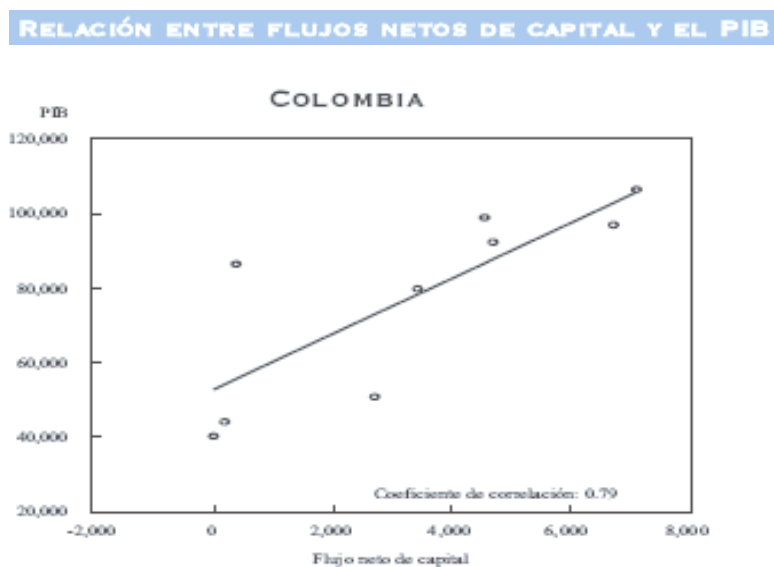
Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2002 [en línea]. Bogota D.C: Banco de la Republica, 2002. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

Se puede observar, el PIB y el producto potencial para 1975-2000.

En el eje vertical se muestran los valores del PIB a precios de 1975, y en el eje horizontal los años (...). Las letras A muestran momentos en que la economía funcionó por encima de su producción potencial. En esos años, la inflación se aceleró y/o la tasa de cambio real se apreció y la cuenta corriente de la balanza de pagos registró altos déficits. Los puntos B son años en que el producto observado se situó por debajo de su tendencia de largo plazo, o nivel potencial. Esos son años de caídas en la inflación y/o correcciones de los desequilibrios macroeconómicos y devaluación de la tasa de cambio real. Las transiciones de A a B son dolorosas, con caídas en el crecimiento, debilitamiento del sector financiero y aumentos en las tasas de desempleo. Más importante aún, el gráfico muestra una economía que crece por debajo de un nivel potencial que aumenta a una tasa menor que la registrada en el

pasado. Esto sugiere problemas en el proceso de crecimiento económico de largo plazo, y en el ciclo de corto plazo<sup>11</sup>.

#### Grafico 4. Relación entre flujos netos de capital y el PIB



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República julio 2000 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 2000. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

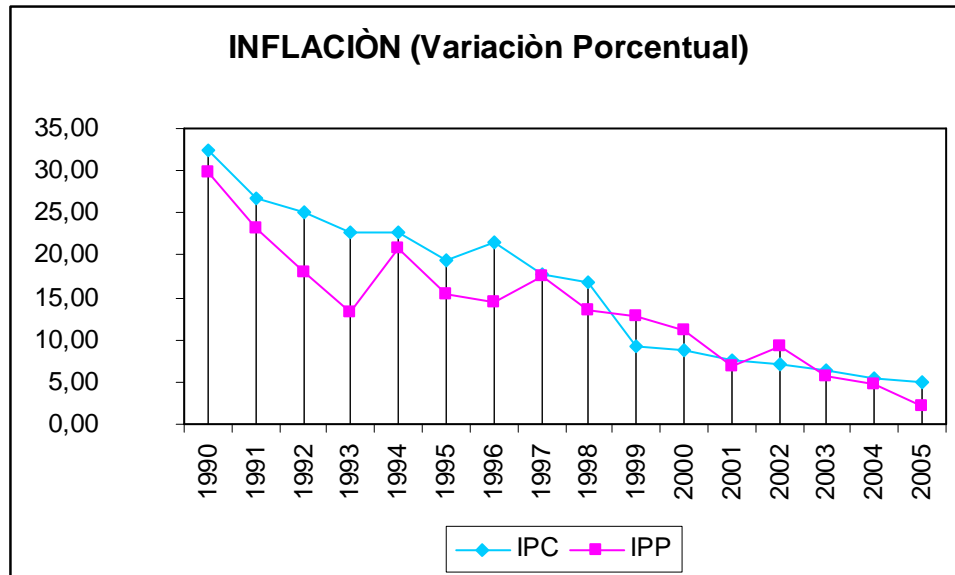
Uno de los principales contribuyentes al crecimiento Colombiano fue la entrada de capitales; esta favoreció al PIB en la primera mitad de la década de los noventa. “Una significativa entrada de capital permite a los países financiar grandes déficit en cuenta corriente sin hacer uso de las reservas internacionales. De esta forma, las economías pueden invertir cuantías de recursos superiores a su ahorro nacional. Por lo tanto, el ingreso neto de capitales está relacionado con altos déficit en cuenta corriente, grandes inversiones y bajos niveles de ahorro”<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 2002. [consultado 10 de abril de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com).

<sup>11</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 2001. [consultado 10 de abril de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

## 3.2 INFLACIÒN

**Grafico 5. Inflaciòn (variaciòn porcentual)**



Antes de la década de los noventa, en el periodo de 1982-1989, Colombia tuvo una inflación promedio de 22,6% lo que era considerado como inflación moderada e inferior a la que tenían otros países de la región en aquella época, esto llevo a que los protagonistas de la política monetaria se tranquilizaran un poco, y tuvieran como objetivo el procurar que la inflación no superara el 30% anual, ya que de ser así se daría inicio a niveles de inflación mas difíciles de controlar, para lograr esto las autoridades monetarias usaban la herramienta del control de los medios de pago.

Con el inicio de la ultima década del siglo XX, vino también un aumento exorbitante de los niveles de inflación para 1990 y 1991 con valores del 29,1% y 30.4% respectivamente, lo cual hizo evidente que el país tenía una inflación relativamente alta. Fue allí donde el Banco de la Republica dio inicio a un proceso de desinflación aun orientado en los agregados monetarios, ya que no era prudente enfocarse en el uso de las tasas de interés pues estas eran fijadas tanto por la oferta y demanda monetarias como por los cupos de redescuento a diferentes tasas fijas y el fin que se perseguía a mediano plazo era en si un agregado monetario.



Para fin de 1999, el pronóstico de inflación del Banco de la República fue de 15% y el resultado 9.2%. Aunque durante los años noventas el banco había querido disminuir la inflación gradualmente, la desinflación fue rápida como resultado del tamaño de la caída en el producto. Un fenómeno transitorio haría que el descenso de la inflación pareciera más dramático: el aumento de la inflación de alimentos en 1998 como consecuencia del fenómeno del niño, y la disminución de la inflación de alimentos en 1999 como consecuencia de la respuesta rezagada de la oferta de alimentos. El efecto de la recesión sobre la inflación básica y la caída en la inflación de alimentos causó un descenso de 7.5 puntos porcentuales en la inflación de IPC a n de 1999<sup>12</sup>.

La disminución de medio punto porcentual en la inflación de 1999 a 2000 se debió a menores incrementos en la mayoría de grupos de la canasta familiar tales como salud, vivienda transporte, educación y alimentos. Para 2001 el IPC se situó en 7,6% a pesar del incremento en los precios de los grupos alimentos y servicios a final del año. En 2002 la inflación llegó a 6,99%, superando en 0,99% la meta del Banco, esto obedeció al gran aumento del precio de la papa, pero si se descuentan los choques transitorios en los precios la meta del 6% se cumplió. En el año siguiente (2003), el IPC llegó a 6,49% superando así las perspectivas de que cerrara en 6%, tuvieron que ver con esto algunas presiones inflacionarias concernientes al reajuste de las tarifas de los servicios públicos y los combustibles, además del aumento del precio de los alimentos en diciembre. Satisfactoriamente para 2004 se cumplió la meta de inflación del 5,5%, en parte debido a la disminución de la inflación sin alimentos, la cual según el Banco de la Republica bajo por : “La apreciación del tipo de cambio y su efecto sobre la reducción de la inflación de bienes transables, La ausencia de presiones importantes de demanda lo cual frenó la aceleración de la inflación de bienes y servicios no transables durante el segundo semestre de 2004, La reducción de las expectativas de inflación y La ausencia de presiones de costos importantes”<sup>13</sup>. En el año 2005 el IPC se estableció en 4,85% esto en buena parte por la caída en la inflación sin alimentos.

La gran mayoría de los expertos del Banco de la Republica, con algunas importantes excepciones como a del doctor Sergio Clavijo; coinciden en que la desinflación gradual que ha tenido lugar desde 1992 se ha dado por la reducción paulatina del crecimiento de la base monetaria. Podría decirse entonces, que los esfuerzos del Banco central han mostrado fruto desde que se le dio autonomía, logrando reducir la inflación de 30.4% en 1991 a 4,85% en 2005. Según Gómez,

---

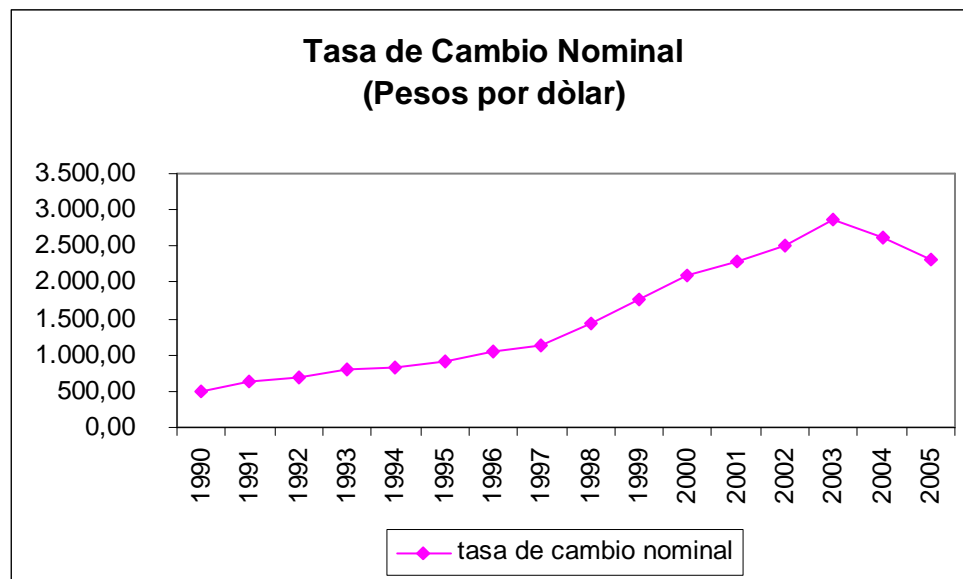
<sup>12</sup> La Política Monetaria en Colombia [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2004. [consultado 10 de abril de 2007]: Disponible en Internet: [www.abnrep.com](http://www.abnrep.com)

<sup>13</sup> Informe Sobre Inflación [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2001. [consultado 10 de mayo de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

“La inflación de un dígito de comienzos del siglo XXI es algo que no había sucedido en Colombia desde 1971”<sup>14</sup>.

### 3.3 TASA DE CAMBIO

**Grafico 6. Tasa de cambio nominal (pesos por dólar)**



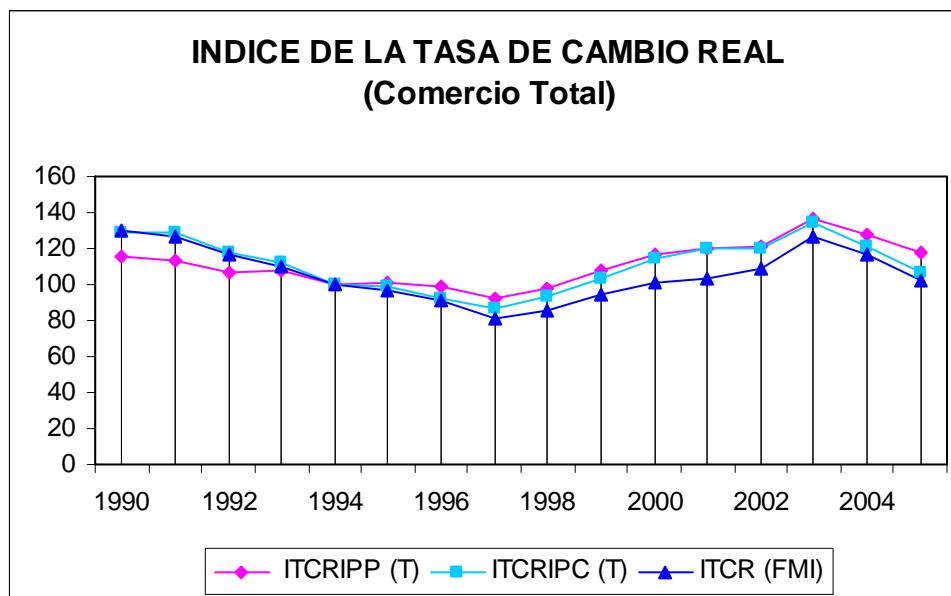
Colombia tuvo hasta el año de 1991 un régimen de tasa de cambio fija manejada de varias formas. En el periodo anterior a 1967 la tasa de cambio era devaluada periódicamente, esto debido en parte a que la inflación que imperaba en el entorno externo en nuestros principales socios comerciales era inferior a la que se presentaba en el país. Para 1994 la autoridad monetaria decidió crear una banda cambiaria, lo cual hacía que el Banco de la Republica ni comprara ni vendiera divisas a un precio establecido y que además tampoco fijara la tasa de cambio. En cuanto a la creación de esta banda, Urrutia expresa que: “aparentemente era una reevaluación, pues el centro de la banda se estableció al nivel de la tasa descontada en el mercado del certificado”<sup>15</sup>. A pesar del peso que ejercían los

<sup>14</sup> *Ibíd.*, p 41.

<sup>15</sup> Una vision alternativa: La política monetaria y cambiaria en la ultima década [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2002. [consultado 10 de mayo de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

exportadores, los cuales no estaban de acuerdo con esta medida, se logro por medio de ella mas eficacia en el control del crédito y los agregados monetarios. Además de esto la banda brindaba un aval en cuanto a la limitación de la reevaluación. A pesar de las virtudes de este régimen, cada vez se hacia mas evidente que la entrada de capitales brindaba tan solo las opciones de tener una tasa de cambio que se fijara o una que simplemente se dejara flotar; al observar la autoridad monetaria que la tasa ya se había ido flexibilizando desde 1994 y al tener en cuenta los beneficios del régimen de flotación en el año de 1999 se selecciono esta opción.

**Grafico 7. Índice de la tasa de cambio real (comercio total)**



El índice de la tasa de cambio real (ITCR) se basa en la paridad del poder adquisitivo; este, es usado como un indicador de los precios relativos el cual a su vez mide los cambios en competitividad de los productos nacionales. Este índice se calcula tanto con el índice de precios al productor (IPP) como con el índice de precios al consumidor (IPC).

El ITCR ha tenido una tendencia a la baja desde el año de 1991 hasta mediados de 1992, las reevaluaciones que tuvieron lugar en este ultimo año hasta 1997 tuvieron un efecto dañino sobre la actividad exportadora del país ya que muchas empresas se vieron casi forzadas a disminuir sus exportaciones y otras incluso a cerrar sus plantas. Los elementos que tuvieron mayor peso en esta reevaluación fueron el creciente gasto fiscal y el déficit. Sin embargo, entre mediados de 1997 y

junio de 2001, el ITCR calculado tanto con IPC y el IPP han registrado una devaluación real de 42,6% y 34,2%, respectivamente.

Por otro lado, muchos expertos coinciden en afirmar que la tasa de cambio real en el periodo de 1994 al 2002 conllevó frutos positivos sobre el Producto Interno Bruto. Uno de los aportes según Echevarría es: “El efecto positivo de la tasa de cambio real alta sobre la inversión de todas las firmas (exportadoras y no exportadoras), sobre las ventas, y sobre las utilidades tanto en el sector agrícola como en los demás sectores”<sup>16</sup>.

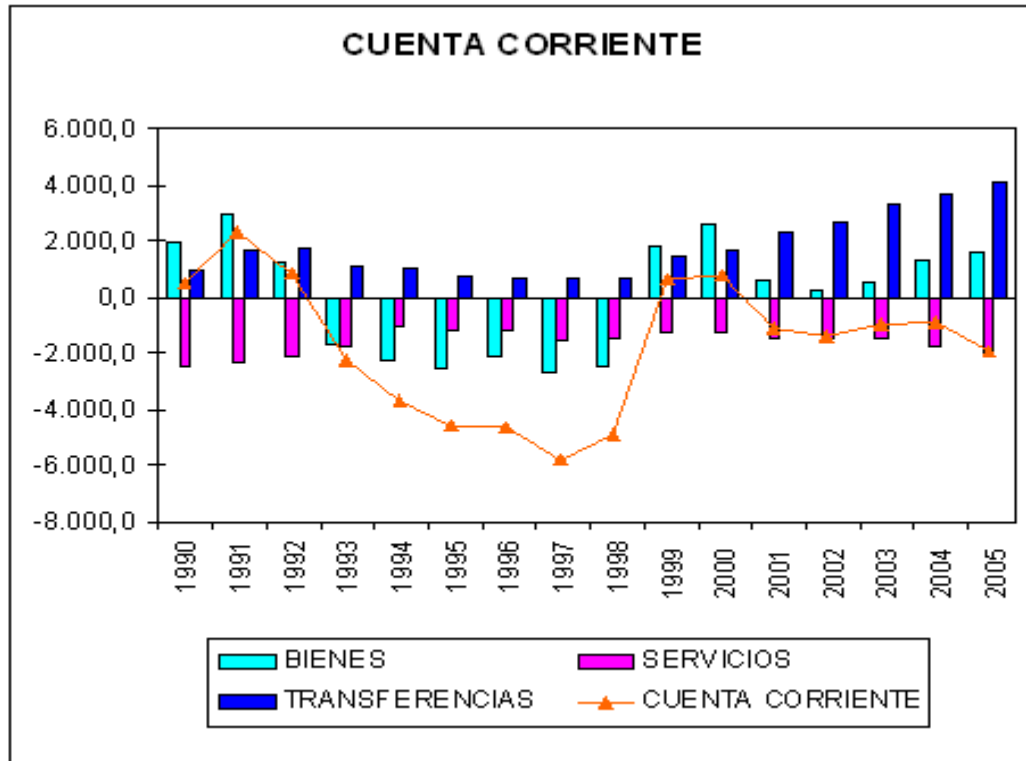
Entonces, el ITCR mostró una tendencia creciente de recuperación a partir de junio de 1997 llegando hasta 2003, esto en compañía del proceso de desinflación en el que ha estado inmerso el país en los últimos años ha favorecido en definitiva el desarrollo del sector exportador.

---

<sup>16</sup> La Tasa de Cambio en Colombia: Impacto y Determinantes en un Mercado Globalizado [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 2004. [consultado 10 de mayo de 2007] Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com).

### 3.4 CUENTA CORRIENTE

Grafico 8. Cuenta corriente



La cuenta corriente de la balanza de pagos colombiana durante el periodo de 1990-2005 ha tenido comportamientos estructurales con tendencias deficitarias, las cuales no han sido fáciles de revertir en periodos cortos de tiempo. Para los tres primeros años de la década de los noventa la cuenta corriente presentó un superávit ocasionado por excesos de ahorro en el sector privado, de manera tal que para 1992 este tenía un exceso de ahorro sobre su inversión del 1,9% del PIB; no obstante a partir de 1993 esta cuenta empieza a registrar un déficit relacionado con el incremento del gasto en el sector privado, que obtiene un defecto de ahorro sobre su inversión de 4,1% del PIB para 1993. Es así como ese déficit del sector privado sigue creciendo hasta llevar el déficit de la cuenta corriente a niveles superiores al 4% del PIB desde 1993 y en 1995 a 5,4% del PIB. Para el año de 1997 dicho déficit llega a su punto máximo de declive con un valor de 5,9% del PIB.

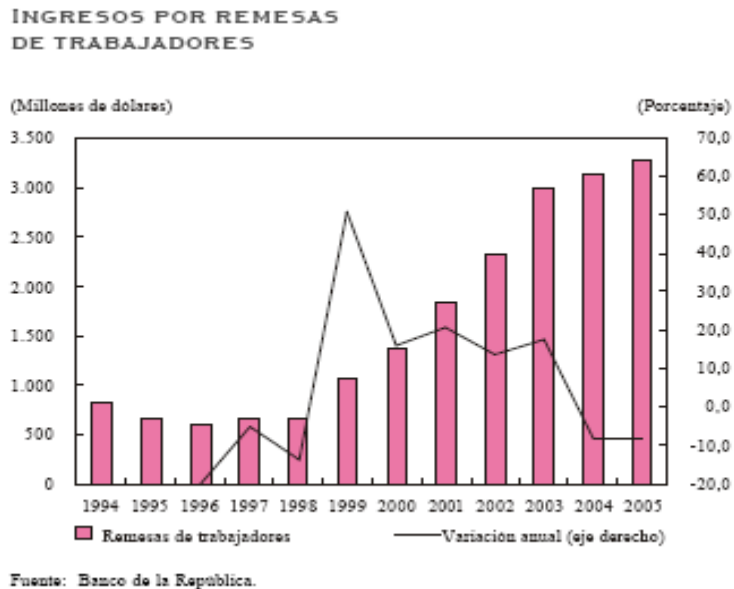
Según Urrutia<sup>17</sup>, se ha discutido mucho la profundidad de la recesión de 1999, y sus causas. La explicación más simple es que en el primer trimestre de 1998 existía un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 8% del PIB, y que a raíz de las crisis asiática y rusa el mercado internacional dejó de financiar ese déficit. En el segundo trimestre de 1999 la cuenta corriente estaba en equilibrio. Esto quiere decir que en el corto plazo de 15 meses el gasto en la economía tuvo que caer 8% del PIB. Una reducción de esa magnitud en la demanda agregada tenía que generar una recesión profunda.

Para el año 2000 la cuenta corriente presentó un superávit de US \$1,286 m, mientras que al finalizar 2001 registró un déficit de US \$825 m ocasionado por una disminución del valor en dólares de las exportaciones de petróleo y café, además del aumento del valor en dólares de las importaciones de bienes. Otro hecho que afectó esta cuenta fue el deterioro del rubro renta de los factores, el cual a su vez aumentó su déficit por las mayores remesas de utilidades por inversión extranjera directa aunque fue en algo compensado por el aumento de remesas que llegaban del exterior dentro de las cuales se encuentran las donaciones tales como el plan Colombia. Para el 2002 el déficit de la cuenta corriente se acentuó aún más llegando a US \$1487.7 m, esto se explica por el deterioro de la balanza comercial en especial la parte de bienes y servicios no factoriales la cual también incrementó su déficit en US \$273 m, así mismo el rubro de renta de los factores siguió su curso hacia abajo. Continuando con el año 2003, en este la cuenta corriente registró un déficit de US \$1,417.7 m, es decir 1,8% del PIB, este déficit fue consecuencia del mal resultado de las exportaciones no tradicionales y de servicios. En el 2004, el déficit en cuenta corriente disminuyó a US \$1.013 m, es decir 1,1% del PIB, en esta ocasión el déficit se mantiene debido al mal desempeño de la cuenta de servicios no factoriales además del déficit de la cuenta renta de los factores ocasionado a su vez por el incremento de los intereses netos del sector público. Finalizando el año 2005, la cuenta corriente presentó un déficit de 1,6% del PIB.

---

<sup>17</sup> Ibíd., p. 43

## Grafico 9. Ingresos por remesas de trabajadores

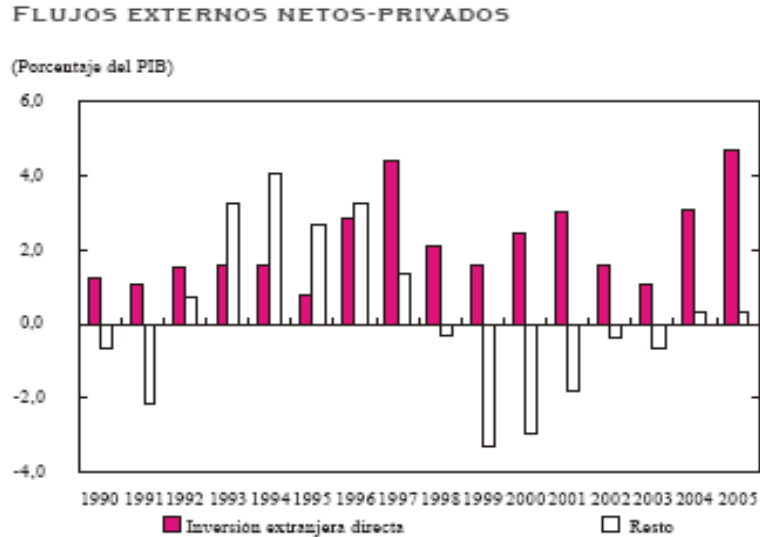


Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2006 [en línea]. Bogota D.C: Banco de la Republica, 2006. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

La disminución del déficit de la cuenta corriente que ha tenido lugar desde 1998 tiene que ver en parte con el volumen de las remesas de colombianos residentes en el exterior. Las cuales desde 2001 llegando a 2003 han mostrado tasas de crecimiento del orden del 20% anuales en promedio. Esto ha favorecido el comportamiento de las cuentas externas, y estas a su vez lo han hecho con el consumo interno y la inversión. Después del año 2003, los ingresos por remesas han tendido a estabilizarse. Tanta importancia han adquirido los ingresos por remesas de los trabajadores que para 2004 y 2005 se han convertido en la segunda cuenta mas representativa para la cuenta corriente. “En 2005 los ingresos por remesas representaron el 2,7% del PIB y el 15,3% del valor de las exportaciones, porcentajes superiores a los obtenidos en 1995 cuando se situaron en 0,9% y 7,6%, en su orden. Este comportamiento está asociado con la migración de colombianos hacia el exterior iniciado en 1996 y calculado en cerca de 1,9 millones de personas hasta la fecha”<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2006. [consultado 10 de abril de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

## Grafico 10. Flujos externos netos privados



Fuente: Banco de la República.

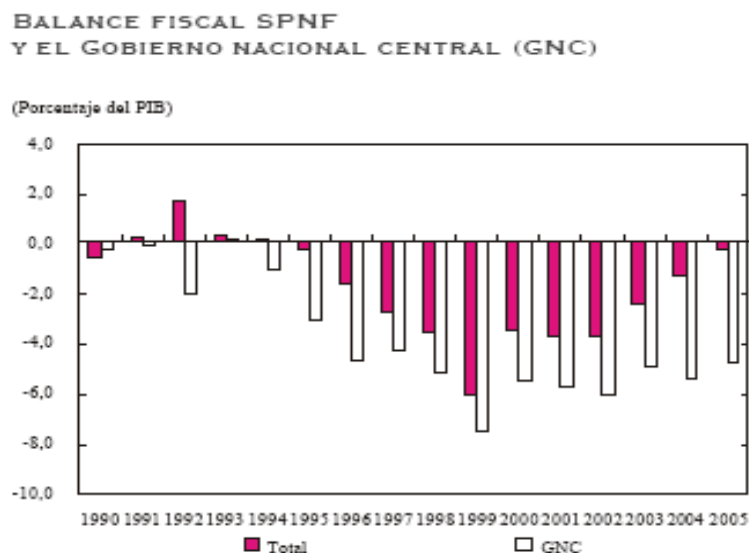
Fuente: Informe de la junta directiva al Congreso de la Republica julio 2006 [en linea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2006. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

El financiamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos a principios de la década de los noventa, de 1990 a 1992 se dio en su mayoría a través de inversión extranjera directa, sin embargo, de 1993 a 1996 fueron los flujos de capitales privados compuestos en gran parte por deuda externa y portafolio los que en su mayoría la financiaron. Luego del 1998 hasta 2003 la inversión extranjera directa tomo lugar de nuevo, y para 2004 y 2005, la cuenta corriente fue financiada por flujos de capitales privados los cuales a su vez tienen como mayor fuente de financiamiento la inversión extranjera directa.



### 3.5 SITUACION FISCAL

**Grafico 11. Balance fiscal del SPNF y el gobierno nacional central (GNC)**



Fuente: Confis.

Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2006 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2006. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

En el inicio de la década de los noventa, se observa que las finanzas publicas se encontraban bien, registrando incluso superávit fiscales, sin embargo, para el año de 1995 estas comenzaron a sumergirse en un continuo déficit que tiene lugar hasta 2005. Luego, para 1994 el SPNF paso de tener un superávit del 0,1% del PIB a un déficit en 1996 del 1,7%. Este creciente déficit fue originado en su mayoría por el peso constitucional otorgado a las finanzas del estado, ya que hubo un crecimiento exagerado de los gastos, tales como pensiones, transferencias, gasto militar e intereses, fue así como el gasto publico total con relación al PIB paso de 1990 al 2003 del 21% a 39.3% respectivamente. A su vez es relevante mencionar que el empeño del gobierno para la generación y recolección de ingresos a través de algunas reformas que pretendían compensar la disminución de los ingresos pertinentes a los aranceles los cuales habían bajado, no dieron en todos los casos los frutos esperados, por lo cual estos pasaron tan solo del 20% del PIB en 1990 al 36.6% del PIB para 2003, con lo que es claro deducir que los gastos han ido creciendo en una mayor cuantía que los ingresos. En cuanto al déficit del gobierno nacional central, esta también íntimamente ligado con el

aumento de su gasto el cual para 1990 era del orden de 9,4% del PIB y trece años después ha ascendido a 21,3% del PIB.

Para el año de 1999, en donde el déficit alcanzo su mayor aumento se vio la necesidad incursionar en un proceso de ajuste fiscal que tuvo inicio en el 2000. Respecto a esto Junguito y rincón expresan que: “En materia fiscal el desbalance fiscal, el SPNF alcanzó 4.1% del PIB en 1999 y el del gobierno alcanzó el 7.0%. Restrepo indica que como resultado de la recesión se presentó una caída en términos reales en los ingresos fiscales y que, excluyendo los recaudos del nuevo impuesto a las transacciones financieras, la caída fue del 6.4% real”<sup>19</sup>.

Para el año 2000, se lograron algunas reformas que lograron que en materia fiscal el déficit público consolidado este año fuera del orden del 3,4% mejorando así las expectativas y la meta establecida con el FMI. Las reformas que se destacan entre 2000 y 2001 son: la ley de ajuste fiscal territorial (Ley 617/2000), la reforma tributaria (Ley 633/2000) y la aceptación del Acto Legislativo 01/2001 modificadorio del régimen de transferencias territoriales. No obstante estas no fueron suficientes para lograr frenar el endeudamiento, por lo cual en 2003 el ministro Santos convocó una misión de ingreso público, siendo necesarias reformas de fondo que transformaran el rumbo de las finanzas públicas.

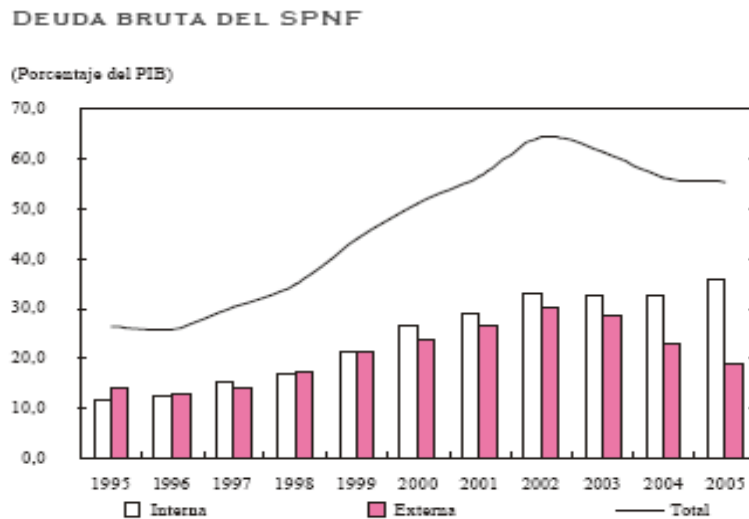
Para el año de 2005 el SPNF\* (sector público no financiero) presentó un equilibrio fiscal debido a los esfuerzos que en los últimos años ha tenido el gobierno, además de poner por obra parte de las recomendaciones de la misión de ingreso público. No obstante, el tamaño del estado llegó al orden alarmante del 35% del PIB.

---

<sup>19</sup> La Política Fiscal En El Siglo XX en Colombia [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 2004. [consultado 15 de mayo de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

\*Recordando que el sector público no financiero incluye tanto el gobierno en general (administración pública) y las empresas públicas a nivel nacional, regional y descentralizado.

## Grafico 12. Deuda bruta del SPNF



Fuente: Banco de la República.

Fuente: Informe de la junta directiva al Congreso de la República julio 2006 [en línea]. Bogotá D.C.: Banco de la República, 2006. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

A mediados de la década de los noventa, la deuda bruta del sector público no financiero era en su mayoría deuda externa. Pasando al año 1996 hasta 1999 se observan proporciones muy similares de deuda externa e interna, no obstante desde el 2000 hasta 2005 se aprecian los efectos que ha tenido la decisión del gobierno de cambiar deuda externa por interna con el fin de restringir su exposición al riesgo cambiario, de manera tal que en el último año mencionado, el sector público consolidado redujo sus pasivos externos netos debido a factores como la acumulación de activos en el exterior y la disminución de sus pasivos frente al resto del mundo.

Según la misión de ingreso público<sup>20</sup>, las tendencias fiscales que se traían de años anteriores no eran sostenibles, por lo cual el surgimiento de déficit en los noventa había conducido a un aumento en la deuda bruta del gobierno que había ascendido de 17% del PIB en 1994 al 65% en 2001. Para 2002 la deuda pública bruta alcanzó un máximo del 63,5% de participación en el producto interno bruto, pero fue disminuyendo hasta llegar al 2005 a una participación del 55,3%.

<sup>20</sup> *Ibíd.*, p. 50

#### 4. RESERVAS INTERNACIONALES.

En un mundo tan cambiante como el de hoy donde imperan las economías abiertas y la globalización, donde la mayoría de regímenes cambiarios son de flotación y la movilidad de capitales juega un papel fundamental, se hace indispensable que los países estén preparados de una manera responsable y segura para asumir choques externos, crisis inesperadas, guerras y aun catástrofes naturales, sin que estos dejen de buscar el equilibrio macroeconómico tan saludable para la sociedad y el crecimiento de las economías y sin que dejen de honrar sus obligaciones financieras externas e internas. Es así como las reservas internacionales de una nación juegan un papel fundamental en lo anteriormente mencionado, puesto que estas son básicamente el ahorro de un país en el exterior<sup>\*</sup>, cuentan con un alto grado de liquidez y disponibilidad, además de ofrecer rendimientos que se entregan al gobierno por parte del banco central para que cumpla obligaciones, de esta manera el riesgo-país disminuye, lo que genera alta confiabilidad en términos de inversión extranjera y finalmente esto se transfiere en beneficios para la sociedad. Además de estos usos las reservas internacionales son un instrumento de política monetaria y cambiaria ya que el banco central puede usarlas para mantener la tasa de cambio y para corregir desequilibrios en la balanza de pagos, esto, mediante intervenciones en el mercado cambiario, lo que brinda seguridad a las personas respecto al poder adquisitivo de la moneda.

Según Krugman<sup>21</sup>, Los Bancos Centrales frecuentemente compran y venden reservas en los mercados de activos privados con el fin de modificar las condiciones macroeconómicas de sus economías. Una razón por la que la intervención en el mercado de divisas puede alterar las condiciones macroeconómicas es que constituye una manera de aumentar o disminuir la cantidad de dinero en circulación.

En Colombia el manejo de las Reservas internacionales ha sido en términos comparativos con otros países latinoamericanos como Ecuador y Argentina, acertado, sin embargo países como Chile y Venezuela nos han llevado la delantera en este tema y los frutos económicos buenos para ellos no se han hecho esperar. No obstante Colombia ha mejorado el manejo de sus reservas desde la

---

\* Es importante recordar que ese ahorro está formado por diferentes activos en el exterior manejados a disposición del Banco de la República.

<sup>21</sup> KRUGMAN, Paul. Economía Internacional: Teoría y Política. 7 ed. Madrid: McGraw-Hill. 2005. 329 p.

Constitución de 1991 en donde se le dio autonomía al Banco de la Republica y se le encargo el manejo de la política monetaria y cambiaria. Luego, en 1999 se adoptó un régimen cambiario con flotación de la tasa de cambio y un esquema de inflación objetivo para la política monetaria, esto pone al Banco como principal dador de liquidez al mercado, por ello cuenta con unos esquemas de acumulación y desacumulación de divisas que buscan mantener las reservas en su nivel optimo. Ese nivel optimo se basa en un análisis de los costos y beneficios de mantener un volumen determinado de reservas internacionales, de esta manera, la política del manejo de las reservas no solamente debe comparar el costo de oportunidad de las distintas alternativas en que puedan invertirse las reservas (como el consumo, la inversión o el pago de la deuda externa) sino el costo para la economía de quedarse sin ese nivel de reservas. Llevar las reservas a niveles que no permitan contar con una garantía para enfrentar choques externos tiene un gran costo económico y social y puede conducir a situaciones difíciles que cuestionen la propia viabilidad económica y política del país (JDBR, 2003b, 52).

El nivel adecuado de reservas que debe tener un país se encamina a alcanzar los estándares internacionales para lograr atraer flujos de capital, es así como ese nivel adecuado de reservas para un país esta mas relacionado con las expectativas de los mercados sobre las condiciones de liquidez y solvencia de una nación, los inversionistas además de observar los indicadores miran la relación entre algunas variables macroeconómicas y las reservas internacionales.

Según López<sup>22</sup>, Los indicadores que hoy más se usan en los estudios empíricos del nivel adecuado de reservas son el de reservas/amortizaciones del año en curso o siguiente; el de reservas/servicio de la deuda externa total (Sachs et al., 1996); el de reservas/ (amortizaciones + déficit en cuenta corriente) (GTBR, 2003) y el de reservas/importaciones (Urrutia, 2003). Los mercados internacionales observan con atención las características de cada país y sus indicadores, y se considera que cuando el indicador relevante es menor que 1 se debe encender una luz de alerta sobre la vulnerabilidad externa de esa economía (GTBR, 2003)

Colombia ha pesar de haber presentado una altísima variación de sus reservas, solo comparable con la variación de algunos países miembros de la FLAR (Federación Latinoamericana de reservas), posee unos indicadores de liquidez que indican que el país presenta niveles adecuados de RIN (Reservas internacionales Netas).

---

<sup>22</sup> Nivel de Reservas Internacionales y Crisis Cambiaria en Colombia [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2006. [consultado 20 de mayo de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

Según Mora<sup>23</sup>, son tres los factores claves que han determinado la acumulación de reservas en Colombia\* en el periodo de 1970-2004, el primero es la alta y creciente volatilidad macroeconómica, medida a través del crédito interno neto del banco central, el segundo es la reducción del costo de oportunidad entre comienzos de los noventa y 2001 y el tercero es el rápido crecimiento de la deuda externa, en especial la deuda pública, desde finales de los años noventa, con el consiguiente aumento en la carga del servicio de la deuda.

También es importante mencionar que una economía puede mantener en déficit la cuenta corriente en dos situaciones la primera es si el resto del mundo lo financia y tiene altos niveles de reservas internacionales, mientras la segunda consiste en que no cuente con reservas suficientes y el resto del mundo deje de financiarlo. De los últimos 35 años Colombia ha tenido en 25 de estos su cuenta corriente en déficit, entonces la cuenta corriente deberá acomodarse hasta un nivel afín con la financiación externa. Este tipo de ajuste resulta ser muy fuerte puesto que la tasa de cambio se devalúa aceleradamente y el gasto agregado se contrae de manera escabrosa. Sin embargo, cuando el país tiene niveles altos de reservas puede financiar temporalmente este déficit en la cuenta corriente y realizar un ajuste del gasto a su ingreso de manera paulatina, lo que reduce o aliviana el déficit fiscal; Obviamente este ajuste es menos perjudicial para la sociedad y la economía que el producido de manera rápida y desordenada.

Según JDBR<sup>24</sup>, En décadas pasadas las crisis externas de los países han surgido por diversas circunstancias como los déficit insostenibles de la cuenta corriente de la balanza de pagos, niveles de deuda externa de corto plazo superiores al saldo de reservas internacionales, pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero, contagio o déficit fiscales altos que llevan a que el nivel y la tasa de crecimiento de la deuda pública sean insostenibles. Éstas han sido las principales causas de crisis externas en los países emergentes, y aunque Colombia no cumpla

---

<sup>23</sup> Consideraciones sobre la Acumulación de Reservas Internacionales en Colombia entre 1970 y 2004 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2005. [consultado 20 de mayo de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

\* Los dineros pertenecientes a las reservas internacionales surgen de las operaciones que el país realiza con el exterior. En esencia se constituyen mediante la diferencia entre las transacciones que producen ingresos de divisas tales como: exportaciones, créditos de bancos extranjeros, transferencias hechas por colombianos en el exterior e inversiones extranjeras en el país; y las que producen egresos de las mismas como: importaciones, pagos de intereses de las deudas contraídas en el exterior y giros de colombianos desde el interior hacia el exterior.

<sup>24</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

<sup>24</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

con estas condiciones, podrían presentarse de un momento para otro en una situación de cierre de los mercados internacionales de crédito. Según Clavijo<sup>25</sup>, la crisis Colombiana de 1999 fue históricamente muy grande ya que la caída del producto real en dicho año fue del orden de 4,2% y si suponemos un crecimiento histórico del producto real de 3,0% entonces a comienzos del año 2000 el país se habría encontrado 7,2% por debajo del producto real. Para alcanzar la senda histórica de crecimiento en un año la economía colombiana habría tenido que crecer en el 2000 un 10,2% (7,2% + 3,0%). Así, como mínimo, el costo de la contracción en 1999 fue en términos de producto 7,2%. De acuerdo a esto cabe expresar que existe un costo de oportunidad de mantener reservas internacionales el cual esta asociado a sus usos alternativos en otras actividades ya sea en inversión , pago de la deuda o consumo y que dadas las circunstancias, en un momento determinado podrían implicar un mayor crecimiento económico; por ello la decisión sobre el nivel de reservas por parte de la autoridad monetaria debe depender de sus costos y beneficios, tratando de mantenerlas en un nivel optimo que los iguale.

Es necesario para un saludable comportamiento de la economía, tener una visión clara por parte de todos los organismos estatales y gubernamentales acerca de lo que se pretende conseguir en materia de estabilidad, para así formar un engranaje de política económica que permita dirigir hacia un mismo rumbo las políticas monetarias, cambiarias y fiscales. No obstante, hay desequilibrios de los cuales el gobierno tiene responsabilidad directa y el banco central no puede con su sola influencia corregirlos, mientras hay otros que es compromiso del emisor tenerlos bajo control, de esta forma es necesario comprender que el manejo de las reservas internacionales por parte del Banco de la República hace parte de una estrategia macroeconómica más general, desarrollada en coordinación con el MHCP, con tres elementos centrales: la aplicación de una política monetaria de inflación objetivo; la permanencia de un régimen de tasa de cambio flotante, y la administración óptima de las reservas internacionales. Estos componentes buscan garantizar la estabilidad de la economía como requisito fundamental para el crecimiento económico y el desarrollo social. El emisor se ha enfocado en esos tres elementos ya que se presentan una serie de instrumentos adecuados para hacer frente a los choques externos y a las fluctuaciones domésticas. Para llevarlos a cabo se tienen un conjunto de instrumentos dedicados a la acumulación o desacumulación de reservas internacionales, y al control de la volatilidad de la tasa de cambio.

---

<sup>25</sup> Las Reservas Internacionales Netas y la Estabilidad Macroeconómica [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2004. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

Para la administración de las reservas internacionales el Banco de la República ha determinado tres criterios como lo son seguridad, liquidez y rentabilidad, luego, las reservas solo son invertidas en los títulos que tengan un amplio mercado secundario, además de poseer una calificación crediticia alta y esta a su vez sea otorgada por las agencias calificadoras de riesgo con mayor reconocimiento internacional, además el Banco realiza estudios enfocados a mejorar de forma segura el rendimiento de las inversiones y teniendo en cuenta la posible necesidad de reservas en el corto plazo. Las reservas se han dividido en tres tramos cuantificables: i) el capital de trabajo, que cubre las necesidades inmediatas de liquidez; ii) el tramo indexado, que se define como un tramo de liquidez intermedia y su monto está limitado por la desacumulación histórica de las reservas brutas en períodos de un año, con un nivel de confianza del 99%, iii) el tramo no indexado, compuesto por aquellos fondos que tienen una probabilidad inferior a 1% de ser empleados en un horizonte de tiempo de un año. Los montos de dinero que posea cada tramo determina la probabilidad de utilización de recursos en diferentes períodos de tiempo; cabe anotar que una parte del tramo de inversión de las reservas internacionales es manejado por entidades administradoras de fondos en el exterior, firmas que son escogidas mediante un riguroso sistema de selección que evalúa su experiencia en el negocio, el tamaño de los fondos que administran y la calidad de su proceso de inversión y gestión del riesgo, tales firmas especializadas son: Barclays Global Investors, JP Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington, Management and Pacific Investment Management Co.

Es importante mencionar que con el fin de facilitar los pagos del país en el exterior, el portafolio de inversiones de las reservas mantiene una composición cambiaria en proporciones similares a los egresos de la balanza de pagos de la Nación que, en diferentes monedas como dólares americanos, euros y yenes japoneses entre otras.

#### **4.1 EVOLUCION Y COMPORTAMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**

Diferentes estudios consideran que la demanda de largo plazo por reservas considera variables como:

El tamaño de la economía, puesto que a medida que la economía crece, también lo hacen las transacciones internacionales, por lo cual sería lo ideal que las reservas internacionales fueran creciendo de manera proporcional con la población y el PIB per capita. Otra variable importante a considerar es la cuenta corriente y más exactamente que tan vulnerable es esta. Pues hay que tener precaución teniendo altos niveles de reservas internacionales por si el país enfrentase una demanda inesperada de divisas ya sea a través de choques de

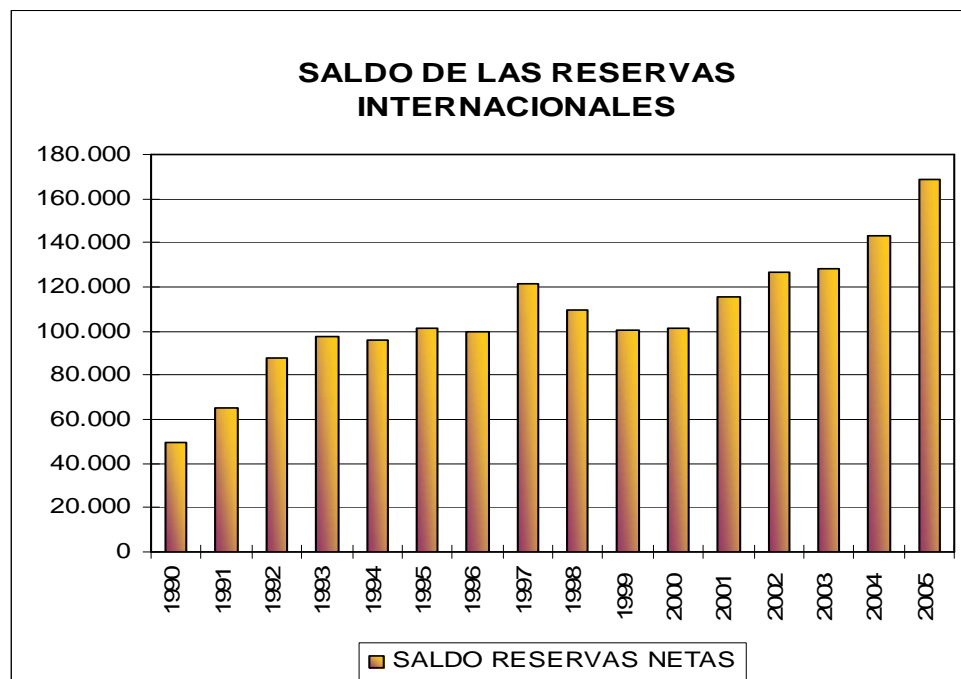


demanda externa o de términos de intercambio. Además de esto la vulnerabilidad de la cuenta de capital es otro factor importante por el cual hay que tener un acervo adecuado de reservas, ya que cuando el país tiene una gran apertura financiera y no posee aun un sistema de capitales desarrollado, en caso de una crisis externa podría ser mas fuerte para resistir el contagio. Luego, es claro que el aumento del tamaño de la economía, la vulnerabilidad de las cuentas corriente y de capital son variables que para Colombia implican una mayor demanda de reservas internacionales.

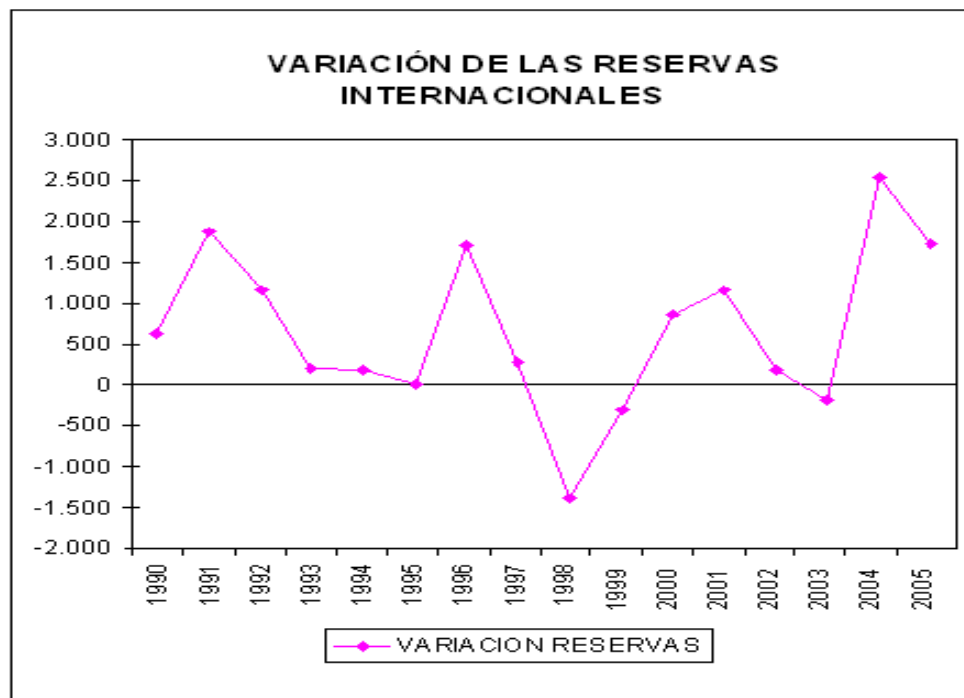
Por otro lado, Una variable que disminuye la necesidad de tener un gran stock de reservas internacionales es tener una tasa de cambio flexible la cual Colombia adopto desde 1999.

El costo de mantener reservas, que consiste básicamente en su costo de oportunidad respecto a invertir el dinero en otras alternativas, determina también el aumento o disminución de reservas, por lo cual si el costo de oportunidad es muy alto reducirá el nivel de reservas, puesto que el banco central obtendría menor rentabilidad

**Grafico 13. Saldo de las reservas internacionales**



**Grafico 14. Variación de las reservas internacionales**



A inicios de la década de los noventa, el saldo total de las reservas internacionales iba en un aumento continuo hasta llegar 1994 en donde las reservas netas disminuyeron un poco respecto al año anterior llegando a 8,002.8 millones de dolares, mientras las reservas brutas alcanzaban un total de US\$ 8,103.6 m. Para este año las reservas tuvieron una composición de pasivos a corto plazo US\$ 100,8 m, FLAR US\$ 210 m, FMI US\$296.5 m, oro US\$111.9 m, inversiones US\$ 7,453.6 m y caja US\$316 m. Para 2005 Las reservas netas acendieron a US\$ 8,324.5 m y las reservas brutas a brutas US\$ 8,457.3 m, con una composición como sigue: pasivos a corto plazo US\$132,8 m, convenios internacionales US\$ 8,1 m, FLAR US\$ 220.0 m, FMI US\$ 377.8 m, oro US\$103.5 m, cuentas por cobrar US\$13 m, inversiones US\$7,723.9 m y caja US\$22,7 m. Al finalizar el año 1996, las reservas internacionales netas se incrementaron en US\$ 1,572 m respecto a 1995 alcanzando así la suma de US\$ 9,897 m. De dicho valor el 92.8%, son inversiones financieras en el exterior en depósitos y títulos valores y el saldo restante, 7.2%, está representado de la siguiente forma: US\$ 447 m. en aportes al FMI y al FLAR, US\$ 176.4 m en Derechos Especiales de Giro (DEG), US\$ 132.5 m. en oro, pesos andinos y disponibilidades en caja y US\$43.6 m. en pasivos de corto plazo, los cuales afectan negativamente las reservas. Cabe expresar que la composición del portafolio de inversiones para 1996 fue: 77.4% en dólares americanos; 14.4% en marcos alemanes; 4.9% en yenes japoneses y 3.3% en

otras monedas. Según la JDBR<sup>26</sup>, “esta política de inversión, en el corto plazo, algunas veces trae como consecuencia ingresos o egresos extraordinarios producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas frente al dólar, sin embargo, permite que haya un equilibrio entre la composición de las reservas internacionales y la de los pagos externos”.

Del total del monto de las inversiones financieras, el Banco de la República manejo de forma directa US\$ 8,263.2 m y las firmas Barclays de Zoette Wedd y J. P. Morgan Investment Management manejaron un monto de US\$ 921.2 m., de manera tal que el total del portafolio de inversiones, es decir incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 68.5% en papeles de gobiernos soberanos y en un 31.5% en instituciones bancarias; teniendo un riesgo crediticio del 70.7% "AAA", el 11.3% "AA -", el 8.7% "AA +", el 6.8% "AA" y el 2.5% "A +", esto según importantes firmas aseguradoras de riesgo.

Al finalizar 1996, el capital de trabajo para asegurar la disponibilidad de divisas inmediata fue de US\$ 958.8 m. Los ingresos netos causados de las reservas en dicho año ascendieron a US\$ 251.3 m.

Pasando al año 1997, se observa que las reservas internacionales netas tuvieron una disminución de US\$15,1 m respecto a 1996, de manera tal que al finalizar 1997 estas descendieron a US\$9,881.5 m, de este monto el 90,9%, está constituido por inversiones financieras en el exterior en depósitos y títulos valores y el 9,1%, está distribuido en aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas; Derechos Especiales de Giro (DEG) , oro, pesos andinos y disponibilidades en caja y US\$29.4 m. en pasivos de corto plazo.

En este año, el Banco de la República invirtió directamente US\$6,945.3 m e indirectamente, por medio de las firmas especializadas Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management, un monto de US\$2,039.8 m. El portafolio se distribuyó en dicho año de acuerdo a las operaciones externas del país en: 78% dólares americanos; 15% marcos alemanes, y 7% yenes japoneses. Dicho portafolio tanto el que maneja el banco como el dado a las firmas mencionadas estuvo distribuido como sigue: un 72% en papeles de gobiernos soberanos y un 28% en instituciones bancarias. El riesgo crediticio de las inversiones de acuerdo a las agencias especializadas fue de: 82% “AAA”, 7% “AA -”, 6% “AA +”, 4% “AA” y 1% “A +”. Al finalizar 1997, el capital de trabajo para asegurar la

---

<sup>26</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la República, 1997. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

disponibilidad inmediata de divisas fue de US\$532 m y el rendimiento del portafolio de inversión fue de US\$243.7 m.

En el año de 1998, las reservas internacionales cayeron en US\$ 1,177.4 m respecto al año anterior alcanzando así un saldo de US\$ 8,704.1. Los componentes de las reservas en este año son en orden de importancia como sigue: US\$ 7,523.2 inversiones en depósitos y títulos valores en el exterior, US\$ 809.9 m en aportes al FMI y al FLAR, US\$ 196.4 m en derechos especiales de giro, US\$ 210.2 m en oro, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales y US\$ 35.7 m en pasivos externos de corto plazo.

Para 1999 las reservas internacionales netas volvieron a tener una disminución, esta vez por un monto de US\$637.8 m, respecto al año inmediatamente anterior, de manera tal que el saldo de estas fue US\$ 8,102.0 m. De este monto US\$ 7,122.0 corresponde a inversiones financieras, US\$ 641.8 m en derechos especiales de giro, US\$ 131.2 m en oro, disponibilidades en caja, pesos andinos, US\$208.4 m en saldos positivos de convenios internacionales y US\$ 1.4 m de pasivos a corto plazo.

A inicios del nuevo milenio, las reservas internacionales netas tuvieron una variación positiva de US\$903.0, alcanzando así un saldo total de US\$9,004.1 m, en este año la composición de las reservas internacionales fue: US\$8,083.2 m en inversiones financieras, US\$638.2 m en posición de reservas en el Fondo Monetario Internacional y el Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$135.7 m en derechos especiales de giro, US\$149.1 en oro, disponibilidades en caja, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales y US\$2.0 m en pasivos externos a corto plazo. Por otro lado, del total de las inversiones financieras (incluyendo el capital de trabajo) el Banco de la República gestionó directamente un portafolio de US\$5,173.0 m y las firmas especializadas Barclays Global Investors, Morgan Investment Management y Goldman Sachs Asset Management administraron el restante US\$2,910.2 m. Este portafolio tuvo una distribución de monedas como sigue: 80,4% en dólares americanos, 15,3% en euros, 4,2% en yenes japoneses y 0,1% en otras monedas. Además el total de dicho portafolio, es decir tanto el de administración directa como el entregado en administración fue colocado en un 72,0% en papeles de gobiernos soberanos y un 28,0% en instituciones bancarias y corporativas. El riesgo crediticio de las inversiones fue un 77,0% "AAA", un 11,0% "AA+", un 6,0% "AA" y 6,0% en "AA-" y "A+". El capital de trabajo para asegurar la disponibilidad inmediata de divisas fue de US\$327.4 y las ganancias que el Banco de la República obtuvo por concepto del rendimiento del portafolio de inversión de las reservas fue de US\$504.9 m.

Para 2001, las reservas internacionales netas totalizaron US\$10,191.8 m, y registraron un crecimiento anual de US\$1,187.7. De este saldo, US\$9,317.0 m, 91,4%, corresponden al portafolio de inversión de las reservas internacionales, de

los cuales US\$6,236.3 m están bajo la administración directa del Banco de la República, y US\$3,080.7 m administradas por entidades financieras externas. El saldo restante está distribuido así: posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), US\$648.0 m; derechos especiales de giro (DEG), US\$137.1 m; en oro, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales US\$112.8 m, y, por último, depósitos a la orden y efectivo en caja por US\$30.3 m. además se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$53.3 m. En cuanto a la gestión del portafolio, el Banco de la República gestionó directamente un 66,9% del total y Las firmas especializadas Barclays Global Investors, Morgan Investment Management y Goldman Sachs Asset Management administraron el 33,1%. La composición de monedas del portafolio fue: 82,8% dólares americanos, 13,4% euros, 3,0% yenes japoneses y 0,8% otras monedas. En cuanto a la calificación de riesgo otorgada por las agencias especializadas hubo una mejoría respecto al año anterior siendo: 80,0% "AAA", 7,5% "AA", 6,6% "AA -", 5,7% "AA +" y 0,2% "A +".

Pasando al año 2002, se observa que las reservas internacionales netas registraron un saldo de US\$10.840,5 m, es decir una variación positiva respecto al año anterior de US\$648,7 m. El principal componente de las reservas internacionales en este año fue el portafolio de inversión con US\$9.825,7 m, el restante está compuesto como sigue: US\$690,9 m en posición de reservas en el FMI y los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas; US\$690,9 m en derechos especiales de giro, US\$154,8 m en oro y pesos andinos, US\$133,8 m en saldos positivos de convenios internacionales US\$38,8 m en depósitos a la orden y el efectivo en caja y finalmente US\$3,6 m en pasivos externos a corto plazo. Del portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionó directamente US\$4.806,2 m, incluido un capital de trabajo y las firmas especializadas Barclays Global Investors, JP Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investments LP administraban el restante US\$5.019,5 m. Respecto a la colocación del portafolio, este tiene un 73,3% en el sector soberano incluyendo corto y largo plazo; 12,9% en el sector bancario; 5,6% en el corporativo y 8,2% en el supranacional. La calificación de riesgo que elaboran firmas especializadas arrojó los resultados como sigue: 33,0% "P-1", 57,7% "AAA", 5,4% "AA", 0,3% "A".

En 2003, Las reservas internacionales netas totalizaron US\$10.915,6 m, aumentando US\$75,1 m en comparación al 2002. El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el portafolio de inversión de US\$9.770,5 m., el cual representa el 89,5% del total. El saldo restante se halla distribuido en la posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$738,0 m; luego los DEG, US\$172,5 m; siguiendo con el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$162,4 m, además los depósitos a la orden y el efectivo en caja por US\$77,9 m y finalmente los pasivos externos a corto plazo por US\$5,8 m. Por otro lado, del portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionó directamente US\$4.519,3 m y las

firmas especializadas Barclays Global Investors, J. P. Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investments L. P, administraron US\$5.251,2 m. El riesgo crediticio para el total del portafolio se compuso como sigue: 64,1% en el sector soberano; 19,6% en el sector bancario, 10,6% en el corporativo y 5,7% en el supranacional. A diciembre de 2003, la distribución de este riesgo de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas fue la siguiente: el 41,9% "P-1", el 49,1% "AAA", el 6,1% "AA", el 0,5% "A" y el 2,4% en el Bank for International Settlements.

En 2004, las reservas internacionales netas aumentaron en US\$2.620,2 m, totalizando a diciembre de este año US\$13.535,8 m. El principal componente de las reservas internacionales lo constituye el portafolio de inversión con el 91,1% del total, es decir US\$12.336,3 m. El saldo restante está distribuido en: la posición de reservas en el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), US\$764,1 m; los derechos especiales de giro (DEG), US\$182,9 m; el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales por US\$240,2 m; los depósitos a la orden y el efectivo en caja por US\$16,4 m. y los pasivos externos a corto plazo por US\$4,1 m. En cuanto al portafolio total de inversiones, el Banco de la República gestionó directamente US\$6.947,5 m, es decir 56,3% del total del tramo de inversiones incluido un capital de trabajo por US\$639,7 m, y las firmas especializadas Barclays Global Investors, J. P. Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management y Morgan Stanley Investments L. P. administraron el restante 43,7% o US\$5.388,8 m. El riesgo crediticio para el total del portafolio de inversiones se concentra principalmente en el sector soberano, incluyendo activos de corto y largo plazos, con un 54,5% del portafolio, y la proporción restante se distribuye entre los demás sectores así: 30,9% en el sector bancario, 8,2% en el corporativo, 2,8% en el supranacional, 0,8% en el Banco de Pagos Internacionales y 2,8% en acuerdos de recompra en la Fed de Nueva York. De esta forma al final del año las calificadoras especializadas de riesgo otorgó la siguiente calificación: 42,8% "P-1", 46,9% "AAA", 6,2% "AA", 0,5% "A", y 2,8% en acuerdos de recompra en la Fed de Nueva York.

Finalmente en el año 2005 las reservas internacionales netas tuvieron una acumulación de US\$1.411,5 m, de manera tal que al cerrar el año estas alcanzaron un saldo de US\$14.947,3 .

#### **4.2 INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES PARA COLOMBIA**

Existen diferentes indicadores aceptados a nivel internacional, a través de los cuales se puede determinar si un país tiene un acervo de reservas internacionales adecuado. Tales indicadores son: Reservas/amortizaciones del año en curso o siguiente, Reservas/servicio de la deuda externa total,

Reservas/(amortizaciones+déficit en cuenta corriente), Reservas/PIB, reservas/importaciones, reservas/M3 (el agregado monetario amplio). Algunos indicadores de los mencionados se pueden apreciar para Colombia en el siguiente cuadro:

Tabla 4. Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

| INDICADORES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA            |   |   |   | 1999 | 2000 | 2001 | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  |
|--|---|---|---|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>SALDOS DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS</b>                    | - | - | - | 8.11 | 8.80 | 9.98 | 10.84 | 10.91 | 13.53 | 14.94 |
| <b>INDICADOR DE AMORTIZACIONES DE DEUDA EXTERNA</b>                | - | - | - |      |      |      |       |       |       |       |
| Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)                 |   |   |   | 9.01 | 8.66 | 7.89 | 10.14 | 10.17 | 8.918 | 13.32 |
| Reservas netas/Amortizaciones deuda externa del año en curso       |   |   |   | 0,9  | 1,02 | 1,26 | 1,07  | 1,07  | 1,52  | 1,12  |
| Reservas netas/Amortizaciones deuda externa del siguiente año      |   |   |   | 0,94 | 1,11 | 0,99 | 1,07  | 1,22  | 1,02  | 1,1   |
| <b>POSICION ADECUADA DE LIQUIDEZ EXTERNA</b>                       | - | - | - |      |      |      |       |       |       |       |
| RIN/ (Servicio de la deuda año corriente)                          |   |   |   | 0,7  | 0,78 | 0,95 | 0,86  | 0,87  | 1,19  | 0,92  |
| RIN/ (Servicio de la deuda año siguiente)                          |   |   |   | 0,72 | 0,84 | 0,79 | 0,86  | 0,96  | 0,83  | 0,91  |
| RIN/ (Amortizaciones de deuda año corriente + def cta cte año cte) |   |   |   | 0,97 | 1,09 | 1,09 | 0,94  | 0,98  | 1,38  | 0,98  |
| RIN/ (Amortizaciones de deuda año siguiente + def cta cte año ste) |   |   |   | 0,01 | 0,96 | 0,85 | 0,97  | 1,11  | 0,89  | 0,9   |

Para los indicadores clasificados en los grupos A y B hubo una mejora considerable en los de amortizaciones y los de liquidez externa hasta 2004; sin

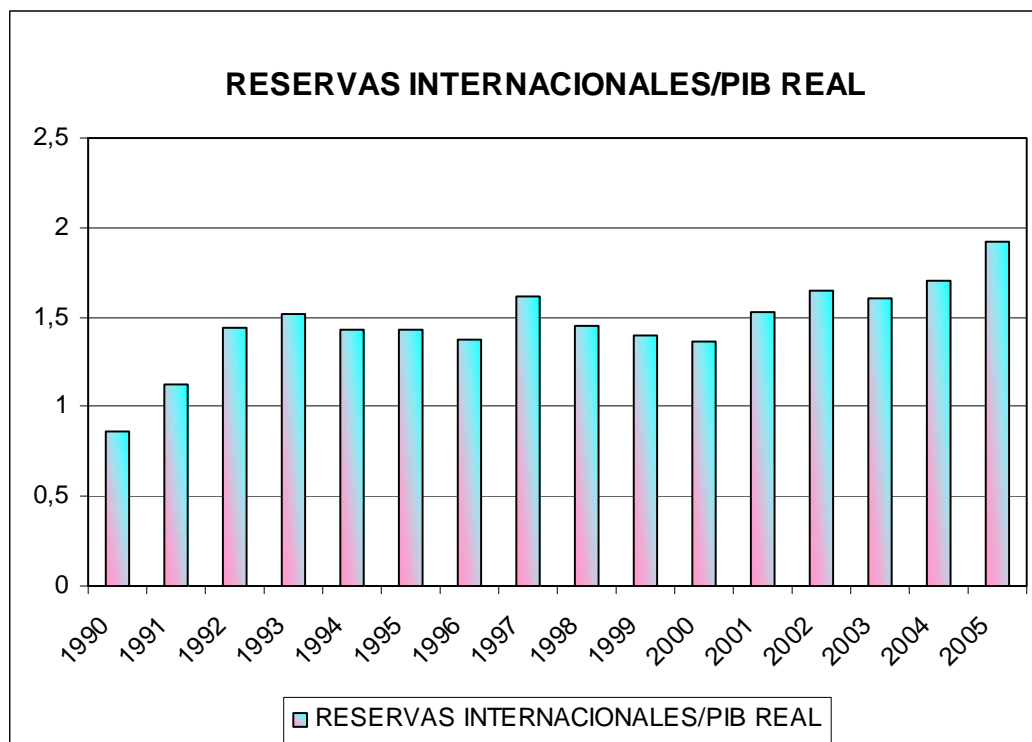


embargo, todavía algunos de ellos (RIN/amortizaciones + déficit en cuenta corriente) muestran valores cercanos a uno al finalizar 2005.

Los indicadores de vulnerabilidad se vieron positivamente influenciados por los prepagos de deuda externa pública que ha efectuado el Gobierno en 2005 y 2006, como parte de su política de sustitución de deuda externa por interna

**4.2.1 Reservas/PIB.** En la medida en que una economía crece, requiere de un mayor *stock* de reservas internacionales para atender la demanda de los diferentes sectores.

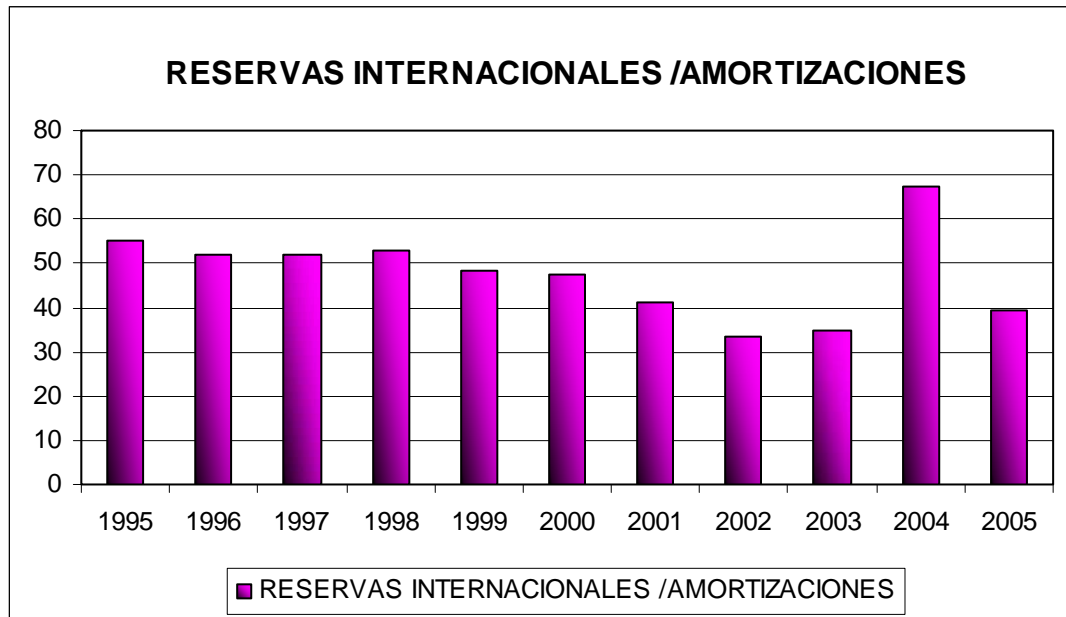
**Grafico 15. Reservas internacionales/PIB Real**



Este indicador, muestra que a pesar del aumento constante a partir del año 2000 del saldo de las reservas el tamaño respecto al PIB en dólares no se ha elevado, es así como para 2002 el indicador RIN/PIB en términos porcentuales se estableció en 13,36%, al año siguiente paso a 13,58%, para 2003 registro 13,76% y finalmente en 2005 disminuyo a 12,08%.

**4.2.2 Reservas/amortizaciones del año en curso o siguiente.** Este indicador es suficiente para países que no tienen déficit en la cuenta corriente ni una moneda sobrevaluada, por lo cual la necesidad de liquidez internacional se limita a las amortizaciones de la deuda externa.

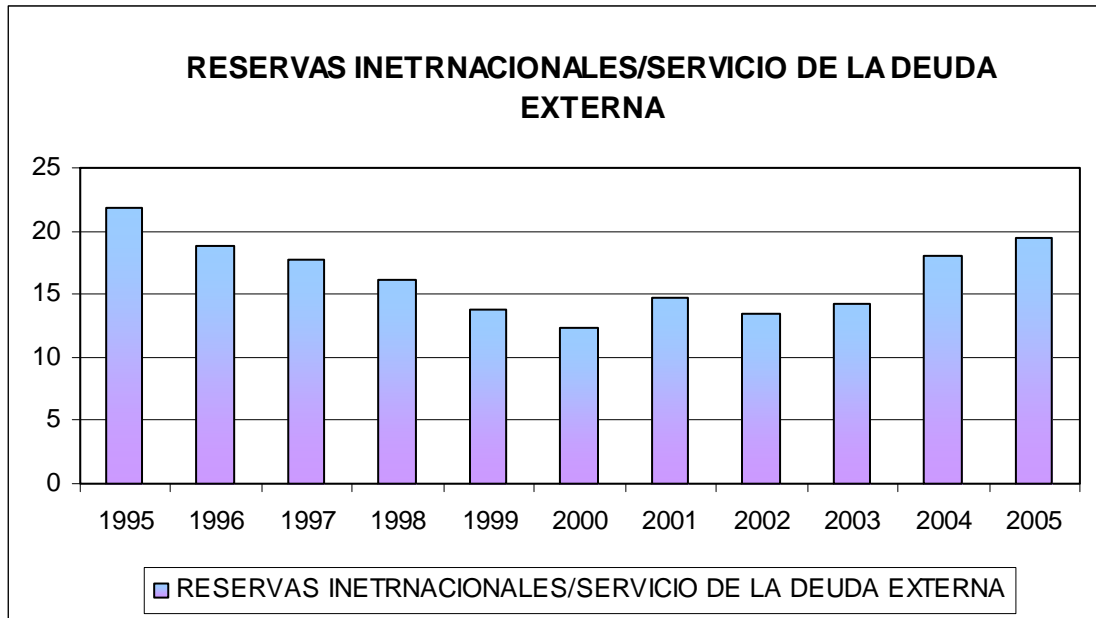
**Gráfico 16. Reservas internacionales/Amortizaciones**



A inicios de la década de los noventa este indicador cumplió con los estándares exigidos internacionalmente, sin embargo para 1995, 1998, 1999 y 2001 este indicador no llegó a la unidad. Este indicador ha presentado niveles muy aceptables en 2000, 2002, 2003 excluyendo el 2004, no obstante los prepagos de deuda externa repercutieron favorablemente en el perfil y la trayectoria futura de las amortizaciones al punto que para 2005 este registro 1,12.

**4.2.3 Reservas/servicio de la deuda externa total.** medida útil cuando el país necesita acudir al mercado internacional no sólo para financiar las amortizaciones de la deuda total sino también para financiar los intereses de esas obligaciones.

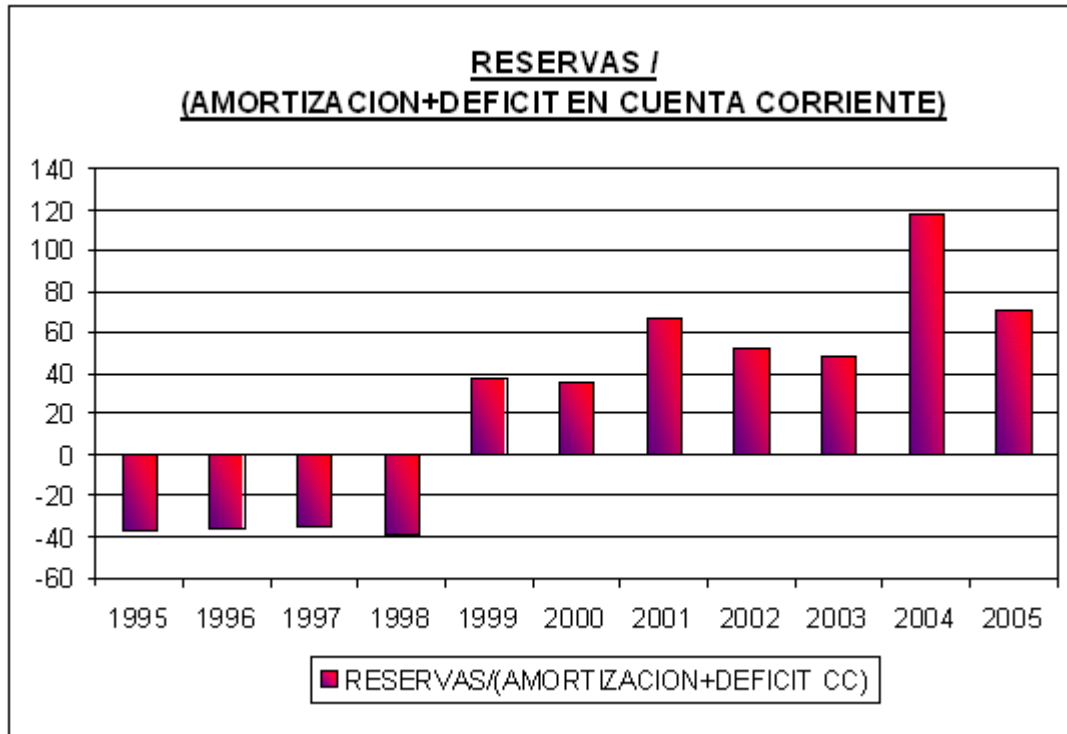
**Grafico 17. Reservas internacionales/ Servicio de la deuda externa**



Esta relación entre reservas internacionales y deuda externa es considerada un indicador de solvencia más que de liquidez; después de la crisis rusa y asiática. A inicios de la década de los noventa Colombia poseía una relación reservas internacionales / deuda externa total mayor que la del promedio de los países más grandes de Latinoamérica. Pero esto cambió debido al rápido aumento de la deuda externa colombiana y la disminución de las reservas internacionales. No obstante a partir de 2001 este indicador ha registrado una mejoría notable llegando casi a uno ubicándose en 0,95, de manera tal que para 2004 registro 1,19.

**4.2.4 Reservas/(amortizaciones+déficit en cuenta corriente).** esta relación indica la vulnerabilidad externa de países con amortizaciones y pago de intereses importantes, con déficit en la cuenta corriente y que desean que en el momento de un cierre de los mercados internacionales su ajuste sea gradual y no requiera contracciones bruscas del gasto y del producto.

**Gráfico 18. Reservas internacionales/ (Amortizaciones + Déficit en Cuenta corriente**

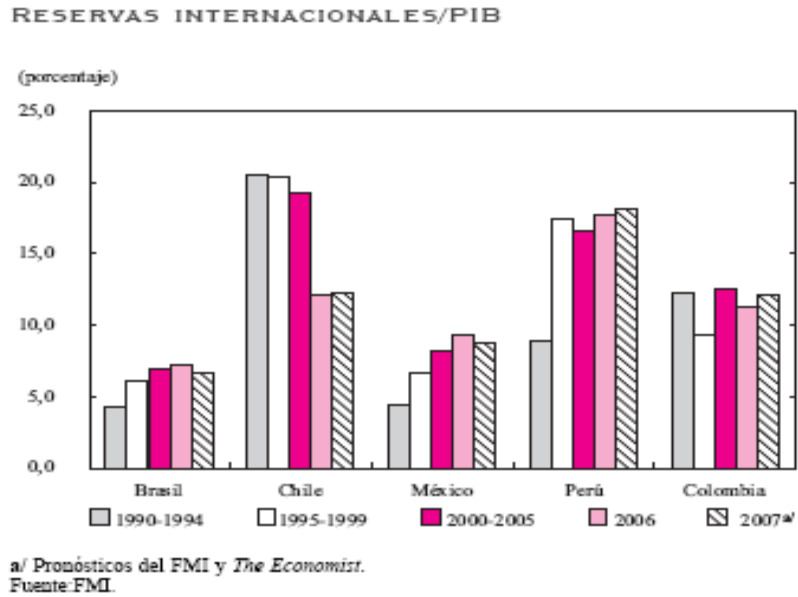


Este indicador registro niveles adecuados para 2000, 2001 y 2004, pasando de la unidad, no obstante en 1999, 2002, 2003 y 2004 este estuvo cercano a uno pero no se cumplió el estandar exigido internacionalmente.

#### **4.3 INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES PARA COLOMBIA Y ALGUNOS PAISES DE LA REGION**

El análisis de los indicadores de vulnerabilidad externa de la economía se centra en aquellos que miden la incidencia del endeudamiento externo tanto en su nivel como en la obligación de pagos que genera a corto plazo, indicadores se complementan con la inclusión del déficit en la cuenta corriente. En general, los mercados internacionales consideran que un valor inferior a uno en estos indicadores puede dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías, dependiendo de las características de cada país. De acuerdo con lo anterior, los indicadores que más relevancia tienen en la determinación del riesgo soberano de los países son los siguientes:

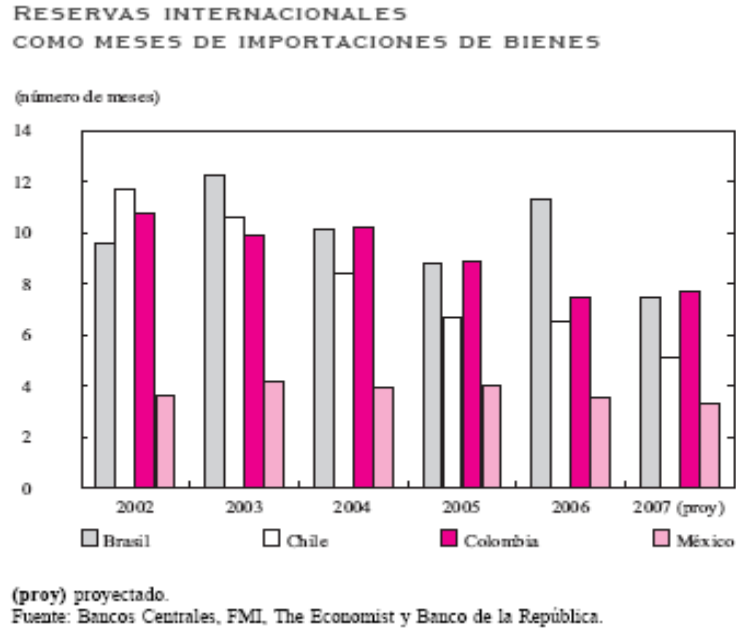
## Grafico 19. Reservas internacionales/ PIB



Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

Aunque en los últimos años se ha observado una fuerte acumulación de reservas internacionales en Colombia, el indicador de vulnerabilidad de reservas internacionales sobre PIB ha crecido marginalmente. Si se compara el nivel de reservas con respecto al tamaño de la economía medida por el PIB, se observa que el indicador de Colombia se sitúa en un nivel intermedio, por debajo de Chile y de Perú, pero mayor que Brasil y México. Lo anterior se explica porque el crecimiento del PIB en dólares ha compensado parcialmente la tasa de crecimiento de las reservas internacionales. El crecimiento del PIB medido en dólares corrientes, ha aumentado significativamente debido a la apreciación de la moneda local y al dinamismo de la economía.

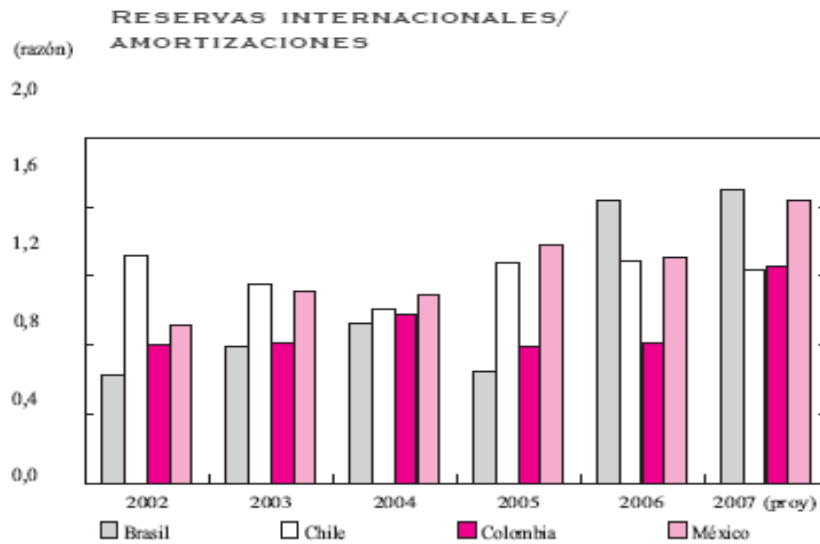
**Grafico 20. Reservas internacionales como meses de importaciones De bienes**



Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

El indicador de reservas expresado en meses de importación de bienes, muestra que Colombia ha tenido una posición relativamente superior a la de Chile, México y Brasil a partir de 2004. No obstante, dicho indicador se contrajo entre 2004 y 2006, y no se ha recuperado para el 2007, a pesar del fuerte crecimiento de las reservas. Tal comportamiento se debe a que el crecimiento de las reservas ha sido más lento que el de las importaciones. A lo largo de 2006 y en lo que va corrido de 2007, las importaciones de bienes han registrado una tasa de crecimiento alrededor del 24%, mientras que la acumulación de reservas para 2006 fue del 4% y en lo que va corrido de 2007, de 21,3%.

## Grafico 21. Reservas internacionales/Amortizaciones



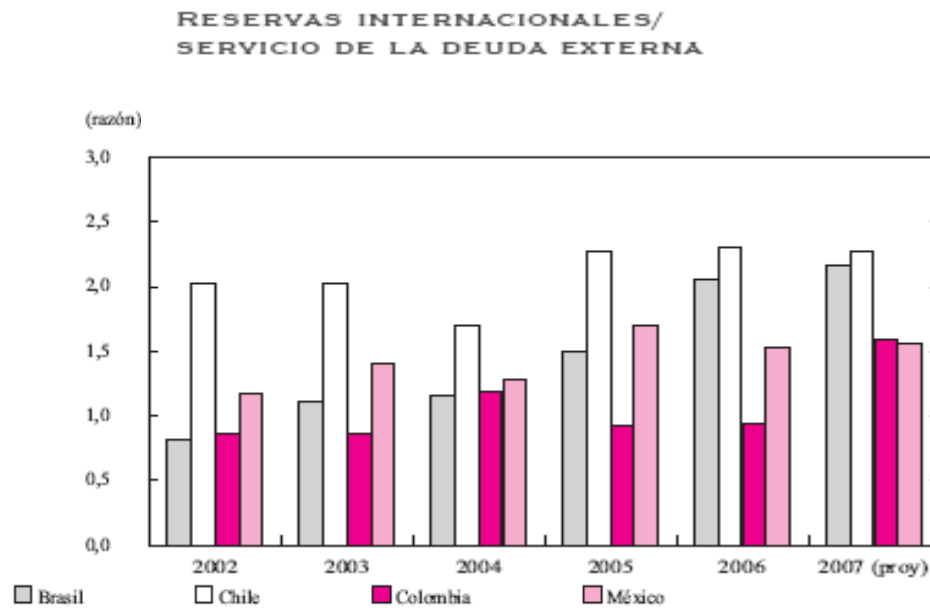
(proy) proyectado.

Fuente: Bancos Centrales, FMI, The Economist y Banco de la República.

Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

En los indicadores de reservas/amortizaciones externas y de reservas/servicio de la deuda externa, Chile y México registran niveles superiores al de Colombia, y Brasil a partir de 2006.

**Grafico 22. Reservas internacionales/ Servicio de la deuda externa**



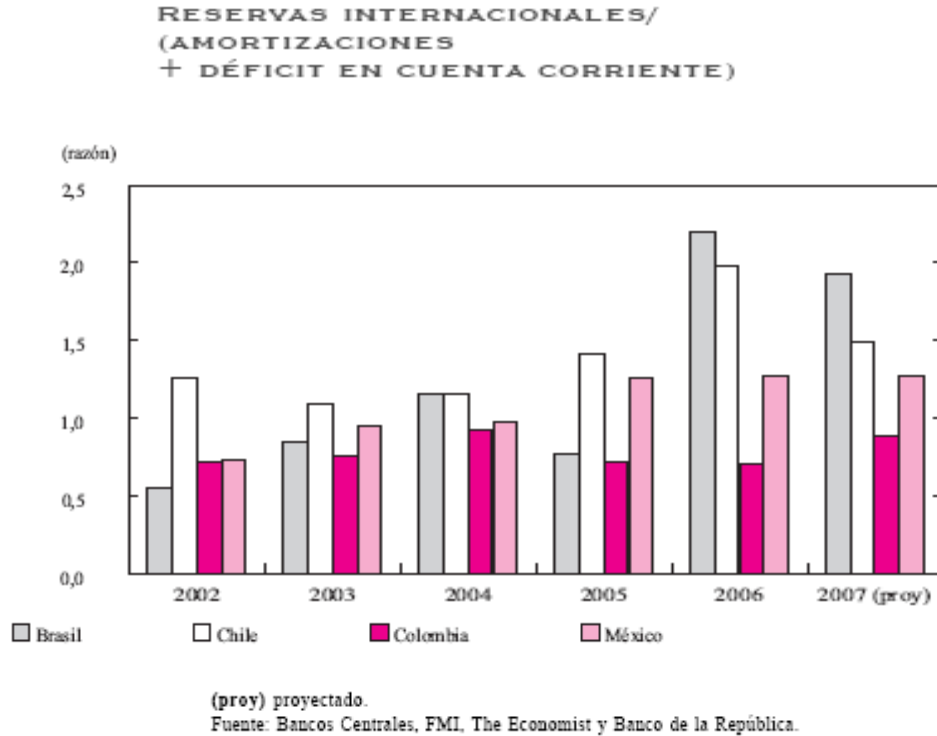
(proy) proyectado.

Fuente: Bancos Centrales, FMI, The Economist y Banco de la República.

Fuente: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)



**Grafico 23. Reservas internacionales/ (Amortizaciones + Déficit en Cuenta corriente**



Fuente: Informe de la junta directiva al Congreso de la Republica julio 2007 [en línea]. Bogotá D.C: Banco de la Republica, 2007. [consultado 10 de septiembre de 2007]. Disponible en Internet: [www.banrep.com](http://www.banrep.com)

En la coyuntura actual uno de los indicadores de vulnerabilidad externa más importante de analizar es el que considera las amortizaciones de la deuda externa y el déficit en cuenta corriente, el cual debe mantenerse por encima de uno. Durante el período 2002-2006, Chile y México fueron quienes cumplieron con el criterio de que el indicador fuera mayor que la unidad a partir de 2003, y Brasil en 2004 y 2006. En tanto que Colombia ha estado por debajo de dicho criterio, lo cual muestra una vulnerabilidad externa

## 5. CONCLUSIONES

En el contexto planteado se observa que la evolución de la economía colombiana ,en especial su ciclo económico en la década de los noventa ha sido muy parejo con el presentado por América latina. Este ciclo económico ha sido mucho mas marcado para Colombia en sus fases recesivas y de auge, de manera pues que el manejo de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria han tenido cambios respecto a la dirección por la que estas van enfocadas debido en parte al pensamiento de los gobiernos de turno. En el ámbito fiscal, desde 1990 hasta finales del año 93, se observa un buen comportamiento en las cuentas debido a factores externos concernientes con la apertura colombiana al mercado mundial, sin embargo a partir de 1994 se empieza ver el efecto del excesivo gasto publico y de incapacidad de establecer una estructura fuerte en materia de impuestos y recaudo, esta tendencia va en aumento los seis años posteriores y empieza a mostrar otros horizontes a partir de 2000 hasta 2005 como resultado de una concientizacion paulatina del mal estado de las finanzas publicas, llevando así a restricciones del gasto y modificaciones en la parte de los ingresos. No obstante las autoridades que manejan la política monetaria y cambiaria iniciaron la ultima década del siglo XX con grandes desafíos en materia de inflación y tasa de cambio. En cuanto a la primera han logrado reducir el índice general de precios de la economía de niveles del 30% en 1990 a 4,8% quince años después, esto en parte gracias a política de inflación objetivo adoptada en 1999, por su parte la tasa de cambio paso de ser fija , a un poco mas flexible con la banda cambiaria hasta 1999 en donde se adopto el régimen de flotación, estos logros se relacionan con el hecho de que el Banco de la Republica obtuvo independencia constitucional para 1991 generando así un manejo objetivo de estas políticas.

Respecto a estabilidad macroeconómica, el país no ha sido fuerte y gran parte de estos quince años ha estado envuelto en periodos de inestabilidad, esto, como resultado de que los gobiernos de turno no actuaron con miras económicas de largo plazo que conllevaran a un entorno económico mas previsible. Además, no ha habido una amplia e ideal coinonia entre el gobierno y la autoridad monetaria para enfocar el desarrollo de la economía por una misma senda.

En términos generales, las reservas internacionales, han tenido un manejo propicio por parte del banco central, y en cuanto a los indicadores para estas, todos son importantes y muestran distintas cosas, pero el que toma mayor relevancia para la economía colombiana, por tener esta amortizaciones y pago de intereses importantes, además de un déficit en la cuenta corriente desde los 90`s, es el indicador de Reservas/ (amortizaciones+déficit en cuenta corriente). Las autoridades monetarias deberán prestar mucha atención a este indicador en los años venideros, si desean que en el momento de una crisis financiera

Internacional o de un cierre de los mercados internacionales, el ajuste de la economía pueda efectuarse de manera paulatina y no de forma abrupta, generando contracciones bruscas del gasto y del producto. Este indicador se ha encontrado en los últimos años algunas veces por debajo de 1 lo que son valores críticos.

De los indicadores aceptados internacionalmente, en los últimos años los indicadores de liquidez tales como RIN/ (Servicio de la deuda año corriente), RIN/ (Servicio de la deuda año siguiente), de acuerdo a los criterios estándar de situarse alrededor de uno han tenido un comportamiento adecuado, debido en parte al buen manejo por parte del banco de la república y a los administradores de cierta parte del portafolio como Barclays Global Investors, JP Morgan Investment Management Inc., Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington, Management y Pacific Investment Management Co. Esto ha contribuido de forma muy significativa a la forma como los inversionistas extranjeros ven a Colombia, puesto que en síntesis sería apto para préstamos ya que disminuye su riesgo al incrementarse su capacidad de pago.

En cuanto a el indicador de reservas/PIB es importante resaltar que el país lo ha tenido por encima del promedio latinoamericano, mostrando así que a medida que crece la población y aumenta el tamaño de la economía, también el seguro de las reservas aumenta para satisfacer las necesidades de toda la población en caso de algún infortunio natural o crisis.

Para el indicador reservas/importaciones, Colombia tiene niveles más que adecuados, ya que se piden tres y Colombia ha incluso llegado a los 8.

Por otro lado, para Colombia se han desarrollado tres estudios concernientes al nivel óptimo de reservas internacionales, estos se han desarrollado como estudios de caso específicos a un determinado año, para observar los posibles excedentes o faltantes de reservas. Los tres estudios arrojan resultados interesantes, los dos primeros, son efectuados en el año de 1994 por Carrasquilla, y unos meses después se hace uno similar con resultados diferentes por Oliveros y Varela, estos se apoyan en las teorías de nivel óptimo de reservas y más exactamente en los modelos econométricos desarrollados por Heller (1966), Hamada y Ueda (1977), el primero expresa que Colombia para tener un nivel óptimo de reservas al cerrar 1994 necesita un excedente de reservas de 3.500 a 5.000 millones, mientras el segundo dice que el excedente debería ser de 3.469 millones de dólares.

El último estudio concerniente a reservas óptimas se desarrolló en 2003 por la gerencia técnica del banco de la república, basándose en el modelo de Ben-Bassat y Gottlieb (1992), pero con algunas modificaciones. Este estudio concluyó que tan solo se necesitarían 500 millones de dólares para alcanzar las reservas óptimas en ese momento del tiempo bajo las circunstancias propias, como riesgos de crisis.

El enfoque ideal para determinar un nivel adecuado de reservas internacionales, debe ser una combinación entre la teoría de saldos de inventario mediante la cual se iguala los costos y beneficios de tener cierto acervo de reservas y el que mide un nivel adecuado entre reservas y endeudamiento, además de la necesidad que tiene el país para acceder al crédito externo en años posteriores. Así se tendría una percepción mas cercana a las verdaderas necesidades del país en objeto de estudio, en el caso colombiano con mayor razón ya que hace parte de los países emergentes y son precisamente estos los que sufren un contagio mas rápido respecto a crisis internacionales inesperadas ya que por lo regular es mas difícil usar los mecanismos verazmente para protegerse de choques externos, debido en parte al tamaño de la economía.

En cuanto a los modelos de reservas optimas, el mas apropiado para hacer este tipo de estudios aplicados a Colombia, es el de Ben-Bassat y Gottlieb (1992), ya que se acoplan a la situación de la economía colombiana, eliminando el supuesto de equilibrio constante en la balanza de pagos; esto es un punto a favor ya que la balanza de pagos del país esta de continuo en desequilibrio, además se centra en la acumulación de déficit en cuenta corriente, incluyendo el análisis de cese de pagos internacionales en el costo y la probabilidad de quedarse sin reservas. Evaluar el nivel optimo de reservas internacionales para Colombia mediante este modelo econométrico puede generar resultados tales como que el no tener por lo menos un nivel adecuado de reservas le podría generar una restricción de liquidez internacional que afecte su capacidad de pago, y asi probablemente llevar al cierre de los mercados internacionales de capitales y al cese de pagos de la deuda externa, lo que seria catastrófico no solo para el gobierno central sino también para los empresarios y por ende para los trabajadores, por ello el quedarse sin reservas o el manejarlas mal tiene un alto costo económico que se traduce en uno mayor pero social.

## **6. RECOMENDACIONES**

Se aconseja al lector, si no es estudiante de economía u economista revisar el glosario antes de la lectura del documento para lograr una mayor comprensión.

Se sugiere, que después de cada título de primer o segundo nivel en donde hallan graficas u tablas, estas se analicen cuidadosamente antes de leer el texto.

## BIBLIOGRAFIA

A Fiscal Price Tag for International Reserves [en línea]. Washintong : Internacional Monetary Fond, 2005. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.imf.com/>

Análisis del Nivel Adecuado de Reservas Internacionales [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2003. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Balance Macroeconómico y Fiscal [en línea]. Bogotá DC: Asociación Nacional de Instituciones Financieras, 2006. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.anif.com/>

Balanza de Pagos y Reservas Internacionales [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2006. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Balance Macroeconómico 2003, Presupuesto y Plan Financiero para 2004, Documento CONPES 3233 [en línea]. Bogotá DC: Departamento Nacional de Planeación, 2003. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.dnp.com/>

Balance Macroeconómico 2004, Presupuesto y Plan Financiero para 2004, Documento CONPES 3233 [en línea]. Bogotá DC: Departamento Nacional de Planeación, 2004. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.dnp.com/>

Consideraciones Sobre el Manejo de las Reservas Internacionales [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 1994. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Colombia En El Contexto De Las Metas Del Milenio: Tropiezos, Logros Y El Camino Hacia delante [en línea]. Bogotá DC: Universidad de los Andes, 2006. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.uniandes.com.co/>

Consideraciones sobre la Acumulación de Reservas Internacionales en Colombia entre 1970 y 2004 [en línea]. Bogotá DC: Banco de la republica, 2005. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Consideraciones sobre la Acumulación de Reservas Internacionales en los Países Miembros del FLAR 1970 – 2004 [en línea]. Bogotá DC: Banco de la republica, 2005. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Consideraciones Sobre el Nivel Optimo de Reservas Internacionales [en línea]. Bogotá DC: Banco de la republica, 2003. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

El Manejo Reciente De Las Reservas Internacionales De Colombia internacionales [en línea]. Bogotá DC: Banco de la republica, 2003. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Estabilidad y Estructura: Interacciones en el Crecimiento Económico [en línea]. Colombia: Comisión Económica Para América Latina, 1994. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.cepal.com/>

El Crecimiento Económico Colombiano En El Siglo XX [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2003. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

El Banco de la República y el Régimen de Meta de Inflación [en línea]. Bogotá DC: Banco de la republica, 2003. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Globalización y Desarrollo: Síntesis”, Santiago, Chile [en línea]. Colombia: Comisión Económica Para América Latina, 2002. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.cepal.com/>

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica para Julio [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2000. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2001. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2002. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2005. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2006. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2007. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica para Marzo [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2000. [Consultado 20 de Febrero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2005. [Consultado 20 de Febrero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2007. [Consultado 20 de Febrero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Informe Sobre Inflación para Diciembre [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 1999. [Consultado 03 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2003. [Consultado 03 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2005. [Consultado 03 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Las Reservas Internacionales Netas y la Estabilidad Macroeconómica [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2003. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Las Reservas Internacionales [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2001. [Consultado 10 de Enero, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

La Tasa de Cambio en Colombia: Impacto y Determinantes en un Mercado Globalizado [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2004. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

La Política Monetaria en Colombia [en línea]. Bogotá DC: Departamento Nacional de Planeación, 2006. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.dnp.com/>

La Política Fiscal en el Siglo XX en Colombia [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 2004. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>



Los Equilibrios Macroeconómicos y el Banco central: El Caso Colombiano [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica, 1999. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

La Descentralización, La Estabilidad Macroeconómica Y La Integración Económica Regional: Enlaces De Política Y Mecanismos De Transmisión [en línea]. Washintong: Banco Interamericano de desarrollo, 2003. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.bid.com/>

La Política Monetaria: Teoría Y Caso Colombiano [en línea]. Santiago de Cali, Universidad Icesi, 2004. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.icesi.edu.co/>

Memorias de la Recesión de Fin de Siglo en Colombia: Flujos, Balances y Política Anticíclica [en línea]. Bogotá DC: Departamento Nacional de Planeación, 2001. [Consultado 20 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.dnp.com/>

Marco Fiscal de Mediano Plazo [en línea]. Bogotá DC: Departamento Nacional de Planeación, 2005. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.dnp.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Departamento Nacional de Planeación, 2006. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.dnp.com/>

----- [en línea]. Bogotá DC: Departamento Nacional de Planeación, 2007. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.dnp.com/>

Nivel de Reservas Internacionales y Crisis Cambiaria en Colombia [en línea]. Bogotá DC: Banco de la republica, 2006. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

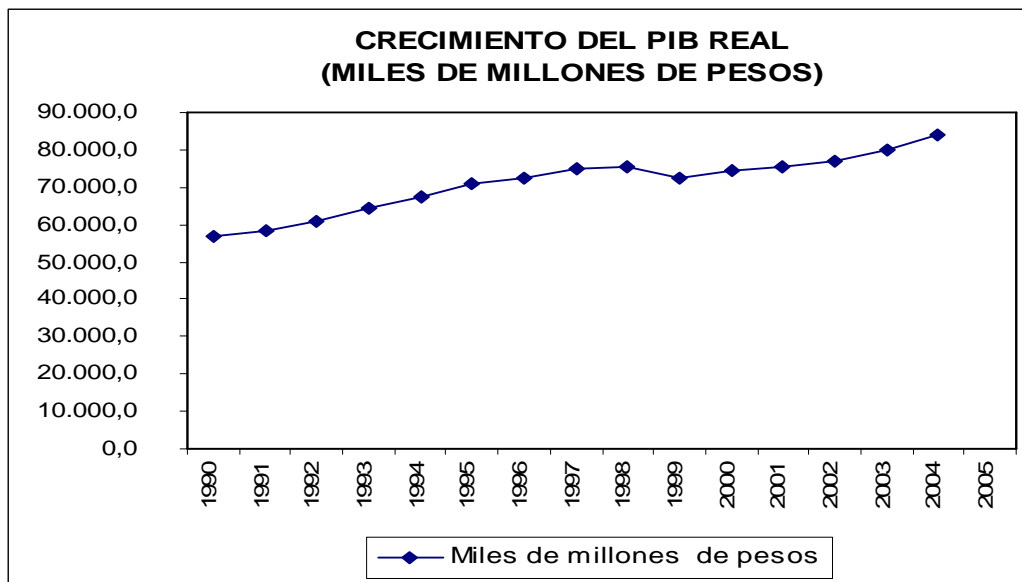
Operación con las Reservas Internacionales Netas [en línea]. Bogotá DC: Banco de la Republica de Colombia, 2004. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

Segunda Parte: Macroeconomía, Inversión y Desarrollo Sostenible [en línea]. Colombia: Comisión Económica Para America Latina, 2002. [Consultado 06 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.cepal.com.co/>

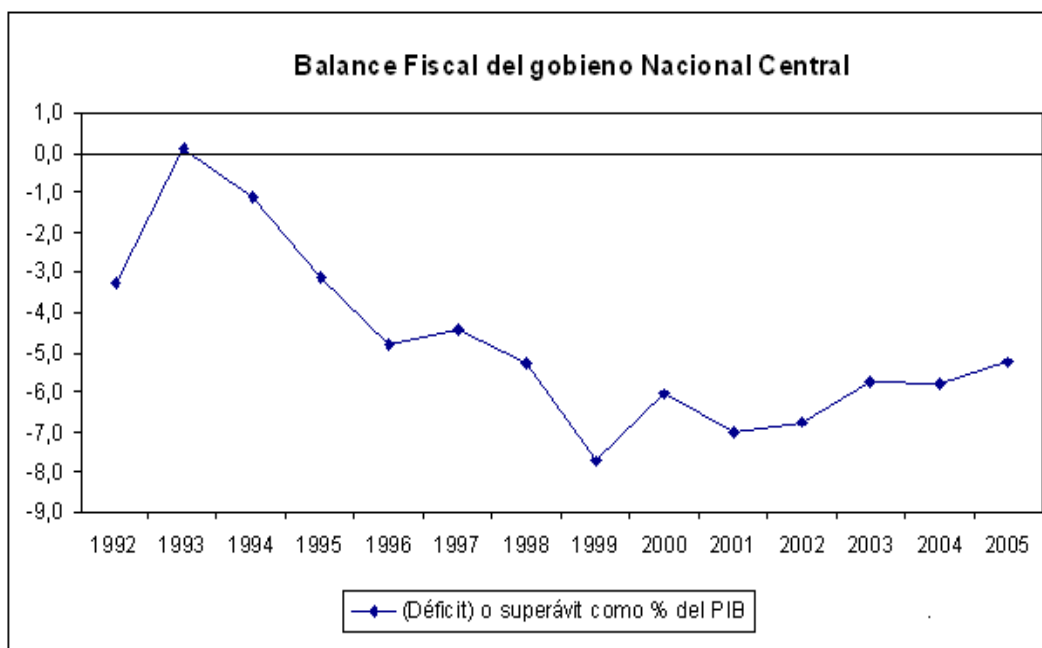
Una Visión Alternativa: La Política Monetaria y Cambiaria en la Última Década [en línea]. Bogotá DC: Banco de la republica, 2003. [Consultado 23 de Marzo, 2007]. Disponible en Internet: <http://www.banrep.com/>

## ANEXOS

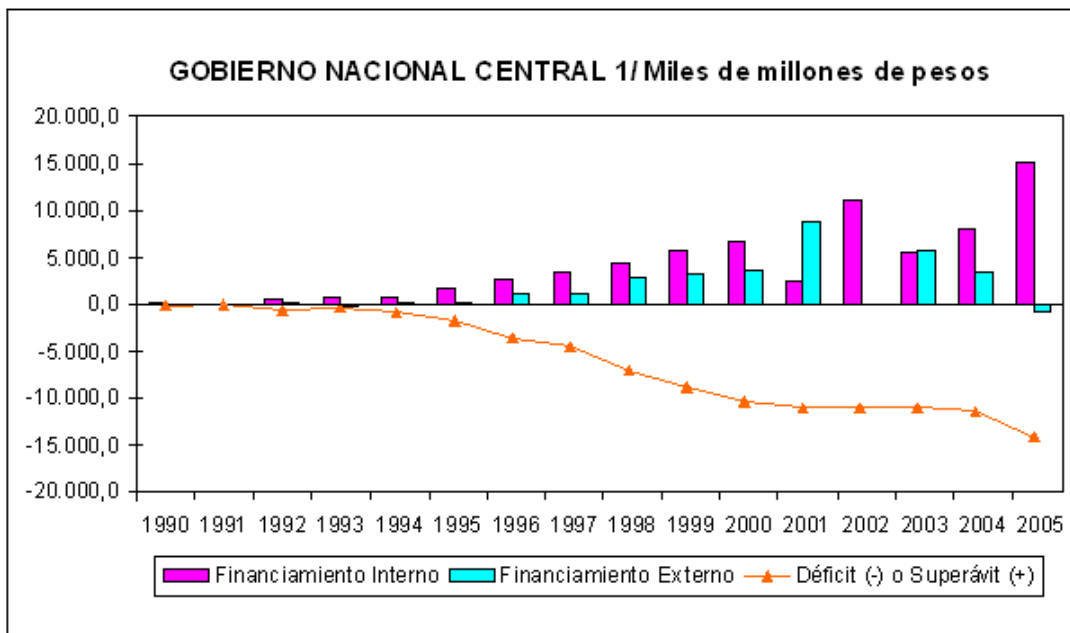
### Anexo A. Crecimiento del PIB real miles de millones de pesos



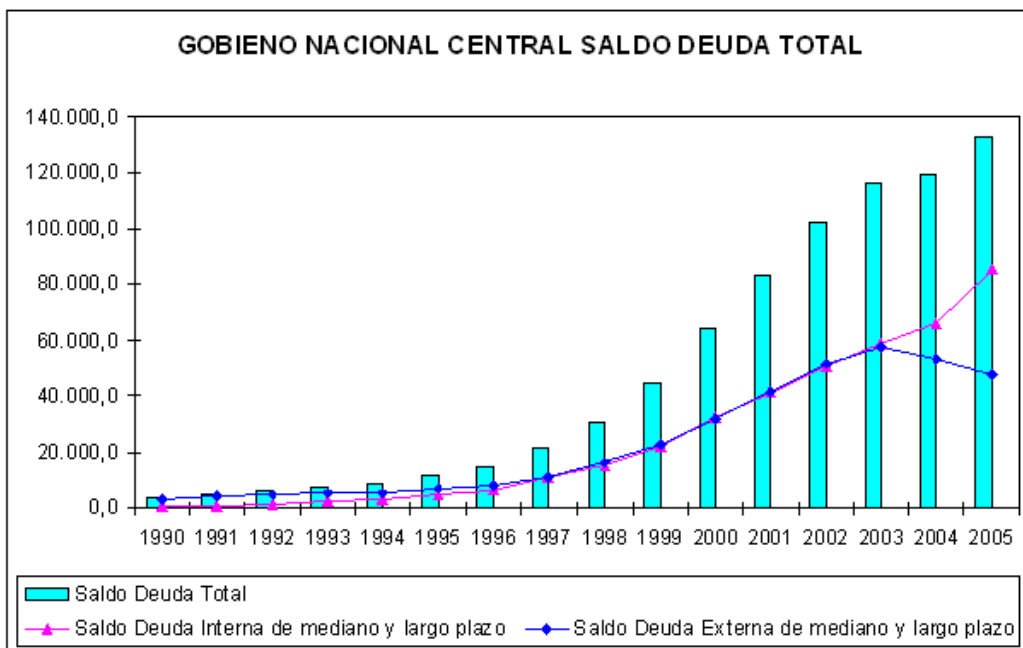
### Anexo B. Balance fiscal del gobierno nacional central



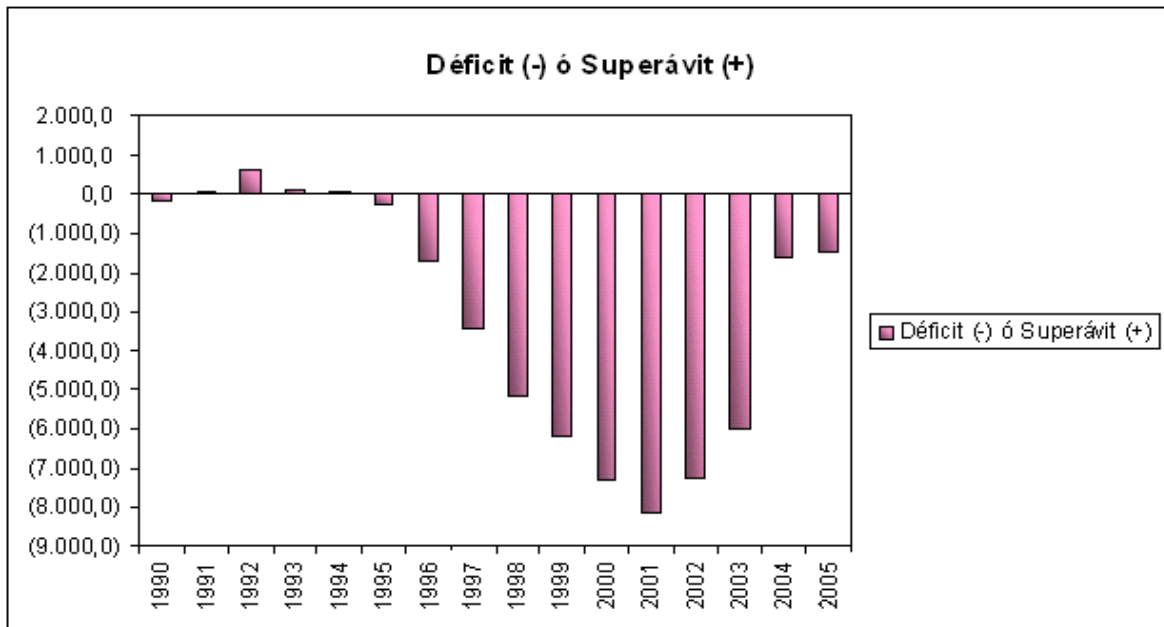
### Anexo C. Gobierno nacional central (miles de millones de pesos)



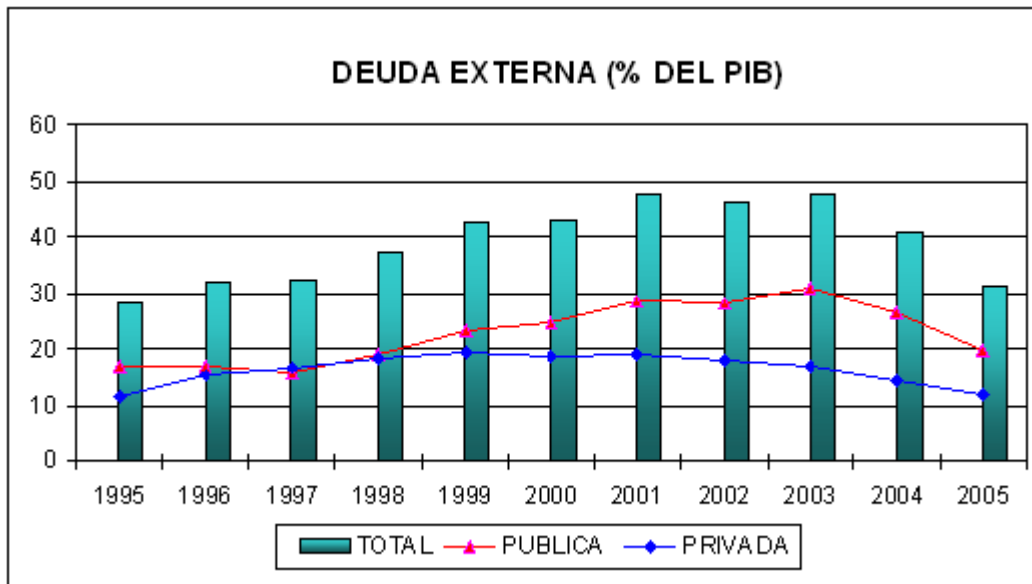
### Anexo D. Gobierno nacional central saldo deuda total



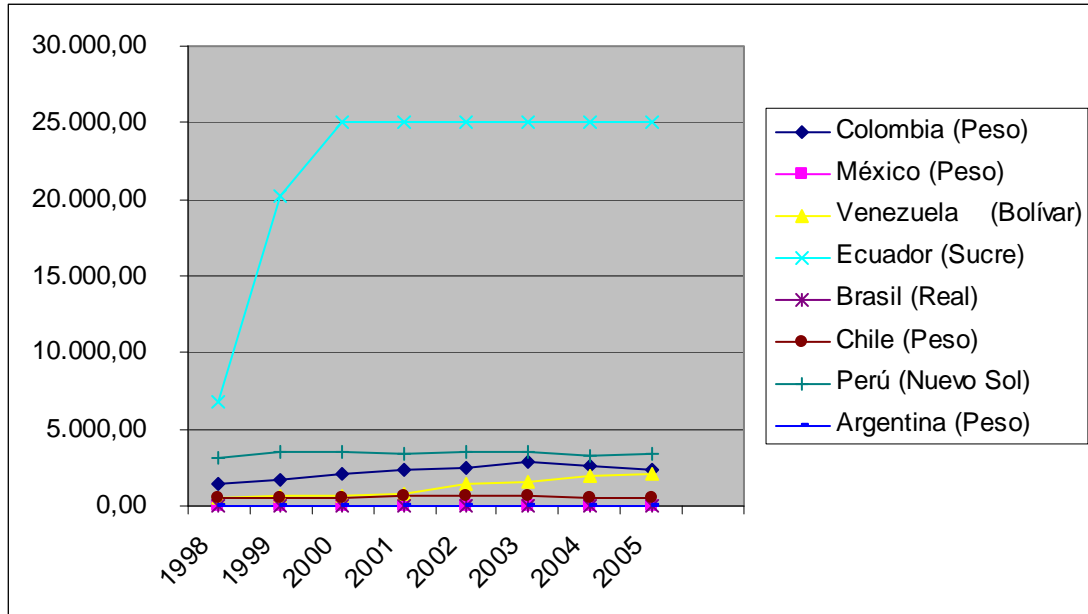
### Anexo E. Sector publico no financiero déficit o superávit



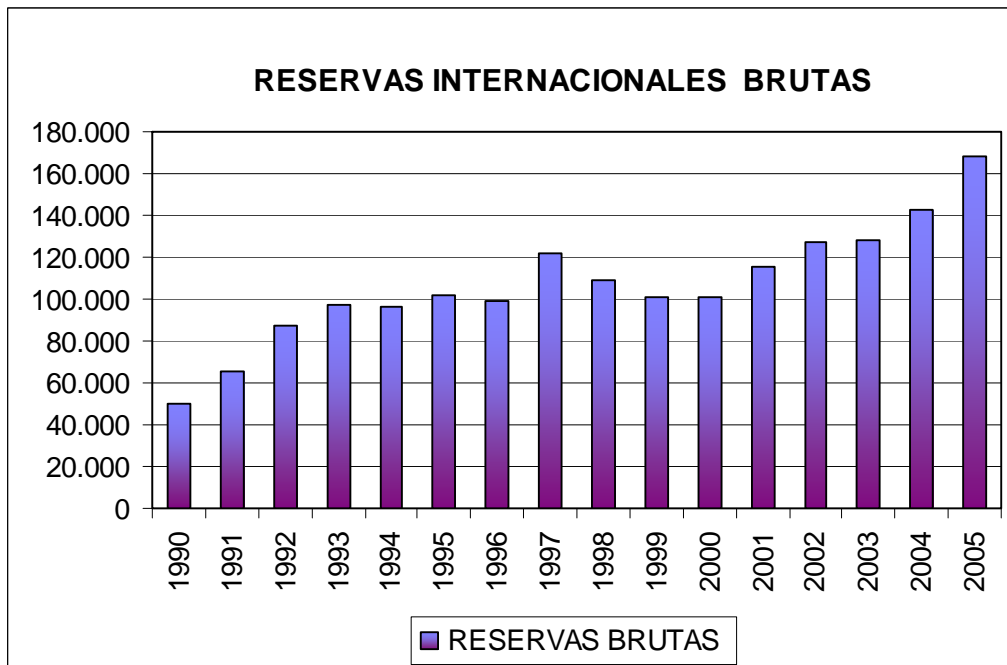
### Anexo F. Deuda externa (% del PIB)



**Anexo G. Tasa de cambio de algunos países de America Latina.**



**Anexo H. Reservas internacionales brutas**



## Anexo I. Indicadores de sostenibilidad, solvencia y liquidez por plazos

### INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD, SOLVENCIA Y LIQUIDEZ POR PLAZOS

|  | 1995  | 1998  | 2005  |
|--|-------|-------|-------|
| Deuda externa / PIB  |       |       |       |
| Corto plazo  | 6,4   | 4,4   | 4,9   |
| Mediano y largo plazos   | 24,4  | 35,9  | 26,0  |
| Deuda externa/exportaciones FOB  |       |       |       |
| Corto plazo  | 54,2  | 36,4  | 29,1  |
| Mediano y largo plazos   | 205,1 | 299,2 | 155,3 |
| Deuda externa corto plazo/reservas internacionales                       | 65,2  | 45,5  | 40,4  |
| Reservas internacionales/amortizaciones + déficit en<br>cuenta corriente | 0,6   | 1,1   | 1,0   |

Nota: en cada caso se incluye el total de deuda externa pública y privada.  
Fuente: Banco de la República.