

# NOTA EDITORIAL

ENERO  
DE 2003

## EL MANEJO RECIENTE DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA

**L**as reservas internacionales juegan un papel fundamental en la estabilidad de las economías en desarrollo. Las reservas permiten amortiguar los choques externos sin excesivos traumatismos para la actividad económica. En condiciones de inestabilidad e incertidumbre, como las que caracterizan a los mercados internacionales y domésticos de capitales, las reservas adquieren el papel fundamental de constituirse en la prenda de garantía que asegura que los países sigan atendiendo sus compromisos externos y un instrumento de política para evitar que los choques externos produzcan efectos recesivos y distributivos indeseados sobre la actividad económica.

Las recientes experiencias de Argentina y Ecuador han mostrado la inconveniencia de tener un nivel insuficiente de reservas para evitar la cesación de pagos externos cuando se enfrenta un cierre abrupto de los mercados de crédito. Los elevados costos económicos, sociales e institucionales producidos por este hecho, han llegado a cuestionar la propia viabilidad política y económica de estos países.

El afianzamiento de una coyuntura caracterizada por las fallas de información en los mercados financieros externos e internos y por la

volatilidad de los flujos de capital, como la que enfrenta Colombia, que tienen impactos distributivos y recesivos sobre la actividad doméstica, le exige el mantenimiento de un nivel adecuado de reservas internacionales, si es que quiere garantizar el acceso permanente al crédito externo y proveer la liquidez necesaria a la economía. Una disminución por debajo de este nivel, incrementaría sustancialmente la vulnerabilidad de la economía ante choques de financiamiento. Pero, ¿cuál es el nivel adecuado de reservas que debe mantener el país?

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.

En esta Nota Editorial se presenta la estrategia que ha definido el Banco de la República, basada en este enfoque de que las reservas son un seguro contra los efectos de los choques externos. Se presenta también una serie de indicadores que se utilizan para evaluar la situación de liquidez de los países, estableciendo los cálculos para las naciones latinoamericanas más grandes y comparándolos con los de Colombia. Estos indicadores, que permiten determinar un tamaño mínimo necesario de las reservas internacionales, son ampliamente consultados por los inversionistas y prestamistas internacionales. Con base en estos indicadores, los agentes determinan los montos de financiación y los costos a los que están dispuestos a prestar a naciones como Colombia. La principal conclusión es que las reservas actuales parecen estar en niveles adecuados.

En la actualidad, las reservas internacionales de nuestro país alcanzan los US\$10.680 millones, monto equivalente a las amortizaciones de la deuda pública y privada que se vence en 2003 de US\$10.166 millones y 24% superiores a las de 2004 de US\$8.622 millones.

## ***I. CONCEPTOS BÁSICOS***

La principal función de las reservas internacionales es servir como un amortiguador de los choques externos y evitar los traumatismos de una moratoria de la deuda externa. Si no se contara con estas reservas y la economía enfrentara un choque externo negativo, sería necesario realizar un ajuste que adaptara la economía a la menor capacidad de importar y permitiera generar los recursos necesarios para servir la deuda. Bajo un régimen de tasa de cambio fija o semi-fija, las autoridades tendrían que adoptar políticas para generar un superávit de la balanza de pagos, lo que llevaría a una disminución del gasto agregado y del producto. Cuando el régimen de tasa de cambio es de libre flotación, parte del ajuste requerido tiene lugar a través de la devaluación del tipo de cambio. Aun cuando este ajuste del tipo de cambio contribuye, con el tiempo, el aumento de las exportaciones, también suele tener efectos recesivos sobre el producto y afecta en el corto plazo la capacidad de importar bienes intermedios necesarios para la producción. Esto significa que cuando la tasa de cambio es flexible, se requeriría mantener un menor nivel de reservas internacionales que en un régimen la tasa de cambio fija, para amortiguar los choques externos.

Otra razón por la cual debe mantenerse un cierto nivel de reservas es por precaución ante eventos como una catástrofe natural o una guerra que afecte las posibilidades de exportación del país.

De otro lado, hay un costo de oportunidad de las reservas internacionales asociado a sus usos alternativos en otras actividades, como el consumo, la inversión o el pago de la deuda, y que podrían implicar un mayor crecimiento económico. Este costo está representado por la diferencia entre la tasa de interés real o la productividad del capital en las actividades alternativas, y la tasa de interés internacional a la que están invertidas estas reservas.

La decisión sobre el nivel de reservas por parte de las autoridades depende de estos costos y beneficios, y el nivel óptimo es aquel que los iguala. En la literatura económica existen muchos trabajos que han intentado calcular estos niveles óptimos<sup>1</sup>. Un ejercicio llevado a cabo re-

---

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, Baumol, W. (1952). "The Transactions Demand for Cash: an Inventory Theoretic Approach", en *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 66, No. 4, noviembre. Heller, R.

cientemente en la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco utilizando estas metodologías, muestra que para nuestro país el nivel actual de las reservas internacionales se encuentra ligeramente por debajo de este “óptimo” que iguala los costos a los beneficios de mantenerlas. El ejercicio muestra además que, a pesar de la adopción de un régimen de libre flotación, el nivel de reservas óptimo de Colombia aumentó después de 1999. Esto fue el resultado de un incremento en la prima de riesgo país para Colombia y para la región, del acelerado crecimiento de la deuda pública y de las amortizaciones de la deuda externa, del deterioro de la posición fiscal del país, y de los bajos ritmos de crecimiento económico en los últimos cuatro años.

En el mundo globalizado de hoy, los mercados financieros internacionales distan mucho de funcionar perfectamente. Existen deficiencias de información y, como consecuencia de ellas, las naciones no siempre tienen acceso a los capitales que requieren cuando los necesitan. Las economías pequeñas como la colombiana, enfrentan muchas incertidumbres y los capitales que los prestamistas extranjeros están dispuestos a invertir en el país exhiben una gran volatilidad. En ocasiones, estos préstamos pueden suspenderse abruptamente por períodos largos cuando los inversionistas perciben que los países podrían no atender sus compromisos externos. Esto ocurre, además, en situaciones en que enfrentan choques externos negativos, algunos de los cuales ni siquiera tienen que ver con la situación de sus propias economías, ya que en estos mercados se presenta con frecuencia el fenómeno del “contagio”.

Ante un cierre abrupto de mercados, las naciones no solamente deben contar con un nivel de reservas para atender sus compromisos externos, sino que la única manera en la que un inversionista extranjero puede asegurar que su préstamo sea honrado, es exigiendo garantías, y la mejor es el nivel de reservas internacionales que posea el país.

Así, las reservas internacionales cumplen también la función de ser la garantía que los países pueden ofrecer cuando requieren endeudarse en el exterior. Surge entonces una interacción entre reservas y crédito

---

“Optimal International Reserves”, en *Economic Journal*, No. 76, 1966. Frenkel, J. y B. Jovanovic, “Optimal Reserves: A Stochastic Framework”, en *Economic Journal*, No 91, junio. Flood y Marion, “Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility”, en *IMF, Working Paper*, abril, 2002. Para el caso colombiano, se destaca el trabajo realizado por Varela y Oliveros (1994).

externo, que permite tener mayor acceso a los mercados cuando el nivel de reservas es mayor, o, por el contrario, que se cierren los mercados o se incremente la prima de riesgo país cuando las reservas caen por debajo de un nivel que los agentes externos consideran “adecuado”<sup>2</sup>.

Las imperfecciones de los mercados externos de capitales, como ya se dijo, imponen restricciones para el acceso a financiamiento y generan ciclos irregulares en flujos de capital. Estos ciclos se ven amplificados por las imperfecciones de los mercados domésticos, profundizando los impactos de los choques externos. Como resultado, existe vulnerabilidad de la economía a choques externos amplificados, con efectos recesivos y distributivos que requieren suministro eficiente de liquidez doméstica e internacional, y las reservas internacionales son una pieza fundamental para asegurar este suministro.

## **II. EL MANEJO RECIENTE DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA**

En Colombia, el manejo de las reservas internacionales ha buscado efectivamente amortiguar los choques externos teniendo en cuenta que se presentan imperfecciones en los mercados financieros tanto internacionales como nacionales. Colombia adoptó un régimen cambiario con flotación de la tasa de cambio en 1999 y posee un esquema de inflación objetivo para la política monetaria. Esto significa que el papel del Banco de la República es actuar como principal proveedor de liquidez nacional e internacional al mercado.

Para este efecto, la Junta Directiva del Banco ha definido una serie de esquemas de acumulación y desacumulación de divisas, e intervención en el mercado cambiario, que han buscado desarrollar una *estrategia* global de manejo de las reservas desde una perspectiva de *seguro* contra choques externos.

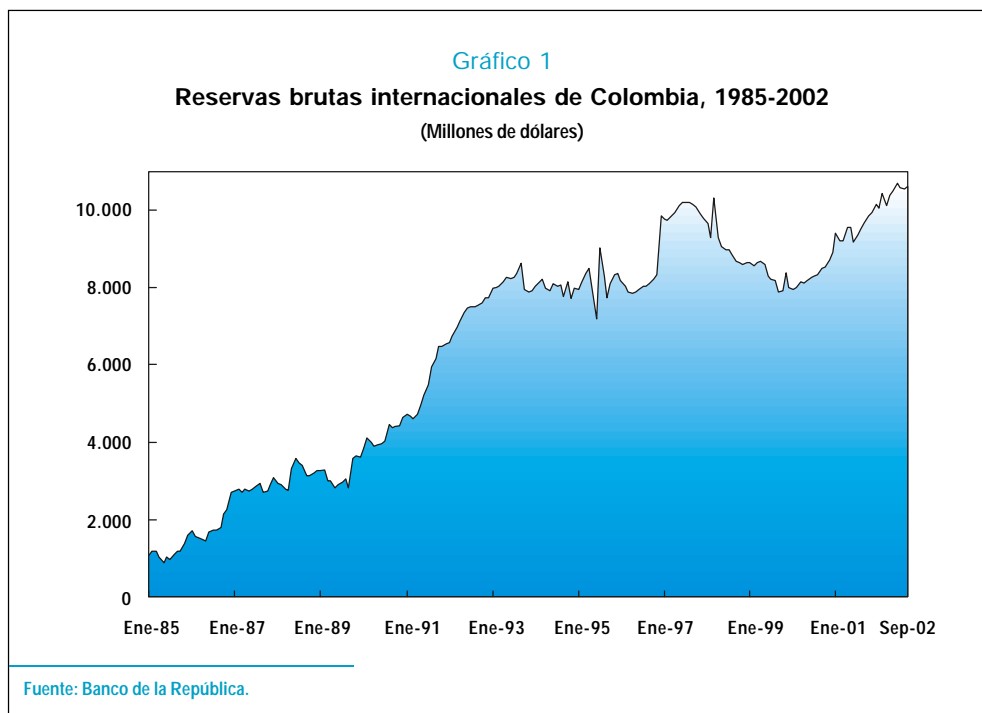
---

<sup>2</sup> El nivel de reservas que se logre acumular, sin embargo, no depende exclusivamente de las autoridades de un país cuando este es pequeño. Puesto que el prestamista tiene también un poder en el mercado, al tomar la decisión de cuánto prestar y en qué condiciones, también ejerce influencia sobre la acumulación de reservas que el país pueda realizar en un período dado.

La estrategia contiene tres tipos de criterios y reglas para el manejo de las reservas internacionales:

- Los que justifican la *acumulación* de un nivel determinado de reservas a partir del grado de integración a los mercados internacionales, las imperfecciones de estos y sus ciclos, y la vulnerabilidad del país a choques externos.
- Los diseñados para *invertir* dichas reservas desde la perspectiva de un banco central, minimizando riesgos de pérdida y asegurando la disponibilidad oportuna de liquidez internacional cuando ésta es necesaria.
- Los que justifican la *desacumulación* o uso de reservas, por motivos de estabilidad cambiaria, desarrollo de la estrategia de inflación objetivo o respuesta a una mayor demanda de liquidez internacional como resultado de choques externos.

En el Gráfico 1 se presenta la evolución de las reservas internacionales de Colombia entre 1985 y 2002. Tal como se aprecia allí, el país ha expe-

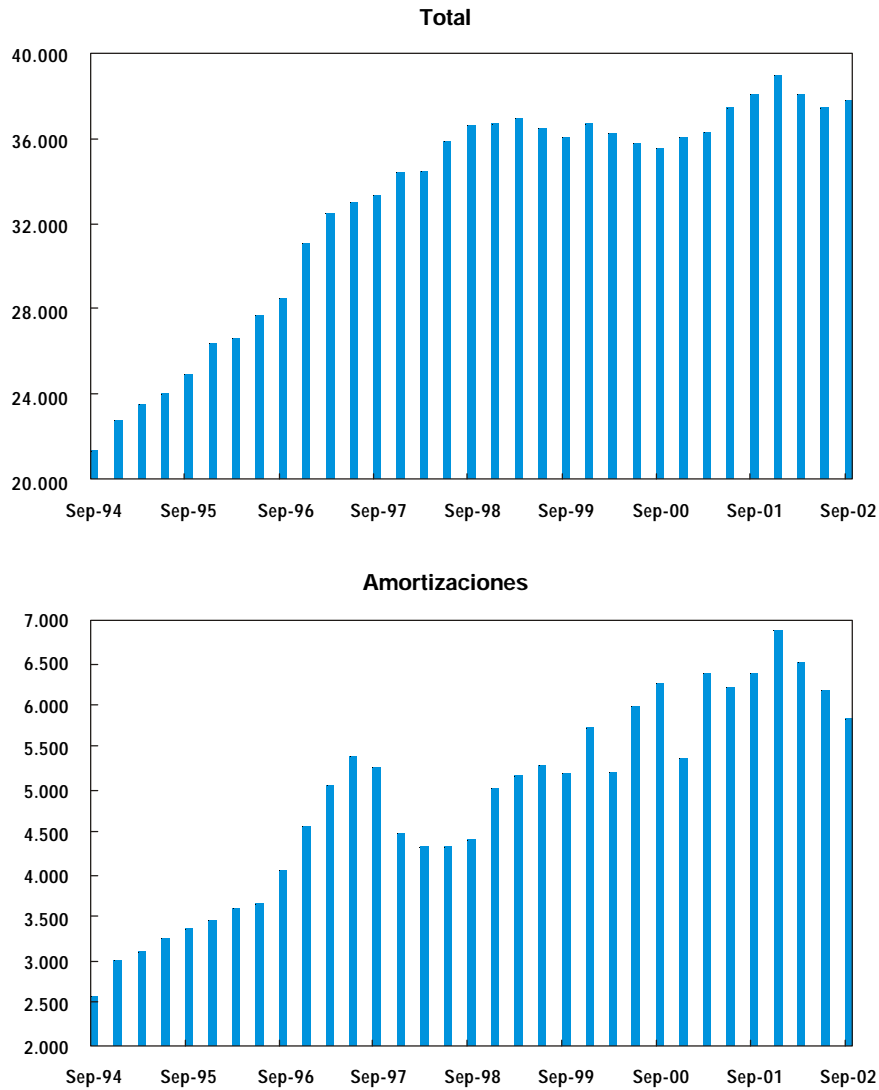


rimentado varios períodos de aumento y disminución de su acervo de reservas en los últimos años. Entre 1998 y finales de 1999, por ejemplo, se registró un período de desacumulación acelerada coincidente con las crisis rusa y asiática y con la defensa de la banda cambiaria que tuvieron que adelantar las autoridades durante este período de turbulencia internacional. Desde entonces, el nivel de reservas ha aumentado gradualmente desde un nivel mínimo de US\$7.900 millones en septiembre de 1999 a US\$10.166 millones en diciembre de 2002. En la actualidad las reservas internacionales del país alcanzan los US\$10.680 millones.

Este último proceso de acumulación de reservas internacionales estuvo enmarcado dentro de la estrategia global que ha definido el Banco y su Junta Directiva para el manejo de las reservas internacionales. Ante todo, se buscó contrarrestar el efecto del aumento de la vulnerabilidad externa del país en este período. Como se sabe, en los últimos años, varios indicadores de la deuda del país sufrieron un fuerte deterioro como se aprecia en el Gráfico 2. Así mismo, la mayor vulnerabilidad del país se vio reflejada en un aumento de la prima de riesgo soberano. Antes de la crisis de los mercados financieros de 1998 y 1999, Colombia tenía niveles de esta prima por debajo de otros países latinoamericanos y a partir de entonces aumentaron hasta alcanzarlos (Gráfico 3).

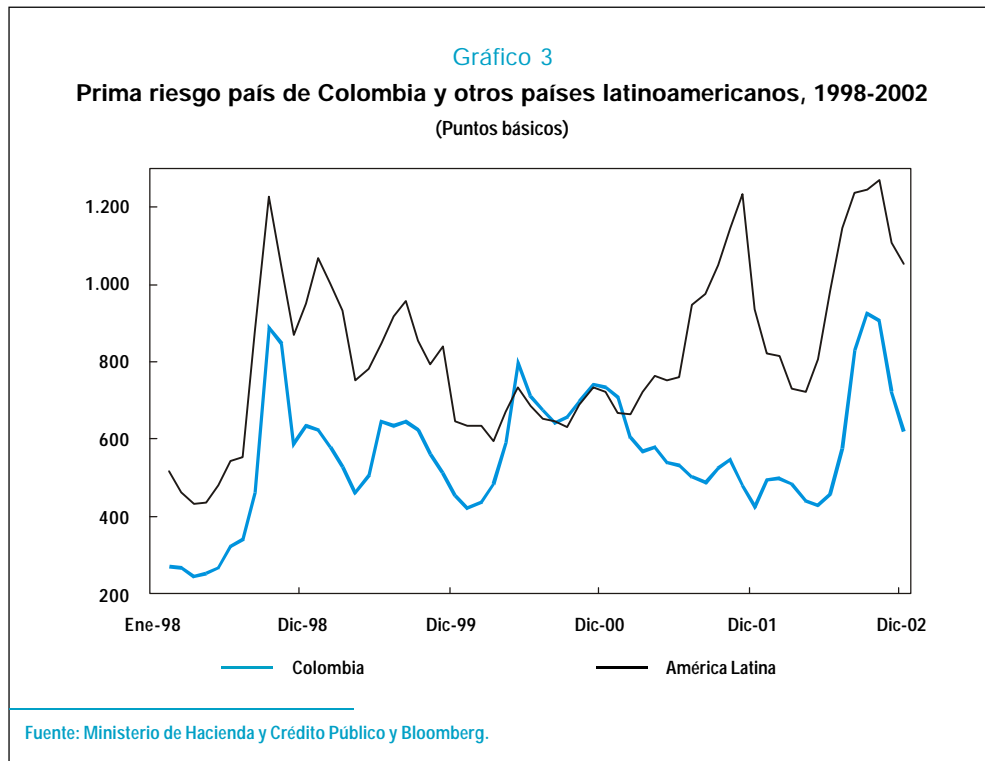
Durante el año 2002 la economía colombiana enfrentó varios choques externos simultáneos. El cierre abrupto de los mercados financieros internacionales ocurrido a partir del mes de junio y que se prolongó hasta diciembre, se complementó con el debilitamiento de la demanda externa por exportaciones y continuaron disminuyendo los términos de intercambio. En respuesta a este entorno tan negativo, el tipo de cambio se devaluó en 25% durante el año, lo que determinó, en parte, el incumplimiento de la meta de inflación. En los primeros meses del año 2003 este proceso continuó, a pesar de que en diciembre los mercados financieros volvieron a abrirse y el Gobierno colombiano pudo completar su financiamiento externo para el año. Otros anuncios, como la crisis política y económica en Venezuela, continuaron exacerbando el comportamiento cambiario y produjeron nuevas presiones en los precios, haciendo que la inflación en enero se situara en el nivel más alto de los últimos cuatro años.

Gráfico 2  
**Deuda externa de Colombia, 1994-2002**  
(Millones de dólares)



Fuente: Cálculos del Banco de la República con base en FMI.

El comportamiento del tipo de cambio, si bien ha respondido al efecto de estos choques, tiende a exhibir una excesiva volatilidad magnificando estos efectos. Las repercusiones de la inestabilidad cambiaria son muchas y muy negativas y tienden a reflejarse en los distintos precios de la economía, las tasas de interés y la inflación. Pueden conducir a los agentes a adoptar decisiones erradas en materia de consumo, inversión y



ahorro, y en este sentido, afectar también de manera indeseada el comportamiento económico en el más largo plazo.

Para tratar de suavizar estos efectos de los choques externos sobre las distintas variables económicas, entre ellas el crecimiento económico y la inflación, el Banco de la República adoptó recientemente una medida que estaba contemplada dentro de las reglas de desacumulación de reservas internacionales. Decidió destinar hasta US\$1.000 millones para intervenir en el mercado cambiario y de esta manera morigerar los efectos negativos sobre la economía de la excesiva devaluación e inestabilidad cambiaria.

En los próximos años es muy probable que la economía colombiana siga enfrentando choques externos negativos tanto de financiamiento como por ingresos de exportación. Si bien se espera un pequeño repunte de los precios del café, es previsible que los precios del petróleo retornen a sus niveles de largo plazo y que las cantidades exportadas continúen disminuyendo como consecuencia del agotamiento de los campos petroleros actualmente en explotación. En este sentido, la tasa de cam-

bio continuará en niveles históricamente altos. Sin embargo, no debe permitirse que este ajuste ocurra de una sola vez ni que sea excesivo. En este sentido, el Banco puede contribuir suministrando la liquidez al mercado cambiario para evitar sobreajustes. Dado que la posición de reservas del país es buena en casi todos los indicadores de reservas internacionales, como se analizará en la siguiente sección, se goza de un margen para efectuar esta desacumulación sin que se afecte negativamente la posición de liquidez del país, o se envíen señales negativas a los inversionistas externos.

### ***III. INDICADORES DE RESERVAS Y COMPARACIONES INTERNACIONALES***

Antes de la ruptura del Acuerdo de Bretton Woods en 1973, el indicador más utilizado era el de reservas como meses de importación. Puesto que las principales transacciones con el exterior eran las comerciales, esta relación resultaba indicativa de la liquidez de un país. Se consideraba que un nivel adecuado de reservas internacionales era aquel que permitía atender los pagos de tres meses de importaciones.

Puesto que en esos años la mayoría de los países poseía regímenes de tipo de cambio fijo, también se utilizaban otros indicadores que tenían en cuenta agregados monetarios como M2 ó M3. El indicador M3/reservas se basa en el supuesto de que en una situación de crisis cambiaria los agentes desearían cambiar sus tenencias en la moneda doméstica por dólares y la autoridad monetaria debería tener una alta proporción de esa cantidad con el objeto de mantener la paridad cambiaria. En el caso extremo de una caja de conversión, se consideraba que un nivel adecuado era una relación entre reservas y M2 ó M3 cercana a uno (ciento por ciento).

Con la adopción de tipos de cambio más flexibles después de 1973, y especialmente durante los años noventa, y con el proceso de liberalización de los flujos de capital de los países emergentes que tuvo lugar en esa década, se desarrollaron otros tipos de indicadores para evaluar la posición de los países en materia de reservas internacionales. Puesto que las principales relaciones de las naciones con el exterior no eran ya

las comerciales sino las financieras, la liquidez y solvencia de los países se relaciona con su capacidad de pago de los compromisos de la deuda externa al utilizar las reservas internacionales.

Por esta razón, y especialmente después de las crisis rusa y asiática en 1998, los indicadores más generalizados son los que comparan las reservas internacionales con los saldos de la deuda pública y privada y sus amortizaciones. Muchos trabajos han mostrado que estos indicadores resultan útiles para predecir crisis externas, y son ampliamente utilizados en sistemas de alerta temprana que se han desarrollado para este propósito<sup>3</sup>.

Como criterios de referencia, se acepta que los saldos de la deuda no superen en más de tres veces los niveles de reservas internacionales y que la relación entre reservas y amortizaciones del siguiente año deben ser iguales o superiores a uno, lo que significa que un país podría enfrentar un cierre del mercado financiero durante un año sin dejar de atender sus compromisos de deuda externa al utilizar las reservas internacionales.

A continuación, se analizarán algunos de estos indicadores para Colombia y otros países latinoamericanos.

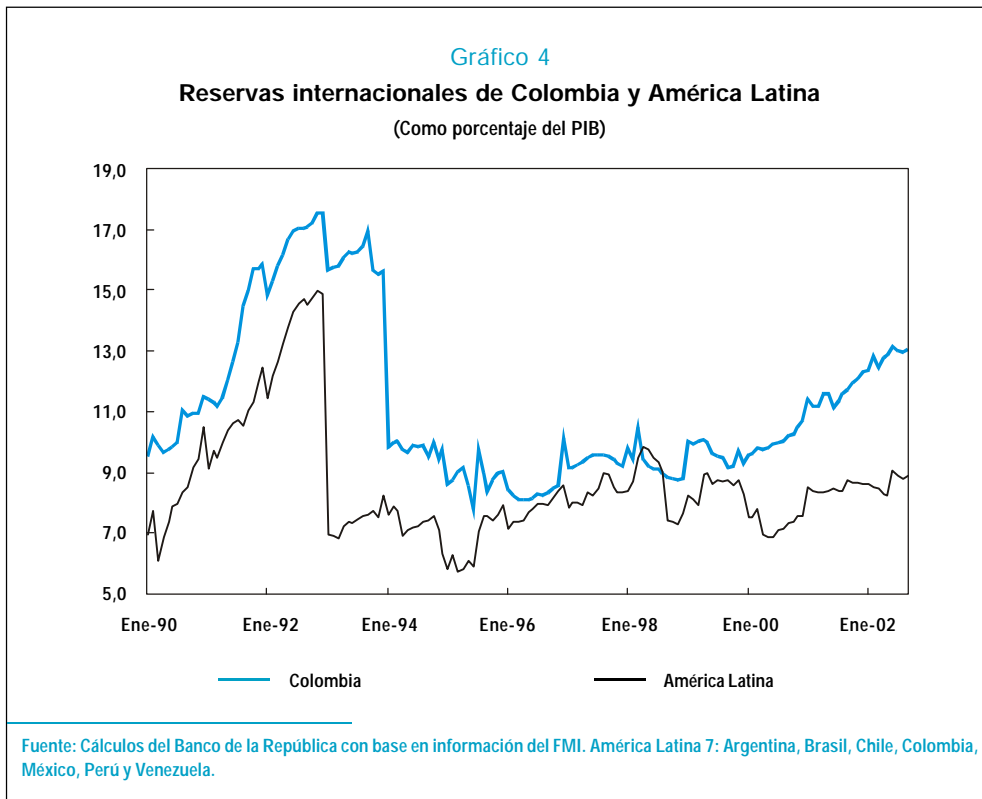
### **Reservas internacionales y producto interno bruto (PIB)**

La relación entre reservas internacionales y producto interno bruto permite realizar algunas comparaciones frente a otras naciones latinoamericanas. En el Gráfico 4 se aprecia que en el período de 1990 a 2002, Colombia tenía una relación superior a la del promedio de las siete economías más grandes de la región. A comienzos de 1998, además, la relación de reservas/PIB de estos países comenzó a disminuir, mientras que la de Colombia se redujo y luego volvió a aumentar a partir del segundo semestre de 2000.

A pesar de que, frente al promedio de estos siete países, Colombia registró una relación reservas/PIB relativamente más alta, hay dos nacio-

---

<sup>3</sup> Véase Bussiere y Mulder. "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How Liquidity can Offset Weak Fundamentals and The Effects of Contagion", en *Fondo Monetario Internacional*, julio de 1999.



nes de este grupo que se caracterizaron por una relación mayor que la de nuestro país. Estos países son Chile y Perú, tal como se aprecia en el Gráfico 5.

### **1. Reservas como meses de importación**

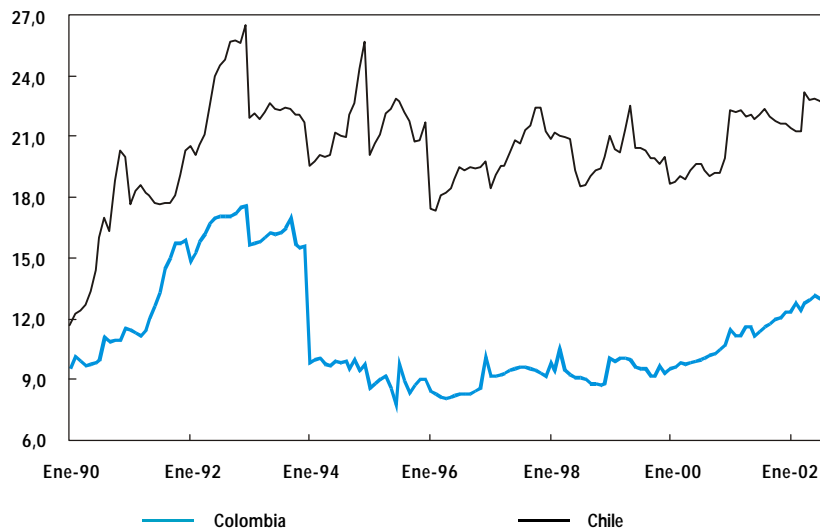
Al finalizar 2002, Colombia tenía una relación de reservas a importaciones superior al criterio normalmente aceptado a nivel internacional de tres meses de importaciones (Gráfico 6). Esto también ocurría para el promedio de otros países latinoamericanos, cuyo indicador era de cinco meses de importación. Sin embargo, durante el período de 1990 a 2002, nuestro país se caracterizó por tener un nivel superior al promedio de los siete países más grandes del continente.

Sin embargo, como puede apreciarse en el Gráfico 7, al comparar individualmente con algunos países como Brasil y Venezuela, Colombia registró un indicador reservas/importaciones cuyo promedio, durante el período, fue semejante al de estas dos naciones.

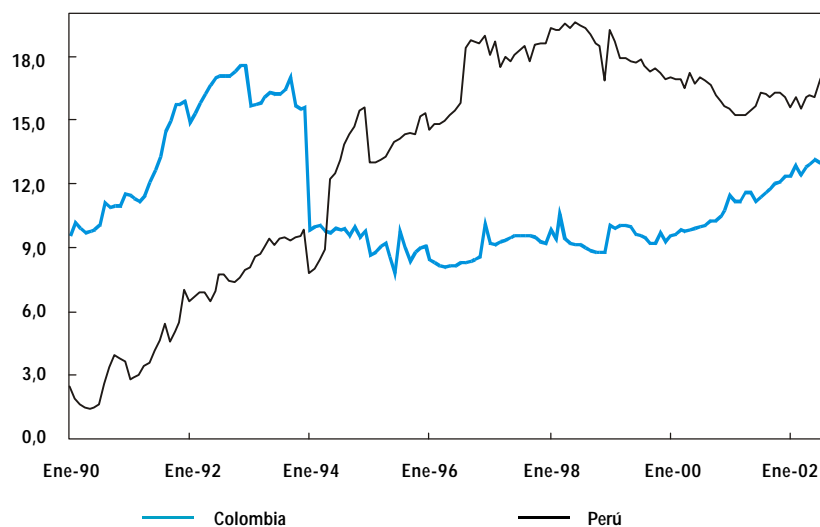
Gráfico 5

Reservas internacionales como porcentaje del PIB

Colombia y Chile



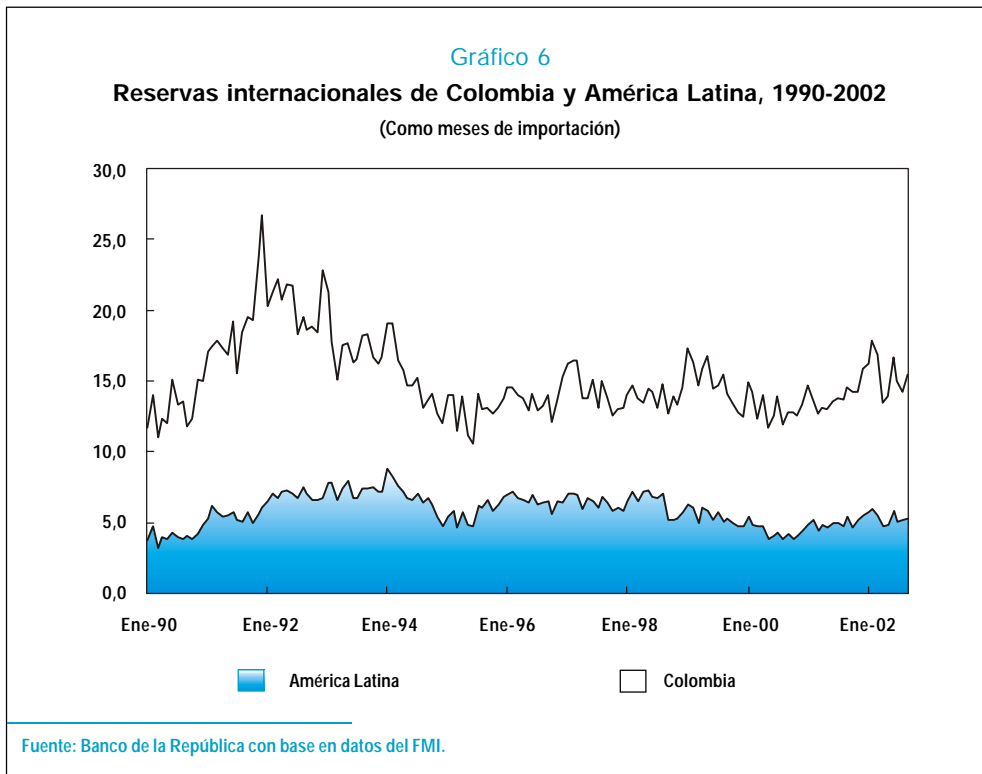
Colombia y Perú



Fuente: Cálculos del Banco de la República con base en FMI.

## 2. Reservas internacionales y deuda externa

La relación entre deuda externa total y reservas internacionales es considerada un indicador de solvencia más que de liquidez. Su utilización para evaluar el nivel de las reservas se ha generalizado después de las

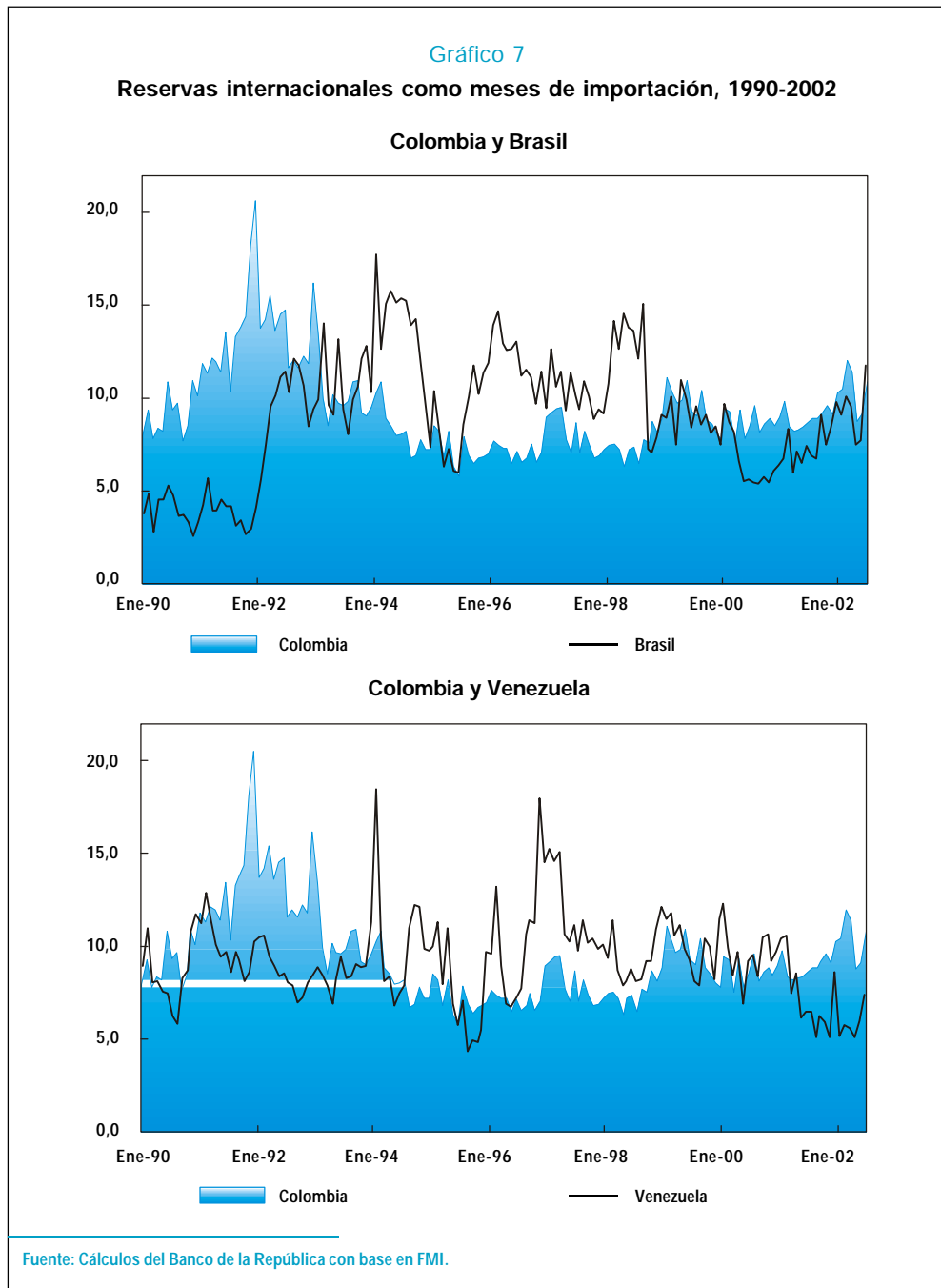


crisis rusa y asiática y hace parte de los sistemas de alerta temprana para predecir una crisis<sup>4</sup>. Aunque no existe un criterio de referencia como con otros indicadores, su evolución en el tiempo es muy importante para llamar la atención sobre posibles problemas de vulnerabilidad que exhiban los países.

A comienzos de la década de los años 90 nuestro país tenía una relación deuda externa total/reservas internacionales menor que la del promedio de los países más grandes de Latinoamérica. Esta situación cambió como consecuencia del rápido aumento de la deuda externa colombiana y la disminución de las reservas internacionales. Sin embargo, desde 2001, se ha venido registrando una gradual mejoría del indicador para Colombia (Gráfico 8).

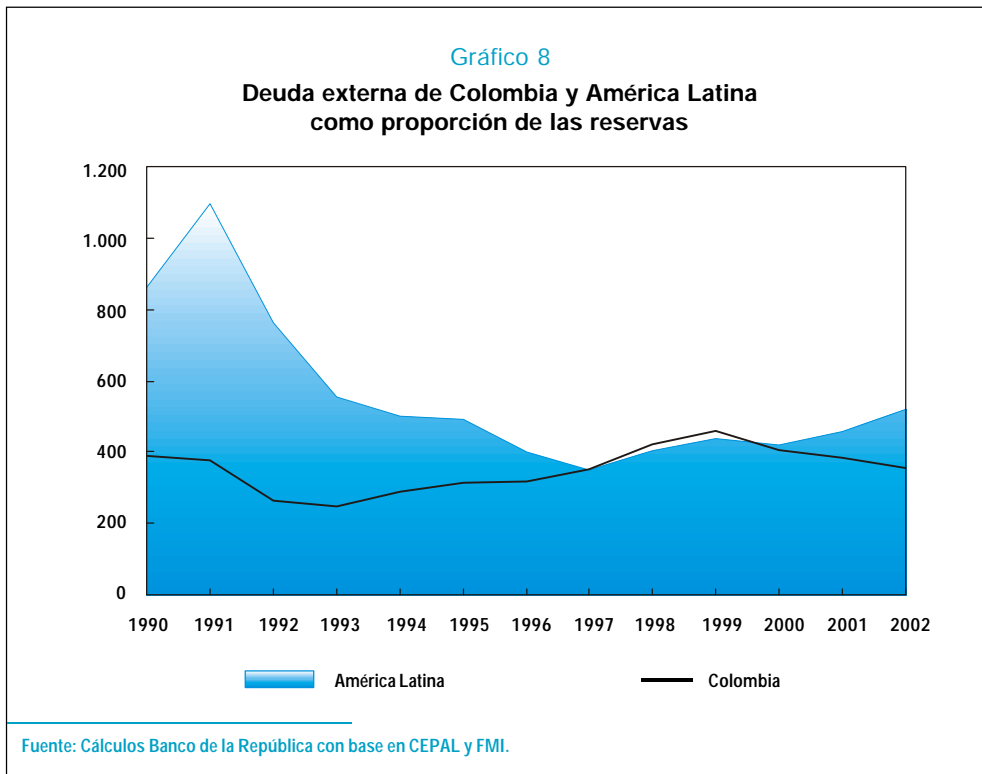
Adicionalmente, al comparar el indicador de Colombia con el de países como Chile, nuestra posición era menos favorable. Así mismo, en los

<sup>4</sup> FMI. "Debt and Reserve-related Indicators of External Vulnerability", en *Policy Development and Review, Department and consultations with other Departments*. Fondo Monetario Internacional, mayo 2000.



últimos años Perú alcanzó una mejor posición del indicador que Colombia (Gráfico 9).

En el Gráfico 10 se presenta una comparación del indicador reservas/amortizaciones del siguiente año para los países de mayor tamaño de América Latina. Como se aprecia allí, en 2002 Brasil y Argentina no cum-



plían con el criterio que este indicador debe ser igual o mayor que la unidad. Otros países como Venezuela, Chile y Perú, se encontraban por encima del nivel que se ha considerado adecuado, mientras que Colombia y México tenían una relación muy cercana al criterio de referencia.

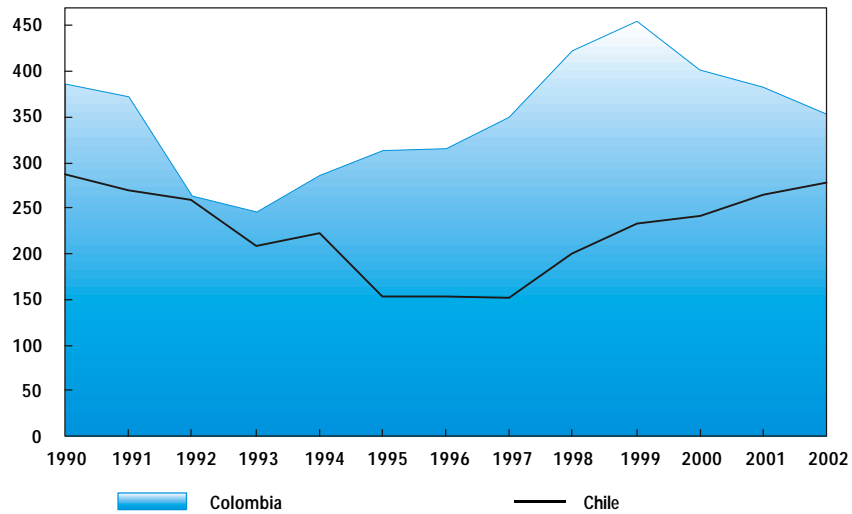
Por último, en el Gráfico 11 se presenta el indicador reservas/amortizaciones para Colombia entre 1994 y 2002. En la parte superior se comparan las reservas con las amortizaciones del año en curso, y en la inferior con las del siguiente año. Al tomar las amortizaciones del año en curso, las reservas internacionales de Colombia fueron ligeramente superiores a estos pagos en los años considerados, con excepción de 1999. Sin embargo, al comparar las reservas con las amortizaciones del siguiente año (parte inferior) se encuentra que en 1995, 1998, 1999 y 2001 no se cumplió con el criterio, y en 2002 estuvo muy cercano al nivel considerado adecuado.

En la actualidad, las reservas internacionales de nuestro país alcanzan los US\$10.680 millones, monto suficiente para cubrir las amortizaciones de la deuda que se vence en 2003 de US\$10.166 millones y ligeramente superiores a las previstas para 2004 de US\$8.622 millones.

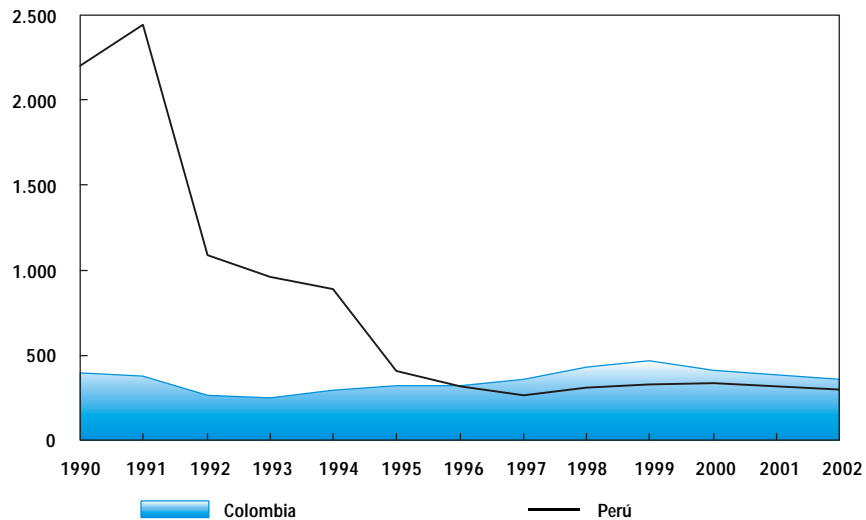
Gráfico 9

Deuda externa como proporción de las reservas

Colombia y Chile



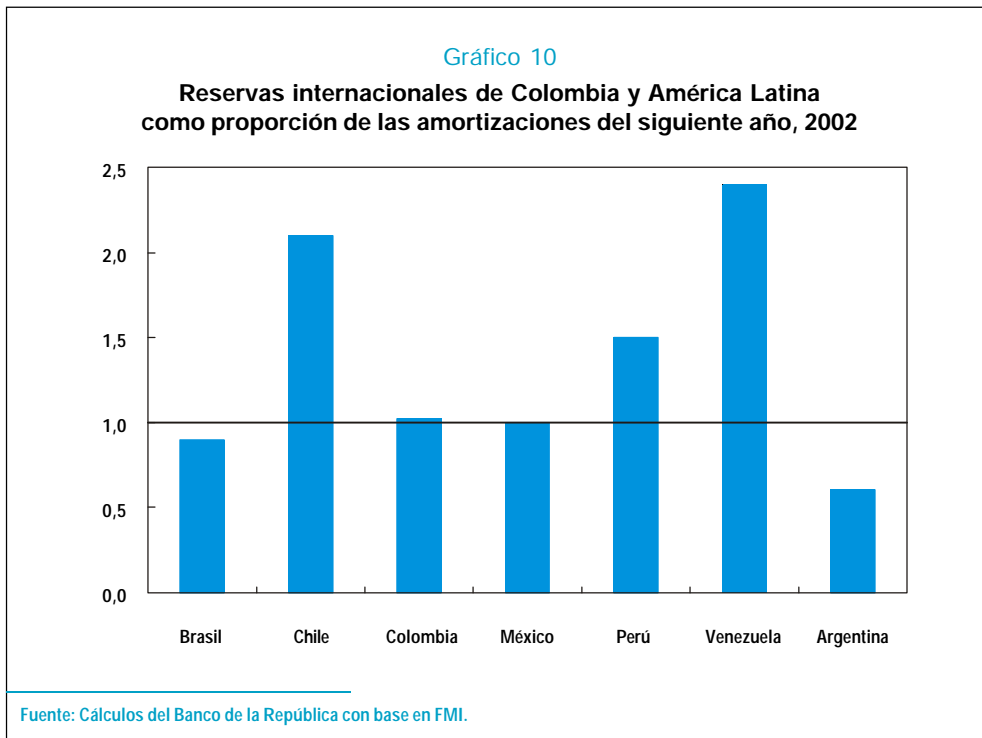
Colombia y Perú



Fuente: Cálculos del Banco de la República con base en FMI.

#### IV. CONCLUSIONES

Existen varios motivos por los cuales un país debe mantener reservas internacionales. Éstas permiten amortiguar los choques externos sin excesivos traumatismos para la actividad económica. Este papel, sin embargo, es menor cuando el país adopta un régimen de libre flota-



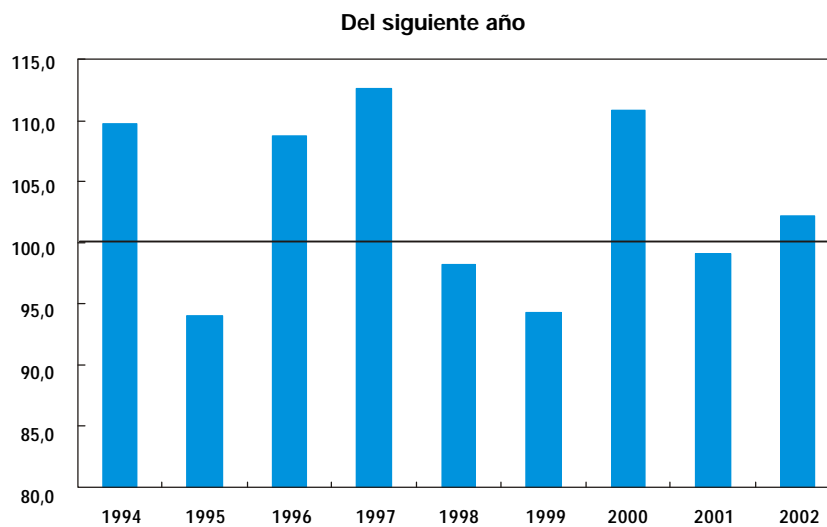
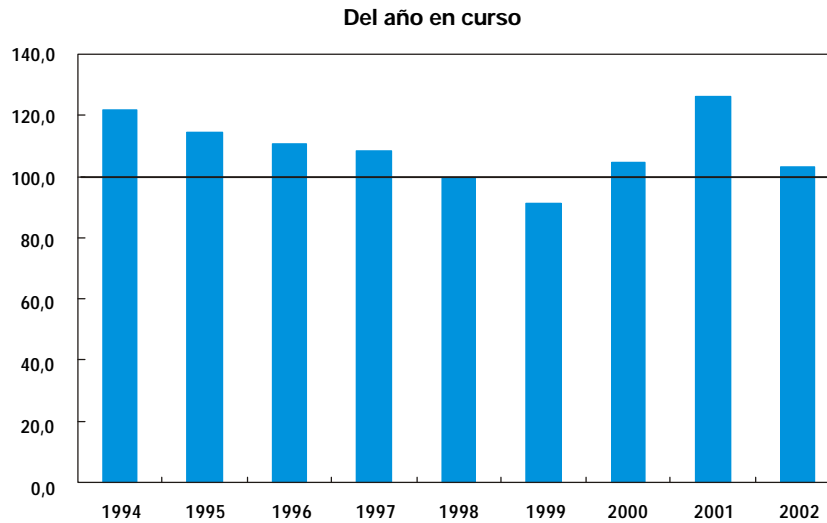
ción del tipo de cambio, puesto que los costos del ajuste en términos de crecimiento son menores. Ello significa que, en un contexto en el cual hay libre movilidad de capitales y regímenes cambiarios flexibles, la necesidad de tener un nivel importante de reservas internacionales para amortiguar choques externos se reduce, siempre y cuando los mercados financieros internacionales funcionen adecuadamente.

Otro motivo para que un país tenga reservas internacionales es por precaución. Las autoridades no pueden permitir que las reservas se agoten ante una situación catastrófica, una guerra o un cierre abrupto de los mercados financieros externos, porque esto acarrearía grandes costos económicos y sociales para el país. Los recientes acontecimientos en Argentina y Ecuador, países que tuvieron que incurrir en cesación de pagos, ilustran esta situación.

Sin embargo, cuando hay fallas de información en los mercados financieros externos y los flujos de capital son volátiles, los países no pueden endeudarse en los momentos que más lo necesitan. Estas fallas hacen que sea necesario mantener reservas internacionales para seguir atendiendo los compromisos y, de esta manera, se convierten en la ga-

Gráfico 11

Colombia: indicador reservas / Amortizaciones, 1994-2002



Fuente: Banco de la República.

rantía que puede ofrecer un país para continuar obteniendo recursos externos.

Este nuevo papel que cumplen las reservas internacionales en el mundo globalizado de hoy hace que para que un país tenga acceso garantizado y permanente al crédito externo, debe mantener un acervo que

estos mercados consideran adecuado. Una disminución por debajo de este nivel puede llevar a una crisis de financiamiento.

En Colombia, el manejo de las reservas internacionales ha buscado efectivamente amortiguar los choques externos teniendo en cuenta que se presentan imperfecciones en los mercados financieros tanto internacionales como nacionales. En este contexto, el papel del Banco de la República es actuar como principal proveedor de liquidez nacional e internacional al mercado. Para ello, ha definido una serie de esquemas de acumulación y desacumulación de divisas e intervención en el mercado cambiario que han buscado desarrollar una *estrategia* global de manejo de las reservas desde una perspectiva de *seguro* contra choques externos.

Durante el año 2002, la economía colombiana enfrentó varios choques externos simultáneos. Como consecuencia de ello, el tipo de cambio se devaluó en 25% durante el año. Hasta mediados de febrero de 2003 este proceso continuó. Si bien este comportamiento es atribuible a los choques externos, también se ha registrado una clara tendencia a exhibir una excesiva volatilidad. Las repercusiones de la inestabilidad cambiaria son muchas y muy negativas y tienden a reflejarse en los distintos precios de la economía, las tasas de interés y la inflación. Pueden conducir a los agentes a adoptar decisiones erradas en materia de consumo, inversión y ahorro, y en este sentido pueden afectar también de manera indeseada el comportamiento económico en el más largo plazo. En estas circunstancias, el Banco de la República decidió adoptar una medida que estaba contemplada dentro de las reglas de desacumulación de reservas internacionales, al decidir destinar hasta US\$1.000 millones para intervenir en el mercado cambiario y de esta manera morigerar los efectos negativos sobre la economía de la excesiva devaluación e inestabilidad cambiaria.

Los niveles actuales de las reservas del país que se deducen de comparar algunos indicadores de liquidez con los criterios que se aceptan a nivel internacional muestran que, aun con la adopción de esta medida, son adecuados. Los más comúnmente utilizados para evaluar el tamaño de las reservas internacionales muestran que Colombia posee niveles aceptables. Si bien registra una relación de reservas/PIB alta -superior al promedio latinoamericano- y cumple con creces con la relación de

reservas/importaciones, el indicador más comúnmente utilizado hoy en día, reservas/amortizaciones, se encuentra muy cercano a los valores considerados críticos, incluso considerando la reciente medida adoptada de destinar US\$1.000 millones de las reservas para la estabilización cambiaria. El nivel actual de las reservas internacionales de US\$10.680 millones alcanza perfectamente para cubrir las amortizaciones de este año y se encuentra US\$2.048 millones por encima de las amortizaciones de 2004, con lo cual la medida no significaría una reducción del indicador por debajo de sus niveles aceptados internacionalmente.

Sin embargo, de llevarse a cabo otro tipo de acciones para utilizar una proporción importante de las reservas internacionales para efectuar pagos de deuda externa, podrían tener mayores costos para el país, al reducirse.

Adicionalmente, para hacer frente a situaciones externas negativas pre-visibles hacia el futuro, Colombia debe contar con un nivel de reservas internacionales que le permita tener un instrumento de política para amortiguar los efectos internos de cambios abruptos y significativos en los ingresos de divisas.

*Miguel Urrutia Montoya*  
*Gerente General\**

---

\* Esta Nota fue elaborada con la colaboración de Pilar Esguerra. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.