



Banco de la República:

¡INDEPENDENCIA POR FAVOR!

El viernes 28 de noviembre, la Junta Directiva del Banco de la República tomó una decisión sin precedentes en su corta historia de banca central independiente: aceptó utilizar entre US\$100 millones y US\$500 millones para prepagar deuda del gobierno. El principal objetivo de esto es apoyar al presidente Uribe en su política de “todos ponen” y brindarle una “manito” al gobierno para enfrentar el cada vez más grave problema fiscal.

Sin embargo, a pesar de que el monto que el emisor piensa ceder al gobierno es bastante pequeño, surge la inquietud de si está naciendo un mecanismo de financiación directa del Banco de la República hacia el gobierno. ¿Y la pregunta sería: si se utiliza en 2004, por qué no hacerlo todos los años?

Adicionalmente, surgen muchas preguntas en torno a por qué se debe mantener un cierto acervo de reservas internacionales cuando el gobierno necesita recursos para cumplir con sus obligaciones; cuáles son los posibles mecanismos para realizar esta transacción; y cuánto podría ser el ahorro que obtendría el gobierno con una política de este estilo. Lo cierto es que los ahorros fiscales son mínimos frente al costo que puede significar esta decisión. Solamente la reducción del déficit fiscal puede reducir realmente el costo del endeudamiento para Colombia.

Por otra parte, ha sorprendido el debate que se ha armado alrededor de la rentabilidad que tiene el portafolio al cual se encuentran invertidas las reservas internacionales. Este debate, es peligroso e injusto. Si algo es grave, es pensar que las reservas internacionales (que respaldan toda la emisión de dinero) terminen colocadas en papeles de alto riesgo. Y si algo ha sido administrado con responsabilidad en Colombia, son los portafolios que maneja el Banco de la República.

Por último, vale la pena registrar la decisión del emisor de subastar US\$100 millones en opciones para acumulación de reservas, justo en momentos en que el gobierno venía manifestando el deseo de una mayor devaluación.

Pésimo antecedente

La Constitución de 1991 le dio plena autonomía al Banco de la República sobre la política monetaria y el manejo de las reservas internacionales, responsabilizando a éste de mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional. Adicionalmente, ésta aseguraba la independencia de la entidad, garantizando que las decisiones de política económica no estuvieran influenciadas por presiones del gobierno o los ciclos económicos y políticos¹.

Los resultados en términos del nivel de inflación en Colombia muestran que el Banco Central ha sido exitoso en mantener el poder adquisitivo de la moneda colombiana al reducir la inflación de niveles superiores al 30% en 1991 a 6% en 2003. Esto no hubiera sido posible si el emisor hubiera cedido ante las presiones del gobierno para aumentar o reducir la oferta monetaria de acuerdo con las necesidades de este último. Por ejemplo, en el primer semestre de este año, la junta directiva del banco central decidió aumentar las tasas de interés como medida para controlar los brotes inflacionarios que se registraron y las expectativas de mayor inflación que estos generaban, a pesar de que el gobierno y la mayoría de los analistas estaban en contra de una decisión en ese sentido.

La credibilidad del Banco de la República se construyó a partir de acciones como la mencionada anteriormente. Sin embargo, la decisión reciente de autorizar el uso de las reservas inter-

¹ En La Semana Económica número 405, se presenta un análisis más detallado sobre la importancia de la banca central independiente y su impacto sobre el manejo monetario.

nacionales para el prepago de deuda, dejó en entredicho que tan independiente de las presiones del gobierno y del Congreso a esta entidad. El emisor aceptó lo que se pensaba era imposible: utilizar las reservas internacionales para mejorar la posición fiscal del gobierno. A pesar de que el monto del cual puede disponer el gobierno no es considerable, esta decisión genera algunas preguntas: ¿Se abrió una puerta para que el Banco de la República financie al gobierno nacional en el futuro? ¿Si esto es así, dónde quedó la independencia del emisor? ¿Estará retrocediendo la banca central a la época de los ochenta cuando el gobierno se financiaba a costa del poder adquisitivo de los colombianos?

¿Para qué son las reservas internacionales?

De acuerdo con la literatura económica, la decisión de un país de mantener un acervo determinado de reservas internacionales está justificada, entre otras razones, por la necesidad de contar con un grado adecuado de liquidez internacional que le permita enfrentar eventos imprevistos en los mercados externos. De igual manera, este tipo de inversiones permite reducir los costos de ajuste frente a desequilibrios externos, y garantizar la viabilidad del régimen cambiario.

En general, si un país tuviera dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras internacionales, debido a una reducción de los flujos en moneda extranjera que entran al país, las reservas podrían ser utilizadas para cubrir estos faltantes mientras se normaliza la entrada de divisas al país. De igual forma, la importancia de contar con un adecuado stock de reservas internacionales también se aprecia cuando por un shock externo se presenta una fuga de capitales de un país. En una situación como esta, el uso de una parte de las reservas puede evitar cambios drásticos en la tasa de cambio, y contrarrestar el deterioro de la capacidad de la economía para cumplir con sus obligaciones financieras.

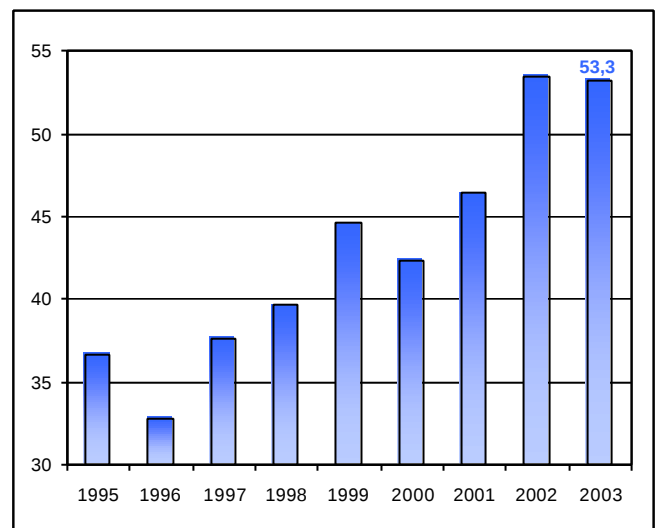
En el caso colombiano, el servicio de la deuda del gobierno ha venido representando cada año un mayor porcentaje de las reservas internacionales. Entre 1996 y 2003 esta relación aumentó 62.5%, y hoy se ubica en 53.3%. Si al servicio de

la deuda del gobierno se adiciona el del sector privado, el indicador asciende a un 88%. Debido a ello, es de gran importancia que el emisor mantenga un nivel adecuado de reservas que permita cubrir las necesidades del gobierno en un momento de crisis.

Adicionalmente, varios estudios han encontrado que las reservas internacionales son un determinante claro de las tasas de interés a las que un país contrata su deuda externa.

Gráfico 1

Servicio de la deuda externa del gobierno como porcentaje de las reservas internacionales



Fuente: Banco de la República, cálculos: Asobancaria

Nota: Intereses y amortizaciones de largo plazo

Así lo demuestra Edwards (1984)² en un trabajo en el que trata de encontrar los factores que determinan las fluctuaciones del spread de las obligaciones de una nación. Entre otros resultados, el autor encuentra que el nivel de las reservas como porcentaje del PIB y la variabilidad de éstas tienen un impacto directo sobre la tasa de interés de la deuda externa. Entre mayor es el nivel de reservas internacionales, menor es el spread que

² Edwards, Sebastian. "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation", The American Economic Review, Vol. 74, Sept. 1984.

se paga sobre los créditos que contrata. Por el contrario, la mayor variabilidad en el nivel de éstas lo aumenta. La explicación de este comportamiento se basa en que las reservas internacionales se convierten en un colateral de la deuda que contrae el gobierno. A medida que aumentan hay más recursos que respaldan la emisión de papeles y por ellos los prestamistas están más dispuestos a prestarle a un gobierno. De igual forma, al aumentar su variabilidad se reduce la certidumbre sobre el monto que en un momento de crisis puede respaldar al país.

Por otro lado, un grupo de economistas de Goldman Sachs encuentra que variables como el crecimiento del PIB, el déficit fiscal y la relación entre las amortizaciones de la deuda externa y las reservas internacionales tienen un impacto directo sobre el spread que un país paga sobre su deuda. En especial, destacan que a medida que aumenta la relación de las amortizaciones a las reservas, el spread de largo plazo tiende a subir.

¿Cómo es el balance del Banco de la República?

Al igual que el balance de cualquier empresa o entidad financiera, el del Banco de la República está compuesto por activos, pasivos y patrimonio, los cuales ascienden a \$41.2, \$18.4 y \$22.8 billones de pesos, respectivamente³. Las normas básicas dicen que cualquier modificación en el activo tiene que verse reflejado por un cambio de igual magnitud en el pasivo o el patrimonio. Dentro del activo, se destacan las reservas internacionales, por \$30.9 billones de pesos que representan el 75% del total. Por el lado del pasivo, el 77% de este lo componen los depósitos y exigibilidades, que equivalen a \$14.3 billones.

Por lo tanto, la decisión de la junta directiva de entregar al gobierno hasta US\$ 500 millones de las reservas para prepagar deuda, tendría un impacto directo sobre el activo del banco y por ende tiene que existir una contrapartida para esa operación que equilibre otra vez el balance.

Las opciones para usar el “alivio”

La utilización de los US\$500 millones de reservas internacionales para el prepago de la deuda externa se puede llevar a cabo de diferentes maneras. Para cada una de ellas se presenta cuál puede ser el posible efecto de esta medida sobre el balance del Banco de la República y sobre la situación fiscal:

1. El emisor compra US\$ 500 millones en bonos de deuda externa del gobierno y decide incluir estos papeles en su portafolio.

- Balance Banco de la República: se presenta una recomposición en los activos del emisor, se reducen las reservas internacionales en US\$ 500 millones y aumenta el portafolio de inversiones en bonos del gobierno en el mismo monto.

- Impacto fiscal: El saldo y servicio de la deuda nacional no cambia, sólo que un porcentaje debe ser pagado al emisor y no a un inversionista extranjero. No se genera ahorro fiscal.

2. El emisor le entrega US\$ 500 millones al gobierno a través de un crédito directo.

- Balance Banco de la República: Al registrarse estos recursos como un crédito, los activos del emisor se mantienen constantes porque la caída en las reservas se compensa con una mayor cartera.

- Impacto fiscal: El gobierno tiene mayores recursos por US\$ 500 millones que le permiten reducir sus amortizaciones futuras en ese monto. En este caso el déficit fiscal no cambia. De igual forma el nivel de endeudamiento tampoco varía, ya que la única diferencia es que se redujo la deuda con el mercado externo y se aumentó aquella con el Banco de la República. El ahorro fiscal que puede generar una operación de este estilo depende de las condiciones del crédito que le otorgue el emisor al gobierno, la tasa de interés, el plazo, el período de gracia, etc. Sin embargo, estas deberían ser mejores que las que el gobierno tiene con el mercado actualmente.

Adicionalmente, entregar recursos al gobierno a través de alguno de los dos mecanismos mencionados tendría un impacto sobre el nivel de riesgo al que se invierten las reservas internacio-

³ Saldos del Balance General del Banco de la República a Septiembre de 2003.

nales. Esto se debe a que los recursos que sean utilizados para recomprar deuda del gobierno, adquieren la calificación de riesgo de la deuda colombiana que es mayor al que caracteriza los títulos en que se invierten las reservas.

3. El emisor le entrega US\$ 500 millones al gobierno a través de adelanto de utilidades.

- Balance del Banco de la República: Se presenta una reducción en los activos de la entidad por US\$ 500 millones. Debido a que no se genera una obligación del gobierno con el banco central, el patrimonio del emisor debe reducirse en el monto exacto de la transferencia. Esto equivale a una descapitalización del Banco de la República y por ende a una pérdida del respaldo con el que cuenta hoy en día la moneda nacional, la cuál se compensará a medida que la entidad genere y acumule nuevas utilidades.

- Impacto fiscal: Al igual que en el caso anterior, el gobierno cuenta con mayores recursos por US\$500 millones que le permiten recomprar deuda por ese monto. Sin embargo, su nivel de endeudamiento cae en ese monto porque no adquirió ninguna deuda con el banco central. El ahorro fiscal equivale a las menores amortizaciones e intereses que el gobierno deja de hacer, al realizar el prepago de deuda, y al no tener que reponer los recursos con los cuales realizó esta operación.

El ahorro

Como se mencionó anteriormente, tener un nivel adecuado de reservas internacionales le permite a un país afrontar de una mejor manera problemas en el flujo de capitales, así como conseguir financiación a una tasa de interés más baja. A raíz de estas afirmaciones y de la evidencia encontrada por algunos autores, surgen dos preguntas: primero, ¿cómo afecta una devaluación adicional los ahorros que se generan por la recompra de deuda y, en ese mismo sentido cuál sería el impacto de un incremento en la tasa cupón promedio que paga la deuda nacional?

Haciendo un simple ejercicio se puede tener una aproximación de este resultado, utilizando un nivel de deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) de US\$18,800 millones, con un cupón

promedio de 8.7%, una tasa de cambio consistente con los supuestos macroeconómicos publicados por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) y la información más reciente del perfil de amortizaciones de deuda externa⁴. El objetivo del ejercicio es aproximar en cuanto se reducirían las amortizaciones y los intereses al llevarse a cabo una recompra de deuda por US\$ 500 millones, manteniendo el perfil de amortizaciones constante.

Teniendo en cuenta lo anterior, una recompra de deuda externa por US\$500 millones reduciría las amortizaciones e intereses entre 2004 y 2006 en \$447 y \$408 miles de millones, respectivamente. Sin embargo, si como resultado de un choque externo (reducción en los precios del petróleo o deterioro de la situación económica de algunos de nuestros vecinos) o de un deterioro de las perspectivas fiscales del país, la devaluación de 2004 es de 15% y no de 11.7% como se presenta en los supuestos del DNP, el ahorro por amortizaciones e intereses se reduce a \$24 mil millones y \$82 mil millones, respectivamente.

De igual forma, si el cupón promedio aumentara 6.5 puntos básicos en 2004, pasando de 8.7% a 8.76%, los ahorros por intereses entre 2004 y 2006 pasan de \$408 miles de millones a \$308 miles de millones. Esto implica que cerca del 25% de los ahorros se pierden por cada 6.5 puntos básicos adicionales de cupón promedio que tenga que pagar el país (con 26 puntos básicos se pierde todo).

A esto hay que sumar que la disminución en el saldo de las reservas afecta los intereses que generan las mismas, y por ello es de esperar que este tipo de ingresos se reduzca. Esto tendría un impacto directo sobre el resultado fiscal del Banco de la República y por ende sobre la transferencia de utilidades que hace esta entidad al gobierno cada año, la cual por cierto es una cantidad considerable.

Lo anterior demuestra que los ahorros que puede generar una operación de este estilo se

⁴ En el Anexo 1 encontrarán los supuestos de tasa de cambio y de amortizaciones que se utilizaron para hacer los cálculos aquí mencionados.

pueden perder fácilmente con pequeños sobresaltos en el mercado cambiario o en el spread que tiene que pagar el país por endeudarse. En el ejemplo que se planteó, los cambios pueden presentarse simplemente por factores externos que están por fuera del control de las autoridades, tal como ocurrió en 2002 cuando la tasa de cambio se depreció 25% y los spreads llegaron a superar los 1.000 puntos básicos.

Adicionalmente, y como lo plantean los trabajos citados, entre mayor sea la cantidad de reservas que se utilice para prepagar deuda mayor será la volatilidad de estos dos parámetros. Por una parte, el Banco de la República contará con menos herramientas para contrarrestar shocks sobre el flujo de capitales. Por la otra, a medida que las reservas internacionales caen los prestamistas le exigirán mayor rentabilidad a Colombia para compensar el menor respaldo con el que cuenta el país para cumplir con sus obligaciones externas.

Todo lo anterior demuestra que la manera apropiada de lograr una reducción de la deuda y del servicio de la misma es a través de una reducción del déficit fiscal. Si el gobierno no logra generar un superávit primario cercano al 3% del PIB, como lo han mencionado varios investigadores y hasta el mismo FMI, los beneficios que se obtienen con una recompra de deuda se pierden en poco tiempo debido a la necesidad de endeudarse para financiar el déficit y en cambio si reduce el patrimonio del país.

¿Qué pasa con la rentabilidad de las reservas internacionales?

Mucho se ha cuestionado el manejo que el Banco de la República le ha dado a las reservas internacionales y si es buen negocio tener reservas invertidas a tasas muy bajas, mientras el gobierno se endeuda a tasas considerablemente mayores. Sin embargo, ¿cuál hubiera sido la reacción de la nación si el gobierno hubiera invertido un porcentaje de las reservas en bonos de la República de Argentina y hace unos meses el país hubiera recibido la noticia que ese gobierno sólo podía pagar el 25% de la inversión original.

El primero de enero de 2001 un bono de deuda de esta nación pagaba un spread de 807 puntos básicos sobre un papel estadounidense del mismo plazo, sólo 16 más que Colombia. En ocho meses, este spread aumentó a 1.990 puntos básicos (mientras que el de Colombia descendió a 596) y posteriormente llegó a niveles superiores a los 4.000 puntos básicos por encima de un *Treasury Bill* del mismo plazo. Esto hubiera sido una extraordinaria rentabilidad (como la que pregonan los críticos) para las reservas internacionales del país. Sin embargo, en la reunión que el FMI sostuvo en Dubai, el gobierno Argentino propuso una reducción del valor facial de la deuda del 75%. Esto quiere decir, que los agentes que tenían colocaciones en papeles soberanos de ese país recibirán sólo el 25% de su inversión original. Esa hubiera podido ser la suerte de las reservas internacionales de Colombia de no haber sido manejadas de una manera tan responsable y con alta aversión al riesgo.

La tasa de interés a la cuál se endeuda un país es reflejo del riesgo que éste representa para sus acreedores. El que Colombia esté pagando altas tasas de interés sólo demuestra el riesgo que ven los inversionistas por invertir en el país. Sin embargo, como lo exponen algunos autores, la existencia de un nivel adecuado de reservas internacionales que respalde al servicio de la deuda en un momento de crisis ayuda a reducir este costo. El hecho de que el Banco de la República invierta las reservas a tasas entre 3.5% y 4% refleja el deseo de minimizar el riesgo de perder estos recursos.

En ese mismo sentido, el endeudamiento que está realizando el país tiene como objetivo financiar un gasto que debería generar mayor riqueza en el futuro, al punto que compense el alto costo que se tiene que pagar. Por lo tanto, el problema no es la tasa que está pagando el gobierno, sino la rentabilidad que está teniendo este gasto, que al parecer no alcanza a cubrir su costo financiero.

Comentarios finales

Recientemente, la Junta Directiva del Banco de la República autorizó el uso de US\$500 millones de las reservas internacionales para recomprar deuda externa del gobierno. A pesar de que todavía no se conoce el estudio que llevó a que los codirectores consideraran que se puede disponer de esa suma, queda la sensación de que el emisor cedió ante la presión del gobierno y del Congreso, algo que no se había presentado anteriormente en las decisiones del emisor.

Debido a que las reservas internacionales son un activo importante del país para estabilizar la economía ante choques que se puedan presentar, tanto internos como externos, el manejo de éstas debe ser extremadamente cuidadoso y no debe estar sujeto a influencia política de ningún estilo.

Entre los beneficios de tener un nivel adecuado de reservas internacionales se encuentra la capacidad que tiene un país de responder por el servicio de su deuda externa cuando la situación lo amerite. Adicionalmente, algunos investigadores han encontrado una relación inversa entre el nivel de las reservas internacionales y el spread que paga la deuda soberana. Esto se debe principalmente, a que los inversionistas ven en las reservas un respaldo de su inversión.

De otra parte, aunque no se tiene claridad sobre el mecanismo que se piensa utilizar para entregar estos recursos al gobierno, es claro que una desacumulación de reservas, que no se vea reflejado en un incremento en la cartera de la entidad tendría que compensarse con una reducción del patrimonio de la entidad. De lo contrario, el emisor tendría que reducir su pasivo, lo que implicaría una contracción de la oferta monetaria, presionando un incremento en las tasas de interés, que afectaría las perspectivas de la economía.

Por el lado del gobierno, éste se beneficiaría con una recompra de deuda ya que reduciría las amortizaciones y el pago de intereses que estaría obligado a efectuar en los próximos meses. A pesar de que esto probablemente no abra espacio para un mayor nivel de gasto, como lo han señalado algunas personas, si colabora marginalmente a la estabilización de la deuda pública.

No obstante, medidas de este estilo no atacan la base del problema: el alto déficit fiscal.

Adicionalmente, cambios pequeños en la tasa de cambio o en el cupón promedio que paga la deuda nacional, rápidamente compensan en forma negativa los ahorros que genera la recompra de deuda.

Anexo 1

Mayor devaluación en 2004	2004	2005	2006	Total
Amortizaciones				
Base	4.127,4	7.186,2	5.515,3	16.829,0
Recompra deuda	4.017,7	6.995,2	5.368,7	16.381,6
<i>Diferencia</i>	<i>109,7</i>	<i>191,0</i>	<i>146,6</i>	<i>447,4</i>
Base	4.127,4	7.186,2	5.515,3	16.829,0
Recompra deuda & mayor devaluación	4.079,7	7.199,8	5.525,7	16.805,2
<i>Diferencia</i>	<i>47,7</i>	<i>-13,6</i>	<i>-10,4</i>	<i>23,7</i>
Intereses				
Base	4.616,8	4.717,4	4.318,5	13.652,7
Recompra deuda	4.480,5	4.576,9	4.187,8	13.245,1
<i>Diferencia</i>	<i>136,4</i>	<i>140,5</i>	<i>130,7</i>	<i>407,6</i>
Base	4.616,8	4.717,4	4.318,5	13.652,7
Recompra deuda & mayor devaluación	4.549,6	4.710,8	4.310,3	13.570,6
<i>Diferencia</i>	<i>67,2</i>	<i>6,6</i>	<i>8,3</i>	<i>82,1</i>
Aumento de 6,5 puntos básicos en cupón promedio en 2004				
Intereses				
Base	136,4	140,5	130,7	407,6
Recompra de deuda	102,6	106,0	99,2	307,7
<i>Diferencia</i>	<i>33,8</i>	<i>34,5</i>	<i>31,6</i>	<i>99,9</i>
Supuestos				
Devaluación				
Base	11,7	10,0	1,5	
Alta	15,0	10,0	1,5	
Perfil de amortización (% del total)	7,0	11,0	8,0	

Fuente: Departamento Nacional de Planeación, cálculos: Asobancaria