

NOTA EDITORIAL

EL MANEJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA EN PERSPECTIVA

El Banco de la República ha hecho parte del patrimonio institucional del país por más de ocho décadas y media. Para el caso de Colombia, el Emisor es un ejemplo nítido de por qué las instituciones son relevantes en la vida de una nación. A lo largo de su existencia ha hecho explícitas las funciones para las cuales fue creado, lo cual ha contribuido a reducir la incertidumbre propia de la vida económica. Instituciones como la banca central tienden a eliminar aquellos temores y desconfianzas que obstaculizan el desarrollo financiero y, en especial, la difusión del crédito.

Desde su creación el Banco de la República ha sido el ente emisor de la moneda nacional, banquero y prestamista de última instancia de los bancos, banquero del gobierno y, en la práctica, guardián de las reservas internacionales desde sus inicios. Mediante el ejercicio de estas funciones, a lo largo del tiempo el Emisor ha contribuido a una expansión ordenada de la economía.

Ser custodio de las reservas en divisas ha significado no sólo acudir a la formación de dicho inventario, sino velar por su inversión en portafolios

seguros y de alta liquidez, y que al cumplir dichos requerimientos también reporten rendimientos financieros que sean benéficos para el país.

I. EL BANCO DE LA REPÚBLICA COMO GUARDIÁN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

A. Los orígenes

El Banco de la República ha sido el guardián de las reservas internacionales del país desde su creación en 1923. La entidad fue una de las primeras en su clase creadas en América Latina, con la exclusividad del derecho de emisión; y, al igual que en otras instituciones similares, la acumulación de reservas internacionales fue el resultado de la puesta en práctica del derecho de emisión. Uno de los canales mediante los cuales los billetes del Banco entraron en el proceso circulatorio fue mediante la compra de oro y divisas que por entonces se guardaban en caja en la banca comercial¹. Así, haciendo uso de la facultad de emisión, el Banco se convirtió progresivamente en guardián de las reservas internacionales, adquiriendo los excedentes de reservas generados en los resultados superavitarios de la balanza de pagos, y supliendo las divisas necesarias cuando dichos resultados fueran adversos.

A partir de los primeros informes anuales a la Junta Directiva del Banco de la República, el Gerente General incluyó secciones destinadas a explicar la evolución de las reservas internacionales, en términos de volumen y composición. Desde un principio se entendió que la estabilización de la tasa de cambio no sería posible sin una suficiente provisión de reservas en el exterior².

¹ “El Banco de la República tendrá el derecho exclusivo de emitir billetes de banco [...]”, Ley 25 de 1923, “orgánica del Banco de la República”, artículo 16, en *Leyes financieras* (1931, p. 47). Y, al enumerar los objetos para los cuales el Banco podría emitir billetes, el mismo artículo incluyó “la compra de oro en barras o amonedado [y] la compra y descuento de giros y letras de cambio sobre plazas extranjeras”.

² El régimen monetario internacional bajo el cual transcurrieron los primeros años de funciones del Banco (1923-1931) fue el patrón de cambios oro que admitía que las reservas internacionales estuvieran compuestas por oro y por depósitos en divisas a la orden o a término en bancos del exterior. Las operaciones de intervención consistían en sostener la tasa de cambio de paridad de la moneda nacional con el oro, comprando la afluencia excesiva de reservas para evitar la caída de la tasa de cambio por debajo de la paridad, y vendiendo oro, cuando quiera que una afluencia insuficiente de reservas amenazara con elevar la tasa de cambio por encima de la paridad. Ya en su segundo *Informe Anual* el Gerente informaba que para realizar sus intervenciones cambiarias, “el establecimiento se hallaba debidamente preparado por el acopio de una fuerte existencia de oro en los Estados Unidos”, *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (1925, p. 12).

También, desde el momento mismo de la fundación del Banco, se consideró aconsejable que la institución dispusiera de apreciables inversiones de sus divisas en el exterior, no sólo para facilitar el comercio internacional, sino para propiciar el acceso al crédito externo, en especial en circunstancias extremas, cuando se requiriera el apoyo de la banca extranjera. En el texto de la ley original del Banco se autorizó que aquellas inversiones significativas se hicieran en “bancos respetables de centros financieros del exterior”³.

Aunque la primera misión Kemmerer (1923) propuso límites a las inversiones de reservas en el exterior, la segunda misión, recibida en Colombia en 1930, recomendó eliminarlos. De hecho, en las misiones Kemmerer enviadas a Chile, Bolivia, Ecuador y Perú, con posterioridad a la primera en Colombia, no se sugirió el establecimiento de dichos límites⁴. Las autoridades de los recién creados bancos de emisión comenzaron a invertir en activos redituables del exterior las reservas de las que disponían, por encima de las necesarias para garantizar la estabilidad de sus tasas de cambio⁵.

En conclusión, el Banco de la República, al igual que los otros bancos centrales fundados en América Latina en los años veinte, asumió el papel de guardián de las reservas internacionales en la medida en que se consolidó su función de banco emisor único. Con el paso del tiempo, y la llegada de reformas institucionales del Emisor, su función de administrador de las reservas internacionales le fue explícitamente reconocida en los nuevos estatutos. Ya en aquella década los bancos centrales constituyeron acervos de reservas internacionales con el propósito de hacer posibles sus operaciones de estabilización cambiaria, y efectuar inversiones en bancos extranjeros. Aunque de manera incipiente, los bancos realizaron así sus

³ Ley 25 de 1923, “orgánica del Banco de la República”, artículo 18, en *Leyes Financieras* (1931) p. 48.

⁴ Colombia fue el primer país visitado por las misiones Kemmerer en América del Sur. En tal ocasión la misión recomendó que no más de las dos quintas partes de las reservas estuvieran invertidas en el exterior. Por entonces, la mayor preocupación de los técnicos extranjeros era que un naciente banco central dispusiera de reservas metálicas suficientes sobre sus billetes en circulación. La Ley 25 de 1923, artículo 18, incorporó dicha recomendación. Tras un lustro de experiencias en otros países de la región, la segunda misión Kemmerer propuso abolir dichas restricciones, lo que se consagró en la Ley 82 de 1931.

⁵ Dadas las restricciones impuestas a las inversiones en el extranjero entre 1923 y 1931 por la ley original del Banco, se incurrió en un costo de oportunidad. Así lo reconoció el Gerente en 1927 al señalar que “el Banco deja de percibir intereses por cantidades de consideración que podría mantener, con igual, si no mayor seguridad, en bancos extranjeros de primer orden, en vez de mantenerlas improductivas en sus bóvedas”. (*Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, 1927, p. 18).

primeras inversiones de portafolio, las cuales sólo adquirirían relevancia varias décadas más adelante.

B. La trayectoria

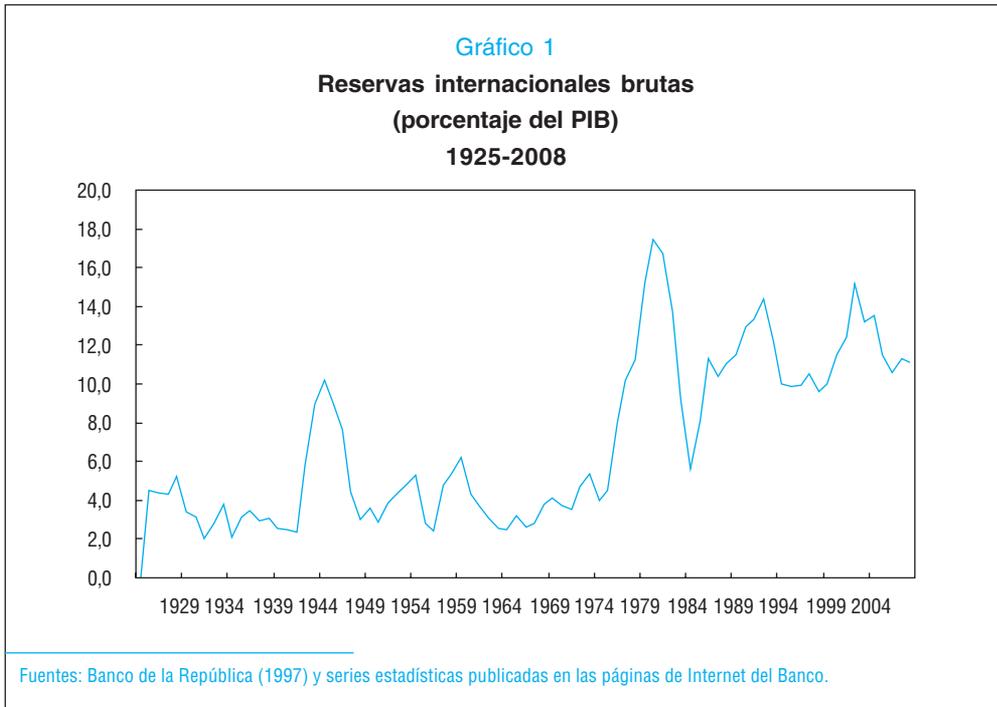
Los bancos centrales tenían mucho por aprender acerca del manejo de las reservas⁶. Creados durante la bonanza excepcional de la segunda mitad de los años veinte, que incluyó el primer auge de crédito externo en la centuria, debieron enfrentar el colapso financiero internacional de la primera mitad de los años treinta: a una acumulación de reservas sin precedentes siguió su extinción prácticamente total, la cual sólo pudo evitarse con decisiones drásticas como el establecimiento de controles cambiarios. Fue éste un ejemplo extremo de cómo la balanza de pagos puede ser sacudida por cambios comerciales o financieros en el resto del mundo. Cada país debió aprender que, de acuerdo con la vulnerabilidad de su balanza de pagos, así debería ser el monto de sus reservas externas: a mayor vulnerabilidad, mayor acumulación de reservas.

Un observador desprevenido que sepa que en 2003 las reservas internacionales brutas de Colombia eran del orden de US\$11 mil millones, y que un lustro después arribaban a US\$24 mil millones, quizá piense que el tema de la vulnerabilidad de la balanza de pagos no le concierne mucho a Colombia. Pero dichas cifras corresponden más a circunstancias excepcionales y políticas de acumulación de reservas de los últimos años, que a una norma histórica.

Los gráficos 1 y 2 ilustran la evolución de las reservas internacionales brutas. En el primero se destaca la magnitud de las reservas acumuladas por el Banco de la República desde su fundación, medida como porcentaje del producto de la economía. El Gráfico 2 describe la trayectoria de los valores de las reservas internacionales a partir de 1990, con el propósito de resaltar aspectos específicos de su evolución en los últimos años.

El Gráfico 1 revela que, en su primer medio siglo de existencia, los inventarios de reservas acumulados por el Banco fueron, en promedio, del 4% del PIB. Y en los últimos treinta años de la serie equivalentes, en promedio, al 12% del PIB. Sobresalen dos grandes elevaciones, una en la primera mitad de los años cuarenta, y otra más pronunciada aún, en

⁶ En países como la Argentina se había vivido por décadas la experiencia de la Caja de Conversión, mecanismo por el cual se cambiaban reservas en oro por dinero circulante. El modelo era muy similar al empleado por el imperio británico en sus colonias.



la segunda mitad de los años setenta: la primera corresponde al período de la Segunda Guerra Mundial durante el cual se acumularon reservas ante el desfallecimiento de la actividad importadora, y la segunda a la bonanza cafetera de la época. Al descontar estos dos períodos extraordinarios de

acumulación de reservas, el promedio de la primera media centuria apenas llega al 3,5% del PIB. La situación de reservas del país se hizo particularmente penosa en los años sesenta, cuando para presentar reservas brutas positivas fue necesario acudir a créditos externos de corto plazo. De hecho, en esa época, las reservas internacionales netas (reservas brutas menos endeudamiento de corto plazo) fueron negativas⁷. Estas descripciones muestran cómo las reservas internacionales crecieron a un ritmo similar al del PIB durante sus primeras seis décadas de existencia, y de cómo durante ciertos años el aumento de las reservas brutas debió ser apoyado por el crédito internacional.

En los años setenta, y en especial a partir de la acumulación de reservas facilitada por la bonanza cafetera, las *inversiones en valores* adquirieron progresivamente una relevancia de la cual habían carecido en el pasado. Hasta entonces el componente más destacado de las reservas habían sido las divisas, en la forma de caja en el Banco o de depósitos en cuenta corriente y a término en bancos del exterior. En 1975, al despuntar la bonanza cafetera, las inversiones en valores representaban apenas el 12% de las reservas brutas frente al 62% representado por la tenencia de divisas. En 1978, en el apogeo de la bonanza, las inversiones en valores llegaban ya al 47%, superando la participación de las divisas, que por entonces llegaban al 42%. Al iniciarse la década de los noventa los porcentajes eran 87% y 5%, respectivamente, y desde 1995 hasta 2008 el promedio de las inversiones en títulos valores llegó a rebasar el 91%⁸.

Los gráficos 1 y 2 exhiben el descenso de las reservas al término de la bonanza cafetera de los años setenta, dramáticamente acentuado con el advenimiento de la crisis de la deuda latinoamericana en 1982. A finales de 1981 las reservas brutas ahorradas (US\$5.633 millones) representaban más de diez veces el acervo acumulado en 1975 (US\$553 millones), y eran suficientes para financiar diecisiete meses de importaciones de bienes y once meses de egresos cambiarios⁹. A diferencia de otros países que experimentaron choques externos favorables durante los años setenta, el haber contado con una suficiente acumulación de reservas le permitió a Colombia enfrentar más fácilmente la crisis de financiamiento externo de la época, y evitar el crecimiento negativo sufrido por otros países de la región¹⁰.

⁷ Las reservas internacionales netas fueron estrictamente negativas entre agosto de 1961 y agosto de 1968 (Banco de la República, 1997, Cuadro 2.3).

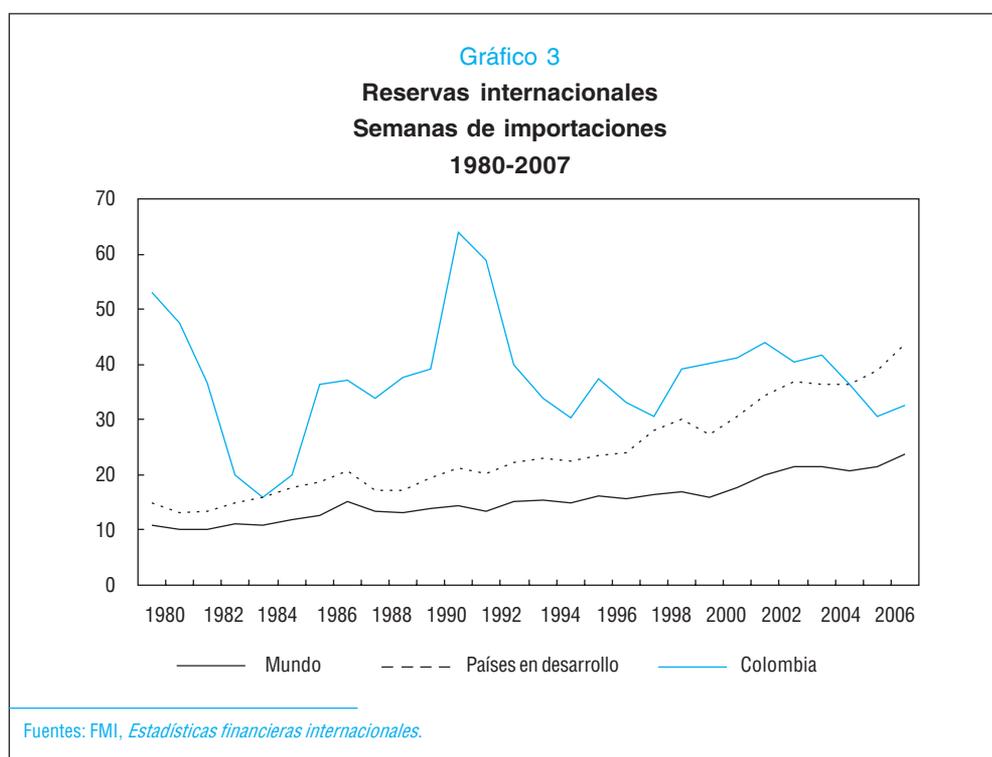
⁸ Datos basados en las series publicadas en: www.banrep.gov.co/publicaciones/revista

⁹ Banco de la República (1997, cuadros 2.6 y 2.7).

¹⁰ En la segunda mitad de los años setenta, Colombia y México fueron favorecidos por las elevadas cotizaciones de café y petróleo, respectivamente. Williamson (1988) compara las dos

En las últimas dos décadas sobresalen dos momentos de acumulación extraordinaria de reservas internacionales, a saber: el bienio 1991-1992 y, en el último lustro, los años 2004, 2007 y 2008. El primero, propiciado por condiciones financieras externas (como la caída de las tasas de interés en los Estados Unidos) y medidas internas (que estimulaban la repatriación de capitales) se produjo a través del rubro de transferencias de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y el segundo obedeció principalmente a una política deliberada de acumulación de reservas.

El Gráfico 3 acude a un concepto muy empleado para medir la capacidad del volumen de reservas de un país para responder por sus obligaciones comerciales, a saber: la cobertura de importaciones, calculada en meses o semanas. A lo largo del último cuarto de siglo la economía internacional ha aumentado progresivamente su cobertura de semanas de importaciones, de modo que de diez semanas a principios de los años ochenta se ha llegado a más de veinte semanas en la presente década. En el mismo período los países en desarrollo acrecentaron su cobertura a mayor ritmo,



experiencias, y destaca el papel de las reservas acumuladas por Colombia para enfrentar los choques adversos de principios de los años ochenta. Según el autor, el manejo de las reservas en Colombia ilustraba el papel de dichos activos como mecanismo de absorción de choques externos.

llegando en los últimos años a triplicar la que exhibían a principios de los años ochenta. Y Colombia, tras el crecimiento inesperado de sus reservas a principios de los años noventa, ha visto crecer su cobertura a un ritmo similar al de los países en desarrollo. Todo esto sugiere que el creciente acervo de las reservas colombianas en las dos últimas décadas (gráficos 1 y 2), no corresponde a un fenómeno aislado sino a unas tendencias de alcance universal.

C. La administración de las reservas internacionales

1. Las reservas como mecanismo de absorción de choques externos

El comportamiento histórico de su sector externo es la fuente directa de aprendizaje de una economía en relación con el manejo de sus reservas. La suerte de su comercio exterior y el grado de acceso al financiamiento externo son referencias básicas para determinar el nivel de reservas. La perspectiva histórica de la economía colombiana enseña que esto no ha sido un proceso expedito; Colombia no fue ajena al “estrangulamiento externo” que asolara a la mayoría de los países de América Latina en los años cincuenta y sesenta; incluso ha debido enfrentar períodos de acceso restringido al financiamiento externo, y en varios años debió contar con reservas internacionales netas negativas. Sus esfuerzos por acumular reservas, especialmente durante las bonanzas cafeteras, le permitieron sortear con éxito el impacto recesivo derivado del declive posterior de las cotizaciones externas del café. Se aprendió, a lo largo del tiempo, que las reservas internacionales constituían un mecanismo que absorbía perturbaciones externas.

2. El costo de oportunidad asociado con la acumulación de reservas

Hacia mediados de los años ochenta era previsible un horizonte de acumulación de reservas internacionales, contando con el éxito de un sector externo más diversificado que en el pasado, junto con el acceso al crédito internacional. Desde los años veinte el Banco de la República había invertido reservas en el exterior, de modo que era claro que nuevos esfuerzos de acumulación de reservas para enfrentar posibles choques externos y facilitar sus operaciones de intervención cambiaria le harían incurrir en costos de oportunidad. Así las cosas, el Banco debería persistir en su intento de acumulación de reservas, sin perder de vista que incurriría en dichos

costos al dejar divisas en caja e invertir una porción en activos muy líquidos y de bajo rendimiento.

Para Colombia, un país tradicionalmente importador de bienes de capital e intermedios, la opción de acumular reservas no era solamente una decisión cambiaria; en sus sectores empresariales, y en las áreas gubernamentales encargadas del fomento económico, se creía que aumentar el inventario de reservas era como renunciar a la adquisición de bienes requeridos por el crecimiento económico o, al menos, a diferirla en el tiempo. Así, se consideraba que el costo de oportunidad de las reservas dependería de la rentabilidad social del capital, la cual se estaría sacrificando en aras de disponer de un cierto inventario de reservas internacionales.

De acuerdo con el ala ortodoxa de la banca central, los portafolios de los bancos deben ser eminentemente líquidos y seguros. En la práctica esta orientación se tradujo de tiempo atrás en que, por ejemplo, en el manejo del dólar los bancos centrales adquirieran depósitos a término en entidades bancarias de los Estados Unidos, o bonos de la Tesorería estadounidense. El retorno esperado de dicha inversión de las reservas tiene dos componentes: el rendimiento anual asociado con el bono, y las ganancias (o pérdidas) derivadas de la apreciación (o depreciación) de los bonos. Así, si se aprecia la moneda clave en la que se denominan los bonos en los que se invierten las reservas, este ejercicio arrojará ganancias, y, en el caso contrario, pérdidas.

Predecir si habrá ganancias o pérdidas de capital en la inversión de reservas ha sido siempre un asunto difícil, pero especialmente complejo a partir de los años setenta, por la volatilidad de los mercados de cambios que siguió al descalabro del Acuerdo de Bretton Woods. Con mayor necesidad que en el pasado los bancos centrales tuvieron que acudir a casas especializadas en el conocimiento de dichos mercados para confiarles la administración de sus valores.

3. Acumulación de reservas en un escenario sujeto a perturbaciones sobre los mercados financieros internacionales

La integración financiera internacional de los últimos años ha hecho que los bancos centrales se ocupen no sólo de contar con un acervo de reservas que les permita enfrentar perturbaciones sobre el balance comercial de sus respectivas economías, como lo fue en el pasado, sino acontecimientos en

los mercados financieros que puedan resultar en drenajes significativos de sus activos externos.

La experiencia internacional de la última década es rica en experiencias que muestran cambios de signo súbitos en los flujos de capital, y de variaciones intempestivas en la liquidez internacional y su distribución. Estas situaciones no son nuevas para Colombia: el país las vivió en circunstancias extremas en los años treinta y ochenta, con interrupciones en las entradas de crédito externo y la reducción al mínimo de los cupos de financiamiento de los bancos extranjeros a la banca nacional. Lo nuevo es que en los últimos años tal clase de eventos se ha hecho más frecuente en la economía internacional, y así los bancos centrales han optado por engrosar sus reservas. El auge de la liquidez internacional entre 2002 y 2007 facilitó dicho objetivo¹¹.

En una economía como la colombiana, exportadora de bienes primarios, mineros y agrícolas, la acumulación y administración de sus reservas facilita la absorción de choques externos tanto comerciales como financieros. Al contar con reservas suficientes, cualquier ajuste de la demanda interna ante perturbaciones externas podrá hacerse de manera más suave y gradual. Las reservas así acumuladas constituyen un bien público, y es función de las instituciones protegerlo.

Siguiendo la costumbre y acatando decisiones legales anteriores, la Constitución de 1991 confió en el Banco de la República, órgano estatal independiente, la administración de las reservas internacionales. A su turno, la Ley 31 de 1992 dispuso en su capítulo IV que la inversión de las reservas se haría con sujeción a criterios de “seguridad, liquidez y rentabilidad”, y que igualmente el Banco, podría “realizar operaciones de cobertura de riesgo”¹². Así, la nueva legislación confirmó los criterios tradicionales de la banca central en el manejo de sus reservas, así como la gestión de riesgos en un contexto internacional financiero cada vez más complejo¹³.

II. LA ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

Los bancos centrales encontraron nuevos argumentos para acumular reservas internacionales en la globalización financiera mundial de las últimas

¹¹ Explicaciones diferentes acerca de sus orígenes se encuentran en Bernanke (2007) y en Ferguson y Schularick (2007)

¹² Véase: <www.banrep.org/documentos>

¹³ Los contratos financieros a futuro, y en general las operaciones de cobertura, adquirieron preponderancia desde principios de los años setenta.

dos décadas. En este contexto, un drenaje sustancial de reservas podría provenir de alteraciones súbitas en las cuentas financieras externas, como resultado, por ejemplo, del contagio de turbulencias financieras ocurridas en otras latitudes; así, un mayor acervo de reservas permitiría proteger la economía contra tal tipo de contingencias, y preservar la estabilidad financiera interna.

A tono con las nuevas exigencias, una vez en vigor las reformas del Banco de la República de principios de los años noventa, el Comité de Reservas del Banco puso en marcha un programa de administración externa de las reservas, el cual buscaba acudir al conocimiento y experiencia de casas bancarias del exterior para la inversión de una parte de las reservas, siempre obedeciendo los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

De acuerdo con la experiencia internacional, los bancos centrales trabajan con un portafolio teórico, también conocido como *índice de referencia*, el cual refleja las preferencias de dichas instituciones en relación con el retorno y el riesgo asociado con la inversión de las reservas. En Colombia dichas preferencias se expresan a la luz de los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Para efectos prácticos, el portafolio de inversión de las reservas se divide en tres tramos, a saber: el más líquido, o de *capital de trabajo*, administrado directamente por el Banco de la República; un segundo tramo, conocido también como *indexado* (por su composición similar al portafolio teórico), el cual es de la misma manera gestionado directamente por el Banco, y tiene como fin enfrentar eventuales caídas del inventario de reservas que excedan al capital de trabajo, y, un tercer tramo, al que se denomina *no indexado*. Aunque conformado por activos líquidos, este último tramo es menos líquido que los anteriores, y de él se espera una rentabilidad más alta. Una parte del tramo es administrada por el Banco, y la otra por agentes externos¹⁴.

III. LA GESTIÓN DEL RIESGO

A. Antecedentes

A lo largo de su historia el Banco ha asumido riesgos en la inversión de sus reservas: desde los primeros depósitos en el exterior, especialmente en

¹⁴ Una amplia discusión de estos temas se encuentra en el documento “Administración de las reservas internacionales”, Banco de la República, Bogotá, marzo de 2009. Puede ser consultado en www.banrep.gov.co/publicaciones/

Nueva York durante el patrón oro, hasta hoy. En ocasiones los riesgos fueron extremos, como ocurriera a principios de los años treinta, con motivo de la suspensión de la convertibilidad de la libra esterlina por parte del Banco de Inglaterra¹⁵ (véase el Recuadro). O como aconteciera en circunstancias similares, al derrumbarse el Acuerdo de Bretton Woods en 1971¹⁶. Los largos períodos de estrechez de divisas vividos por el país no pudieron traducirse en portafolios de inversión de alguna importancia. Sólo hasta finales de los años setenta, al ganar relevancia la cuenta de *inversiones en valores*, también adquirió significación la gestión de reservas, así como la definición de un perfil de rendimientos y riesgos por parte de las autoridades del Banco.

LA SUSPENSIÓN DE LA CONVERTIBILIDAD DE LA LIBRA ESTERLINA EN 1931 Y SU EFECTO SOBRE EL MANEJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA

El 21 de septiembre de 1931, al día siguiente del colapso del patrón oro, el Gerente le informó a la Junta (Acta 671) que el Banco tenía un depósito de £50.000 en la Casa Lazard Brothers de Londres.

La libra esterlina se depreció un 25% en los últimos días de septiembre, pasando de £1=US\$4,86 a £1=US\$3,75, aproximadamente, un 23%; en el resto del año se siguió depreciando pero a un ritmo muy lento, de modo que la depreciación acumulada a fines de diciembre no pasó del 30%¹. Así, las pérdidas en términos de dólares ocurrieron en los últimos días de septiembre. En el Acta 679 de octubre 7 de 1931 se dice que se resolvió trasladar a París parte de los fondos de los bancos en el exterior, depositándolos en dólares en el Banco de París y los Países Bajos, y en otros bancos. Para

¹⁵ Según el Gerente del Banco de la República, dicho evento, “ocasionó cuantiosas pérdidas a casi todos los bancos centrales de emisión, especialmente a los que, acogidos al patrón de cambio por oro, mantenían parte importante de sus reservas en moneda inglesa en bancos de Londres [...] Como fruto de la experiencia que estos acontecimientos nos han proporcionado, podemos deducir la conveniencia de mantener en las bóvedas del Banco la mayor parte de nuestras reservas de oro, sin por eso prescindir de las ventajas que ofrece el patrón de cambio por oro. Y en ese camino y como medida de prudencia, habéis dispuesto [la Junta Directiva], y así se ha venido practicando, que la mayor proporción de los fondos que el Banco tiene en el exterior se mantenga en oro físico, depositado en custodia en el Federal Reserve Bank de Nueva York, como propiedad exclusiva del Banco de la República, sellado en su nombre (*earmarked*)” (*Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, 1932, p. 16).

¹⁶ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), después del realineamiento de las tasas de cambio ocurrido en 1971, catorce países debieron afrontar una pérdida del 8% de sus reservas en dólares predevaluados (FMI, *International Financial Statistics*, mayo de 1972).

entonces la libra ya se había depreciado en 25% y seguramente se buscaba evitar nuevas pérdidas².

Considerando sólo el dato de las £50.000 depositadas en Londres, su valor en dólares antes de la depreciación era de US\$243.000, y de US\$187.500 después de la misma; o sea, la pérdida fue de US\$55.500. Como las reservas de Colombia a fines de septiembre de 1931 eran de US\$15.283.000, dicha pérdida apenas llegó al 0,36% del total de reservas³.

¹ Una referencia general sobre estos eventos es Kindleberger (1973). Una más específica sobre el comportamiento de los bancos centrales en dicha época es la obra reciente de Ahamed (2009).

² Libros de Actas de la Junta Directiva del Banco de la República correspondientes al último trimestre de 1931.

³ *Revista del Banco de la República*. Bogotá, septiembre de 1931.

B. Mercados volátiles e indicadores de riesgo

En la inversión de las reservas los bancos centrales incurren en una variedad de riesgos *legales* y *operativos*; en particular, el Banco de la República busca evitarlos mediante procedimientos explícitamente definidos tanto en su Departamento de Reservas como en el Jurídico. Como inversionistas los bancos centrales enfrentan la turbulencia propia de los mercados financieros, y aun, guiados por criterios como el de seguridad y liquidez, están expuestos a una diversidad de riesgos. Los precios de los activos en que se invierten las reservas pueden alterarse (riesgo de mercado), los emisores de dichos activos pueden incumplir sus compromisos (riesgo crediticio), o puede requerirse la liquidación anticipada de tales activos (riesgo de liquidez).

IV. CONCLUSIONES

El Banco de la República ha sido el guardián de las reservas internacionales del país. La mayor parte del tiempo, en medio de condiciones precarias, el Banco trató de formar un fondo de reservas que le permitiera ejecutar sus operaciones típicas de intervención en el mercado cambiario. En las últimas tres décadas la disposición de divisas ha sido más holgada que en el pasado, y aunque siempre se hicieron inversiones de divisas en el exterior, sólo en tiempos recientes ha podido hablarse de un portafolio de inversión en el extranjero.

Tradicionalmente, con antelación a la reformas del Banco de principios de los años noventa, el Gerente General informaba oficialmente y de manera pública a la Junta Directiva acerca de la evolución y composición del acervo de reservas internacionales, y de los principales eventos que las afectaban. Con posterioridad a dichas reformas, en sus dos informes anuales al Congreso, el Banco presenta una documentada exposición sobre el sector externo de la economía, destaca la evolución de los indicadores de vulnerabilidad externa, e ilustra la administración de las reservas a la luz de los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. La continuidad histórica de este esfuerzo informativo en relación con el manejo de las reservas ha sido característica del Banco de la República.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente general**

* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Mauricio Avella, investigador principal de la Unidad de Investigaciones. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República y son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.

REFERENCIAS

- Ahamed, Liaquat. *Lords of Finance. The bankers who broke the world*, The Penguin Press, Nueva York, 2009.
- Banco de la República. *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, anual, varios años.
- Banco de la República. *Principales indicadores económicos, 1923-1997*, Bogotá, 1997.
- Banco de la República. *Administración de las reservas internacionales*, Bogotá, 1999.
- Bernanke, Ben S. "Global imbalances: recent developments and prospects", *Bundesbank Lecture*, Berlin, Germany, septiembre, Board of Governors of the Federal Reserve System (www.federalreserve.gov/), 2007.
- Ferguson, Niall; Schularick, Moritz. "Chimerica and the Global Asset Market Boom", *International Finance*, 10:3, 2007.
- Kindleberger, Charles F. *The World in Depression, 1929-1939*, University of California, Berkeley, 1973.
- Williamson, John. "Exchange Reserves as Shock Absorbers", *The Open Economy*, editado por Rüdiger Dornbusch y F. Leslie C. H. Helmers. EDI Series in Economic Development, Oxford University, Press, 1988.