

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de  
Alejandro Vera y Nelson Vera

Diciembre 11 de 2013

## Intervenciones cambiarias y costo cuasi-fiscal: *Fe de Erratas*

Recientemente Anif analizó los costos cuasi-fiscales del programa de acumulación de Reservas Internacionales (RIN) del Banco de la República (BR), ver *Informe Semanal* No. 1197 de noviembre de 2013. Allí se dejaron los siguientes mensajes:

- i) El esquema de acumulación de RIN de 2010-2013 ha resultado costoso, pues el BR ha venido arrojando pérdidas promedio cercanas a los \$323.000 millones durante 2010-2012 y se esperan faltantes cercanos a los \$1.65 billones para este año 2013.
- ii) Los indicadores tradicionales de liquidez (RIN/Amortizaciones+Déficit en cuenta corriente) y vulnerabilidad externa (RIN/Importaciones) a duras penas se sitúan en los *benchmarks* recomendados por la literatura, ver gráficos adjuntos. Ello en momentos en que desde el exterior nos leen como un país frágil, particularmente vulnerable ante la coyuntura 2014-2015 de tránsito hacia la normalización monetaria (ver, Wells Fargo *Developing Economies and Crisis Vulnerability*, 2013 y *The Economist* septiembre 21, 2013).
- iii) Esas pérdidas sistemáticas (y su apoyo presupuestal) han puesto en juego la independencia de un banco central, como el BR, que se ha consolidado en su meta de inflación de largo plazo (2%-4%), y que ha dejado flotar, en buena medida, la tasa de cambio, ratificándose en el éxito del esquema de Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C).

Sin menoscabo de la validez de estos mensajes, la comunidad macroeconómica (amablemente) nos hizo llegar dos reparos técnicos que merecen nuestra atención. El primero tiene que ver con la evolución histórica de las pérdidas cuasi-fiscales del BR y, el segundo, con el grado de inclusión de esas pérdidas en los modelos de reservas óptimas. Veamos esto con mayor detalle.

En lo concerniente a la evolución histórica de las pérdidas cuasi-fiscales, nuestro informe señalaba el balance negativo de 2013 (\$1.65 billones) como el más elevado de la historia (en términos nominales). El reparo tiene que ver con el hecho de que pasamos por alto importantes pérdidas cuasi-fiscales del período 1992-1994, así: en 1992 llegaron a -\$43.600 millones, cubiertas con la reserva monetaria-cambiaria; en 1993 ascendieron a -\$356.000 millones, requiriendo apoyos presupuestales por \$127.000 millones; y en 1994 otros -\$54.400 millones, todos cubiertos vía presupuesto.

Más aún, el Gerente del BR nos hizo la interesante observación de que, en pesos de 2013, las pérdidas de esos años ascendían a \$286.000 millones (1992), \$1.9 billones (1993) y \$237.000 millones (1994). Ello pone de presente que: i) en términos reales, las pérdidas del año 1993 (\$1.9 billones) superan las esperadas para el año 2013 (\$1.65 billones); y ii) durante ese período 1992-1994, también se requirieron apoyos presupuestales, aunque de menor cuantía respecto de los apoyos estimados para el 2013 (alrededor de \$1 billón).

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y Nelson Vera

Siendo válida esta anotación histórica, en nuestra opinión existe una importante diferencia cualitativa respecto de lo que implica incurrir en elevadas pérdidas cuasi-fiscales en el período de inicio de la independencia del BR (1992-1994) respecto de lo que ello representa en el período de consolidación de la IO-C (2010-2013). A principios de los años noventa, se iniciaba la independencia Constitucional del BR y se acababa de expedir la Ley 31 de 1992, acabando la llamada “Cuenta Especial de Cambios”. En ese entonces todavía se podían cometer esos “pecadillos” de connivencias con el Ejecutivo vía déficits cuasi-fiscales.

En cambio, en el período 2010-2013, el BR ha sido exitoso en “vender” y cumplir las metas de inflación de largo plazo, así como la flotación cambiaria. En este sentido, arriesgar la independencia presupuestal del BR por cuenta de elevados déficits cuasi-fiscales representa un riesgo mayor. Dicho de otra manera, la quimera de unas intervenciones cambiarias, con efectos tan sólo temporales sobre el nivel de la tasa de cambio, y su elevado costo cuasi-fiscal no ameritan que el BR corra con semejantes riesgos de pérdida de independencia presupuestal.

La segunda anotación a nuestro artículo tuvo que ver con las especificaciones de los modelos de reservas óptimas. Nosotros afirmamos que la mayoría de esos modelos no tenían en cuenta el costo cuasi-fiscal como un condicionante a la hora de optimizar. Sin embargo, Mejía (2012) nos hizo caer en cuenta que dicho costo cuasi-fiscal fue tenido en cuenta bajo la forma del costo de oportunidad de acumular RIN (calibrado mediante el *spread* entre el costo de la deuda externa y el rendimiento de las reservas).

Esa válida anotación merece las siguientes precisiones: i) ese costo de oportunidad de las RIN, sin embargo, no pone un límite explícito al costo cuasi-fiscal presupuestal, luego ello no opera como una restricción explícita a la hora de solucionar el modelo, sino que es otro considerando; y ii) el modelo no captura (y pensamos que no lo puede hacer) el riesgo reputacional que implica para el BR que dichas pérdidas deban provenir del presupuesto nacional, debilitando la institucionalidad del BR ante el Congreso.

En síntesis, esta nota constituye una *fe de erratas* sobre este importante tema de los costos cuasi-fiscales y las especificaciones de modelos sobre RIN-óptimas, lo cual habla bien del debate así generado. Consideramos que los mensajes centrales de nuestra nota siguen siendo válidos, a saber: i) el programa de acumulación de RIN de 2010-2013 ha resultado costoso y sus resultados no son contundentes ni en lograr determinado nivel de la tasa de cambio, ni en alcanzar (aún) suficientes blindajes frente a la turbulencia internacional; y ii) existe un riesgo reputacional para el BR cuando se incurre en esos elevados costos cuasi-fiscales, especialmente en épocas de consolidación del esquema IO-C.



Fuente: Banco de la República.



Fuente: Banco de la República.