

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Carlos Camelo

Octubre 25 de 2018

¿Son suficientes las Reservas Internacionales de Colombia?

Este período de retracción de la liquidez global por parte del Fed (2017-2018) está generando alta volatilidad macro-financiera, especialmente para economías emergentes débiles. Por ahora, las economías más afectadas han sido las frágiles de Turquía, Argentina y Brasil. Sin embargo, deben evaluarse los riesgos de contagio de aquellas economías que, como Colombia, muestran problemas de sostenibilidad en sus déficits gemelos externos-fiscales. Hasta el momento, los mercados le vienen dando el beneficio de la duda a Colombia, a la espera de la calidad de las Reformas que estaría impulsando la Administración Duque en los frentes tributarios, laborales y pensionales.

Dado este panorama, recientemente el Banco de la República (BR) anunció un programa “gradual” de acumulación de reservas internacionales (RINs). Para minimizar el ruido cambiario, el emisor usará su mecanismo de subastas de opciones *put*, con potenciales ejercicios cuando la TRM sea inferior al promedio móvil de los últimos 20 días. Probablemente, el BR también esterilizará dichas operaciones, con el fin de minimizar el ruido monetario-inflacionario.

Este programa tiene un doble carácter de “aseguramiento”: i) operar como “colchón” frente a esos riesgos de contagio externo; y ii) ayudar a compensar el riesgo de no renovación total en 2020 de la “línea flexible” de crédito (LCF) contingente con el FMI, hoy vigente hasta por US\$11.400 millones. En este último punto estarán pesando las presiones duales de fondeo que estará enfrentando durante dicho horizonte el FMI. En particular, estarán jugando en ello: a) la expiración de recursos provenientes de países desarrollados (debiéndose renovar apoyos en los Congresos, donde pulula el llamado “crispamiento político” y la animadversión frente a organis-

mos multilaterales); y ii) las potenciales presiones de apoyos a otras economías emergentes frágiles (según lo ya mencionado). Esta coyuntura resulta apropiada para evaluar el “grosor del blindaje” que cabe esperar de esta acumulación de RIN por parte del BR. Veamos esto con algún detalle.

El gráfico adjunto muestra cómo las RINs de Colombia se han incrementado de US\$28.500 millones en 2010 a US\$48.000 millones en 2018, en gran medida explicado por el programa de acumulación de 2010-2013. Si bien dicha estrategia se quiso vender como una forma de mejorar los índices de liquidez, en realidad se trataba de una forma de moderar el gran daño que venía haciendo la apreciación cambiaria resultante de la prolongada Enfermedad Holandesa que Santos I-II (y algunos analistas) nunca reconocieron, pero cuyos daños hoy son evidentes.

Dichos incrementos en las RINs llevaron la relación RIN/PIB hacia niveles pico del 16.5% al cierre de 2016 (vs. 9.9% en 2010), aunque ello encierra un elevado ruido cambiario por la devaluación de 2015-2016 (promediando valores del 25%), donde pesó el efecto del denominador (contracciones del PIB en dólares). Precisamente, por dichos ruidos cambiarios, resulta más apropiado medir la liquidez que proveen dichas RINs a través de los colchones (“*buffers*”) de liquidez de la relación RIN/[Cuenta Corriente + amortizaciones], ver *Informe Semanal* No. 1375 de agosto de 2017.

Dicha relación de liquidez ha venido fluctuando en el rango 1.1-1.3 durante el último quinquenio. Allí se han observado efectos encontrados provenientes de: i) efectos a favor, gracias a la reducción del déficit de la cuenta corriente, desde el pico del 6.5% en 2015 hacia el rango 3%-3.5% del PIB actual; y ii) efectos en contra, vía el aumento de las amorti-

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Carlos Camelo

zaciones desde valores cercanos a los US\$10.500 millones en 2010 hacia los actuales US\$24.386 millones, dado el aumento en el *stock* de la deuda externa (pública+privada) hacia niveles del 38% del PIB, superior al pico de estrés financiero de 2001-2002 (poscrisis hipotecaria).

Nótese cómo, a pesar de que Colombia supera en este indicador RIN/[CC + amortizaciones] a Chile (0.8), dicha relación aún está bien por debajo del óptimo valor de 2, donde Brasil (2.3) y Perú (2.1) lucen mejor apertrechados.

Otra aproximación al nivel óptimo de RINs proviene del conocido modelo de Jeanne (2007), según lo postulado en la ecuación (i).

$$(i) \quad R = L + \Delta Y + \left[1 - \left(1 + \frac{\delta}{\pi} \right)^{-\frac{1}{\sigma}} \right]$$

Donde:

R = RINs como porcentaje del PIB

L = tamaño del *sudden stop* (salidas de capital como % del PIB)

ΔY = tamaño de la caída del producto ocasionada por un *sudden stop*

δ = costo de oportunidad de mantener RINs

π = probabilidad de ocurrencia de un *sudden stop*

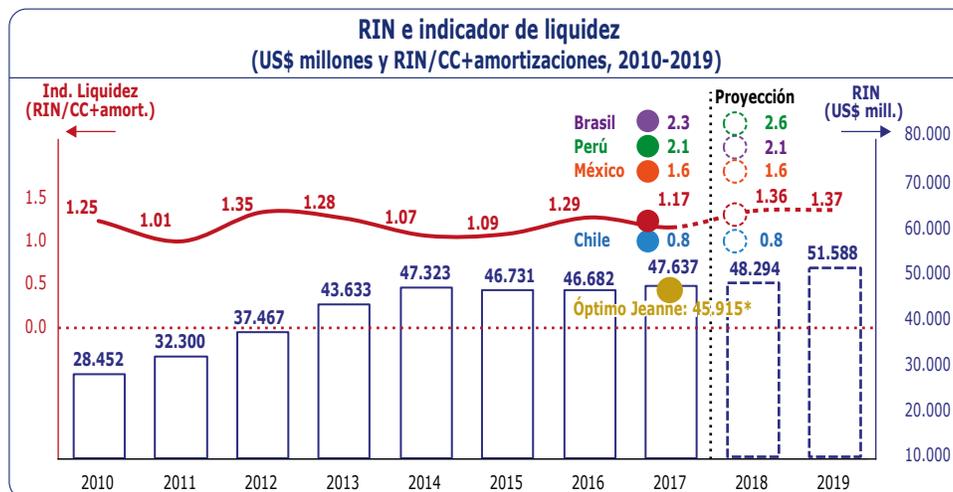
σ = coeficiente de aversión al riesgo

En otras palabras, las RINs deberían cubrir la disminución en el financiamiento externo ante reversas en los flujos de capital (*sudden stops*), así como su respectiva pérdida en producto (ΔY). Nótese además que el modelo implica una mayor acumulación de reservas cuando la probabilidad de ocurrencia

del *sudden stop* (π) incrementa o su costo de oportunidad (δ) disminuye. Así pues, usando los parámetros de Mejía (2012), nuestros cálculos sugieren que las RINs óptimas deberían rondar valores cercanos a los US\$46.000 millones (apenas un 2% inferior a los valores observados).

¿Qué implicaciones tendría el mencionado programa de acumulación de RINs del BR en estos indicadores-RINs durante el horizonte 2018-2019? Dada la incertidumbre sobre su monto y duración, supondremos que el BR buscará cubrir el faltante que se generaría de retornar la LCF a sus montos promedio de apoyo durante 2009-2018 (unos US\$6.200 millones, cerca de la mitad de la LCF actual). Ello implicaría que las RINs cerrarían en US\$48.249 millones en 2018 y en US\$51.588 en 2019, prácticamente concordando con los valores óptimos sugeridos por el mencionado modelo de Jeanne. Sin embargo, incluso con dichas acumulaciones de +US\$3.000 millones, la relación RIN/[CC + amortizaciones] apenas llegaría a niveles del 1.4 al cierre de 2019 (vs. el 1.2 actual).

En síntesis, nuestras simulaciones sugieren que el programa de acumulación de RINs del BR dotaría a Colombia de un blindaje externo “con grosor adecuado”. Sin embargo, ello aún nos dejaría por debajo del nivel óptimo de 2 en la relación RIN/[CC + amortizaciones]. De allí la importancia de que la Administración Duque pronto focalice su ánimo reformista en los frentes tributario, laboral y pensional, pues de no obrar a tiempo ello podría costarle a Colombia su grado de inversión hacia el 2020, ver *Informe Semanal* No. 1434 de octubre de 2018.



*A diferencia de Mejía (2012), utilizamos el *spread* entre los CDS de EE.UU. y Colombia como *proxy* del costo de oportunidad de las RINs.
Fuente: cálculos Anif con base en Banrep.