

N° 13-2019

Junio

INFORME ESPECIAL

Las Reservas Internacionales de Colombia; más que suficientes

.....

Las Reservas Internacionales de Colombia; más que suficientes.

Humberto Franco González

Profesor, Departamento de Economía.

En términos básicos, las reservas internacionales, que se originan en el acumulado periódico de la variación de los activos de reserva, no son otra cosa que el ahorro externo de un país (activos externos disponibles, controlados por las autoridades monetarias) que, como el ahorro de cualquier otro agente económico, sirve para enfrentar la incertidumbre que caracteriza al futuro y que, en el caso de una economía, se puede materializar en desequilibrios o choques externos. De esta manera, los bancos centrales con estrategias de inflación objetivo y régimen cambiario de tasa de cambio flexible, mantienen reservas internacionales con el fin de enfrentar contingencias negativas provenientes del resto del mundo.

En este orden de ideas, surge la inquietud relacionada con el monto ideal de estos recursos, inquietud que ha dado lugar a dos posiciones claramente identificadas en el caso colombiano; por un lado, la que abogan por el prepago de la deuda externa del país dado su nivel del orden del 38% del PIB y el desembolso de las onerosas y crecientes amortizaciones que genera; y, por el otro, quienes no aconsejan este proceder pues consideran que la turbulencia de los mercados financieros globales y la creciente incertidumbre de la economía mundial y con ella la de la economía nacional (dada la dependencia que se desprende de las aperturas comerciales y financieras), amerita disponer de suficientes saldos de liquidez internacional¹.

Coincidiendo con esta última postura, la evidencia empírica señala que un nivel adecuado de reservas internacionales, además de permitir enfrentar las crisis o choques externos negativos, genera confianza en el país, posibilitando que sus agentes económicos puedan acceder a recursos internacionales sin los costos adicionales que se tendrían cuando sus demandantes no dispusieran de suficiente respaldo como lo son, en este caso, las reservas internacionales. En tal contexto, el Fondo Monetario Internacional *FMI*, señala la existencia de dicha evidencia para países emergentes. Según esta entidad, el monto de reservas internacionales de un país debe ser igual al saldo de la deuda externa de corto plazo, lo que

¹ Estos montos alcanzaron los US\$30.212 millones en 2017 y un valor proyectado para el 2018 de US\$31.866 millones, frente a valores cercanos a los US\$10.500 millones en 2010.

implica una razón de uno para este indicador que es conocido como la regla *Guidotti-Greenspan*. De manera que este monto de reservas internacionales, le permitiría cumplir con sus obligaciones crediticias, aun en momentos de retiros masivos de capital externo de corto plazo (IMF, 2000).

En este contexto, el cuadro 1 presenta el estado de los diferentes indicadores de reservas internacionales netas RIN, para el caso colombiano; los valores bajos de estos indicadores son considerados por los mercados internacionales como señales de debilidad que se traducirían en vulnerabilidades externas y, consecuentemente, en mayores costos financieros para acceder a recursos externos por parte de las economías que los presenten. En el caso colombiano, los indicadores de amortización de deuda externa, que permiten evidenciar la capacidad del país para cumplir con los créditos internacionales, en un escenario de total cierre al financiamiento externo (RIN/amortizaciones de deuda año en curso y año siguiente, para el periodo 2014-2018), muestran valores mayores a uno, tal cual se observa en el cuadro, hecho que permite calificar el monto de reservas internacionales del país, como suficiente para el cubrimiento de la deuda externa de corto plazo, tal como lo sugiere la mencionada regla *Guidotti-Greenspan*.

CUADRO 1. INDICADORES RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA (Millones de dólares)

| Descripción | 2014 | 2015 | 2016 | 2017(pr) | 2018 (proy) |
|--|--------|--------|--------|----------|-------------|
| Saldo Reservas Internacionales Netas RIN (Millones de US\$) | 47.323 | 46.731 | 46.675 | 47.629 | 48.393 |
| (% del PIB) | 12,5 | 16,0 | 16,5 | 16,8 | 17,0 |
| Indicador amortizaciones deuda externa | | | | | |
| Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares) | 21.756 | 24.531 | 23.759 | 30.212 | 31.866 |
| RIN/amortizaciones de deuda externa del año en curso | 2,18 | 1,90 | 1,96 | 1,58 | 1,52 |
| RIN/amortizaciones de deuda externa del año siguiente | 1,93 | 1,97 | 1,54 | 1,49 | 1,63 |
| Posición adecuada de liquidez externa | | | | | |
| RIN/(Servicio de la deuda año corriente) | 1,84 | 1,61 | 1,64 | 1,34 | 1,29 |
| RIN/(Servicio de la deuda año siguiente) | 1,63 | 1,64 | 1,32 | 1,27 | 1,36 |
| RIN/(Amortización deuda año corriente + déficit en CC año corriente) | 1,14 | 1,08 | 1,30 | 1,18 | 1,09 |
| RIN/(Amortización deuda año siguiente + déficit en CC año siguiente) | 1,10 | 1,31 | 1,15 | 1,07 | 1,10 |
| Otros indicadores de RI | | | | | |
| RIN como meses de importaciones de bienes | 9,2 | 10,8 | 13,0 | 12,9 | 11,7 |
| RIN como meses de importaciones totales | 7,6 | 8,7 | 10,3 | 10,1 | 9,2 |
| RIN/M3 (porcentaje) | 30,2 | 35,5 | 31,7 | 29,6 | 31,4 |
| RIN/PIB (porcentaje) | 12,4 | 15,9 | 16,5 | 15,3 | 14,7 |

pr; preliminar. proy; proyectado
Fuente; Banco de la República, 2019

Apreciaciones similares se tienen al considerar dos de los indicadores de posición adecuada de liquidez externa (RIN/amortizaciones + déficit de cuenta corriente del año en curso y RIN/amortizaciones + déficit de cuenta corriente del siguiente año), que han estado por encima de 1,0 como lo sugiere la regla, al igual que los indicadores RIN/ amortización de la deuda año corriente y año siguiente y los otros dos de posición adecuada de liquidez

(RIN/servicio de la deuda año corriente y RIN/servicio de la deuda año siguiente), En efecto, para solo traer a cuento los dos últimos años evidenciados en el cuadro, estas cifras fueron

de 1,18 y 1,09 para la versión año corriente y de 1,07 y 1,10 para la versión año siguiente (Anif, 2018)².

En el cuadro 1, también se observa que las RIN se incrementaron de US\$47.323 millones en 2014 a US\$48.323 millones en 2018, cifras equivalentes al 12,5% del PIB en el primer año mencionado y al 17,0% del PIB en el segundo, porcentajes que, de acuerdo a los referentes internacionales, son más que apropiados pues estos los ubican en rangos del 10% del PIB, como nivel adecuado de liquidez. Ahora al remontarnos al año 2010, se encuentra que las RIN tenían un saldo de US\$28.492 millones que, en porcentaje del PIB, equivalían al 9,9%, hecho que permite inferir la casi duplicación de estos recursos en menos de una década, aunque gran parte de este aumento se explique por la acumulación de reservas proveniente de las adquisiciones realizadas entre 2010 y 2013, con la finalidad, según el emisor, de mejorar los indicadores de liquidez del país.

Un asunto a precisar es que los saldos que se presentan en el cuadro 1, no consideran el crédito contingente contraído con el FMI desde mayo de 2009 por un valor de US\$11.400 millones (Línea de Crédito Flexible, LCF), acuerdo que fue reafirmado en mayo de 2018, como un blindaje adicional para enfrentar la incertidumbre financiera caracterizada, entre otros factores, por las políticas de normalización monetaria de los países desarrollados, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y la proyectada reducción de los precios del petróleo, principal fuente de ingresos externos del país (aunque la tendencia esperada en dichos precios, haya sido contraria en los últimos meses). Importa resaltar adicionalmente y de acuerdo al emisor, que estas líneas de financiamiento contingente, las entrega el FMI a los países que se caractericen por su buen desempeño económico, la prudencia en la implementación de sus políticas y la solidez en materia de política económica (Banco de la República, 2018).

Por su parte, el indicador reservas internacionales como meses de importaciones de bienes y meses de importaciones totales, que representan la capacidad de fondear las compras externas ante faltantes de capitales externos ante un cambio intempestivo en la balanza comercial, también pueden considerarse bastante adecuados (11,7 meses y 9,2 meses respectivamente al 2018), si se tiene en cuenta que para el primer grupo de importaciones se considera que el mínimo de meses de estas importaciones que deben cubrir las reservas internacionales son nueve meses, en tanto que para las importaciones totales dichas reservas deben alcanzar para financiar siete meses de compras al resto del mundo.

² Nótese que en el caso de los indicadores RIN/amortizaciones de deuda más déficit en cuenta corriente, año corriente y año siguiente, su valor mejora, aritméticamente hablando, tanto por el incremento de las RIN, como por la reducción de las amortizaciones de la deuda y por la reducción en el déficit en cuenta corriente, situación esta última que se venía evidenciando en la economía colombiana, pero que se revierte notoriamente con el deterioro del déficit en la cuenta corriente proyectado para este 2019 (-4.3% del PIB, en relación con el -3.8% del PIB en 2018, luego de la mejora evidenciada entre 2016 y 2017).

En relación con la capacidad que tienen los países de atender ataques especulativos contra las divisas, embates que conllevan salidas intempestivas de capital, las autoridades monetarias suelen comparar las reservas internacionales netas con los agregados monetarios M2 o M3. En el caso colombiano el porcentaje de la relación RIN/M3 denota una sustancial mejora del indicador (31,4 para el 2018), valor que es el resultado tanto de

aumentos en las reservas internacionales como de la disminución del M3 medido en dólares, en este caso por efectos del tipo de cambio.

Ahora bien, al considerar la decisión tomada en septiembre de 2018 por parte de las autoridades monetarias del país de reactivar las subastas de opciones *put* para acumulación de reservas internacionales, con el argumento de solidificar los indicadores de liquidez internacional, dado el panorama internacional antes mencionado, además del desenlace de otros asuntos geopolíticos del momento que trascienden al país por la vía de los precios de las materias primas, se debe señalar que tal proceder no es justificable, pues además de cumplirse con los estándares en términos del nivel adecuado de reservas internacionales, tal cual lo muestran las cifras que se acaban de comentar, el país dispone de la línea de crédito del FMI, también mencionado. Adicionalmente, las condiciones exigidas por el FMI para la disponibilidad de la LCF, citadas anteriormente, se constituyen en una gran carta de presentación de los países que las cumplan, razón que presupondría el rápido acceso de estas economías (Colombia en el caso en consideración) a los mercados financieros internacionales, en la eventualidad de necesitar recursos adicionales³.

En consecuencia, la intervención habría sido más bien una medida para enfrentar la apreciación cambiaria que se vivía y que agudizaba los síntomas de enfermedad holandesa por la que atravesaba la economía colombiana, pues el crecimiento de las reservas había sido notable en la última década alcanzando niveles más que apropiados, de acuerdo a los estándares internacionales, en término de porcentaje del PIB. En tal caso, la relación beneficio-costos de este proceder sería negativa, pues ante un beneficio que podría catalogarse como escaso en el escenario expuesto, los costos en materia financiera para el Banco de la República (costos de oportunidad) y de inflación para la sociedad, no lo justifican, dado el impacto inflacionario que puede generar⁴.

Finalmente, un poco al margen de la reflexión anterior, conviene manifestar que, dado el incremento en la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública, en junio de 2018 el Banco de la República consideró conveniente modificar el indicador de reservas a M3, con el fin de tener en cuenta las posibles salidas de extranjeros

3 En el tema de las subastas de opciones *put* y *coll* para acumular o desacumular reservas internacionales, hay que manifestar que este tipo de intervenciones fue reglamentado en noviembre de 1999, cuando se implementó el régimen cambiario flexible como estrategia cambiaria que se articularía de manera coherente con la política monetaria de inflación objetivo, en la que también se había empeñado el país. En efecto, las opciones *put* para la acumulación de reservas ha sido una política que, desde entonces, se ha emprendido para enfrentar niveles en los que la tasa representativa del mercado TRM se encuentre por debajo de su promedio móvil de los últimos veinte días hábiles.

4 Dos comentarios se precisan en este caso. En primer lugar, el emisor suspendió esta medida en su sesión de mayo 31 de 2019, con el fin de evaluarla a la luz de la coyuntura reciente (el banco central del país, señala compras de divisas por US\$2.140 millones en el primer trimestre del año) y, en segundo lugar, se debe recordar que con miras a enfrentar el impacto inflacionario y de tasas de interés de mercado que este proceso pudiera acarrear, las autoridades debieron esterilizar esta intervención, pero, al parecer, sin los resultados esperados; esta última conjetura, podría ser una de las razones para la suspensión de la medida en consideración.

de este mercado ante un choque externo negativo y su impacto sobre este y los otros mercados financieros, pues si bien la metodología que se venía implementando tenía en cuenta los compromisos a cubrir con las reservas y las salidas que se podrían generar por presión en el mercado cambiario (M3, inversión extranjera de portafolio), no totalizaba

todos los rubros. Esta nueva metodología, que busca estimar las necesidades de liquidez en moneda extranjera ante escenarios adversos de la economía colombiana en un horizonte

de un año, sigue la línea de la razón de cobertura de liquidez propuesta en el marco de supervisión de *Basilea III* para los bancos y se soporta en que los activos líquidos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez dentro de un plazo predeterminado en un escenario estresado.

De esta manera la nueva aproximación considera dos elementos a saber: que las reservas internacionales deban cubrir al menos la proyección del déficit de la cuenta corriente más las amortizaciones de la deuda externa durante los próximos doce meses y que estas reservas más la línea de crédito flexible del *FMI*, cubran las necesidades esperadas de financiamiento externo y un monto factible de salidas de capital de residentes y no residentes (salidas del mercado de deuda pública, de acciones y de depósitos a la vista). Esta estimación tiene en cuenta, adicionalmente, la tendencia depreciativa del peso que se desprendería de un choque adverso, y el consabido deterioro en el precio de los activos⁵.

Bibliografía.

- Banco de la República (2019). Informe de la Junta Directiva al Congreso, marzo.
- Banco de la República (2018). Informe de la Junta Directiva al Congreso, julio.
- Asociación Nacional de Instituciones Financiera ANIF (2018). ¿Son suficientes las Reservas Internacionales de Colombia? Comentario Económico del día, octubre 25.
- International Monetary Fund (2000), "Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", Prepared by the Policy Development and Review Department in consultation with others departments, March.

⁵ A diciembre de 2018, las reservas internacionales del país más la línea de crédito flexible, superaba el nivel adecuado de reservas en un monto aproximado de US\$2.000 millones (Banco de la República, marzo de 2019).



Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras
Grupo de investigación en Estudios en Economía y Empresa
Línea de Macroeconomía Aplicada

Carrera 49 N° 7 Sur-50, Medellín - Colombia
Teléfono: (057-4) 261 9500 Ext 9532 - 2619532
cief@eafit.edu.co

Vigilada Mineducación