

7 de septiembre, 2021

Chile | Banco Central alcanza USD52 mil millones en Reservas: ¿Momento de detener acumulación?

Autoridad podría evaluar detención del programa de acumulación de reservas

El Banco Central inició su programa de acumulación de reservas internacionales el 18 de enero pasado. Ha adquirido USD40 millones diarios, salvo contadas excepciones, lo que le ha permitido robustecer la posición de liquidez en dólares ante un escenario donde el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) ha sido utilizado intensamente para financiar el gasto social sobre la línea vinculado a la pandemia. Luego de la extensión del IFE universal anunciado recientemente, el FEES quedaría cercano a cero hacia fin de año, lo que ha dado mayor justificación a la política del BC respecto a robustecer la posición de liquidez.

El programa contemplaba la acumulación adicional de reservas por USD12 mil millones, partiendo de un stock de reservas de USD39 mil millones en diciembre 2020 (16% del PIB de ese momento), con el objetivo de alcanzar entre 18 y 18,5% del PIB. Al cierre de julio 2021, las reservas internacionales alcanzaban 16,7% del PIB de acuerdo al último comunicado del Banco Central, luego de lo cual se incorporan USD2.371 millones de DEG correspondiente a la cuota FMI.

Medir RIN/PIB resulta relevante para dar por concluido el programa de acumulación si nos guiamos por el anuncio y posteriores aclaraciones del BC (Fig. 1):

- Las sucesivas mejoras en el PIB efectivo y estimado para 2021 llevan a que el denominador de la razón RIN/PIB se vea sometido a mayor *stress* al contemplado cuando se inició el programa de acumulación. Recordemos que el BC proyectaba crecimiento del PIB 2021 de 6% en diciembre 2020, que ha sido revisado hasta algo más de 11% en el último IPoM.
- Si consideramos el último nivel de PIB disponible de junio 2021, tal como lo hizo el BC el 23 de agosto pasado cuando anunció la asignación de DEG por USD 2.371 millones y calculó RIN/PIB al 20 de agosto de 16,7%, dicho ratio alcanza 18,1% al 7 de septiembre.
- Si consideramos el PIB estimado de acuerdo al escenario base del BC del último IPOM a septiembre 2021, y una acumulación hasta el último día hábil de este mes, RIN/PIB alcanzarían 17,2%.
- Si consideramos el PIB estimado de acuerdo al escenario base del BC del último IPOM a diciembre 2021, y una acumulación hasta el último día hábil del año, RIN/PIB alcanzarían 17,5%.

- Si consideramos el PIB estimado de acuerdo al escenario base del BC del último IPOM a marzo 2022, y una acumulación hasta el último día hábil de ese mes, RIN/PIB alcanzarían 18,1%.
- El problema de este ejercicio es que el PIB puede ir aumentando de nivel consecutivamente en los próximos meses afectando la comparación respecto al nivel de reservas. **No es posible descartar que la economía se expanda sobre lo proyectado por el BC.** Al mismo tiempo, las Reservas pueden continuar sometidas a efectos de valoración positivos o negativos (han estado afectadas positivamente en lo reciente). **Se puede entonces transformar en un “perro persiguiendo su cola”.**

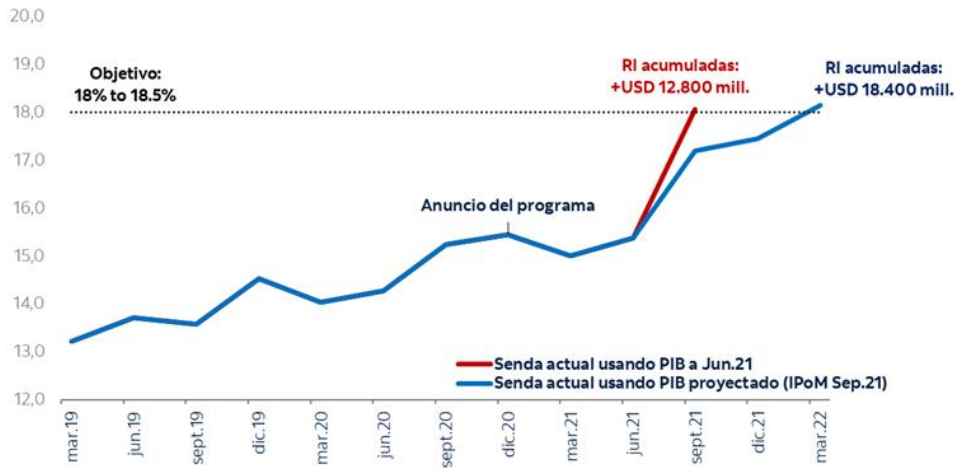
Consideración de costo de acumulación de reservas por sobre lo óptimo generan costos cuasi-fiscales relevantes que el BC podría tomar en consideración. El costo directo de mantener reservas viene dado por la diferencia entre el rendimiento de las mismas y el costo de los pasivos del Banco Central que las financian. Este diferencial entre el rendimiento de las reservas y el costo de los pasivos se explica tanto por las diferencias en el riesgo de los instrumentos en uno u otro caso, como por las diferencias de plazos y de liquidez de los mismos. Una medida “gruesa” del diferencial de retorno esperado entre las reservas y los pasivos que las financian viene dada por el spread soberano.

- El costo de las RIN alcanzaría a 0,36% del PIB actualmente.
- De terminar la acumulación de reservas en marzo 2022, con un diferencial de RIN de USD18,4 mil millones, correspondientes a USD 6.400 millones adicionales al objetivo del programa, generaría **un costo de mantención de reservas (adicional) de USD 120 millones** sobre la evaluación de optimalidad realizada inicialmente. Seguir acumulando reservas tiene un costo bastante claro, y sus beneficios podrían ya haber sido alcanzados.
- **Otro costo paralelo al anterior, es el impacto sobre la paridad peso-dólar.** El mismo BC ha levantado la preocupación inflacionaria explicada por el alto nivel de consumo, y por una paridad que no ha respondido consistentemente a las mejores cifras de crecimiento mostrando una depreciación multilateral. Esta depreciación se explica por factores idiosincráticos provenientes del escenario político (y de políticas públicas), pero no podemos desconocer también un componente proveniente de la misma acumulación de reservas internacionales. Estimamos que un término temprano del proceso de acumulación tendría un impacto apreciativo significativo sobre el CLPUSD, de entre 1% y 2%.

En el contexto anterior, consideramos que el BC puede evaluar detener la acumulación de RIN sin utilizar el criterio de alcanzar una razón estricta de entre 18% y 18,5% del PIB tomando su escenario base actual, sino que al superar los USD12.000 millones adicionales de reservas, lo que estaría consolidándose en septiembre 2021.

Figura 1

Ratio de Reservas Internacionales sobre PIB: distintas sendas según PIB utilizado (porcentaje)



Nota: Defactor del PIB calculado por Scotiabank Economics. Se asume un TC de \$780 para el ejercicio.
Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

CONTACTS**Jorge Selaive | Chief Economist**

jorge.selaive@scotiabank.cl

Waldo Riveras

waldo.riveras@scotiabank.cl

Aníbal Alarcón Astorgaanibal.alarcon@scotiabank.cl

DISCLAIMER

This report has been prepared by Scotiabank Economics as a resource for the clients of Scotiabank. Opinions, estimates and projections contained herein are our own as of the date hereof and are subject to change without notice. The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy or completeness. Neither Scotiabank nor any of its officers, directors, partners, employees or affiliates accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

These reports are provided to you for informational purposes only. This report is not, and is not constructed as, an offer to sell or solicitation of any offer to buy any financial instrument, nor shall this report be construed as an opinion as to whether you should enter into any swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. The information contained in this report is not intended to be, and does not constitute, a recommendation of a swap or trading strategy involving a swap within the meaning of U.S. Commodity Futures Trading Commission Regulation 23.434 and Appendix A thereto. This material is not intended to be individually tailored to your needs or characteristics and should not be viewed as a “call to action” or suggestion that you enter into a swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. Scotiabank may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed in this report and may have positions, or be in the process of acquiring or disposing of positions, referred to in this report.

Scotiabank, its affiliates and any of their respective officers, directors and employees may from time to time take positions in currencies, act as managers, co-managers or underwriters of a public offering or act as principals or agents, deal in, own or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to securities or related derivatives. As a result of these actions, Scotiabank may receive remuneration. All Scotiabank products and services are subject to the terms of applicable agreements and local regulations. Officers, directors and employees of Scotiabank and its affiliates may serve as directors of corporations.

Any securities discussed in this report may not be suitable for all investors. Scotiabank recommends that investors independently evaluate any issuer and security discussed in this report, and consult with any advisors they deem necessary prior to making any investment.

This report and all information, opinions and conclusions contained in it are protected by copyright. This information may not be reproduced without the prior express written consent of Scotiabank.

™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable.

Scotiabank, together with “Global Banking and Markets”, is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate.
