

FOCUS · Dólar fuerte, ¿deuda emergente frágil?

Uno de los desarrollos macroeconómicos más destacados de los últimos meses ha sido la notable alza del dólar, que se ha apreciado más de un 10% interanual respecto a la cesta de principales divisas. Como resultado, muchas monedas emergentes han perdido valor respecto al billete verde: superan depreciaciones de dos dígitos divisas de países como Rusia, Hungría, Polonia, Colombia, Chile, Brasil o México. Dado que esta apreciación se da en un momento en el que las emisiones de deuda internacional (deuda pública y privada en manos de no residentes) por parte de muchos emergentes están creciendo y que estas están mayoritariamente denominadas en dólares, la preocupación está servida: ¿podemos estar en la antesala de un episodio de estrés financiero provocado por las dificultades de los emergentes para atender al servicio de su deuda?

A fin de responder a la cuestión, de entrada hay que contextualizar la trayectoria reciente de la deuda internacional. Ciertamente, el aumento de la deuda internacional es notable: según datos del Banco Internacional de Pagos, entre 2010 y 2014, el saldo vivo de títulos de deuda internacional (pública y privada) de un conjunto de 15 emergentes de referencia ha crecido un 82%, del orden de un 20% en promedio anual. En ese mismo periodo, la deuda internacional de los países desarrollados se mantuvo prácticamente estable. La cuestión, por tanto, es procedente.

No obstante, cuando se establece un periodo temporal dilatado y se compara respecto al PIB (una medida mejor para calibrar la capacidad de repago que los montantes absolutos), se constata que la evolución reciente de la deuda internacional del grupo de principales emergentes, aunque ciertamente alcista en los últimos años, no la ha situado en niveles históricamente elevados. De hecho, los niveles de 2014 se situaban por debajo del promedio de largo plazo 1992-2014. Si en vez del saldo de títulos de deuda se utiliza la deuda externa, un concepto más amplio que incluye, además de títulos de deuda, préstamos, créditos y otros pasivos, las conclusiones se mantienen: ha habido un crecimiento claro desde 2010 pero los niveles actuales no pueden considerarse excesivos en términos históricos.

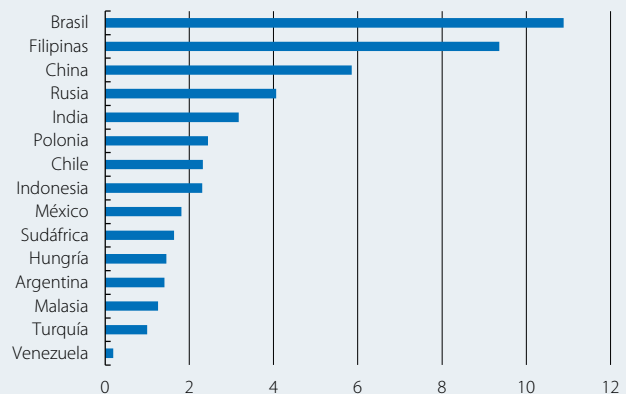
Más matizada es la conclusión cuando se analizan las diferencias entre países. Entre los principales emergentes, el crecimiento de la deuda externa en 2010-2014 ha sido superior al promedio de dicho conjunto en siete países: Sudáfrica, Malasia, Polonia, Turquía, Chile, México y Venezuela. No obstante, de estos, solo los dos primeros tienen niveles de deuda externa en sus máximos desde 1990. Esta situación de disparidad por países se repite cuando abordamos el margen de maniobra de los países más afectados por la acumulación de la deuda externa. Una forma habitual de afrontar la cuestión es comparar la deu-

da externa exigible a corto plazo con el nivel de reservas. Cabe recordar que, en una situación de incertidumbre cambiaria y de financiación exterior, las reservas delimitan la capacidad de respuesta.

Pues bien, cuando se compara el nivel de reservas con la deuda externa a corto plazo, el único país en que las reservas no alcanzan a cubrir la deuda externa a corto plazo es Venezuela. En el siguiente nivel de riesgo encontramos países cuyas reservas cubren menos de dos veces el nivel de deuda externa:¹ Turquía, Malasia, Argentina, Hungría, Sudáfrica y México. ¿Deberían preocuparnos estos seis países? La posibilidad de que se asista a un episodio de incertidumbre se puede vincular a la calidad de sus fundamentos macroeconómicos. En ese sentido, cuando se analizan sus principales desequilibrios (inflación, déficit público y saldo corriente) se constata que Sudáfrica es la que acumula más retos (tienen excesivos desequilibrios en las tres variables mencionadas). A distancia, Turquía, con un nivel de inflación y un déficit corriente elevados, tampoco está exenta de riesgos. En el caso argentino, el centro del problema es la inflación, elevada y con malas perspectivas y una evolución al alza del déficit público preocupante (aunque sus niveles no sean por sí mismos alarmantes). Los otros miembros del grupo parecen estar más blindados: Hungría y Malasia están en una posición corriente superavitaria y sin excesivas tensiones inflacionistas, y los desequilibrios mexicanos se han mantenido estables (y en niveles no excesivos para el país) en 2014.

Economías emergentes: ratio de reservas sobre la deuda externa a corto plazo *

Número de veces que las reservas superan la deuda externa a corto plazo



Nota: * 2014, estimado.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Oxford Economics.

1. Este es un umbral que implica una capacidad de respuesta notable ante crisis de financiación exterior. Por ejemplo, es un grado de liquidez que permitiría cubrir una salida de capitales similar al de la crisis de 2008-2009, último episodio generalizado de estas características en las economías emergentes.