FOCUS · Reservas en los países emergentes: ¿es el colchón suficiente?

En 2015, fuertes salidas de capitales sorprendieron a la mayoría de países emergentes. Después de años de entradas masivas, el inicio de la normalización de la política monetaria en EE. UU. y los temores a unos avances más moderados en el bloque emergente fueron los principales detonantes. Sin duda, el elevado colchón de reservas internacionales acumulado durante años les sirvió para amortiguar el impacto de las salidas. Pero, después de este episodio, ¿sigue siendo sólido el colchón?

Para averiguarlo, analizamos el nivel de reservas de una selección de economías emergentes de acuerdo con la medida utilizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI).[1] Esta medida toma la forma de una ratio entre las reservas y distintas fuentes potenciales de salidas de capitales. Estas fuentes, y el motivo por el que se tienen en cuenta, son: (i) las exportaciones, para reflejar un posible *shock* adverso en la demanda externa o en el precio relativo de las exportaciones respecto de las importaciones; (ii) la oferta de dinero (M2), para capturar fugas de capital a través de los activos más líquidos; (iii) la deuda a corto plazo, para reflejar el riesgo de no renovación de la misma y (iv) otros pasivos en cartera susceptibles de salir.[2] Un valor de la medida del FMI por encima del 100% implica que el país sería capaz de soportar durante un año salidas de capital sin agotar sus reservas.[3]

Este índice, por tanto, sirve para identificar países cuyas reservas podrían ser demasiado bajas para aguantar un eventual *shock* adverso, como es el caso de Egipto, Sudáfrica o Malasia (véase el gráfico). Sin embargo, no debe considerarse un signo inequívoco de que un país tiene problemas o de que está libre de ellos. Hay países para los que este índice no es informativo y para los que se deben tener en cuenta ciertas consideraciones extra que afectan a la necesidad de reservas. En particular, hay que tener cuidado con aquellas economías con ciertas peculiaridades en las distintas fuentes potenciales de salidas de capitales y que conforman el denominador de la ratio. De esta forma, por ejemplo, un país con controles de capitales como China requerirá una menor ratio de reservas. Asimismo, países que mantengan periodos de tenencia mínimos para valores o impuestos que desincentiven las amortizaciones anticipadas podrían requerir menores reservas como porcentaje de sus pasivos de cartera.

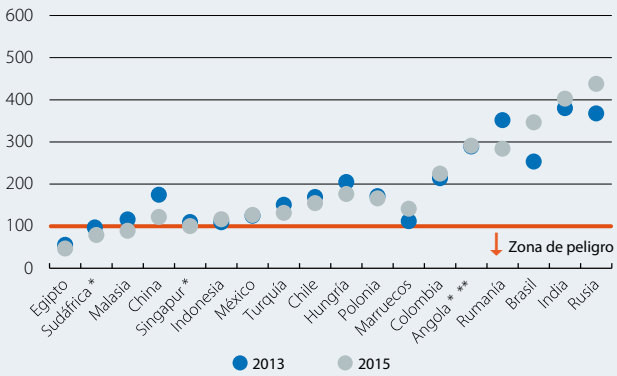
Por el contrario, la medida del FMI en el caso de Rusia es un claro ejemplo de optimismo poco justificado. El índice se sitúa en niveles muy superiores al 100%, e incluso mejoró entre 2013 y 2015, a pesar de una caída de las reservas de un 27%. Esta mejora se debió principalmente al fuerte descenso de las exportaciones por el desplome del precio del petróleo (que constituye una tercera parte del total de exportaciones del país) y al escaso acceso a los mercados de deuda internacionales a causa de las sanciones. No es de extrañar entonces que, en un informe reciente, el FMI aconseje a Rusia un nivel de reservas que duplique el sugerido por su métrica estándar.

El caso de Angola es similar al de Rusia. El índice ronda el 300% pese a un descenso en sus reservas del 30% entre 2013 y 2015. En parte, ello se debe al colapso de las exportaciones de petróleo (que representan el 98% del total de exportaciones del país). Así pues, de manera genérica, los países altamente dependientes de las exportaciones de materias primas requerirán una ratio de reservas superior al 100%, pues presentan mayores dificultades ante un *shock* adverso de demanda externa, dado que las materias primas son relativamente inelásticas al precio. Además, hay que añadir la alta dolarización de la economía angoleña, que hace que el nivel mínimo de reservas requerido sea aún más elevado. Todo ello ha propiciado que el país haya tenido que pedir ayuda al FMI recientemente.

En definitiva, la métrica del FMI es un buen punto de partida para analizar la posición en la que se encuentran las reservas internacionales de los países emergentes. Hay evidencia de que cuanto menor es el índice, más elevada es la probabilidad de una crisis de la balanza de pagos. Sin embargo, conviene mantener un espíritu crítico y complementar el análisis con métricas alternativas.

Disponibilidad de reservas

*Índice (100 delimita la zona de peligro) ****



Notas: ** Datos de posición de inversión extranjera en cartera correspondientes a 2014. ** Previsión de datos de exportaciones del FMI para 2015. *** Valores superiores a 100 indican que el país puede soportar un* shock *de salidas de capital durante un año sin agotar las reservas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI, Oxford Economics y fuentes nacionales.*

1. Utilizamos los últimos datos disponibles para 2015 y 2016.
2. A diferencia del FMI, no incluimos los préstamos bancarios entre estos pasivos por falta de datos.
3. Para una descripción detallada de la metodología véase FMI, «Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals», abril de 2015.