

## Reservas internacionales: la analítica y la empíria

Monserrat Romero Alarcón\*

El objetivo de este artículo es analizar, a través de un enfoque analítico y empírico, una de las variables macro más importante de cualquier economía abierta: las reservas internacionales. En el primer inciso se definirán, de acuerdo con la teoría estándar, sus principales características. En el segundo, se revisará el comportamiento que ha tenido dicha variable en algunos países de Asia y América Latina, principalmente. Finalmente, se presentan algunos comentarios.

### I. Aspectos analíticos

A través de un análisis de cuentas monetarias y de la balanza de pagos de mercado se puede definir el concepto de reservas internacionales. En la actualidad la mayoría de los países cuenta con una institución monetaria oficial que tiene como una de sus principales funciones determinar la oferta del dinero de alta potencia o también conocida como "base monetaria", la cual se puede expresar de la siguiente forma:

$$H = IR + CrN$$

donde:

$H$  = Base monetaria

$IR$  = Reservas internacionales

$CrN$  = Crédito interno neto

La base monetaria se compone de todos los billetes y monedas que circulan en la economía, así como por los depósitos que tienen todos los intermediarios financieros bancarios en el organismo central. El crédito interno neto son los bonos gubernamentales que emite el banco central, los préstamos y los descuentos, y las reservas internacionales representan los activos financieros denominados en moneda extranjera y otros activos como el oro.

Desde la perspectiva de la balanza de pagos contable tenemos que ésta se define como el registro de las transacciones de los residentes de un país con el resto del mundo, ya sean las del comercio de bienes y servicios que se contabilizan en la cuenta corriente o las que se registran en la cuenta de capitales. No obstante, la balanza de pagos de mercado representada a través del mercado de divisas<sup>1</sup> muestra con mayor precisión el comportamiento de las reservas internacionales ya que va más allá de la cuadratura contable.

\* Integrante de la Sección Pesquisas de *Economía Informa* y del Seminario de Credibilidad Macroeconómica de la Facultad de Economía, UNAM.

<sup>1</sup> Las divisas son dinero del resto del mundo en territorio nacional y representan el conjunto de monedas extranjeras con las que los países realizan transacciones en la balanza de pagos. Una divisa clave es aquella que puede operar como dinero mundial.

El déficit o el superávit en la cuenta corriente y en la de capitales determinará el nivel de reservas. Si un país registra un déficit en cuenta corriente, éste puede ser financiado con la venta de activos, por préstamos en el extranjero y por la venta de divisas –desacumulación de reservas–. Por el contrario, si existe un superávit, el sector privado puede utilizar las divisas que recibe para pagar sus deudas o comprar activos en el extranjero y la autoridad monetaria puede comprar divisas y con ello aumentar sus reservas internacionales. Asimismo, es importante precisar que, desde el punto de vista teórico, en una economía con régimen cambiario flexible las reservas no influyen en la determinación del tipo de cambio.

Los principales motivos para mantener reservas internacionales se agrupan en tres categorías: liquidez, seguridad y rentabilidad. Saber cuál es el nivel óptimo de reservas en una economía –factor endógeno que se determina por el flujo de la balanza de pagos de mercado– permite que los bancos centrales actúen para mantener el monto de reservas en equilibrio. La utilidad de determinar este nivel reside en conocer la cantidad óptima que iguale los costos y los beneficio para un país. Ante esta interrogante algunos bancos centrales e instituciones internacionales han desarrollado modelos econométricos que permiten identificar el nivel óptimo de cada país<sup>2</sup> y, en

caso de ser necesario, intervenir a través del banco central.

Este nivel permite conocer el costo de oportunidad<sup>3</sup> y el beneficio de mantener reservas internacionales. El costo surge cuando los bancos centrales invierten en activos de bajo riesgo que tienen un rendimiento inferior al de otros usos alternativos y el beneficio se justifica ante algunas circunstancias que pueden presentarse en una economía abierta: *a)* déficit insostenible en la cuenta corriente de la balanza de pagos, *b)* niveles de deuda externa de corto plazo superior al saldo de las reservas, *c)* pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero y *d)* altos déficits fiscales que conduzcan a una deuda pública insostenible.

Existen varias metodologías para determinar el nivel óptimo de reservas internacionales, entre ellas destaca la del economista belga Robert Triffin, la de Walter Heller y la regla que propusieron el ex-presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan y Pablo Guidotti ex-viceministro de Economía de Argentina. La de Triffin consiste en mantener el nivel de reservas crecientes al mismo ritmo que el comercio externo; en la del economista norteamericano se analiza la forma en que se ajusta la economía si frente a un desequilibrio externo no se dispone de reservas para financiarlo; y por último la regla de Greenspan-Guidotti establece que un buen nivel de reservas es aquel que permite financiar el 95% de los

---

<sup>2</sup> Anteriormente se utilizaba el criterio de que un monto adecuado de reservas internacionales de un país era aquel que representaba tres meses de sus importaciones totales, sin embargo hoy en día es caduco.

<sup>3</sup> Se define como la diferencia entre el costo de la deuda externa y el rendimiento de las reservas, según el Banco de la República de Colombia (2003).

vencimientos de la deuda externa sin necesidad de endeudarse por un período de un año aproximadamente.

## II. La empíria

De acuerdo con datos recientes sobre el comportamiento de la economía global, se puede apreciar que desde 1999 algunos países del continente asiático, en particular China, Japón, Corea del Sur y Hong-Kong han presentado un comportamiento de acumulación creciente en sus reservas internacionales. Algunos analistas atribuyen este comportamiento a un problema de liquidez mundial, es decir, al diferencial que existe entre el volumen de consumo y el de ahorro en los países emergentes y los desarrollados (véase Gráfica 1).

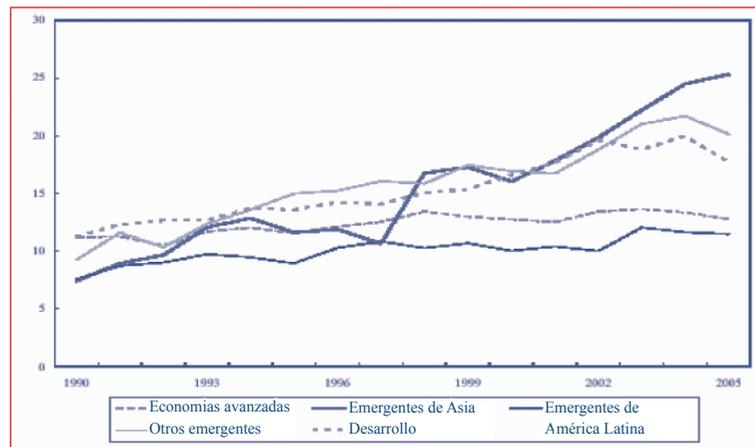
La discrepancia se explica porque los países emergentes presentan niveles de ahorro más que proporcionales res-

pecto a los del consumo. En este bloque se encuentran los países de Asia y América Latina, sin embargo, el monto de reservas acumuladas de los latinoamericanos no se compara con el registran sus pares asiáticos emergentes, destacando a partir de 1997 el crecimiento acelerado de la acumulación de reservas como proporción de su producto interno bruto (PIB) (véase Gráfica 1).

De manera individual podemos identificar que el país emergente asiático con una mayor acumulación de reservas es China, quien llegó a registrar casi un millón de millones de dólares en 2006. Ello obedece al dinamismo en sus exportaciones de bienes y servicios y, por ende, al superávit que ha registrado en su cuenta corriente (véase Gráfico 2, Panel A). De los países de Latinoamérica México y Brasil son los que presentan un mayor crecimiento en las reservas internacionales (véase Gráfico 2, Panel B).

### Gráfica 1

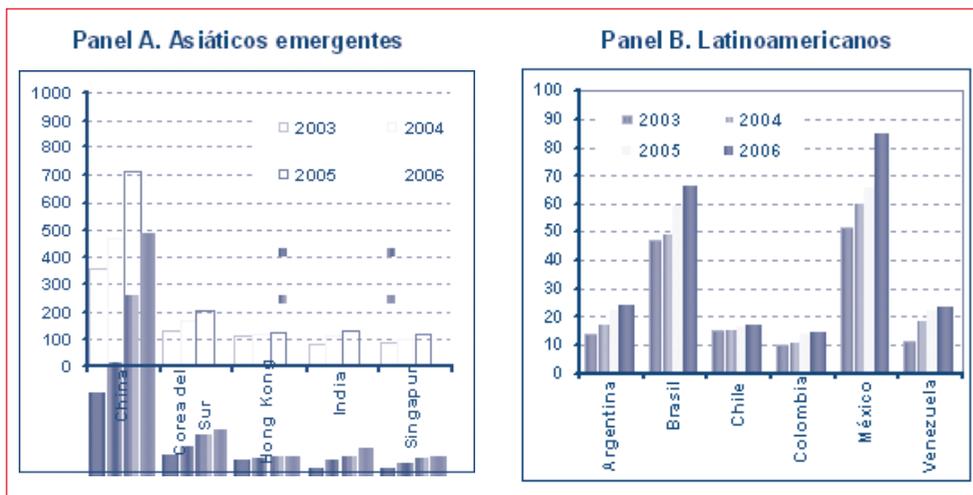
Países seleccionados regionalmente: evolución de las reservas internacionales, 1990-2005  
—como proporción del PIB—



Fuente: tomado de J. Olivier y R. Ranciére, 2006.

**Gráfica 2**

Países seleccionados: evolución de las reservas internacionales, 2003-2006  
 –miles de millones de dólares–



Fuente: elaboración propia con base en datos de *The Economist*, 2002-2006.

El monto de reservas en México se debe, en gran medida, a la entrada de divisas provenientes de la venta de petróleo, por las remesas y el turismo. Y la acumulación de Brasil se debe a la exportación de materias primas. A pesar de que Venezuela no destaca de la misma forma es importante mencionar que su nivel de reservas está en función casi directa de sus ventas de petróleo (véase Gráfica 2, Panel B).

La disyuntiva es definir un criterio que permita identificar si el monto de las reservas de un país se encuentra por arriba o por debajo de su nivel óptimo. Por ejemplo, según al análisis del Fondo Monetario Internacional (FMI), tras el efecto tequila el nivel de reservas en México se encuentra ligeramente por encima del adecuado con respecto a diver-

sos criterios, incluidos los flujos de capitales, las amortizaciones de la deuda de corto plazo y los riesgos específicos del país (Palacios, 2007).

#### Comentarios finales

No hay duda de que existe un consenso sobre los beneficios que, en ciertas circunstancias, conceden las reservas internacionales a una economía, como por ejemplo, “blindarla” ante desequilibrios negativos de balanza de pagos ocasionados por ataques especulativos, servir como respaldo para una mejor calificación crediticia en los mercados internacionales, etc.. No obstante, para determinar los niveles óptimos de esta variable aún no existe un acuerdo internacional debido en gran parte a la diversidad de métodos que existen.

Por otro lado, es importante discernir el caso de la economía mexicana en comparación con el resto del mundo. El hecho de que en los últimos tres años se registraran niveles nunca antes vistos de reservas, no quiere decir, necesariamente, que presenta un exceso de éstas o que es un país con la más alta acumulación de esta variable, sólo se necesita observar el caso de las economías asiáticas y en específico el de China para opinar lo contrario.

Sin embargo, el costo que asume cualquier economía por la acumulación de reservas consiste en procesos de esterilización para neutralizar el impacto monetario de acumular divisas en el banco central. En los países donde se registra un crecimiento acelerado en la acumulación de reservas internacionales es importante contar con instrumentos metodológicos que permitan establecer los niveles óptimos de éstas y no desperdiciar los beneficios que pueden otorgar al país. Entonces, el debate sobre el uso que se debe dar a las reservas está en boga y se torna interesante en las discusiones monetarias y financieras actuales ■

### Bibliografía

- Banco de la República de Colombia (2003), "Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales", *Reportes del Emisor* núm. extraordinario, Bogotá, diciembre.
- Dornbusch, Rudiger, Stanley Fischer y Richard Startz (2004), *Macroeconomía*, Ed. McGraw-Hill, Madrid. Novena edición.
- Jeanne, Olivier y Romain Rancière (2006), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", *Working Paper* núm. 06/229, FMI, Washington, octubre.
- Palacios, Oscar (2007), "El nivel óptimo de las reservas internacionales", *Comercio Exterior* vol. 57 núm. 2, México, febrero.
- Rubli, Federico (2006), "Reservas internacionales: como te ven te tratan", *Una sola Hacienda* núm.15, México, octubre. Entrevista realizada por Adolfo Gutiérrez.
- Sachs, Jeffrey y Felipe Larraín (1994), *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall Hispanoamericana, México.
- Salinas, Roberto (2006), "Reservas internacionales: como te ven te tratan", *Una sola Hacienda* núm.15, México, octubre. Entrevista realizada por Adolfo Gutiérrez.
- The Economist* (2001-2006), Sección "Emerging-market indicators", varios números, Londres.
- rsal* (2007), diversas notas, varias fechas, México.
- Diario *Reforma* (2007), diversas notas, varias fechas, México.