

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

Durante la mayor parte de 2006 y los cuatro primeros meses de 2007, el dólar estadounidense se depreció de forma gradual en términos de cambio nominal efectivo (ponderado por el comercio), mientras que el euro se apreció. El yen, por su parte, sufrió una depreciación más acusada que la del dólar de Estados Unidos. Muchas otras monedas europeas, como la corona checa, la corona sueca y la libra esterlina, también se apreciaron en 2006 tanto en términos efectivos como frente al euro, aunque desde entonces se han debilitado ligeramente. La principal excepción ha sido el franco suizo, que en conjunto perdió valor durante todo el periodo analizado. Algunas monedas asiáticas, en especial el baht tailandés, se apreciaron en términos efectivos. La apreciación del renminbi frente al dólar estadounidense se aceleró en el segundo semestre de 2006, pero fue sensiblemente más moderada si se mide en términos efectivos.

En general, los mercados de divisas se caracterizaron por elevados niveles de actividad y reducida volatilidad en términos históricos. No obstante, se observaron dos episodios de mayor inestabilidad. El primero en mayo y junio de 2006, con importantes consecuencias sobre las monedas de mercados emergentes (como el real brasileño) y las de países que aunaban elevadas tasas de interés con abultados déficits por cuenta corriente, como es el caso de los dólares de Australia y Nueva Zelandia. El segundo episodio comenzó a finales de febrero de 2007, cuando una amplia gama de divisas experimentó un incremento de volatilidad, que comenzó a remitir a mediados de marzo.

Tres factores tuvieron especial incidencia en la evolución de los tipos de cambio durante el periodo examinado. En primer lugar, y como reflejo de las perspectivas macroeconómicas y sus implicaciones para la política monetaria, los diferenciales de las tasas de interés continuaron afectando a la evolución de varios pares de monedas. En un entorno de reducida volatilidad de los tipos de cambio, la continua acumulación de operaciones de *carry trade* puso de manifiesto la importancia de los diferenciales de tasas de interés. En segundo lugar, siguiendo la tendencia iniciada a finales de la década de los 90, la acumulación de reservas oficiales de divisas se incrementó de forma significativa en 2006, limitando los efectos de la presión apreciatoria sobre las monedas de la región asiática y de varios países exportadores de petróleo. En algunos casos, especialmente los de China, Corea, Malasia y Tailandia, también se introdujeron cambios en los controles de capital para relajar esa presión al alza. En tercer lugar, los desequilibrios mundiales continuaron caracterizando el entorno en el que se determinaban los tipos de cambio. Es posible que los grandes déficits fiscales o por cuenta corriente hayan influido

en el grado de reacción de algunas divisas ante los episodios de volatilidad en los mercados financieros. Al mismo tiempo, los participantes en el mercado parecieron conceder menos importancia al déficit por cuenta corriente estadounidense a la hora de explicar la evolución del dólar.

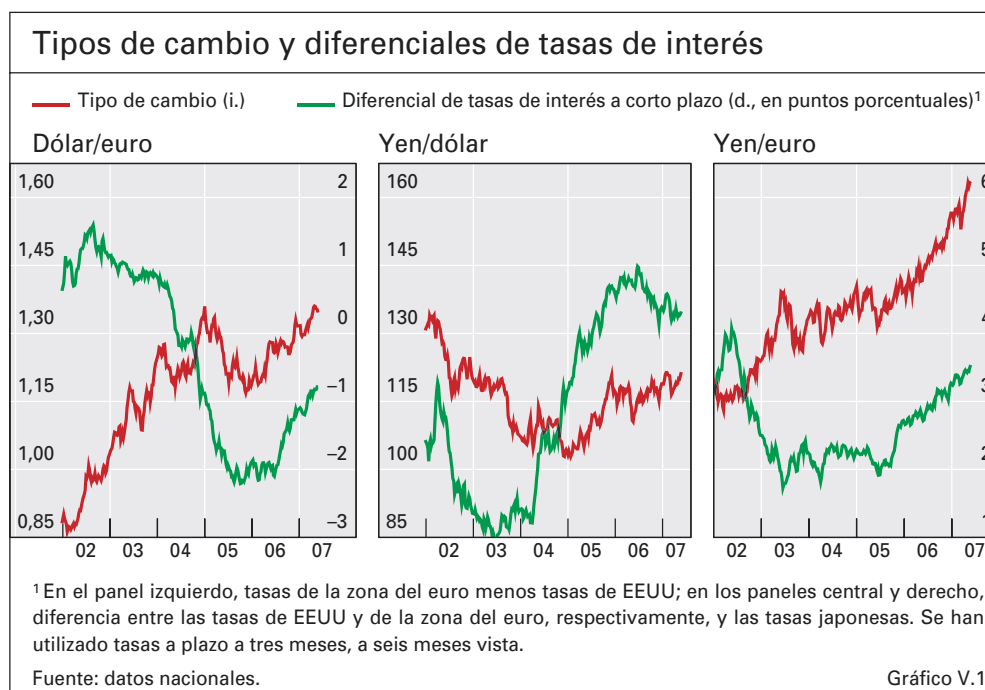
En la última sección del presente capítulo se estudian algunas tendencias en la gestión de las reservas que podrían tener repercusiones significativas para los mercados financieros, incluidos los mercados de divisas. Se analizan varios factores que subyacen a esas tendencias, como la gran acumulación de reservas de algunos países, los avances tecnológicos en el ámbito financiero y el desarrollo de los mercados financieros, así como los cambios en el entorno de buen gobierno en el que operan los bancos centrales. Posteriormente se debaten algunos de los retos que generan esos cambios.

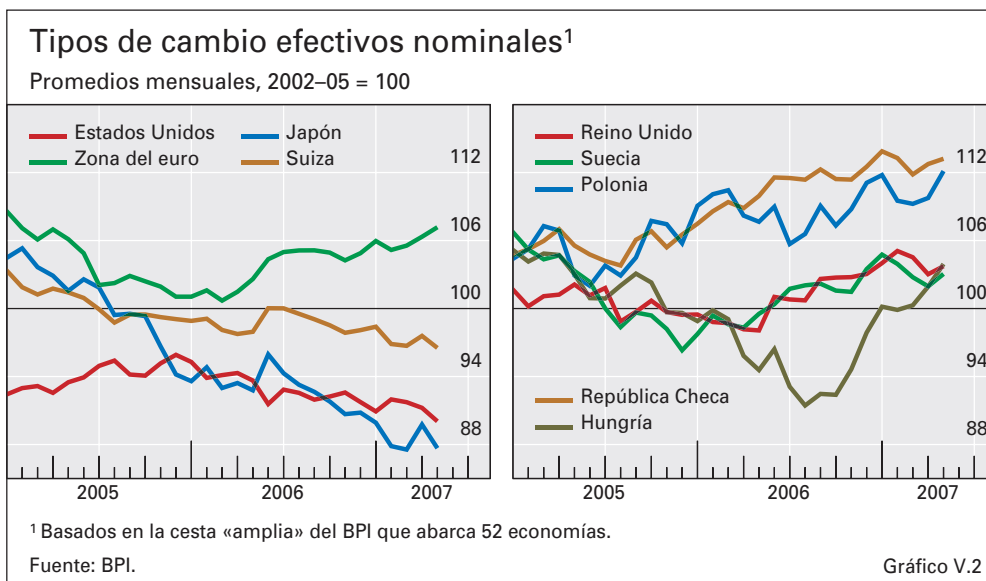
Evolución de los mercados de divisas

Durante 2006 y los cuatro primeros meses de 2007, la mayoría de las monedas siguieron en general su tendencia, aunque a principios de 2007 se observaron indicios de una ruptura clara de la misma en algunas de ellas.

En dicho periodo, el dólar estadounidense se depreció de forma generalizada, perdiendo casi el 6% en términos efectivos nominales. Frente al euro retrocedió cerca del 15%, cediendo así la mayor parte del terreno ganado en 2005 (véase el Gráfico V.1). A lo largo de 2006, el dólar estadounidense también se depreció frente a otras monedas europeas (sobre todo la libra esterlina), dólar australiano y las monedas de varias economías asiáticas emergentes. En cambio, tras una acusada depreciación en mayo de 2006, la moneda estadounidense se apreció frente al yen durante el resto del año. En general, a comienzos de 2007 pareció producirse una ruptura en la trayectoria de los tipos de cambio del dólar estadounidense, invirtiéndose en algunos casos

El dólar de EEUU se depreció de forma generalizada





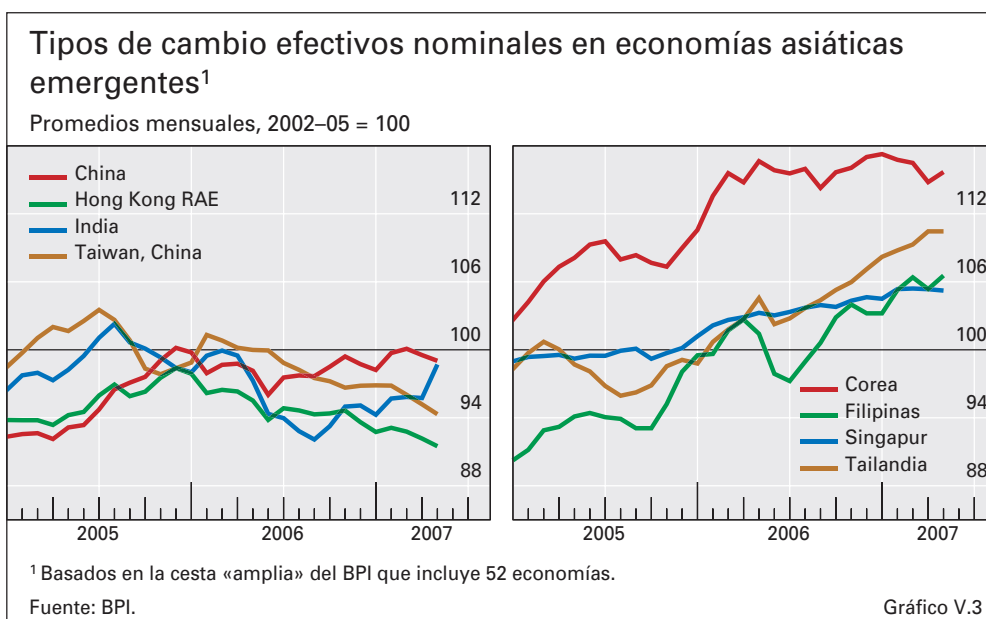
la tendencia anterior, mientras que en otros la moneda se habría estabilizado en cierta medida.

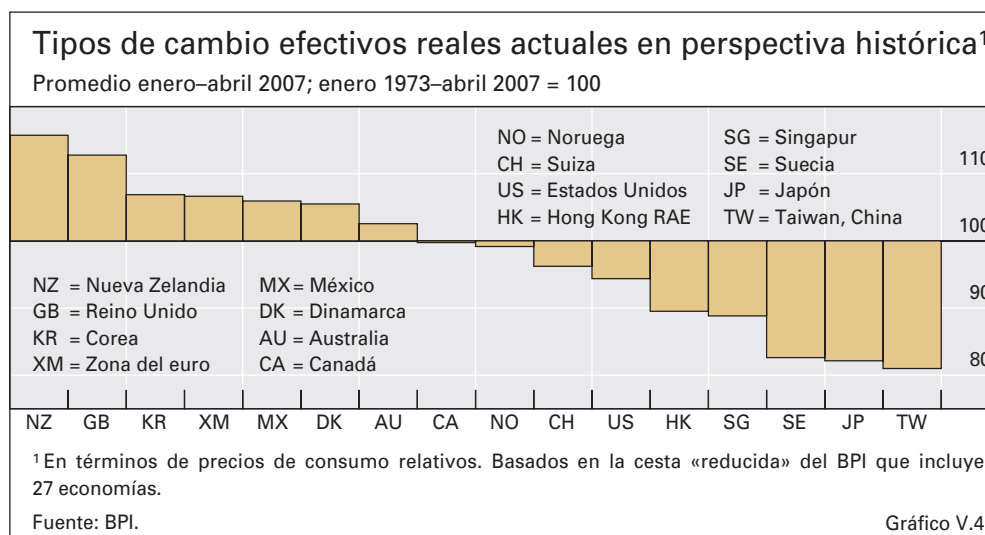
En general, las monedas europeas se apreciaron en términos efectivos nominales durante 2006. El euro avanzó casi un 5%, al tiempo que las coronas checa y sueca y la libra esterlina registraron también fuertes ganancias (véase el Gráfico V.2). Asimismo, el forint húngaro y el zloty polaco se apreciaron durante el segundo semestre de 2006. Sin embargo, a principios de 2007 algunas de esas tendencias se invirtieron. En este panorama, el franco suizo constituyó una excepción notable, ya que se mantuvo relativamente estable en términos efectivos nominales durante el primer semestre de 2006, para a continuación depreciarse durante el resto del periodo analizado.

La mayoría de las monedas europeas se apreciaron

Las monedas de la región asiática siguieron caminos divergentes y tendieron a moverse con menor sincronía que en años anteriores tanto frente al dólar estadounidense como en términos efectivos. Al igual que el dólar de Hong Kong y el nuevo dólar de Taiwan, el yen se depreció en términos

Las monedas asiáticas siguieron tendencias dispares





efectivos nominales durante 2006 y los primeros meses de 2007, aunque se apreció ligeramente en mayo de 2006 y en marzo de 2007. Por el contrario, el peso filipino y el baht tailandés se apreciaron de forma significativa (véase el Gráfico V.3). Aunque el won coreano no se fortaleció tanto como otras divisas asiáticas en 2006, se mantuvo en niveles elevados tras haberse apreciado el 15% en términos efectivos nominales durante los 18 meses anteriores, pero en los cuatro primeros meses de 2007 se depreció algo más del 1%. El ritmo de apreciación de renminbi frente al dólar estadounidense prácticamente se duplicó desde el primer semestre de 2006 hasta el periodo comprendido entre finales de junio de 2006 y finales de febrero de 2007, alcanzando una tasa anualizada de casi el 5%, que fue más moderada en términos efectivos. En marzo y abril de 2007, el renminbi se mantuvo en general estable frente al dólar estadounidense, aunque perdió más del 1% en términos efectivos.

Tipos de cambio actuales desde una perspectiva de largo plazo

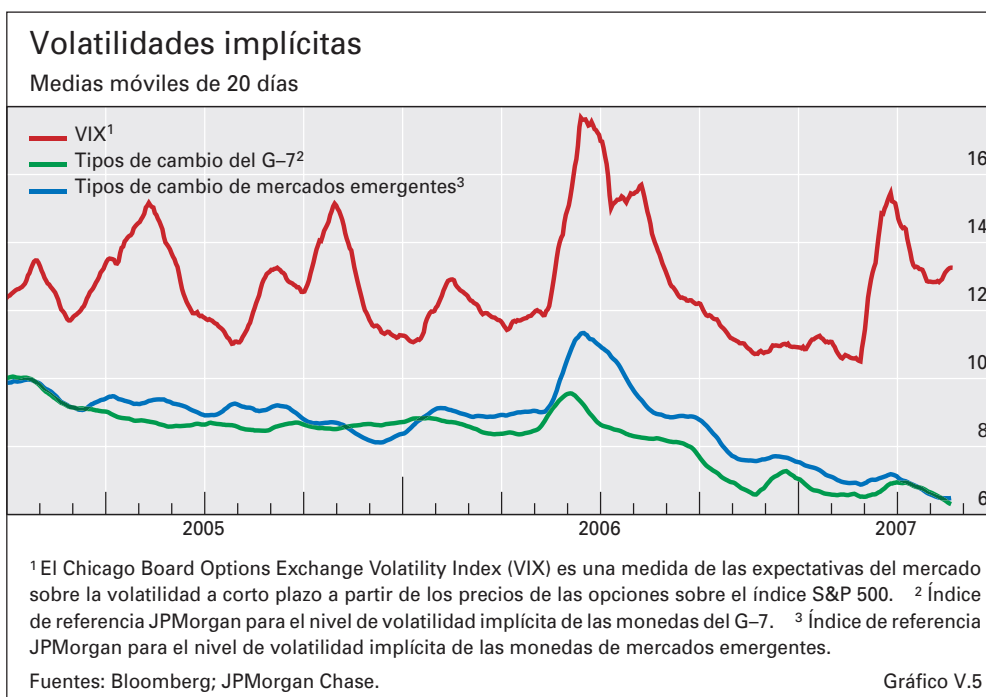
Una forma de evaluar los niveles actuales de los tipos de cambio en un contexto de más largo plazo consiste en comparar los tipos de cambio efectivos reales con sus promedios históricos. Durante el periodo examinado, la mayoría de las divisas no modificó sustancialmente su posición frente a esa referencia. En los cuatro primeros meses de 2007, los tipos de cambio efectivos reales del dólar estadounidense y del euro presentaban en promedio una desviación no superior al 7% respecto a sus medias históricas (véase el Gráfico V.4). Varias divisas asiáticas, sobre todo el nuevo dólar taiwanés y el yen, se encontraban más del 10% por debajo de sus promedios de largo plazo, lo mismo que en el caso de la corona sueca. Por el contrario, el dólar neozelandés y la libra esterlina registraban tipos de cambio significativamente superiores a sus promedios históricos.

Condiciones en los mercados de divisas

En términos generales, los mercados de divisas se caracterizaron por elevados niveles de actividad y una volatilidad históricamente baja, en consonancia con la tendencia general de esta última a descender en todos los mercados

Algunas divisas se alejan bastante de sus promedios históricos

Elevada contratación y reducida volatilidad



financieros (véanse el Gráfico V.5 y el Capítulo VI). Se produjeron dos episodios de repunte de la volatilidad en los mercados de divisas, que coincidieron con subidas más generales de ésta en los mercados financieros. No obstante, el aumento de la volatilidad durante esos episodios fue moderado y no generalizado.

Durante el primer episodio, que tuvo lugar en mayo y junio de 2006, tanto la volatilidad implícita como la del yen/dólar y yen/euro registraron un breve incremento. Especialmente pronunciado fue el repunte de la volatilidad en las monedas de algunos mercados emergentes, como el real brasileño y el rand sudafricano, que, sin embargo, fue más moderado en el caso de países con elevadas tasas de interés y abultados déficits por cuenta corriente, como Australia y Nueva Zelandia. La tendencia apreciatoria predominante quedó interrumpida momentáneamente. El segundo episodio se produjo a finales de febrero y principios de marzo de 2007, cuando la volatilidad de varios pares de monedas aumentó al volver a registrarse un acusado incremento de la misma en los mercados financieros en general, y se amplió el volumen de transacciones del mercado de divisas.

Dos episodios de repunte de la volatilidad

Determinantes de la evolución de los tipos de cambio

Tres han sido los principales factores que han configurado la evolución de los tipos de cambio en el transcurso del último año: las perspectivas macroeconómicas, con sus implicaciones para la política monetaria y los diferenciales de las tasas de interés; las políticas cambiarias e intervenciones relacionadas con lo anterior, sobre todo en economías de mercado emergentes de Asia; y los desequilibrios externos mundiales. Además, la evolución de los precios de las materias primas ha afectado a la dinámica de determinadas divisas.

Los diferenciales de tasas de interés y las operaciones de carry trade

Los diferenciales de tasas de interés ejercieron notable influencia en la evolución de los tipos de cambio

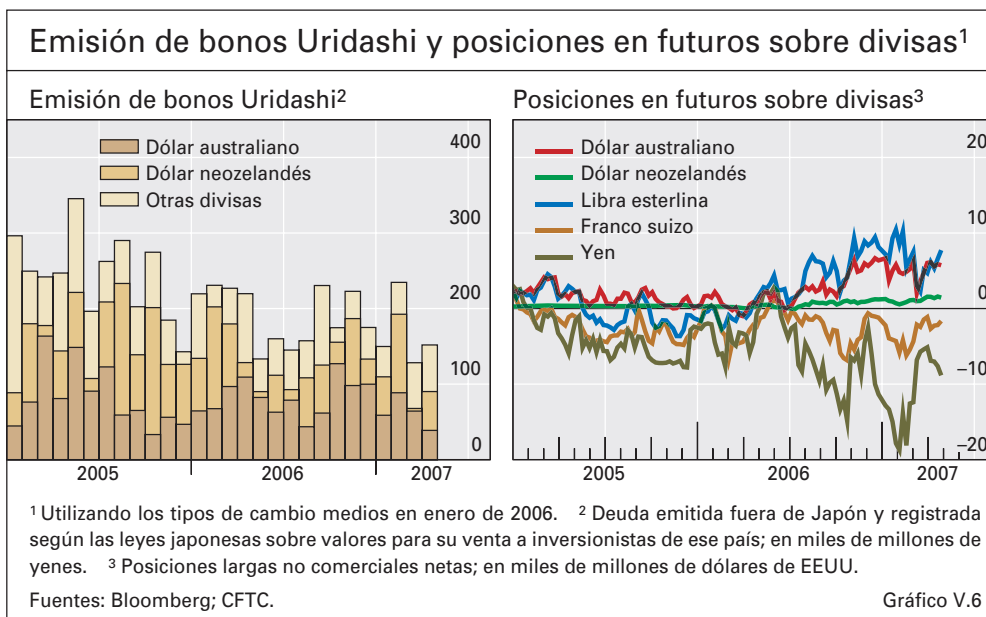
Como en años anteriores, la evolución de los diferenciales registrados y esperados de las tasas de interés, que reflejan la valoración que hacen los mercados de las condiciones macroeconómicas y sus implicaciones para la política monetaria, parece haber influido mucho en la evolución de los tipos de cambio. Un ejemplo al caso es el comportamiento del tipo de cambio dólar/euro. Las tasas a plazo implícitas, derivadas de los contratos a término (*forwards*) sobre tasas de interés, sugieren que los mercados preveían que el BCE seguiría normalizando las tasas de interés durante el periodo analizado y que la Reserva Federal, en cambio, estaría a punto de poner fin a su ciclo restrictivo (véase el Gráfico V.1). Esta hipótesis es congruente con la tendencia apreciatoria del euro frente al dólar en 2006 y a principios de 2007.

Importancia de las operaciones de *carry trade*

Además, la escasa volatilidad y los amplios diferenciales de las tasas de interés propiciaron flujos significativos entre divisas en forma de operaciones de *carry trade*. Convencionalmente, el término «*carry trade*» se utiliza para describir actividades especulativas por parte de agentes financieros como *hedge funds* y asesores en operaciones con materias primas. Estas operaciones consisten en tomar de forma simultánea posiciones cortas en la moneda de financiación y posiciones largas en la moneda de inversión, normalmente a través del mercado de derivados. Su rentabilidad depende, por tanto, de que las ganancias obtenidas gracias a los diferenciales de las tasas de interés no se vean contrarrestadas por fluctuaciones de los tipos de cambio, siendo así sensibles a aumentos de volatilidad de los tipos de cambio y a variaciones repentinas de las expectativas de tasas de interés. Los inversionistas que realizan estas operaciones suelen estar muy apalancados y podrían verse obligados a cerrar posiciones rápidamente si cambiaran las condiciones del mercado, con importantes repercusiones para los tipos de cambio, sobre todo en los mercados más pequeños. El súbito desplome del dólar frente al yen en octubre de 1998 sugiere que incluso los segmentos amplios del mercado pueden verse afectados por un repentino cierre de posiciones de *carry trade*.

La inversión minorista también fue importante

Para valorar el papel que desempeñan estas operaciones, conviene distinguir las de otros dos tipos de flujos entre divisas similares. Uno de ellos es el que generan los inversionistas minoristas residentes que compran activos de alta rentabilidad denominados en moneda extranjera. Un ejemplo muy comentado es la compra de bonos en moneda extranjera por el sector minorista en Japón, que probablemente se ha visto favorecida por la creciente tolerancia al riesgo que ha acompañado a la aceleración del crecimiento del producto interno. Dado que estos inversionistas japoneses poseen la mayor parte de su patrimonio en yenes, no son tan sensibles al riesgo de una revalorización súbita del yen como los inversionistas apalancados con posiciones cortas en esa moneda. Por tanto, es menos probable que deshagan sus inversiones en moneda extranjera durante episodios de volatilidad de los tipos de cambio. De hecho, en los mercados se comenta que los minoristas japoneses aprovecharon la apreciación del yen durante el reciente incremento de la volatilidad para ampliar su exposición a activos extranjeros de alta rentabilidad. Sin embargo, incluso los cambios de esas exposiciones pueden



incidir de forma significativa en los tipos de cambio si se producen a una escala suficientemente grande.

La evidencia indirecta sugiere que las compras de activos denominados en moneda extranjera por inversionistas privados fueron sustanciales durante el periodo analizado. Los datos sobre deuda en divisas adquirida por el sector minorista japonés muestran una constante salida de yenes japoneses durante 2006 para financiar posiciones en monedas de alta rentabilidad, sobre todo en el dólar australiano y neozelandés (véase el Gráfico V.6). Los informes del mercado señalaron estimaciones oficiales, aunque informales, que sugerían que las posiciones en divisas de estos inversionistas podrían rondar los 150.000 millones de dólares.

Un segundo flujo entre divisas que presenta similitudes con las operaciones de *carry trade* es el generado por los residentes en países con tasas de interés elevadas que se endeudan en una divisa con una tasa de interés menor para adquirir activos locales. Durante el periodo examinado, los analistas se centraron en las familias de Europa central y oriental que financiaban sus hipotecas en euros y francos suizos. Los descaldes de monedas resultantes pueden hacer vulnerable la moneda nacional si son suficientemente grandes, como demostró la crisis asiática de 1997 y 1998. Sin embargo, los datos disponibles sugieren que estas inversiones no son tan voluminosas y, a diferencia de la actividad de *carry trade* con apalancamiento, no es probable un cierre rápido de posiciones. Además, la mayor parte de los préstamos en Europa central y oriental los han concedido en cualquier caso bancos de Europa occidental bien diversificados.

Durante el periodo analizado, los mercados han apuntado al yen y al franco suizo como las principales monedas de financiación en las operaciones de *carry trade*, siendo monedas de inversión los dólares de Australia y Nueva Zelanda, la libra esterlina y algunas monedas de mercados emergentes (como el real brasileño, el forint húngaro y el rand sudafricano). Las operaciones de *carry trade* podrían haber favorecido las tendencias apreciatorias de las

Las operaciones de *carry trade* son importantes para algunas divisas...

monedas de inversión. Sin embargo, en mayo–junio de 2006 y en febrero de 2007, un cierre de estas estrategias podría haber contribuido a debilitar estas monedas y a fortalecer a las de financiación (véase el Cuadro V.1). Dado que el incremento de la volatilidad fue bastante moderado y efímero, este efecto fue reducido y temporal y no se contagió a otros mercados cambiarios.

... y rentables

Las medidas concebidas para calcular los resultados *ex ante* y *ex post* de las operaciones de *carry trade* indican que, durante buena parte de 2006 y a principios de 2007, estas estrategias resultaron en general rentables en términos ajustados por el riesgo. Por ejemplo, el análisis de la relación *carry-to-risk*, que ajusta los diferenciales entre tasas de interés a los riesgos esperados implícitos en las opciones sobre divisas, sugiere que las operaciones de *carry trade* financiadas con yenes revistieron especial atractivo en 2006, gracias al mantenimiento de los diferenciales de las tasas de interés y a la reducida volatilidad de los tipos de cambio (véase el Gráfico V.7). No obstante, su rentabilidad cayó en mayo–junio de 2006 y en febrero de 2007, como consecuencia del incremento de su riesgo percibido en fases de mayor volatilidad de los mercados financieros.

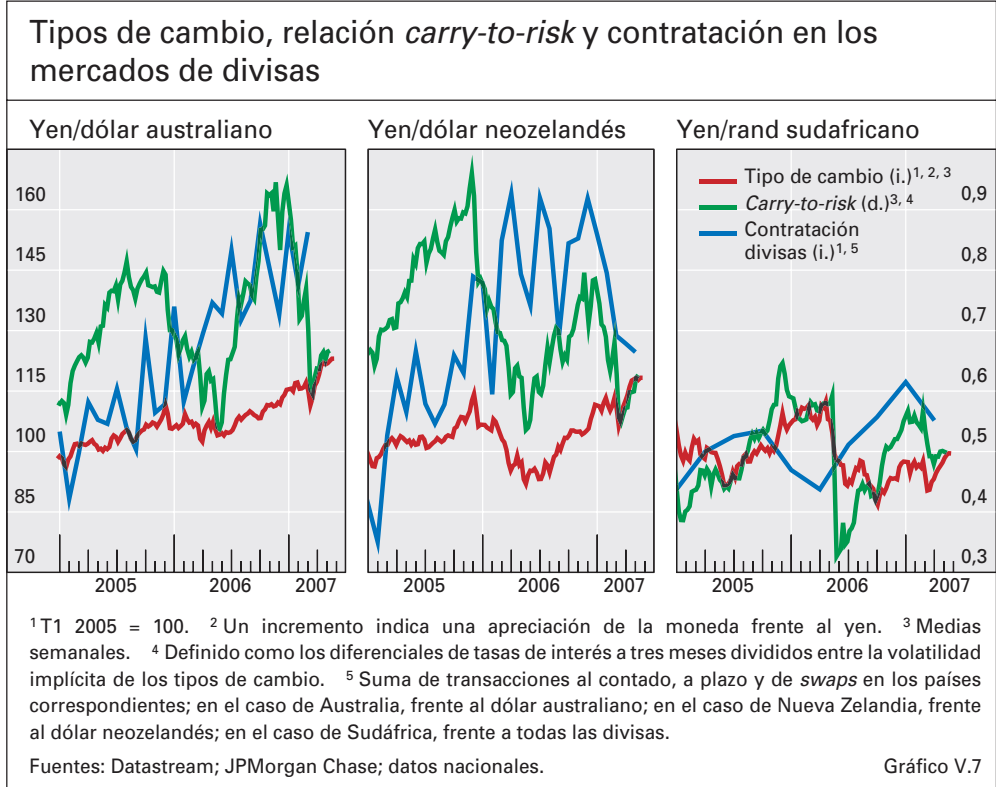
Calcular el volumen de la actividad de *carry trade* y valorar su incidencia en los tipos de cambio resulta extremadamente complicado. Al carecer de

Diferenciales de las tasas de interés, desequilibrios externos y volatilidad de los tipos de cambio						
	Diferencial tasas de interés ¹	Cuenta corriente ²	Tipo de cambio ^{3, 4}		Volatilidad implícita ^{4, 5}	
	2006	2006	1º episodio ⁶	2º episodio ⁷	1º episodio ⁶	2º episodio ⁷
Brasil	9,8	1,3	-8,7	-1,7	7,2	4,3
Nueva Zelandia	2,7	-8,8	-1,7	-2,4	-0,1	1,9
Sudáfrica	2,5	-6,4	-10,9	-4,1	10,5	2,5
México	2,4	-0,2	-4,1	-2,1	4,5	0,6
Hungría	2,1	-6,9	-2,8	0,0	0,8	0,4
Australia	1,1	-5,4	-2,3	-0,7	0,2	1,1
Chile	0,1	3,8	-4,8	0,4	4,3	0,7
Reino Unido	-0,0	-2,9	0,7	-2,0	0,4	0,3
Corea	-0,4	0,7	-2,2	-1,4	-0,7	0,6
Polonia	-0,7	-2,1	-4,2	0,1	1,7	-0,0
Canadá	-0,8	1,7	1,3	-0,6	1,0	0,0
Noruega	-1,7	16,7	-0,2	-0,6	-0,0	0,2
Zona del euro	-1,8	-0,3	-0,0	0,4	-0,1	0,5
Suecia	-2,6	7,4	0,8	-1,5	0,0	0,6
Taiwan, China	-3,1	7,1	-2,6	0,2	-0,1	0,7
Suiza	-3,4	18,5	0,8	1,7	0,0	1,2
Japón	-4,5	3,9	-0,9	4,8	-0,7	2,4
<i>Pro memoria: VIX</i>	9,1	11,7

¹ Tasa de interés a tres meses frente a la tasa de EEUU. ² Cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PIB. ³ Variación porcentual. Un incremento indica una apreciación frente al dólar de EEUU. ⁴ Entre el nivel medio del mes anterior al comienzo del episodio de volatilidad y el nivel cuando la volatilidad VIX alcanzó su máximo. ⁵ Diferencia en puntos porcentuales. Volatilidad implícita a 1 mes frente al dólar de EEUU. ⁶ Desde el 17 de mayo de 2006, con un máximo el 13 de junio de 2006. ⁷ Desde el 27 de febrero de 2007, con un máximo el 5 de marzo de 2007.

Fuentes: FMI; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; datos nacionales.

Cuadro V.1



datos públicos sobre posiciones en los mercados de divisas, suele recurrirse a diversas medidas indirectas, tales como datos sobre posiciones especulativas abiertas en futuros sobre divisas, distintas variables que capturan el volumen de contratación en mercados cambiarios, el análisis de la rentabilidad de los *hedge funds* por estilo de inversión, y las estadísticas bancarias internacionales del BPI. En general, cuando se comparan con medidas de rentabilidad de las operaciones de *carry trade*, todas ellas sugieren que estas estrategias podrían haber influido de forma significativa en la evolución de los tipos de cambio durante el periodo analizado.

Una medida muy utilizada procede de los datos sobre posiciones abiertas en futuros sobre divisas negociados en la Chicago Mercantile Exchange. Estos distinguen entre operadores comerciales y no comerciales (especulativos), así como entre posiciones largas y cortas. Los datos sobre las posiciones abiertas no comerciales netas (sobre todo las cortas en yenes y las largas en libras esterlinas y dólares australianos) concuerdan con la evolución de los volúmenes de *carry trade*: un acusado incremento en 2005 y 2006 y una caída a finales de febrero de 2007, cuando creció la volatilidad de los tipos de cambio (véase el Gráfico V.6). Menos pruebas hay de un posible incremento de las posiciones cortas especulativas netas en el franco suizo durante 2006. Con todo, estas conclusiones deben considerarse con prudencia por varias razones. En primer lugar, los datos de la Encuesta Trienal del BPI de Bancos Centrales sobre la actividad de los mercados de divisas y derivados sugieren que sólo un pequeño porcentaje de las transacciones de divisas se realiza a través de los mercados de futuros. En segundo lugar, la clasificación de las transacciones de divisas como comerciales o

Distintos métodos para medir las operaciones de *carry trade*:

posiciones abiertas en mercados de futuros...

no comerciales es algo arbitraria. Por último, algunas de las operaciones identificadas como especulativas podrían no deberse a *carry trades*.

... contratación
en los mercados de
divisas...

Los datos sobre el volumen de contratación en los mercados de divisas avalan las conclusiones obtenidas a partir del análisis de los mercados de futuros. El fuerte crecimiento de las operaciones con el dólar australiano y neozelandés, así como en varias monedas de mercados emergentes, concuerda con el incremento de la actividad con *carry trades* con estas divisas como moneda de inversión durante 2006 (véase el Gráfico V.7). La elevada contratación registrada tras la brusca contracción de la relación *carry-to-risk* parece responder al cierre de *carry trades* ante el aumento de la volatilidad de los tipos de cambio. No obstante, estos datos ofrecen pruebas exclusivamente indirectas, pues no identifican la naturaleza de las transacciones ni sus contrapartes. Las encuestas semestrales sobre el mercado de derivados OTC, que adolecen de limitaciones similares, también proporcionan algunas evidencias sobre el incremento de la actividad en varias monedas de inversión de *carry trades*, así como en las de financiación como el yen y el franco suizo.

... análisis de
los *hedge funds*
por estilo de
inversión...

Un método alternativo para valorar el papel que han desempeñado las operaciones de *carry trade*, basado en un análisis por estilo de inversión de un amplio conjunto de datos sobre la rentabilidad de los *hedge funds*, confirma también en gran medida la importancia de estas estrategias para varias monedas. El análisis por estilos se basa en regresiones de la rentabilidad de un grupo de fondos sobre los resultados obtenidos con determinadas estrategias de *carry trade*, utilizando como variable de control la rentabilidad de índices generales del mercado. La aplicación de esta técnica a los datos de los dos últimos años de cientos de *hedge funds* ayuda a determinar si la rentabilidad fue sensible a los resultados de dichas estrategias. Los resultados de esta evaluación indican que las operaciones de *carry trade* con monedas como el dólar australiano y el real brasileño tienen una incidencia estadísticamente significativa aunque modesta en la rentabilidad de distintos tipos de *hedge funds*. Aunque este análisis por estilos puede servir para destacar la importancia general de las *carry trades* para los *hedge funds* en el medio plazo, resulta complicado deducir con precisión lo ocurrido con estas inversiones durante episodios de mayor volatilidad.

... y las estadísticas
bancarias del BPI

Las estadísticas bancarias internacionales del BPI proporcionan información más dispar sobre la importancia de las operaciones de *carry trade*. Estas estadísticas pueden resultar útiles en la medida en que dichas transacciones se llevan a cabo, al menos en parte, a través de operaciones de endeudamiento y préstamo. Cualquier variación en los activos frente a residentes en centros financieros, por oposición a otros lugares, podría interpretarse como indicativa de un cambio en la actividad de *carry trade*, dado que muchos *hedge funds* o servicios de inversión por cuenta propia están ubicados en esos centros. En la práctica, estos datos muestran una caída en 2006 del valor neto de los activos en circulación denominados en yenes, incluido un descenso del crédito a residentes del Reino Unido y de centros extraterritoriales, lo que parece cuadrar con el descenso de la actividad de *carry trade* con el yen como moneda de financiación. Por el contrario, los

activos en francos suizos aumentaron en el primer semestre de 2006, lo que parece indicar una creciente utilización del franco como divisa de financiación, aunque el importe de las posiciones acreedoras frente a prestatarios en el Reino Unido y en centros financieros extraterritoriales continuó siendo relativamente escaso. Estos resultados también deben interpretarse con cautela, ya que las variaciones mundiales en las posiciones acreedoras responden a diversos factores, y no sólo a la actividad de *carry trade*.

Política cambiaria

Como en años anteriores, la considerable acumulación de reservas de divisas indica que la intervención tuvo gran peso en los mercados de divisas en 2006. Las reservas oficiales en manos de las autoridades monetarias crecieron en cerca de 850.000 millones de dólares, el doble de lo registrado en 2005 (véase el Cuadro V.2). Esta acumulación obedeció en gran medida —aunque no en su totalidad— a la intervención en los mercados de divisas como respuesta a las presiones apreciatorias ejercidas por los fuertes flujos de entrada en los mercados locales de capital, con frecuencia en combinación con grandes superávits por cuenta corriente. Es probable que los efectos de valoración derivados de fluctuaciones significativas de los tipos de cambio, unidos a los flujos de ingresos, hayan «inflado» el valor de las reservas al expresarlas en dólares estadounidenses.

Significativo incremento de las reservas oficiales de divisas

Además del crecimiento de las reservas oficiales en los balances de los bancos centrales, se ha producido un significativo incremento de las reservas de divisas gestionadas por fondos de inversión soberanos. En algunos casos, estos fondos se han creado para neutralizar los efectos de la volatilidad de los precios de las materias primas sobre la economía nacional, por lo que su tamaño ha aumentado como consecuencia del encarecimiento continuo de las materias primas. Por ejemplo, el Fondo Público de Pensiones de Noruega, que es uno de los fondos de inversión soberanos más transparentes, ha triplicado su patrimonio desde 2002 debido a las subidas de los precios del petróleo. Otros fondos soberanos suponen un destino alternativo para los superávits por cuenta corriente en economías con tipos de cambio intervenidos. La continua acumulación de reservas oficiales y el reciente anuncio de la utilización de parte de las reservas oficiales de China para crear un fondo independiente orientado a la inversión parecen indicar que las reservas gestionadas por este tipo de fondos seguirán aumentando.

China siguió registrando la mayor acumulación de reservas de divisas en términos absolutos, pese a las medidas adoptadas en 2005 para flexibilizar el régimen cambiario, seguida de Rusia, que duplicó las reservas amasadas en 2005. Brasil y la India también experimentaron notables incrementos principalmente como consecuencia de la intervención cambiaria.

La intervención en los mercados cambiarios no bastó para contrarrestar las presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio de varios países asiáticos, por lo que algunas monedas siguieron apreciándose significativamente (véase el Gráfico V.3). En muchos casos, como en China, Corea, Filipinas, la India y Malasia, la intervención se complementó con la liberalización de las salidas de capital. Por ejemplo, Corea suavizó las restricciones a la inversión en el

Los cambios en los controles de capital también afectaron a los tipos de cambio

Variación anual de las reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	<i>Pro memoria: en circulación (dic 2006)</i>
	A los tipos de cambio vigentes						
Total	113,2	358,7	616,8	723,2	426,1	859,8	5.034,2
Países industriales	6,3	116,1	215,5	197,3	-23,3	99,9	1.394,9
Estados Unidos	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	40,9
Zona del euro	-10,8	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	184,0
Japón	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	874,9
Asia	76,2	174,0	263,8	363,8	250,0	396,3	2.217,5
China	46,6	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	1.066,3
Hong Kong RAE	3,6	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	133,2
India	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	170,2
Indonesia	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	7,9	40,7
Corea	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	238,4
Malasia	1,2	3,8	10,4	22,1	4,5	12,4	81,7
Filipinas	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	19,9
Singapur	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	20,5	135,8
Taiwan, China	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	266,1
Tailandia	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	65,1
América Latina ¹	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	271,0
Argentina	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	30,4
Brasil	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	32,0	85,6
Chile	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	19,2
México	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	75,4
Venezuela	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	28,9
ECO ²	4,0	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	181,3
Oriente Medio ³	1,9	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	101,4
Rusia	8,3	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	295,3
<i>Pro memoria: exportadores netos de petróleo⁴</i>	17,6	27,7	67,0	100,0	114,8	219,0	706,5

¹ Países mencionados, además de Colombia y Perú. ² Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ³ Arabia Saudita, Kuwait, Libia y Qatar. En el caso de Arabia Saudita, excluye la inversión en valores extranjeros. ⁴ Angola, Argelia, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio. En el caso de Nigeria, datos de 2006 hasta noviembre.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Cuadro V.2

extranjero e incentivó la inversión en valores y activos inmobiliarios no nacionales. En China se tomaron nuevas medidas para fomentar las salidas de capital. Entre otras, se elevaron los límites de adquisición de divisas por empresas y particulares, se autorizó a bancos y compañías de seguros a invertir en activos de renta fija extraterritoriales y se permitió a los gestores cualificados acumular fondos en divisas e invertir en el extranjero. Por el contrario, con ese mismo objetivo en mente, el Banco de Tailandia optó por incrementar los controles a las entradas de capital, tras varios intentos por frenar la apreciación del baht (véase el Capítulo III).

Además de la rápida acumulación de reservas, también se prestó atención al cambio en su composición y posibles repercusiones en los tipos

de cambio, aunque es difícil encontrar pruebas sustanciales de que hayan tenido efecto alguno. A lo largo de 2006 se anunciaron cambios efectivos o potenciales en la denominación de numerosas reservas de divisas, que en su mayoría favorecían a las reservas denominadas en euros y libras esterlinas en detrimento del dólar estadounidense. Cualquier efecto de estos anuncios sobre los tipos de cambio fue efímero, posiblemente porque las reservas en cuestión no eran en general muy voluminosas. Esta explicación se confirma con los datos agregados del FMI, que pese a ser parciales, indican que los porcentajes de reservas oficiales denominadas en dólares estadounidenses y en euros se mantuvieron más o menos estables entre 2005 y 2006, representando dos tercios y un cuarto del total, respectivamente. El único cambio de tendencia significativo en la composición ha sido un incremento de la participación de la libra esterlina y una reducción de la del yen. Conviene destacar, no obstante, que no se dispone de información sobre la composición de divisas de las reservas de algunos países, en particular de China, lo que limita la utilidad de estas estadísticas. Además, estos datos no cubren los fondos de inversión soberanos, de los que existe escasa información sobre su composición.

Los cambios en la composición de divisas no tuvieron gran repercusión

Desequilibrios mundiales

Las tendencias de los desequilibrios mundiales de la cuenta corriente se estabilizaron algo en 2006, aunque no hubo evidencias claras de que fueran a revertirse sustancialmente en un futuro próximo (véase el Capítulo II). Aunque el déficit por cuenta corriente estadounidense continuó ampliándose en 2006, a principios de 2007 se redujo ligeramente como porcentaje del PIB. En conjunto, el superávit por cuenta corriente de la región asiática aumentó levemente en relación al PIB, mientras los superávits de los países exportadores netos de petróleo se estabilizaron al ceder terreno los precios del crudo en el segundo semestre de 2006. Europa central y oriental fue la región que experimentó el deterioro más acusado de su posición por cuenta corriente.

Los desequilibrios mundiales se estabilizaron

Los desequilibrios externos no parecen haber afectado de forma directa a la fluctuación de los tipos de cambio del G-3. Aunque cabría argumentar que la tendencia depreciatoria del dólar estadounidense refleja la preocupación subyacente de los mercados por su elevado déficit por cuenta corriente, la sustancial depreciación del yen no se corresponde con la posición de la cuenta corriente japonesa. Esto sugiere que los diferenciales de las tasas de interés han pesado más que las consideraciones de largo plazo en el ejercicio analizado, como ya hemos comentado.

Ningún efecto significativo sobre los tipos de cambio del G-3...

Los elevados déficits por cuenta corriente parecen haber hecho más vulnerables las monedas de algunas economías más pequeñas frente a un incremento de la aversión al riesgo, en especial durante el episodio de volatilidad de mayo y junio de 2006. Al mismo tiempo, existe una fuerte correlación negativa entre el cociente de la balanza por cuenta corriente sobre PIB y el nivel de las tasas de interés internas (véase el Cuadro V.1). En concreto, varias economías objetivo de inversión en operaciones de *carry trade* presentan grandes déficits por cuenta corriente. Las regresiones de la volatilidad de los tipos de cambio sobre estos dos factores durante los últimos

... pero sí cierta incidencia en monedas con menor contratación

seis años indican que las tasas de interés han tenido mayor peso. De ser así, esto podría sugerir que durante el ejercicio analizado la vulnerabilidad a una posible reversión de los flujos especulativos ha sido más relevante que los desequilibrios estructurales.

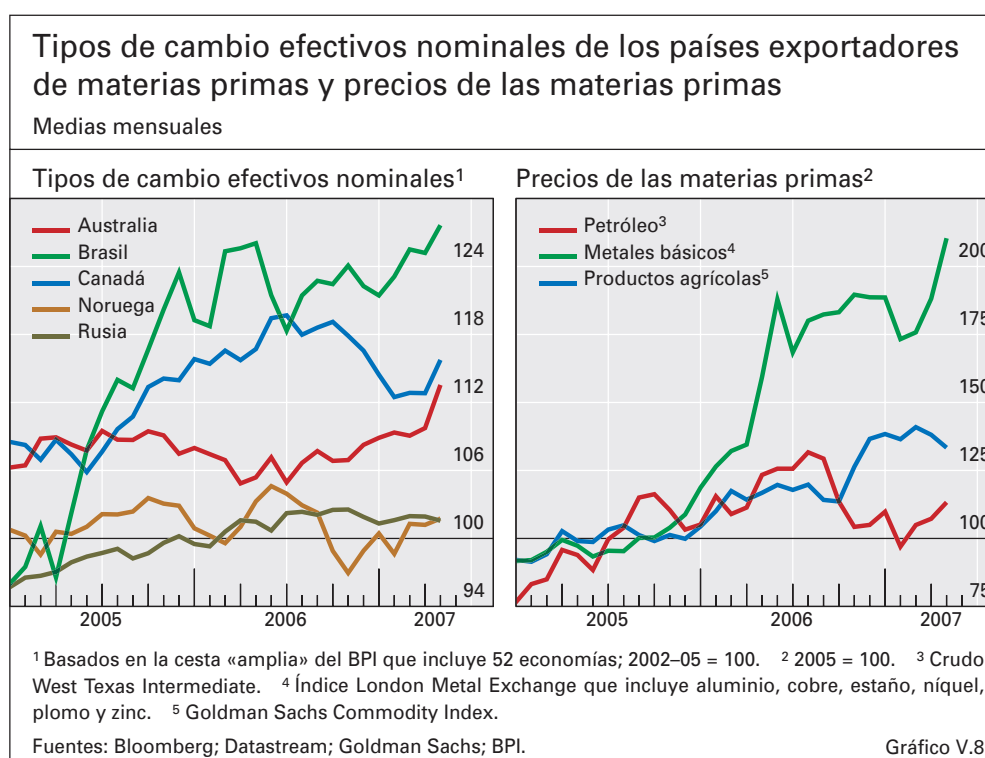
Aún está por ver si la experiencia reciente servirá para anticipar lo que puede ocurrir con los tipos de cambio si los desequilibrios externos no se corrigen. La volatilidad de los mercados financieros ha sido muy baja en términos históricos; incluso en los episodios en los que se ha incrementado, sus valores máximos han sido moderados. Por lo tanto, es posible que los tipos de cambio en países con elevados déficits por cuenta corriente fluctúen de forma más acusada si la volatilidad creciera de forma más significativa.

Precios de las materias primas

Durante el ejercicio analizado, los tipos de cambio de los países exportadores de materias primas reflejaron en casi todos los casos la evolución de los precios de éstas, que fue menos sincronizada que en el pasado reciente. Los tipos de cambio de exportadores de energía como Canadá y Noruega reprodujeron fielmente la evolución de los precios del crudo, apreciándose en el primer semestre de 2006 para luego depreciarse en el segundo (véase el Gráfico V.8). Las monedas de ambos países volvieron a fortalecerse en los cuatro primeros meses de 2007, tras el repunte de los precios del petróleo. Los tipos de cambio de otros países exportadores de materias primas se depreciaron tras la caída de los precios de la mayoría de las materias primas no petrolíferas durante la fase de inestabilidad por la que atravesó el mercado en mayo de 2006. Sin embargo, los tipos de cambio de exportadores de materias primas diversificadas, como Australia y Brasil, se recuperaron con bastante celeridad y se mantuvieron próximos a niveles históricamente altos,

La experiencia reciente quizás no sea una guía fiable de cara al futuro

Diversas tendencias en los tipos de cambio de los países exportadores de materias primas



ya que la confluencia de escasez de oferta y fuerte demanda permitió que los precios de muchas materias primas se recuperaran, en algunos casos incluso alcanzando nuevos máximos. El rublo ruso se benefició tanto de la fortaleza de los precios del petróleo durante el primer semestre de 2006 como de la condición de Rusia de exportador de materias primas diversificadas en la segunda mitad del año.

Acumulación y gestión de reservas

El tamaño y la concentración de las reservas oficiales de divisas tras años de crecimiento continuado, sobre todo desde la crisis asiática, han renovado el interés por la forma en que se gestionan y su posible incidencia en los mercados financieros. Por ejemplo, se ha generado un acalorado debate sobre si la compra por el sector oficial de deuda denominada en dólares de Estados Unidos ha lastrado los rendimientos de la deuda pública de ese país (véase el Capítulo VI). De cara al futuro, pueden formularse también preguntas sobre cómo afectaría al mercado cualquier cambio significativo en la composición de los activos que integran las reservas, posiblemente en el marco de medidas más generales para incrementar la rentabilidad.

Los cambios en la gestión de reservas pueden afectar a los mercados financieros...

La gestión de reservas ha evolucionado sustancialmente a lo largo de la última década, reflejando los cambios acontecidos tanto en el entorno económico como en un contexto institucional más amplio. Estos cambios han afectado a las prácticas habituales de gestión de reservas de divisas en un amplio conjunto de bancos centrales (que suelen ser los encargados de ello), con repercusiones más allá de aquellos que gestionan las mayores carteras de reservas oficiales. Mientras algunos de estos cambios han sido muy comentados, otros han atraído menos atención.

... y han evolucionado significativamente en los últimos años

En este contexto, esta sección documenta algunos de los principales cambios en la gestión de reservas de divisas, analiza sus factores determinantes y explora algunos retos que plantea el futuro, haciendo especial hincapié en los que podrían tener mayores repercusiones para los mercados financieros. A tal efecto, las causas de la acumulación de reservas netas se dan por supuestas, por estar relacionadas con decisiones políticas más generales.

Principales tendencias en la gestión de reservas de divisas

Al analizar la evolución de las prácticas en la gestión de reservas, al menos tres tendencias merecen especial atención. Al igual que ha ocurrido con la política monetaria y la de supervisión, estas tendencias afectan a los objetivos, los instrumentos y las competencias de los bancos centrales. Si bien es cierto que su intensidad y el momento de hacerse presentes varían de una economía a otra, su incidencia ha sido bastante generalizada. Estas tendencias son: una mayor atención a la rentabilidad; la adopción de un enfoque más estructurado, sustentado en el fortalecimiento interno del buen gobierno y de la gestión del riesgo; y un mayor grado de divulgación de información.

Tres tendencias principales:

Probablemente la tendencia más visible haya sido la creciente atención prestada a la rentabilidad, algo que se ha manifestado de diversas formas. En algunos casos, se han constituido fondos patrimoniales de titularidad

una mayor atención a la rentabilidad...

... un enfoque más estructurado de la toma de decisiones y la gestión de riesgos...

pública con un mandato más estricto de primar la rentabilidad. Varios bancos centrales han subdividido las reservas en tramos independientes, como, por ejemplo, una cartera de liquidez y una cartera de inversión, o se han encomendado a gestores externos para permitir una gestión más especializada. En términos más generales, los bancos centrales han ampliado su gama de instrumentos de inversión para incluir activos como los «productos sobre diferenciales», que ofrecen una prima de rendimiento frente a otros más tradicionales, ya sea debido a sus características de liquidez o bien a su menor calidad crediticia.

El enfoque más estructurado de las decisiones de gestión de reservas ha adoptado tres formas sumamente complementarias que se refieren al grado de estratificación vertical y de separación horizontal en los procesos de gestión y a las funciones de soporte a la gestión del riesgo.

La primera forma de estructuración ha sido la adopción de un marco descendente y verticalmente estratificado para asegurar el correcto diseño de la cartera y su implementación efectiva. En el ámbito estratégico, se han dedicado numerosos esfuerzos a determinar la mejor relación rentabilidad-riesgo para la cartera («asignación estratégica de activos»), en un marco de decisión más amplio sobre la relación rentabilidad-riesgo aceptable para la institución, que tenga en cuenta el resto de funciones que ésta realiza (véase más adelante). En la mayoría de los bancos centrales, la responsabilidad de definir este compromiso estratégico ha recaído formalmente en la dirección de la institución. A continuación, la estrategia adoptada se articula seleccionando una cartera de referencia y definiendo los márgenes de tolerancia en los que se permite variar la asignación elegida. En muchos bancos centrales se ha introducido un nivel intermedio de asignación táctica de activos, entre la asignación estratégica de activos y la toma de posiciones por los gestores de cartera, con el fin de centralizar las decisiones que buscan aprovechar la evolución a más corto plazo del mercado.

El segundo método utilizado ha sido la introducción de un mayor grado de separación horizontal en la organización de las actividades implicadas en la gestión de reservas al objeto de reforzar la integridad del proceso, sobre todo limitando potenciales conflictos de intereses internos. En concreto, se ha tendido a acentuar la separación entre actividades tales como la gestión de activos, la medición de resultados, el cumplimiento de las directrices de inversión y las funciones de pago, tanto por lo que respecta a su organización funcional como a la jerarquía de responsabilidades.

El tercer método ha consistido en reforzar los procesos de gestión del riesgo, considerado un paso necesario para ampliar el universo de inversión y adoptar un enfoque de inversión más disciplinado. Por lo que respecta a los riesgos financieros, el mayor uso de herramientas de medición y gestión del riesgo ha contribuido a diseñar la cartera de referencia, a medir y evaluar los resultados, a limitar los riesgos de ejecución y a garantizar el cumplimiento de la normativa. También ha habido una tendencia a centralizar en mayor medida la gestión del riesgo operacional y a darle mayor prominencia en el seno de la organización, asignándose las competencias correspondientes a niveles directivos más elevados.

La mayor comunicación pública de información ha afectado a varios aspectos de la gestión de reservas de divisas. Un creciente número de bancos centrales publica actualmente más información sobre su marco institucional, sobre los activos que componen su universo de inversión y sobre su rentabilidad. Algunos bancos centrales divulgan también la composición en divisas de sus reservas, aunque normalmente los que han publicado tal información no poseían porcentajes significativos de las reservas mundiales. La principal excepción ha sido el banco central de Rusia.

... y una mayor divulgación de información

Principales factores tras estas tendencias

Estas tendencias en la gestión de reservas de divisas de los bancos centrales se vieron respaldadas por varios acontecimientos clave en el entorno económico e institucional. Los más importantes fueron la gran acumulación de reservas por algunos países, los avances en tecnología financiera y en los mercados financieros, y los cambios en el ámbito externo de buen gobierno en el que operan los bancos centrales.

Tres causas principales:

La gran acumulación de reservas de divisas que se ha producido en varios países durante los últimos años ha inclinado naturalmente la balanza hacia estrategias más orientadas a la rentabilidad, al tiempo que ha resaltado la importancia de los procesos necesarios para gestionar una fracción creciente de los recursos de una economía. Aunque medir con precisión la «adecuación» de las reservas resulta bastante complicado, parece que en varias economías éstas están muy por encima de los niveles estándar basados exclusivamente en consideraciones de liquidez (véase el Cuadro V.3). Éste es el caso especialmente de economías cuyo principal factor de acumulación de reservas ha dejado de ser el esfuerzo deliberado por dotarse de fondos con fines defensivos para convertirse en los intentos por controlar la apreciación de la moneda local.

la gran acumulación de reservas de divisas...

Los avances en tecnología financiera y el desarrollo de los mercados financieros son factores más generales que han tenido un peso importante en las principales tendencias de gestión de reservas. De forma un tanto similar a lo que sucede en el sector privado, los avances en el campo de la tecnología financiera han dotado a los bancos centrales de las herramientas necesarias para enfocar de forma más estructurada la medición y la gestión del riesgo, probablemente contribuyendo también a reducir la necesidad de saldos de liquidez pura. El desarrollo de los mercados financieros ha ampliado la gama de activos que proporcionan un nivel aceptable de liquidez con rendimientos atractivos, como es el caso de diversos valores respaldados por hipotecas. Los mercados financieros también han mejorado la capacidad de los bancos centrales para obtener fondos sin apenas demora mediante la constitución de garantías. Con una frecuencia cada vez mayor, los bancos centrales han empezado asimismo a usar productos derivados para cubrir sus decisiones de inversión. En el futuro, los mercados de derivados también podrían contribuir a una nueva ampliación del universo de inversión. Por ejemplo, es posible que la aparición de mercados profundos para *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) permita a los bancos centrales gestionar con mayor eficacia los riesgos asociados con la entrada en mercados de bonos corporativos.

... avances en tecnología financiera y en los mercados financieros...

... y cambios en el ámbito externo de buen gobierno

Por último, los cambios en el ámbito externo de buen gobierno han tenido consecuencias de amplio alcance y diversidad, lo que contribuye a explicar la disparidad de las tendencias observadas en los distintos países. En concreto, la tendencia generalizada hacia una mayor independencia de los bancos centrales ha conferido mayor relieve a la obligación de responder de sus propias actuaciones y a su transparencia. Éste ha sido uno de los factores que han motivado la mayor divulgación de información en el ámbito de la gestión de reservas, así como el fortalecimiento de los procesos de buen gobierno interno. En algunos países, también ha acentuado la presión para obtener mayor rentabilidad de las reservas. Al mismo tiempo, se ha prestado más atención a la importancia de la reputación y la credibilidad para una eficaz formulación de políticas. Esto ha aguzado la sensibilidad de los bancos centrales a la necesidad de procesos de inversión sólidos, en términos tanto de eficacia como de seguridad, así como a la gestión de los posibles conflictos de intereses. La función de muchos bancos centrales como órganos reguladores y normativos del sector privado, y su consiguiente necesidad de predicar con el ejemplo, ha sido un incentivo más en esa línea.

Retos

La forma de abordar los retos puede afectar a los mercados financieros

Las principales tendencias en la gestión de reservas que se acaban de describir han planteado retos significativos para los bancos centrales. Si bien algunos de estos retos se limitan en gran medida a la organización y el funcionamiento internos de la institución, otros pueden tener repercusiones más inmediatas para los mercados financieros y los tipos de cambio. Para ilustrar este segundo

Reservas de divisas y medidas de adecuación								
	Reservas en circulación ¹		Reservas/importaciones ²		Reservas/agregados monetarios amplios ³		Reservas/deuda a corto plazo ⁴	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
China	166	1.066	9	16	10	24	8	13
Japón	347	875	11	18	6	15	2	2
Taiwan, China	107	266	9	16	19	34	8	8
Rusia	24	295	6	20	44	77	2	5
Corea	96	238	7	9	29	38	2	2
Otros Asia ⁵	325	647	6	7	27	30	2	2
América Latina ⁶	136	271	5	7	23	25	1	2
Oriente Medio ⁷	75	178	9	8	25	30	2	2
Europa central y oriental ⁸	69	181	5	4	39	36	2	1
Economías industriales ⁹	344	334	1	1	3	2	0	0

¹ En miles de millones de dólares de EEUU. ² Meses de las importaciones. ³ En porcentaje. ⁴ Relación; la deuda externa a corto plazo se define como activos internacionales consolidados de todos los bancos declarantes al BPI frente a países no declarantes con un vencimiento máximo de un año, más títulos de deuda internacionales en circulación con un vencimiento máximo de un año; basado en las posiciones en circulación al final del año. En los casos de Libia y Arabia Saudita, excluye títulos internacionales. ⁵ Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁶ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁷ Arabia Saudita, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán y Qatar. ⁸ Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ⁹ Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Suiza y la zona del euro.

Fuentes: FMI; Datastream; BPI.

Cuadro V.3

punto, merece la pena analizar más detalladamente tres cuestiones: la elección de la unidad de cuenta («numerario») para el diseño de la cartera, la definición del compromiso adecuado entre rentabilidad y riesgo para las reservas, y el grado apropiado de comunicación pública de información. En todos estos ámbitos no existe ni la solución para todo, ni por supuesto la respuesta «correcta», sino que es necesario alcanzar complicados compromisos entre consideraciones contrapuestas. Aún así, la forma en que se resuelvan estos asuntos puede tener consecuencias potencialmente significativas.

En el ámbito estratégico, la elección de la moneda o cesta de monedas que servirá como unidad de cuenta en las decisiones de asignación de cartera, que puede diferir de la utilizada a efectos de contabilidad pública, tiene una especial influencia en la composición de divisas de las reservas. Suponiendo que la rentabilidad esperada de las distintas monedas se iguala a largo plazo —una hipótesis habitual cuando se toman decisiones de asignación estratégica de activos—, la elección de la unidad de cuenta afecta a la composición de divisas de la cartera de referencia principalmente a través de su incidencia en la variabilidad medida de la rentabilidad. Concretamente, la composición de las reservas tendrá un claro sesgo hacia divisas con mayor covarianza con la unidad de cuenta. La adopción de un enfoque más estructurado y formal de gestión de reservas y la disponibilidad de herramientas financieras más sofisticadas han resaltado recientemente la importancia de esta elección.

En principio, la elección de unidad de cuenta presupone un análisis cuidadoso de los usos previstos de las reservas y del entorno institucional general que ayuda a definir la tolerancia al riesgo del tenedor de las reservas. Tradicionalmente, cuando las reservas se mantenían principalmente con fines de intervención, una candidata clara a unidad de cuenta (en gran parte implícita) era la moneda más líquida utilizada para las intervenciones, en especial el dólar estadounidense. De forma similar, cuando las transacciones de la cuenta de capital eran menos importantes que en la actualidad, la divisa de denominación de las importaciones constituía una alternativa natural como unidad de cuenta. Posteriormente, en los casos en que las reservas llegaron a considerarse principalmente una cobertura para los pasivos externos, la composición de divisas de esos pasivos podría haber adquirido relevancia.

Más recientemente, dos tendencias sugieren que la moneda nacional podría estar aumentando su atractivo como unidad de cuenta. En primer lugar, sobre todo en países en los que las reservas superan las necesidades de liquidez y se mantienen principalmente como inversión, la moneda nacional podría considerarse una guía más fiable para determinar si se está optimizando o no la cartera. Asimismo, es posible que los bancos centrales sean ahora más sensibles a las pérdidas, dado que existe la percepción de que éstas pueden socavar su reputación y su independencia operativa (véase más adelante), en buena medida debido a la erosión de sus recursos propios. Si es así, esto tendería a acrecentar la influencia del régimen cambiario sobre la asignación de divisas, sesgándola a favor de la divisa o cesta de divisas frente a la que sea más estable la moneda nacional.

Determinar la relación rentabilidad-riesgo adecuada para el tenedor de reservas es una tarea especialmente difícil. Ya sería complicada si la función

¿Cómo debe elegirse la divisa que sirve como unidad de cuenta?

La forma en que se supone que se utilizarán las reservas influye en esta elección

La moneda nacional cada vez se elige más

¿Cómo debería definirse una adecuada relación rentabilidad-riesgo?

de la gestión de reservas se considerara de forma aislada, y lo es aún más cuando se considera como parte del conjunto de funciones que desarrollan los bancos centrales. La forma de resolver esta cuestión tiene consecuencias para la amplitud del universo de activos de inversión y para el grado y el tipo de gestión activa.

La respuesta depende de los costes de oportunidad...

Aunque el giro hacia la inversión que ha dado la gestión de reservas ha fomentado naturalmente el énfasis en la rentabilidad, no existen criterios claros para determinar cuál debería ser el equilibrio correcto entre rentabilidad y riesgo. En parte, esto se debe a la dificultad de calcular el verdadero coste de oportunidad de los fondos. Por ejemplo, en sentido lato, todas las reservas se «toman en préstamo», ya sea en la moneda nacional o en divisas, y, por lo tanto, el coste inmediato de financiación se calcula fácilmente. Sin embargo, la valoración del verdadero coste de oportunidad para la economía no puede dejar de lado consideraciones de equilibrio general, que implican una opinión sobre la configuración hipotética de los tipos de cambio y de las tasas de interés en ausencia de acumulación de reservas. Esto, a su vez, dependería naturalmente de los usos alternativos que pudieran darse a las reservas, como la inversión en infraestructuras o rebajas fiscales.

... de las posibles consecuencias para la reputación...

La combinación de la gestión de reservas de divisas con otras funciones complica aún más las cosas. Los bancos centrales en particular, dada su acentuada sensibilidad al riesgo de reputación, suelen ser también muy sensibles a los riesgos de crédito y operacionales asociados con las actividades de inversión, probablemente mucho más allá de la incidencia directa de dichos riesgos en la rentabilidad de la cartera. Además, a medida que las reservas representan una proporción mayor del balance general del banco central, paradójicamente la preocupación por las pérdidas podría aumentar, con la consiguiente reducción de la tolerancia al riesgo. Esta situación reflejaría la mayor probabilidad de que el capital de la institución sufriera una merma considerable. El deseo de evitar tal resultado también puede tener consecuencias para la «ubicación» de la función de gestión de reservas dentro del sector público. Por ejemplo, estas consideraciones explican por qué se han creado fondos especiales de inversión, que no figuran en el balance de los bancos centrales, en algunas economías que se presume poseen reservas superiores a sus necesidades de liquidez. Al mismo tiempo, la experiencia de Noruega sugiere que algunas de esas restricciones a las preferencias de riesgo dependen en gran medida del entorno institucional específico en el que opera el banco central. En este país, el banco central gestiona sus propias reservas y el Fondo Público de Pensiones con criterios bastante similares.

... y de otros objetivos de las políticas

Con carácter más general, cabe preguntarse hasta dónde conviene llevar realmente el enfoque más orientado a la rentabilidad. En un mercado cada vez más globalizado, las competencias compartidas por las autoridades en relación con bienes públicos, como el buen funcionamiento de los mercados y la estabilidad financiera, ponen límites a esa orientación. Por ejemplo, es perfectamente natural que los agentes del sector privado, que responden a incentivos individuales, se muevan por la rentabilidad o que, ante turbulencias, reduzcan posiciones y se retiren de los mercados. Ahora bien,

ese comportamiento, si se generaliza y se lleva demasiado lejos, puede contribuir a generar inestabilidad financiera.

Pese a la tendencia hacia una mayor transparencia, la cuestión de cuál es el nivel adecuado de divulgación de información sobre reservas de divisas suscita considerable controversia. En el pasado, buena parte del debate sobre la publicación de información giraba en torno al nivel total de reservas y a la intervención que daba lugar a variaciones de ese volumen, no a su composición. Sin embargo, con el incremento de las reservas, la atención se ha desviado hacia su composición y las consecuencias que los cambios en la misma podrían tener para los mercados financieros, una información que los bancos centrales tradicionalmente han estado menos dispuestos a facilitar.

Dejando a un lado los sistemas de buen gobierno, y a riesgo de simplificar en exceso, se ha considerado que el nivel óptimo de publicación de información es aquél que permite un equilibrio entre, por una parte, la eficiencia que se consigue al proporcionar información adicional a los mercados financieros y, por otra, la pérdida de margen de maniobra táctico que sufre el gestor de reservas. Las diferencias de opinión dependen, por lo tanto, de las distintas perspectivas sobre el buen funcionamiento de los mercados y sobre la medida en que la publicación de información limita realmente la capacidad de las autoridades para lograr sus objetivos.

Entre los factores que podrían reducir la disposición de los gestores de reservas a actuar con transparencia cabe citar el volumen de las reservas y la naturaleza del régimen cambiario. Si las reservas de divisas son muy cuantiosas (véase el Cuadro V.3), resulta menos probable que se sostenga la hipótesis de que el banco central apenas tiene influencia en los mercados de divisas y en los instrumentos en que invierte. Los aspectos tácticos podrían tener aún más relevancia si la información sobre variaciones en la composición de divisas de las reservas se interpretara como un presagio de cambios en un régimen cambiario controlado. La información sobre la composición de divisas podría revelar también datos sobre actividades de intervención al ayudar a identificar, *ex post*, cambios en el nivel de reservas debidos a efectos de valoración. De forma más general, las modificaciones en la composición de divisas de las reservas técnicamente constituyen una intervención esterilizada por parte de las autoridades cuyas divisas se intercambian, y existe una considerable divergencia de opiniones sobre la incidencia de dichas transacciones en los tipos de cambio

¿Cuál es el nivel óptimo de divulgación?

Hay compromisos...

... afectados por factores como el tamaño de las reservas en cuestión