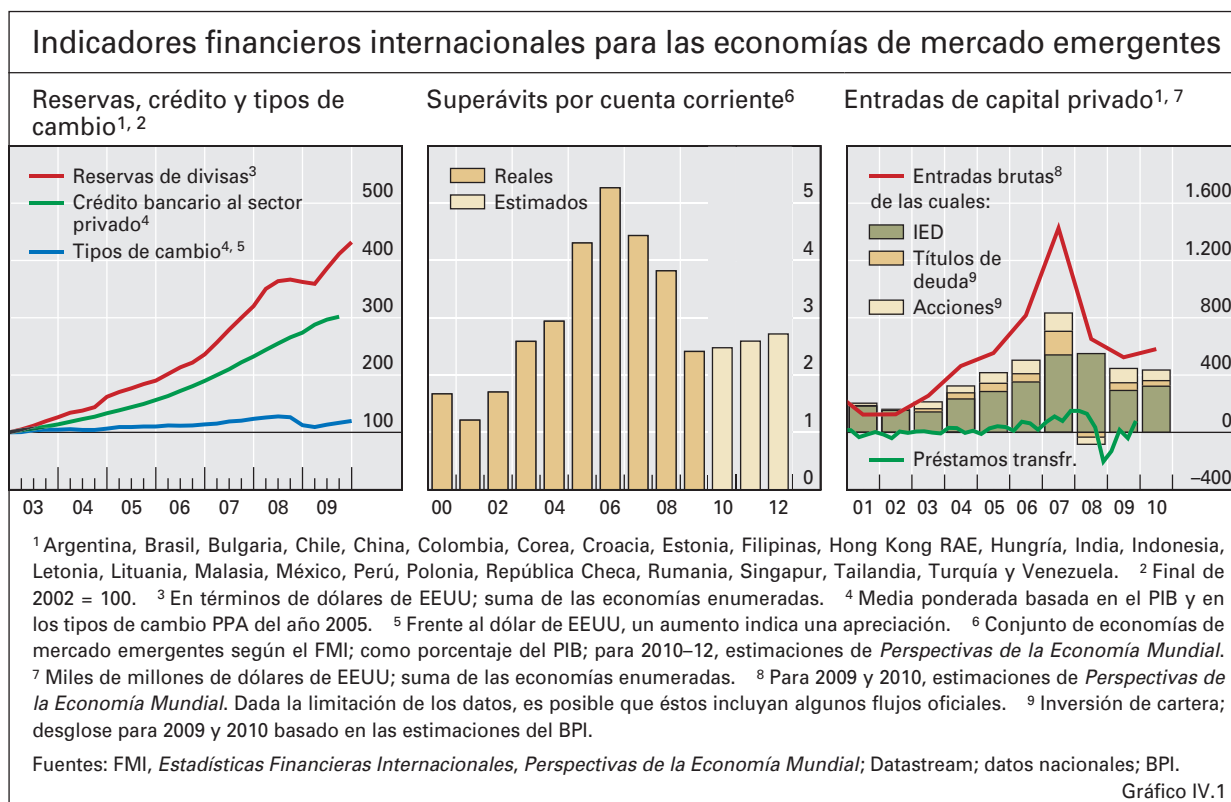


IV. Retos tras la crisis para la política económica en las economías de mercado emergentes

La demanda agregada en las economías de mercado emergentes (EME) se está recuperando con vigor. Las tasas de inflación general han crecido en la mayoría de economías emergentes asiáticas, algunos países de América Latina (como Argentina, Brasil y México) y Turquía. La inflación subyacente ha repuntado de forma significativa en la India. El crecimiento de los sectores industriales intensivos en recursos naturales en las EME, especialmente en China y la India, ha impulsado los precios de las materias primas. En varios países, el crédito bancario al sector privado ha crecido con rapidez, en ocasiones acompañado de fuertes incrementos en los precios de la vivienda.

Pese a todo, las condiciones monetarias continúan siendo acomodaticias en numerosas EME, particularmente en Asia. La vuelta a las intervenciones a gran escala para combatir la apreciación de la moneda ha generado una rápida acumulación de reservas (véase el Gráfico IV.1, panel izquierdo). En estas circunstancias, algunos bancos centrales tendrían que endurecer su política monetaria, especialmente en aquellas economías en las que las presiones inflacionistas se están intensificando. Al permanecer bajas las tasas de interés



en las economías avanzadas, el endurecimiento de la política monetaria en las EME estimularía las entradas de capital a corto plazo. Pero resistirse a las presiones apreciatorias asociadas a estas entradas aceleraría la expansión del crédito y aumentaría el riesgo de que se disparen los precios de los activos.

Así pues, no es de sorprender que las EME hayan mostrado un renovado interés por recurrir a los controles de capital discrecionales para hacer frente a una intensa afluencia de capitales. No obstante, el alivio que ofrecen muchos de estos controles es sólo pasajero. Además, en la medida en que son eficaces, los controles de capital reducen la competencia dentro del sistema financiero, distorsionan la asignación eficiente del capital y lastran el crecimiento económico. En cambio, las medidas macroprudenciales pueden contribuir a limitar la vulnerabilidad del sistema financiero ante la volatilidad de los flujos de capital y a atenuar algunos dilemas importantes en materia de política económica.

Ante estos retos para la política económica, podría no existir otra alternativa que subir las tasas de interés, aceptar una mayor flexibilidad cambiaria y reducir el recurso a la intervención en el mercado de divisas. Este planteamiento también es fundamental para lograr un ajuste macroeconómico ordenado a medio plazo y, en último término, un crecimiento mundial equilibrado.

Al mismo tiempo, las EME y las economías avanzadas deben seguir colaborando para reforzar los mecanismos monetarios internacionales a fin de garantizar que, en una futura crisis, la oferta de una divisa internacional sea suficiente. En el futuro previsible, dicha moneda continuará siendo, casi con certeza, el dólar estadounidense.

Desequilibrios externos y flujos de capital: ¿vuelven las tendencias nocivas?

Persisten los
desequilibrios por
cuenta corriente

Se prevé un aumento de los desequilibrios por cuenta corriente en las EME. En relación con su PIB conjunto, el superávit por cuenta corriente combinado de las EME cayó de forma acentuada entre 2006 y 2009, pero se espera que repunte en el período 2010–12 (véase el Gráfico IV.1, panel central). De hecho, debido a la sensibilidad cíclica subyacente de los flujos comerciales, a la fuerte demanda procedente de China y al encarecimiento de las materias primas, las exportaciones de numerosas EME aumentaron notablemente a principios del presente año.

Los flujos de capital
retornan a las
EME...

Mientras tanto, el capital continuó fluyendo hacia las EME. La inversión extranjera directa se mantuvo relativamente elevada durante la crisis y sigue siendo la principal fuente de afluencia de capital. La recuperación de otros tipos de entradas de capital privado desde mediados de 2009 ha estado impulsada por el aumento de los flujos de cartera invertidos en acciones (Gráfico IV.1, panel derecho). También se han reanudado los flujos de cartera en deuda, aunque a un ritmo más moderado. Únicamente los flujos bancarios transfronterizos mantuvieron su debilidad en 2009, aunque repuntaron ligeramente en el cuarto trimestre.

Diversos factores internos y externos sugieren que las entradas de capital serán incluso más voluminosas en los próximos meses. En primer lugar, se prevé una ampliación de los diferenciales de las tasas de interés nominales a corto plazo a favor de las EME que encabezan la recuperación mundial, a medida que sus bancos centrales normalicen sus tasas de interés oficiales con mayor rapidez que aquellos de las economías avanzadas (Gráfico IV.2, panel izquierdo).

... debido a los diferenciales de las tasas de interés internacionales...

En segundo lugar, las expectativas de apreciación de las monedas atraerán nuevas entradas de capital. Por tanto, como ocurría antes de la crisis, es probable que las monedas de varias EME sean objeto de operaciones de arbitraje de tasas de interés entre monedas (*carry trade*) y tengan que enfrentarse a un aumento de su volatilidad.

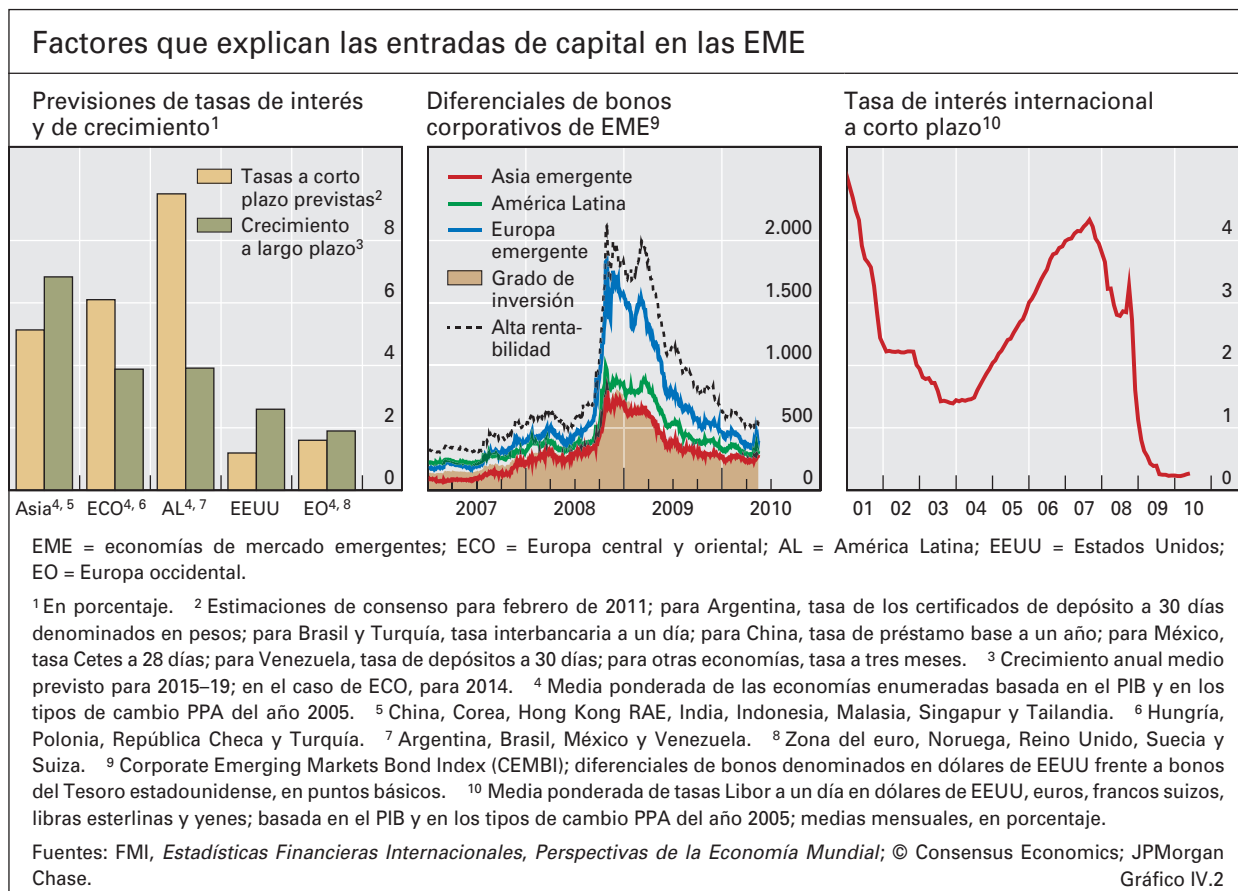
... a las expectativas de apreciación...

En tercer lugar, las previsiones indican que las EME crecerán a un ritmo significativamente más rápido que las economías avanzadas en los 10 próximos años (Gráfico IV.2, panel izquierdo), lo cual influye positivamente en las entradas de capital.

... a las perspectivas de sólido crecimiento...

Por último, la vigorosa recuperación en las EME ha favorecido no sólo el aumento de las tasas de rendimiento reales, sino también la percepción de menor riesgo por parte de los inversionistas, como reflejan la reducción de los diferenciales de los bonos (Gráfico IV.2, panel central) y las mejoras en la calificación crediticia de varias EME en 2009–10, como Brasil, Corea, Filipinas, Indonesia, Perú y Turquía. Estas condiciones de financiación más

... y a las favorables condiciones de financiación externa



favorables para las EME han renovado el interés de los inversionistas internacionales por determinadas clases de activos de estas economías. Las emisiones de bonos de economías emergentes en los mercados internacionales y locales han repuntado con fuerza a medida que los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de algunos emisores privados de mercados emergentes se han estrechado considerablemente desde sus máximos de finales de 2008. De hecho, los bonos corporativos de las EME cotizan cada vez más como emisiones con calificación de grado de inversión que como emisiones de alta rentabilidad (Gráfico IV.2, panel central). Sin embargo, hasta el momento la demanda de activos de economías emergentes se ha dirigido principalmente hacia los prestatarios de mayor calidad, especialmente los de economías de Asia y América Latina en las que las finanzas públicas y los balances de las empresas mantienen su solidez.

Además, las bajas tasas de interés oficiales (Gráfico IV.2, panel derecho) y la significativa expansión del balance de los bancos centrales en las principales economías avanzadas están preparando el terreno para que se reactiven notablemente los flujos de cartera y bancarios. Los inversionistas internacionales aún poseen grandes volúmenes de activos altamente líquidos, tales como fondos de inversión en activos del mercado monetario, que pueden transformarse con rapidez en activos de economías emergentes menos líquidos pero más rentables según sea necesario. Asimismo, los bancos internacionales están reforzando sus balances y desarrollando la financiación local para adaptarse al entorno bancario resultante de la crisis (véase el Capítulo VI).

La integración financiera internacional ofrece grandes beneficios: las entradas de capital estimulan el desarrollo financiero y suelen ser un factor esencial de crecimiento económico a medio plazo. Ahora bien, algunas de ellas pueden ser desestabilizadoras, como es el caso de los flujos de cartera (en especial de deuda) y el préstamo bancario transfronterizo, donde las gestoras de fondos y los inversionistas apalancados desempeñan un papel particularmente destacado. Esta inquietud pone de manifiesto la importancia de prestar atención no sólo a los tipos de flujos de capital, sino también a los inversionistas últimos.

Políticas aplicables

La perspectiva de voluminosas entradas de capital presenta una serie de retos inmediatos para las políticas económicas de las EME. Una mayor flexibilidad en los tipos de cambio ofrece numerosas ventajas: puede frenar el aumento en el sector privado de exposiciones imprudentes al riesgo de divisas y también puede ser muy útil para desincentivar entradas de capital a corto plazo asociadas a operaciones *carry trade*. Ahora bien, esa mayor flexibilidad implica que el tipo de cambio puede elevarse temporalmente hasta alcanzar niveles insostenibles para luego volver a su nivel de equilibrio. No obstante, esta dinámica es más preocupante para las economías con mercados de capitales poco activos o con mercados de divisas propensos a sobrerreaccionar al alza o a la baja, ya que sus sistemas financieros se

La apreciación de la moneda contribuye al ajuste, pero no está exenta de riesgos

colapsarían por el ritmo de las entradas de capital. Además, las industrias exportadoras han liderado el crecimiento de las EME en la última década y a muchos les preocupa que la apreciación de la moneda perjudique la competitividad de dichas industrias y acabe imponiendo ajustes estructurales potencialmente costosos para las EME. No obstante, la apreciación de la moneda suele ser un importante mecanismo para redirigir la demanda hacia fuentes internas.

Una forma de hacer frente a la amenaza de apreciación derivada de las entradas de capital ha sido mantener bajas las tasas de interés oficiales incluso ante la intensificación de las presiones inflacionistas. Con unas tasas de interés oficiales reducidas se limitan las presiones sobre el tipo de cambio al tiempo que, por lo general, se refuerza la inversión y se impulsa la demanda interna. Pero mantener estas tasas en niveles excesivamente bajos durante demasiado tiempo aumenta los riesgos de recalentamiento interno, inflación, expansión excesiva del crédito y sobrevaloración de los precios de los activos.

Unas tasas de interés oficiales bajas también conllevan riesgos

Otra alternativa para hacer frente a la presión sobre los tipos de cambio en un entorno de crecientes entradas de capital consiste en intervenir en el mercado de divisas y subir la tasa de interés oficial para contrarrestar los efectos sobre la inflación, el crecimiento crediticio y los precios de los activos. Sin embargo, la intervención por sí sola, con la consiguiente acumulación de reservas, genera distorsiones asociadas a la fuerte expansión de los balances bancarios y a la intensificación de las presiones inflacionistas. Asimismo, contener la demanda interna con una subida de las tasas de interés oficiales y permitir una apreciación cambiaria sólo moderada o constante puede acabar incentivando las operaciones *carry trade* e incluso atrayendo más entradas de capital, lo cual a su vez no haría más que intensificar la presión sobre el tipo de cambio. Además, las intervenciones a gran escala hacen que resulte más difícil para las autoridades fijar la política monetaria con el nivel adecuado de contención y pueden generar riesgos para la estabilidad financiera.

En estas circunstancias, las autoridades han considerado alternativas no relacionadas con las tasas de interés tanto para moderar el volumen de los flujos de capital como para reforzar la capacidad de reacción de la economía y del sistema financiero ante la volatilidad de dichos flujos. En los apartados siguientes se analizan las ventajas e inconvenientes de las intervenciones prolongadas en el mercado de divisas, así como los controles de capital y las medidas prudenciales que permiten afrontar los riesgos financieros originados por un brusco aumento en las entradas de capital.

Podrían necesitarse otras alternativas

Intervención en el mercado de divisas: ¿parte del problema o de la solución?

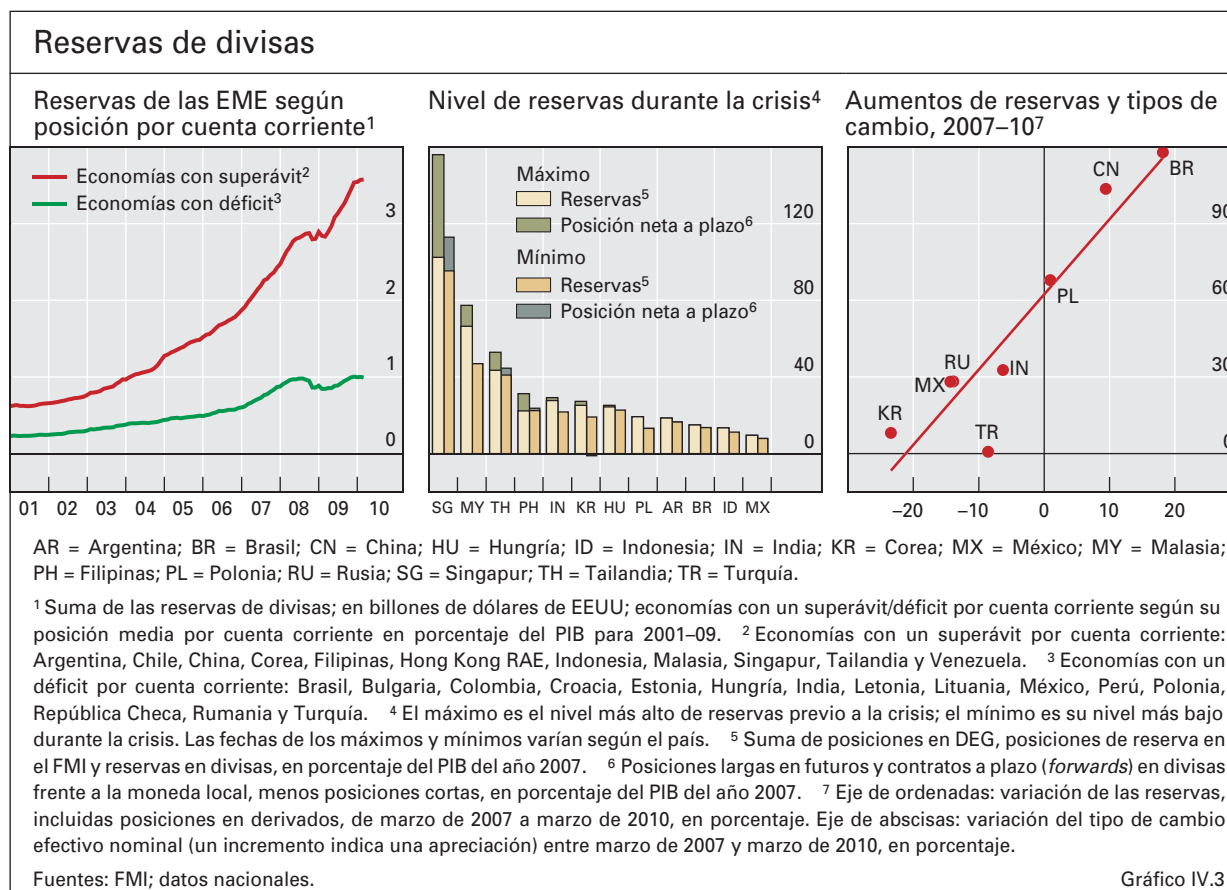
La variación en el volumen de reservas de divisas antes, durante y después de la crisis, ilustra la importancia de la intervención en el mercado de divisas como herramienta para los bancos centrales de mercados emergentes. Ahora bien, prolongar una intervención a gran escala puede resultar costoso y arriesgado.

La intervención es una de las herramientas utilizadas por las EME

Antes de la crisis, las autoridades de las EME acumularon un gran volumen de reservas de divisas (véase el Gráfico IV.3, panel izquierdo). En algunas EME (como Corea), alcanzar un nivel de reservas que los mercados juzgaran adecuado constituía un objetivo en sí mismo. También influyeron las opiniones de las agencias de calificación, que tenían en cuenta el volumen de reservas al evaluar la solvencia de un país. Pero en otras EME, en particular aquéllas con grandes superávits por cuenta corriente, la acumulación de reservas fue una consecuencia de las políticas cambiarias.

Durante la crisis, las reservas resultaron útiles

Los voluminosos niveles de reservas demostraron su utilidad durante la crisis. En la fase inicial ayudaron a convencer a los inversionistas extranjeros de que las EME estaban en cierto modo al amparo de las perturbaciones externas. Posteriormente, a partir de mediados de 2008, los bancos centrales utilizaron estas reservas no sólo para apuntalar el tipo de cambio ante las cuantiosas salidas de inversión de cartera (como en Corea y México), sino también para hacer frente a la escasez de liquidez en dólares de las instituciones financieras nacionales (como en Brasil y Corea; véase el Gráfico IV.3, panel central). Este recurso a las reservas de divisas para proporcionar financiación en moneda extranjera a los bancos nacionales ha reforzado la opinión previa a la crisis sobre la conveniencia de mantener un elevado montante de reservas. Sin embargo, al final, las reservas tuvieron que complementarse con líneas de *swaps* de monedas entre bancos centrales, particularmente con la Reserva Federal. La escasez de financiación en dólares



a corto plazo también ha generado debates sobre la necesidad de contar con mecanismos institucionales más fuertes.

Otra característica de la intervención durante la crisis fue el uso de *swaps* y *forwards* de divisas. En Filipinas, Malasia y Singapur, por ejemplo, las autoridades utilizaron posiciones a plazo como primera medida defensiva para proteger las reservas de divisas y limitar el impacto en la liquidez interna (Gráfico IV.3, panel central). Esto les permitió proporcionar liquidez en divisas al sector privado, principalmente a los bancos. Desde mediados de la década de los 90, las EME usan cada vez más los derivados como herramienta de gestión de reservas. Así, México utilizó opciones para suavizar el ajuste en los tipos de cambio que siguió a su crisis económica de 1994–95. En los últimos años, los derivados más empleados por los bancos centrales han sido los *forwards* y los *swaps*.

La utilización de derivados también ayudó

Durante la fase de recuperación tras la crisis, los bancos centrales de numerosas EME han vuelto a combatir la apreciación de sus monedas y a hacer acopio sustancial de reservas. Algunos continuaron acumulándolas durante la crisis (como China), mientras que otros, que experimentaron algunos de los mayores descensos en sus reservas de divisas, las han reconstituido. Por ejemplo, las reservas de Corea se redujeron en 64.000 millones de dólares con la crisis, pero desde entonces han recuperado su nivel previo. Estos ejemplos cuadran con la asociación positiva más general entre la acumulación de reservas y las presiones cambiarias en las EME (Gráfico IV.3, panel derecho).

La intervención y la acumulación de reservas se han reanudado

Una intervención prolongada y a gran escala tiene efectos de calado para las economías y los sistemas financieros de las EME. En primer lugar, cuando la acumulación de reservas provoca una relajación de las condiciones monetarias y acelera el crecimiento del crédito, puede aumentar las presiones inflacionistas o crear riesgos para el sistema financiero¹. En los últimos años, las reservas de divisas han crecido hasta niveles elevados en relación con el tamaño del sistema financiero nacional (Gráfico IV.4).

La intervención puede ayudar a relajar las condiciones monetarias y financieras

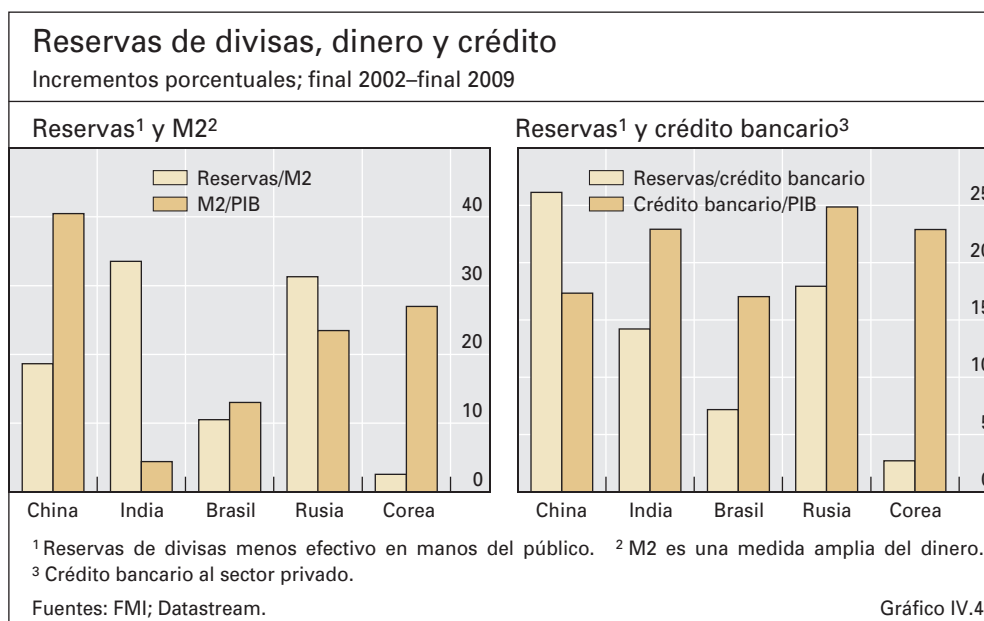
En segundo lugar, aun cuando se utilicen medidas de esterilización para contrarrestar las consecuencias inflacionistas indirectas de la acumulación de reservas, la intervención y la esterilización casi siempre resultan costosas. Por lo general, la esterilización implica que el banco central intercambia activos nacionales de alta rentabilidad por reservas de baja rentabilidad². Además, estas medidas también amplían el balance de los bancos y aumentan la fragilidad del sistema financiero al menos de dos formas³. En primer lugar, implica que las autoridades permutan activos en moneda extranjera del sector

La esterilización prolongada de la intervención puede ser costosa y amenaza la estabilidad financiera

¹ Véase, por ejemplo, J. Amato, A. Filardo, G. Galati, G. von Peter y F. Zhu, «Research on exchange rates and monetary policy: an overview», *BIS Working Papers*, n° 178, junio de 2005.

² Dependiendo de los mecanismos de gobernanza existentes entre el banco central y el Gobierno, los costes pueden ser lo suficientemente elevados como para cuestionar la independencia presupuestaria del banco central. Pueden consultarse estimaciones de los costes en Corea y la India a principios de esta década en H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park y A. Persaud, «Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future», *Geneva Reports on the World Economy*, n° 7, septiembre de 2005.

³ Véase M. S. Mohanty y P. Turner, «La acumulación de reservas de divisas en mercados emergentes: implicaciones locales», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2006.



privado por activos en moneda nacional del sector público, transfiriendo con ello del sector privado al público el riesgo cambiario derivado de los flujos de capital. En segundo lugar, si el vencimiento de la deuda del banco central se alargase significativamente, como ocurrió a principios de la década, los bancos del sector privado, habituales tenedores de la deuda derivada de la esterilización en las EME, se encontrarían cada vez más expuestos al riesgo de tasas de interés.

Los efectos secundarios no deseados de esterilizar completamente una intervención a gran escala han llevado a emplear instrumentos distintos de los propios del mercado, como los requerimientos de reservas mínimas. De hecho, algunos bancos centrales (como los de Argentina, China, Corea, Croacia, la India, Polonia y Rumania) han recurrido activamente a esta medida para esterilizar eficazmente el impacto sobre la liquidez del sistema bancario. A los bancos centrales les resulta menos costoso elevar el coeficiente de reservas obligatorias que emitir deuda, ya que las reservas suelen remunerarse por debajo de las tasas de interés de mercado. Pero existen inconvenientes prácticos. Especialmente en economías con sistemas financieros más desarrollados, unos requerimientos de reservas elevados hacen que, con el tiempo, la intermediación pase del sistema bancario regulado a entidades menos reguladas. Además, exigir más reservas puede ser útil para limitar la concesión de crédito en un período de auge motivado por entradas de capital, pero reducirlas puede ser menos eficaz que recortar las tasas de interés de las letras del banco central cuando se intenta estimular la expansión crediticia. Asimismo, a diferencia de la esterilización con herramientas basadas en las tasas de interés, los cambios frecuentes en los niveles de reservas obligatorias pueden complicar en exceso la gestión de liquidez en los bancos.

En resumen, la intervención prolongada y a gran escala en el mercado de divisas genera vulnerabilidades significativas en el sistema financiero y agrava los dilemas que afrontan las autoridades. Estos inconvenientes intrínsecos permiten entender el renovado interés que suscitan medidas de carácter

administrativo, tales como los controles de capital y las medidas prudenciales como alternativas a la intervención.

¿Qué papel pueden desempeñar los controles de capital y las políticas prudenciales?

Las cuestiones de política económica que plantea la gestión de los flujos de capital están recibiendo amplia atención⁴. Aunque en el pasado se han empleado diversos controles, la experiencia indica que es improbable que éstos aislen a las economías receptoras de una mayor afluencia de capital. Aun así, algunas medidas han ayudado durante un tiempo a los países a mantener sus tasas de interés por encima de las aplicadas en los mercados internacionales. Además, las medidas prudenciales han dado ciertas esperanzas de mejorar la capacidad del sistema financiero nacional para absorber los flujos financieros transfronterizos y sobrellevar la volatilidad de los tipos de cambio.

Gestión de los flujos de capital

La significativa reducción de impedimentos legales a los flujos de capital transfronterizos en los 25 últimos años ha favorecido el consiguiente aumento de la globalización financiera. Esta mayor integración financiera ha conllevado muchas ventajas, pero no está exenta de riesgos. En las EME, la actitud ante los controles difiere entre las distintas regiones. Desde principios de la década de los 90, los países de Europa central y oriental (ECO) han ido desmantelando sus controles de capital de forma regular en el marco de su proceso de integración en la Unión Europea. Por su parte, las EME de Asia meridional y oriental han incrementado determinados controles en el mismo período, mientras que las de América Latina están en un término medio, con un descenso moderado de los controles explícitos.

El atractivo de los controles de capital se explica por diversas razones. Una es que aumentan la efectividad de la política monetaria interna al desvincular los mercados financieros nacionales de los extranjeros. Otra es que, si reducen el volumen de las entradas, los controles de capital moderan las presiones apreciatorias sobre la moneda (pero a costa de distorsionar la asignación internacional del capital).

Algunas de las ventajas esperadas de los controles de capital...

Con todo, estudios empíricos indican que los controles de capital tienen limitaciones. No parecen tener impacto duradero en el volumen de flujos de capital, aunque pueden alterar su composición (por ejemplo, disminuyendo los flujos a corto plazo) de forma que descienda la volatilidad de los tipos de cambio. Además, existe escasa evidencia de que los controles de capital reduzcan la probabilidad de que una economía entre en crisis o el coste real de la misma⁵. Por último, los controles crean distorsiones microeconómicas.

... no se han materializado

⁴ Véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, «Capital flows and emerging market economies», *CGFS Papers*, n° 33, enero de 2009.

⁵ Véanse R. Glick, X. Guo y M. Hutchison, «Currency crises, capital-account liberalization, and selection bias», *Review of Economics and Statistics*, vol. 88, n° 4, noviembre de 2006, pp. 698–714; y R. Cardarelli, S. Elekdag y M. Kose, «Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses», *IMF Working Papers*, n° WP/09/40, marzo de 2009.

Las herramientas
macroprudenciales...

Las jurisdicciones con un sistema financiero todavía en desarrollo reconocen ahora que cualquier relajación de los controles aplicados a los flujos internacionales de capital debería estar cuidadosamente secuenciada. Con todo, conforme dichas economías se desarrollan y sus mercados financieros ganan en sofisticación, la eficacia de estos controles y su fundamento tienden a desaparecer. Un método más prometedor y duradero para afrontar la volatilidad de las entradas de capital en las EME sería reforzar la capacidad del sistema financiero y de la economía para soportarlas. Al respecto, las herramientas prudenciales, que han sido el centro de atención como instrumento para limitar los riesgos financieros sistémicos (véase el Capítulo VII), podrían desempeñar una función importante.

Las economías de mercado emergentes han utilizado las herramientas prudenciales durante mucho tiempo para reforzar el sistema financiero. Recientemente las autoridades han reajustado muchas de estas herramientas para abordar las entradas de capital. En Hong Kong RAE, por ejemplo, donde las voluminosas entradas elevaron los precios inmobiliarios, las autoridades bajaron en octubre de 2009 la relación préstamo-valor máxima permitida para ciertos tipos de hipotecas, a fin de reducir los riesgos derivados del aumento de precios. En Corea se implantaron medidas similares. También se han aplicado límites a la relación entre deuda e ingresos (como en Corea) para contener la efervescente concesión de crédito. Varios bancos centrales de ECO (en particular, de Bulgaria, Croacia, Estonia y Polonia) adoptaron medidas similares durante el auge crediticio anterior a la crisis con el fin de limitar los descalces de monedas y contener la excesiva creación de crédito derivada de las entradas de capital.

... pueden hacer
más resistente el
sistema financiero

Otras de las medidas empleadas por las EME para garantizar la capacidad de reacción del sistema financiero son el fortalecimiento del marco regulador con respecto a los desfases de plazos en los balances de las instituciones financieras, la promoción del desarrollo de mercados de bonos en moneda local y de instrumentos de cobertura del riesgo de divisas, la limitación del endeudamiento en moneda extranjera a corto plazo, el fomento de recursos y prácticas de gestión de riesgos en el sector privado y el reforzamiento de la vigilancia de la exposición al riesgo de divisas.

El futuro del dólar estadounidense como moneda internacional

Exigencias de
reforma del
sistema monetario
internacional

El dólar de EEUU
es la moneda
internacional
hegemónica

Aunque las entradas de capital son la preocupación principal a corto plazo, las autoridades de las EME también están estudiando reformas del sistema monetario internacional que puedan revestir importancia a largo plazo. Una preocupación concreta es el papel del dólar estadounidense como moneda internacional hegemónica. Su función en el sistema monetario internacional, en particular como moneda vehicular de la mayoría de contratos de derivados se ha citado entre los factores que provocaron el contagio global a escala financiera y macroeconómica durante la reciente crisis. Sin embargo, conviene señalar que el contagio de la crisis desde Estados Unidos hacia las economías europeas avanzadas no se produjo a causa del dólar, sino en gran medida

debido a la elevada exposición de los bancos en Europa a los activos tóxicos estadounidenses y a su necesidad de captar fondos en dólares a corto plazo en los mercados mayoristas. En el caso de Asia, América Latina y las economías emergentes de Europa, la crisis las alcanzó a través de los vínculos comerciales. Algunos sistemas bancarios de economías emergentes sufrieron una escasez de fondos en dólares a corto plazo que acentuó la crisis; un problema que, en algunos casos, la Reserva Federal abordó acordando líneas de *swaps* de monedas con otros bancos centrales.

La preocupación principal de las autoridades monetarias en períodos de crisis es garantizar la disponibilidad de fondos suficientes en la moneda internacional, cualquiera que ésta sea. Actualmente dicha moneda es el dólar estadounidense y, en mucha menor medida, el euro y el franco suizo (véase el recuadro). La aparición de otras monedas internacionales dominantes (reales o virtuales) no modificaría la naturaleza del problema.

En las crisis es necesario el acceso a una moneda internacional

Para las EME, el problema puede ser grave. La capacidad de cualquier banco central de proporcionar liquidez en una moneda extranjera es limitada, dado que las tenencias en dicha moneda son finitas. Además, no cabe esperar que el emisor de una moneda internacional garantice el suministro de liquidez de forma incondicional. La utilización de una moneda internacional, como el DEG, que se basa en una cesta de monedas nacionales, no resolverá este problema básico. De hecho, es probable que lo complique, pues las autoridades de los países cuyas monedas integren la cesta no verían diferencia entre la emisión incondicional de la unidad compuesta y la emisión incondicional de sus propias monedas.

Pero el emisor de una moneda internacional podría no suministrar suficiente liquidez

Por tanto, continúa la búsqueda de una red mejorada de seguridad financiera a escala mundial y se están debatiendo propuestas al respecto. Esto es algo especialmente importante dada la ausencia de amplias líneas formales de *swaps* de monedas entre las EME y los principales bancos centrales. Una solución sería modificar la Línea de Crédito Flexible introducida por el FMI, de forma que los requisitos para acceder a ella fueran más previsibles y se ampliara su duración. Otra opción sería establecer un mecanismo para asegurar la liquidez en divisas, que combinaría el desembolso de primas de seguro y con líneas de crédito preacordadas de los principales bancos centrales. Otra posibilidad serían las soluciones regionales, como la Chiang Mai Initiative Multilateralisation y los *swaps* bilaterales de monedas distintas de las de reserva durante períodos de tensión. Todas estas propuestas merecen un estudio más detallado. Quedan pendientes cuestiones relevantes, como la forma de hacer frente al riesgo moral que pueden entrañar estos mecanismos, y también hasta qué punto es realista alcanzar un acuerdo sobre una red de seguridad financiera mundial que resultara lo suficientemente amplia en caso de crisis grave, en el que también habría que abordar muchos otros aspectos.

Las EME buscan alternativas

Lecciones de la crisis sobre el papel internacional del dólar estadounidense

A finales de 2008, las turbulencias en los mercados monetarios mundiales alteraron el papel hegemónico del dólar estadounidense en la negociación a plazo de dos monedas situadas en la periferia de la zona del euro: el forint húngaro y el zloty polaco. Este experimento natural sobre la resistencia del dólar terminó con un rápido retorno de este segmento del mercado de divisas mundial a su patrón anterior. El caso sugiere que la hegemonía del dólar como medio de cambio internacional es más fuerte de lo que suele suponerse.

Antecedentes

Durante la crisis financiera internacional, las tensiones existentes en los mercados de financiación en dólares se propagaron de forma rápida y vigorosa a otros mercados monetarios, en parte debido a la preponderancia del dólar en el mercado de *swaps* de divisas. En este mercado, los fondos en una moneda se permutan temporalmente por fondos en otra. En abril de 2007, el par de monedas más negociado era el dólar/euro, que representaba el 28% de los *swaps*. Otras monedas se permutaban por el dólar en el 64% de las operaciones y, por el euro, en sólo el 6%. Los *swaps* en dólares dominaban en una proporción de 10 a uno incluso en los mercados de divisas de Europa central, donde los agentes del mercado cruzan la moneda local al contado principalmente con el euro. En resumen, el dólar se situó muy por encima de otras monedas como medio de cambio en el mercado de *swaps*.

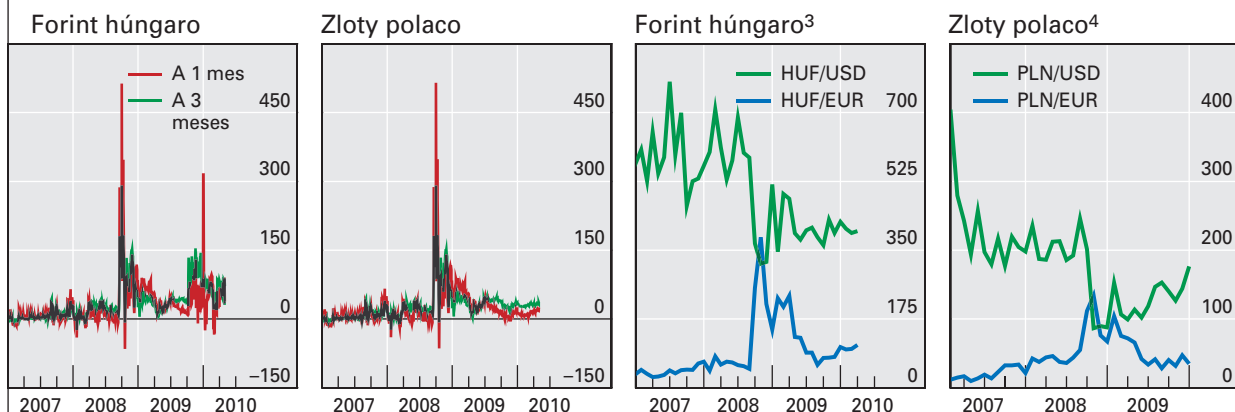
El dólar no domina tanto en otros usos internacionales. En el mercado internacional de bonos, el dólar y el euro se sitúan más a la par en importancia como depósito de valor: el 45% para el dólar y el 32% para el euro a finales de 2008, según datos del BPI y del BCE. Este contraste puede explicarse por la inercia del medio de cambio, al concentrarse la liquidez en determinados tipos de cambio bilaterales. Por tanto, las monedas de Europa central no empezaron a cruzarse principalmente con el euro en el mercado de divisas al contado hasta bastante después de ser más estables frente a éste que frente al dólar.

Más allá de la pura inercia, las externalidades de red rigen la elección de un medio de cambio. En concreto, si es más fácil permutar dólares por otras monedas, entonces es más útil intercambiar cualquier moneda nacional por dólares. Siendo así, el predominio de los *swaps* de dólares se puede restablecer incluso tras una perturbación significativa que lleve a los agentes del mercado a sustituir el dólar por el euro durante un tiempo. La pura inercia puede explicar la permanencia de los *swaps* de dólares, pero no su retorno.

Valoración y negociación de *swaps*: el dólar y el euro frente al forint y al zloty

Precios de *swaps*¹

Contratación de *swaps*²



¹ Diferencial entre la prima de rendimiento del dólar de EEUU (implícita en los *swaps* de divisas) sobre la tasa Libor para el dólar y la prima de rendimiento del euro (implícita en los *swaps* de divisas) sobre la tasa Libor para el euro, para la moneda indicada; en puntos básicos. ² Volumen de negociación de los *swaps* de divisas frente al dólar de EEUU y el euro. ³ Contratación media diaria de *swaps* en el mercado de divisas húngaro declarada por instituciones crediticias residentes; en miles de millones de forints. ⁴ Volumen total de contratación mensual en el mercado de divisas polaco, en miles de millones de zlotys.

Fuentes: Magyar Nemzeti Bank; Banco Nacional de Polonia; Reuters.

Gráfico IV.A

El experimento natural

En abril de 2007, sólo unas pocas monedas contaban con un mercado bien desarrollado de *swaps* de dólares y de euros, incluidos el forint húngaro y el zloty polaco. Afortunadamente, los bancos centrales de Hungría y Polonia recopilan datos mensuales que ofrecen una visión de la dinámica del mercado en el período posterior al colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Como se ha señalado, antes de la crisis la moneda preferida para los *swaps* en ambos mercados seguía siendo el dólar. Cuando la escasez de dólares se agudizó en septiembre y octubre de 2008, las tasas de interés del dólar implícitas en el precio de los *swaps* en dólares superaron a las tasas de interés del euro implícitas en el precio de los *swaps* en euros. En Hungría y Polonia, los operadores en los mercados de divisas pasaron de permutar la moneda local por el dólar a intercambiarla principalmente por euros. Cuando las ingentes cantidades de *swaps* de la Reserva Federal proporcionaron financiación en dólares a los bancos europeos, la prima sobre los dólares bajó y, un año después, los operadores volvían a permutar las monedas locales mayoritariamente por el dólar (véase el Gráfico IV.A).

La estructura del mercado de francos suizos podría encerrar la clave para explicar el retorno al dólar de los mercados de *swaps* húngaro y polaco. Dado que muchos de los préstamos de Hungría y Polonia están denominados en francos suizos, en último término los bancos de dichos países no necesitan convertir la liquidez en moneda nacional a euros o dólares, sino a francos suizos. En abril de 2007, en el mercado de contado el valor de las operaciones de francos suizos/euros se aproximaba al cruzado en francos suizos/dólares (33.000 frente a 49.000 millones de dólares); en el mercado de *swaps*, en cambio, el volumen negociado de francos suizos/euros fue muy inferior al valor de las operaciones de francos suizos/dólares (15.000 frente a 81.000 millones de dólares). Si en circunstancias normales el franco suizo puede permutarse por el dólar más fácilmente que por el euro, entonces es comprensible que los operadores de Hungría y Polonia volvieran a permutar la moneda local por el dólar tras la crisis.

En pleno debate sobre el futuro del dólar como depósito de valor, el hecho de que Hungría y Polonia vuelvan a utilizarlo en el mercado de *swaps* muestra su aguante como medio de cambio. Esta propiedad refleja fuerzas que trascienden la pura inercia y están arraigadas en los complejos vínculos existentes entre bancos internacionalmente activos, préstamos transfronterizos y operaciones de liquidez transfronterizas. Esta perspectiva práctica sobre las operaciones actuales de los mercados debería tenerse en cuenta al considerar cualquier cambio en el sistema monetario internacional.

Resumen

La situación económica de las EME ha mejorado notablemente, pero aún se enfrentan a significativos dilemas de política económica. La reactivación del crecimiento y el retorno de las entradas de capital exponen de nuevo a las autoridades a viejas presiones (inflación, rápida expansión del crédito, apreciación de la moneda y efervescencia de los precios de los activos) que ya tuvieron que afrontar antes de la crisis. En caso de intensificarse las entradas de capital, los desequilibrios macroeconómicos podrían ir a más. Hacer frente a las entradas de capital con nuevas intervenciones a gran escala en el mercado de divisas entraña riesgos para el sistema financiero. Como alternativa, las medidas macroprudenciales pueden ayudar a limitar tanto la exposición por descortes de monedas o de plazos derivados de las entradas de capital de cartera, como las consecuencias negativas asociadas a la expansión del crédito. Pero las medidas macroprudenciales no son sustitutivas de una política monetaria restrictiva ni de una mayor flexibilidad cambiaria como medios para fomentar ajustes internos y externos ordenados y sostenidos. Al mismo tiempo, es necesario redoblar los esfuerzos para afianzar la capacidad de reacción del sistema monetario internacional.