

La acumulación de reservas de divisas en mercados emergentes: implicaciones locales¹

Este trabajo analiza algunas de las implicaciones locales de la intervención a gran escala en el mercado de divisas por parte de algunas economías de mercado emergentes para evitar la apreciación de sus monedas. En los últimos cinco años, numerosos países han adoptado una política monetaria acomodaticia mientras realizaban este tipo de intervención. Pese al prolongado periodo resultante de tasas de interés bajas, diversos factores han mantenido la inflación bajo control, aliviando así un dilema para las políticas de los bancos centrales. No obstante, una prolongada acumulación de reservas a gran escala puede acabar creando otros riesgos distintos de la inflación a corto plazo, como por ejemplo elevados costes de intervención, desequilibrios monetarios, recalentamiento de los mercados de deuda y de activos, así como sistemas bancarios muy líquidos e incluso distorsionados.

Clasificación JEL: E52, E58, F31, F41.

Durante los últimos años, algunas economías de mercado emergentes no han cesado de acumular reservas de divisas a un ritmo sin precedentes. Las últimas estimaciones del FMI señalan que la acumulación continuará siendo sustancial tanto este año como el siguiente². El objetivo general de esta política ha sido evitar o retrasar la apreciación de la moneda local, si bien es debatible hasta qué punto tal política puede ser eficaz y durante cuánto tiempo. Contrariamente a la sabiduría convencional relativa a las economías grandes, con mercados financieros muy integrados en los mercados mundiales de capital, hay indicios de que cuando se trata de economías de mercado emergentes, la intervención esterilizada consigue influir más en las tasas de cambio³. Este aspecto no constituye sin embargo el centro de nuestro estudio,

¹ Quisiéramos agradecer los valiosos comentarios de David Archer, Claudio Borio, Már Gudmundsson, Corrinne Ho, Robert McCauley, Ramón Moreno, Frank Packer, Srichander Ramaswamy, Sweta Saxena y William White, así como la excelente labor estadística realizada por Stephan Arthur, Pablo García-Luna y Marjorie Santos. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

² Las *Perspectivas Económicas Mundiales del FMI* prevén un aumento de las reservas de los países en desarrollo por valor de 584.000 y 562.000 millones de dólares en 2006 y 2007 respectivamente (FMI, 2006).

³ Véase Disyatat y Galati (2005) y Mihaljek (2005).

si no que nos centraremos en cómo una prolongada acumulación de reservas puede generar riesgo para la economía nacional hasta el punto de desincentivar futuras intervenciones.

La financiación de una acumulación de reservas prolongada y sustancial repercute en la situación financiera del banco central, del sistema bancario e incluso del sector privado. Cualquier variación significativa de sus balances puede llegar a tener efectos macroeconómicos notables, dependiendo del modo en que se gestionen los riesgos asociados y de la manera en la que se financie la intervención. Podría ocurrir que estas alteraciones de su situación financiera mermaran la eficacia de la esterilización, con posibles repercusiones para la inflación. También podrían presentarse problemas como altos costes de intervención, aumento insostenible de los precios en los mercados de deuda y de activos, así como creciente ineficiencia del sistema financiero⁴. Así por ejemplo, el recalentamiento de la economía y los elevados costes de intervención a principios de la década de los 90 llevaron a numerosos países latinoamericanos a abandonar este tipo de intervención⁵.

Cabe destacar que el ciclo económico ha sido decisivo para el sostenimiento de los recientes niveles de intervención. Muchos de los países que han acumulado reservas en los últimos años han gozado de un exceso de capacidad instalada y de una baja inflación, facilitándoles de este modo bajar las tasas de interés oficiales ante cualquier presión alcista sobre sus monedas. Así las cosas, la acumulación de reservas no ha vuelto a plantear el dilema al que debieron enfrentarse las políticas en episodios anteriores de elevada inflación, cuando las autoridades tuvieron que elegir entre su objetivo de inflación y su objetivo para la tasa de cambio.

En la primera sección de este artículo monográfico se analiza el grado de acumulación de reservas con relación a medidas estándar del tamaño de la economía y del sistema financiero. A continuación se examina hasta qué punto se ha esterilizado la intervención y por último se determina si los efectos nocivos que tendría una intervención incluso completamente esterilizada podrían provocar en algún momento un replanteamiento de las políticas de intensa acumulación de reservas.

La reciente acumulación de reservas

En el Cuadro 1, donde se compara la reciente acumulación de reservas en las principales regiones con dos episodios previos a comienzos y mediados de la década de los 90, se observa que el episodio actual ha durado bastante más que los anteriores. Entre los años 2000 y 2005, las economías de mercado emergentes acumularon reservas a un ritmo anual de 250.000 millones de

Las recientes intervenciones no tienen precedentes

⁴ Para saber más sobre estos asuntos, véase Mohanty y Turner (2005) e International Relations Committee Task Force (2006).

⁵ Véase Reinhart y Reinhart (1999) y Griffith-Jones et al (2001).

Balanza de pagos en economías emergentes¹

	Balanza por cuenta corriente			Flujos de capital netos ²			Reservas			
							Variación			Volumen
	1990–93	1995–96	2000–05	1990–93	1995–96	2000–05	1990–93	1995–96	2000–05	Julio 2006 ⁷
Asia	6	-64	899	160	230	211	119	110	1.178	2.025
China	20	9	347	35	79	291	4	53	664	941
India	-17	-12	-5	20	16	95	7	0	99	156
Corea	-14	-32	82	20	41	51	5	8	136	225
Taiwan (China)	39	16	117	-29	-21	30	10	-4	147	260
Otros países asiáticos ³	-22	-45	358	114	115	-239	93	53	132	442
América Latina ⁴	-85	-68	-26	138	105	106	71	49	83	244
Europa central ⁵	-2	-11	-102	6	34	134	16	21	39	99
Rusia	1	18	290	9	-26	-31	10	7	167	243
Oriente medio ⁶	-90	6	383	111	9	-302	-3	8	50	89
Total	-170	-119	1.445	423	351	117	214	195	1.517	2.701

¹ Suma acumulada para el periodo, en miles de millones de dólares de EEUU. Las cantidades agregadas son la suma de las economías enumeradas. ² Cuenta financiera, no incluido en otra parte. ³ Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia. ⁴ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁵ República Checa, Hungría y Polonia. ⁶ Kuwait, Libia, Omán, Qatar y Arabia Saudita. ⁷ O últimos datos disponibles.

Fuentes: FMI, Estadísticas de la Balanza de Pagos; FMI, *Perspectivas Económicas Mundiales*; Datastream.

Cuadro 1

dólares (el 3,5% de su PIB conjunto anual), lo que supone casi cinco veces más que a comienzos de los años 90. En proporción al PIB, dicha acumulación ha sido especialmente rápida en China, Corea, India, Malasia, Rusia y Taiwán (China). En América Latina y Europa central, la acumulación de reservas ha sido algo modesta, creciendo su participación como porcentaje del PIB en los últimos cinco años tan sólo en Argentina, México, la República Checa y Venezuela. Numerosas economías exportadoras de petróleo de Oriente Medio también han visto aumentar sus reservas.

La presión alcista sobre la tasa de cambio que estas intervenciones intentaban contrarrestar ha solido obedecer a grandes superávits por cuenta corriente, mientras que en los episodios anteriores el origen se hallaba en los grandes flujos netos de capital privado. Existen no obstante importantes excepciones. En China, Corea y Taiwan (China), las recientes presiones hacia la apreciación se han debido tanto a las entradas de capital como al superávit por cuenta corriente. En el caso de la India, las entradas netas de capital han sido mucho mayores que su déficit por cuenta corriente, al igual que en gran parte de América Latina y Europa central y oriental, a excepción de Rusia, donde los superávits por cuenta corriente se han disparado por los incrementos del precio del petróleo.

Balance de un banco central	
Activo	Pasivo
Activos extranjeros netos Activos nacionales netos	Pasivo monetario <ul style="list-style-type: none"> • Efectivo en circulación • Reservas bancarias Pasivo no monetario <ul style="list-style-type: none"> • Títulos del banco central • Otros Fondos propios
Cuadro 2	

Mientras que las entradas de capitales (en especial la inversión de cartera) a menudo se han considerado temporales (justificando tal vez la intervención), los superávits por cuenta corriente suelen persistir y tienen efectos duraderos en la tasa de cambio. Asimismo, los inversionistas y los intermediarios en divisas suelen asociar persistentes superávits por cuenta corriente con un aumento de la tasa de cambio de equilibrio a largo plazo. Resistirse ésta apreciación puede causar incluso mayores entradas de capital, lo que podría provocar a su vez un círculo vicioso de mayor presión alcista sobre la moneda y con ello mayor intervención.

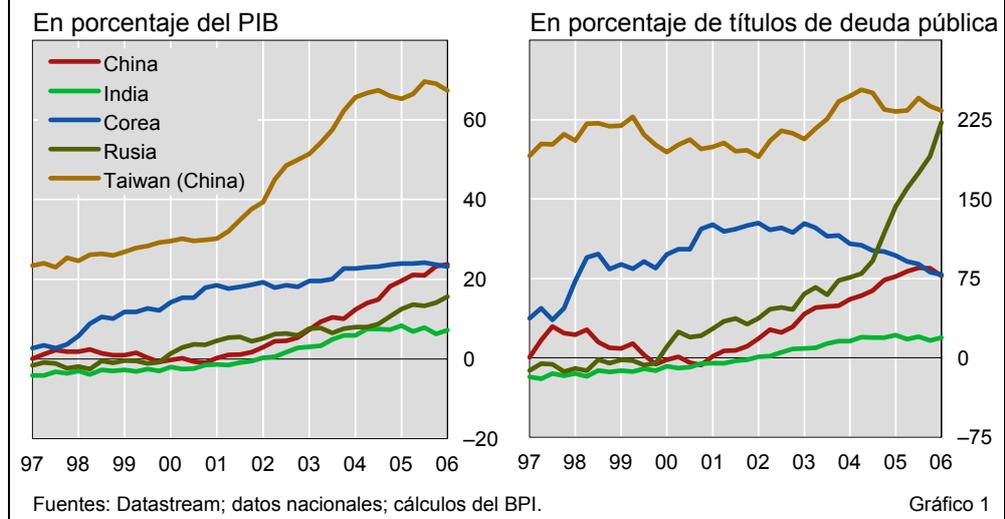
Grado de esterilización de las intervenciones

La rápida acumulación de reservas tiene importantes efectos sobre el balance contable de los bancos centrales. El Cuadro 2 recoge una versión simplificada del balance de situación de una autoridad monetaria. El activo se compone de divisas y activos locales y, el pasivo consta de efectivo en circulación, reservas bancarias (que en conjunto conforman el pasivo monetario), las emisiones de deuda propia y otros pasivos (que en conjunto se agregan para conformar el pasivo no monetario) y los fondos propios. El nivel de efectivo en circulación viene determinado en gran medida por la demanda de billetes y monedas por el público. Los fondos propios representan las transferencias del Gobierno hacia el banco central (más pérdidas y ganancias acumuladas), mientras el pasivo restante está bajo el control del banco central.

Gran impacto de la intervención en el balance de los bancos centrales

Una inyección de fondos propios para financiar la acumulación de reservas no produciría una expansión monetaria siempre y cuando el Gobierno no financie esta operación recurriendo a depósitos o a un sobregiro del banco central. Si no se aumentan los fondos propios y el resto de factores (es decir, la demanda de efectivo) no varía, la acumulación de reservas necesita alguna otra fuente de financiación. Una manera de satisfacer esta necesidad de financiación es utilizar el exceso de reservas de divisas en relación al efectivo en circulación. Hasta finales de la década de los 90, esta brecha de financiación solía ser reducida o incluso negativa en la mayoría de países en desarrollo, es decir, los activos de reserva en divisas y la moneda en

Reservas de divisas, netas de efectivo en circulación



circulación eran de magnitud semejante. Sin embargo, la brecha se ha ampliado notablemente durante los últimos cinco años en porcentaje del PIB en numerosas economías de mercado emergentes, especialmente en Asia (véase el Gráfico 1). Además, en muchos países, esta brecha también es amplia con relación al volumen de títulos de deuda pública.

Impacto sobre la política monetaria

Al realizar la intervención, el banco central puede financiar esta brecha emitiendo obligaciones monetarias locales (normalmente reservas monetarias de bancos comerciales). Si se permite que este aumento de reservas presione a la baja la tasa de interés a corto plazo (intervención no esterilizada), el crédito bancario tenderá a ampliarse, pudiendo resultar en un incremento de las presiones inflacionistas. Si el banco central cuenta con un objetivo cuantitativo para las tasas de interés a corto plazo (normalmente la tasa oficial), es posible que intente contrarrestar el aumento de las reservas bancarias modificando otras partidas de su balance (a menudo vendiendo activos locales o emitiendo títulos por cuenta propia) sobre las que tiene control (intervención esterilizada).

Relajación monetaria en un contexto de baja inflación

Cabría preguntarse por las implicaciones monetarias que han tenido las intervenciones. Analizando los cambios que han experimentado las distintas partidas del balance contable del Cuadro 2 entre enero de 2000 y mayo de 2006, se observa que las variaciones del crédito nacional neto y de los pasivos no monetarios contrarrestaron entre un 85% y 95% los cambios en los activos extranjeros netos en la India, Corea, Malasia, Singapur y Taiwan (China), y más del 70% y del 60% en el caso de China y Rusia respectivamente⁶. De este modo, la acumulación de reservas por bancos centrales coincidió en gran medida con el intento deliberado de relajar la política monetaria en un entorno de baja inflación y exceso de capacidad instalada. Tal y como muestra el

⁶ Cifras estimadas con la siguiente ecuación: $\Delta DC_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta NFA_t + \alpha_2 \Delta DC_{t-1} + \varepsilon_t$, donde DC es el crédito interno neto en el balance del banco central ajustado por valores y otros pasivos no monetarios en su poder, y NFA son los activos netos extranjeros. El modelo se estimó utilizando datos ajustados de efecto calendario desde enero de 2000 hasta mayo de 2006.

Gráfico 2, las tasas de interés reales a corto plazo han caído en Asia en los últimos años con más fuerza que en otras regiones, al igual que ha ocurrido en otros países que también han acumulado grandes cantidades de reservas (por ejemplo, Rusia). En otras palabras, numerosos bancos centrales han aprovechado la acumulación de reservas para ampliar la base monetaria y respaldar así una orientación monetaria más acomodaticia⁷. Así, en esta coyuntura de inflación baja, los bancos centrales tuvieron más fácil compatibilizar los objetivos de tasa de interés y de inflación de lo que hubiera sido en otras circunstancias.

Por tanto, cabe preguntarse si la inflación mantendrá niveles reducidos en las economías de mercado emergentes. En China, la tasa de inflación ha sido volátil, aunque a mediados de 2004 tocó techo en el 5%, reduciéndose desde entonces. En la India, la tasa de inflación principal también ha fluctuado ampliamente, desde el 8% a mediados de 2004 y hasta el 3% un año después. En Arabia Saudita, Malasia, Tailandia y Taiwan (China), aunque la inflación ha aumentado en los últimos dos años, todavía se sitúa dentro de los límites que sus bancos centrales se han fijado como objetivo. En cambio, la acumulación de reservas en Argentina, Rusia y Venezuela ha ido acompañada de niveles de inflación relativamente elevados (10-13% en los últimos dos años).

La baja inflación registrada hasta la fecha puede ser hasta cierto punto estructural, reflejo de factores como mayor integración transfronteriza de los

Mientras la inflación ha permanecido baja...

... las presiones parecen haberse acumulado



⁷ Por ejemplo, el Banco Popular de China (BPC) ha utilizado operaciones flexibles en el mercado abierto para esterilizar en diversos grados su intervención en el mercado de divisas. Así por ejemplo, en la primera mitad de 2005, en un entorno de inflación baja, el BPC inyectó 1 billón de renminbi mediante compras de divisas y retiró de la circulación 761.000 millones de renminbi a través de operaciones en el mercado abierto, lo que supuso la expansión neta de la base monetaria. No obstante, desde el segundo semestre el banco ha intensificado sus operaciones esterilizadas para endurecer las condiciones monetarias ante las crecientes presiones que amenazan con recalentar su economía (véase BPC, 2005).

mercados de productos y factores, así como de reformas estructurales destinadas a reforzar la competencia entre productos no comerciables⁸. Sería preocupante que estos factores estructurales desaparecieran o llegaran a quedar dominados por las presiones inflacionistas procedentes de condiciones monetarias expansivas. Desde el año 2002, el crecimiento económico ha reducido la capacidad sobrante en la economía mundial, al tiempo que los precios de las materias primas han crecido con fuerza en todo el mundo. En estas circunstancias, los bancos centrales pueden tener que subir sus tasas de interés y permitir que sus monedas se aprecien más rápido que en el pasado.

Complicaciones de la intervención esterilizada

La acumulación de reservas completamente esterilizada puede presentar una serie de complicaciones. Incluso cuando se consigue esterilizar por completo, la intervención puede traer consigo una serie de dificultades que limiten su utilidad como instrumento de política. A continuación analizamos cuatro de estas posibles complicaciones.

(i) *Los costos fiscales de la intervención*

En el pasado se asumía que la intervención por parte de bancos centrales en países cuyas tasas de interés superaban con creces los niveles internacionales conllevaba grandes costos por el uso de los bonos como instrumento de esterilización, siendo con frecuencia el aumento de estos costos lo que generaba el abandono o reversión de estas políticas. Durante el episodio de entradas de capitales a comienzos de los años 90, se estimó un aumento anual de estos costos entre un 0,25% y un 0,5% del PIB en diversos países latinoamericanos (véase Khan y Reinhart (1994)). Al debilitar sus posiciones fiscales, este factor también puso en duda la credibilidad de los bancos centrales para luchar contra la inflación (véase Calvo, 1991)⁹.

El Gráfico 3 presenta una estimación aproximada de los costos que conlleva el mantenimiento de títulos en porcentaje del PIB, a partir de los diferenciales de las tasas de interés a un año entre los bonos denominados en moneda local y los títulos del Tesoro de Estados Unidos a finales de junio de 2006¹⁰. Como muestra el panel izquierdo, para las tasas de interés actualmente en vigor dichos costos son negativos en una serie de países. En

Los costes asociados a la esterilización permanecen bajos, aunque podrían aumentar...

⁸ Para saber más al respecto, véase Borio y Filardo (2006), FMI (2006) y Yellen (2006).

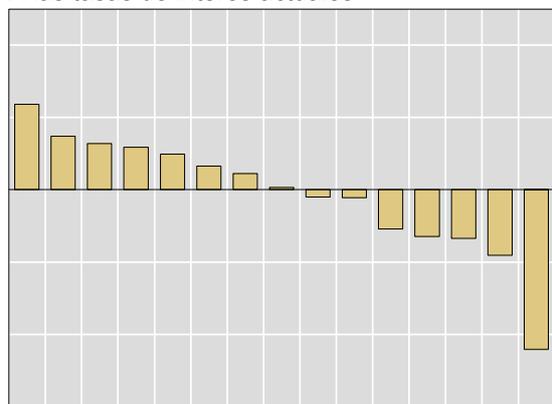
⁹ En el caso de mercados poco profundos e imperfectos, la intervención esterilizada suele elevar las tasas de interés de los títulos utilizados en ella (véase Frankel, 1993, y Turner, 1991). En un reciente discurso, el Subgobernador del Banco de la Reserva de la India afirmó que las operaciones de esterilización a gran escala incrementaban las tasas de interés locales, resultando en una "trampa de flujos de capital cada vez mayores" (véase Mohan, 2006).

¹⁰ Se trata sólo de una aproximación. En la práctica, los costes de mantenimiento (o inmovilización) dependen de la diferencia entre el rendimiento medio de los pasivos del banco central y el obtenido con activos denominados en moneda extranjera.

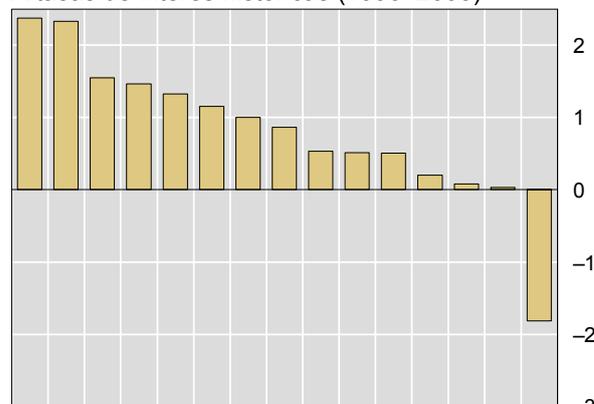
Costes por utilización de títulos para la esterilización¹

En porcentaje del PIB

A las tasas de interés actuales



A tasas de interés históricas (1995–2005)²



ID BR AR PH HU IN MX CL KR PL HK CZ MY CN SG

ID AR HU MX BR PH PL IN CL CZ KR HK CN MY SG

AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CZ = República Checa; HK = Hong Kong RAE; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PH = Filipinas; PL = Polonia; SG = Singapur.

¹ Calculados como el diferencial entre la tasa de interés local y aquella para los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 1 año, aplicado al volumen total de reservas de divisas expresado en moneda local. ² Promedio para el periodo.

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; datos nacionales.

Gráfico 3

China, por ejemplo, en junio de 2006 la tasa de interés a un año era menos de la mitad del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, de modo que el banco central sale ganando con sus operaciones.

No obstante, estos costos son de naturaleza cíclica y las tasas de interés actuales se sitúan en niveles extraordinariamente bajos. En el panel derecho del Gráfico 3 se estima la posible sensibilidad de los costos de mantenimiento ante un futuro aumento de las tasas de interés en países que acumulan reservas; en él se aprecia un aumento significativo de los mismos si las tasas de interés volvieran a sus promedios de los últimos 10 años. Ahora bien, en tal situación, los costes aún serían bajos en algunos países que acumulan grandes cantidades de reservas, especialmente en China¹¹. Además, estos cálculos de costos hipotéticos no reflejan las plusvalías o minusvalías por la oscilación del precio de los bonos. El constante descenso de los rendimientos a largo plazo en los mercados internacionales desde 2001 ha generado ganancias de capital para los bancos centrales cuyos activos en divisas son a largo plazo y sus pasivos en moneda local son a corto plazo. No obstante, una vez más, parece que esta tendencia tiende a remitir más que a continuar.

Otra preocupación relacionada con la acumulación de activos en divisas son las minusvalías que podría sufrir el banco central si se apreciara la moneda. A modo de referencia, el Gráfico 4 estima cómo variaron anualmente

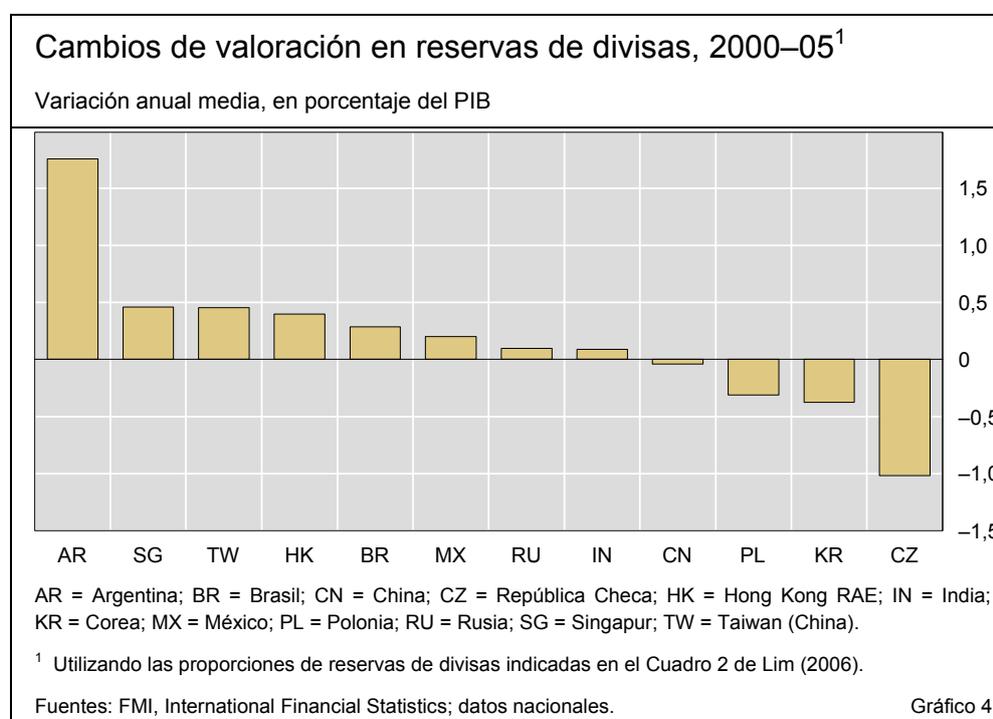
... con posibles pérdidas por valoración de activos

¹¹ Recientemente, numerosos autores han previsto mayores costos de intervención a partir de estimaciones alternativas del costo de oportunidad. Así, Rodrik (2006) muestra que la acumulación de reservas tiene un "costo social" por cuanto que el sector privado se financia a un interés superior al que percibe el banco central por sus activos denominados en divisas. Igualmente, Summers (2006) sugiere costos más altos basándose en los rendimientos anteriores de proyectos de infraestructura.

las valoraciones en porcentaje del PIB entre 2000 y 2005, aplicando para ello las oscilaciones efectivas de la tasa de cambio a una composición estimada de divisas. A falta de datos precisos sobre la composición de las reservas por países, la proporción exacta de cada divisa se estimó aplicando las medias regionales publicadas por el FMI desde el año 2000 (véase Lim, 2006). Así pues, en los países pertenecientes a la llamada "zona del dólar" (Asia y el continente americano), la proporción del dólar en el total de reservas se redujo del 78% a finales de 2000 hasta el 75% en el tercer trimestre de 2005, mientras que la del euro creció del 14% al 18%. En países situados fuera de esa zona (Europa), el dólar pasó de representar el 35% del total hasta el 32%, mientras que el euro aumentó su presencia desde el 50% hasta el 57%¹².

El Gráfico 4 muestra que aquellos países donde la moneda se apreció más frente a sus principales monedas de referencia (desde el punto de vista de la cesta de inversión) sufrieron sustanciales pérdidas por valoración. En cambio, estas minusvalías parecen haber sido hasta ahora moderadas en Asia, a pesar de su gran acumulación de reservas, pero sólo porque la mayoría de monedas asiáticas no se han apreciado significativamente frente al dólar.

Es discutible hasta qué punto estas pérdidas pueden influir en la sostenibilidad de la política de intervención. Las consecuencias económicas directas podrían ser limitadas, al no mermar la capacidad de intervención del banco central (vendiendo moneda local para evitar la apreciación), ni reducir el poder adquisitivo de sus reservas de divisas en términos de bienes extranjeros. En la medida en que el sector privado y las administraciones



¹² Véase también el artículo de Wooldridge (2006) en el presente *Informe Trimestral* en inglés.

públicas sean prestatarios netos en divisas, la apreciación reduce el costo neto de su deuda. Ahora bien, las minusvalías podrían ser relevantes si llegaran a socavar la credibilidad o independencia del banco central.

(ii) *Futuros desequilibrios monetarios*

La eficacia a largo plazo de la intervención esterilizada para reducir el exceso de liquidez depende de los instrumentos que se empleen y del sector que adquiera los títulos utilizados a tal efecto. La acumulación de reservas a gran escala suele aumentar la liquidez subyacente en el sistema bancario, lo cual puede neutralizarse en parte vendiendo deuda pública a largo plazo a los bancos. Si estos a su vez venden dichos títulos al sector no bancario, la esterilización puede considerarse prácticamente completa, ya que los hogares y las sociedades no bancarias reducen sus tenencias de activos monetarios y aumentan sus activos no monetarios (por ejemplo, bonos del Estado).

Durante los últimos cinco años, las intervenciones esterilizadas han conllevado grandes emisiones de títulos del banco central o del Gobierno. En China, Corea y Taiwan (China), el volumen de títulos del banco central en circulación creció con rapidez hasta situarse en el 15%, 20% y 30% del PIB, respectivamente, a finales de junio de 2006. En la mayoría de países, los instrumentos utilizados en la esterilización han tenido generalmente vencimientos de corto plazo. En el caso del Banco Popular de China y del Banco de la Reserva de la India, la mayoría de los títulos emitidos (sobre todo deuda pública dentro del esquema de estabilización monetaria) vence en un plazo inferior a un año. En Corea, a finales de 2004, más del 80% de los bonos de estabilización monetaria en circulación tenía una duración de tres años o menos. El vencimiento de otros instrumentos que devengan intereses, como *swaps* de divisas y facilidades de depósito remuneradas, suele ser mucho más corto, pudiendo oscilar entre varios días y varios meses¹³.

Han sido los bancos —y no el sector privado no bancario— los que han servido de principal contraparte para la expansión de los títulos de bancos centrales y administraciones públicas. En China, por ejemplo, más del 80% de los títulos del banco central estaba en manos de bancos a finales de 2005. En la India, los bancos detentaban alrededor del 65% del crédito nacional en bonos del Gobierno a finales de 2004. En la medida en que los bancos que mantienen dichos activos líquidos se consideren en mejor situación de ampliar el crédito, el efecto restrictivo de la intervención esterilizada para el crecimiento monetario podría resultar pasajero¹⁴. Otro desafío radica en que la abundancia de títulos para la esterilización y otras obligaciones no monetarias

Los títulos de deuda suelen tener vencimientos de corto plazo....

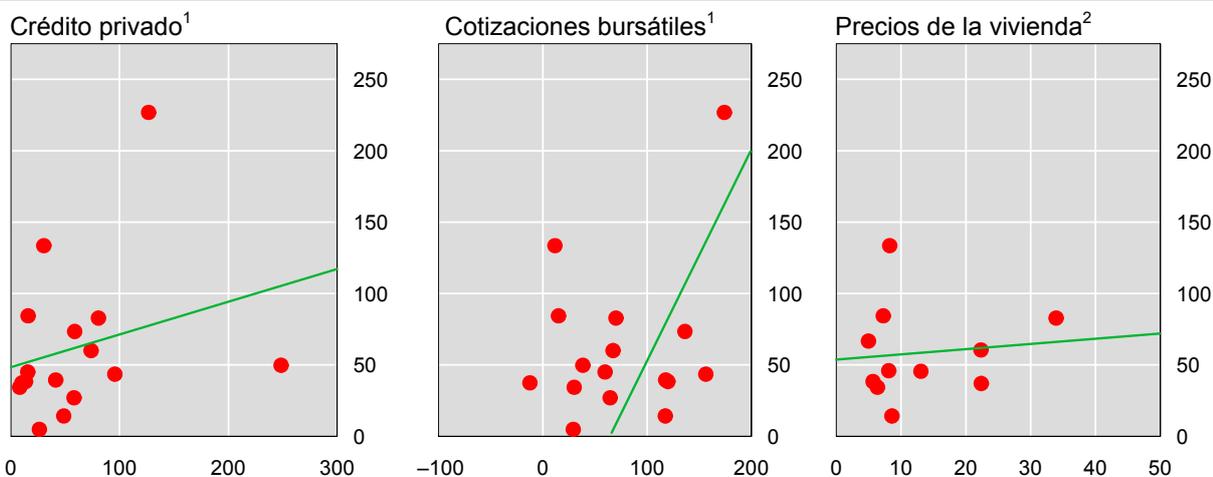
... y estar en manos de bancos, con balances líquidos

¹³ Ho y McCauley (2006) analizan los diversos instrumentos a corto plazo del mercado de dinero utilizados por bancos centrales de mercados emergentes para drenar el exceso de liquidez y su impacto sobre las condiciones monetarias.

¹⁴ Véase en Kumhof (2004) un modelo formal para determinar la eficacia de la esterilización con bonos a corto plazo. El autor muestra cómo al aumentar el volumen de bonos a corto plazo con características monetarias se incrementa también la demanda.

Acumulación de reservas de divisas y condiciones financieras

Variación, en porcentaje, desde finales de 2003 hasta las cifras más recientes disponibles



¹ Argentina, Brasil, China, República Checa, Hong Kong RAE, Hungría, India, Corea, Malasia, México, Polonia, Arabia Saudita, Singapur, Tailandia, Rusia y Venezuela. ² Argentina, Brasil, China, República Checa, Hungría, India, Corea, Malasia, México, Polonia, Arabia Saudita, Singapur, Rusia y Venezuela.

Fuentes: FMI, International Financial Statistics; Datastream; datos nacionales.

Gráfico 5

remuneradas aumenta los pasivos del banco central por pago de intereses, lo que a su vez le exige emitir más títulos¹⁵.

Exposición a los tipos de interés

La existencia de un gran volumen de obligaciones a corto plazo también expone a los bancos centrales a futuras fluctuaciones de la tasa de interés, como si el Gobierno corriera un gran riesgo de reestructuración de su deuda (por ejemplo, el riesgo de no conseguir suficiente financiación en las subastas sin reducir el precio de los títulos sustancialmente). Uno de los principales factores que en los últimos años ha facilitado la absorción de los títulos utilizados en la esterilización ha sido la fuerte demanda de activos exentos de riesgo por parte de los bancos. Si se revirtiera esta tendencia, la intervención esterilizada mediante la emisión de deuda a gran escala podría ser más difícil y costosa de mantener. El año pasado, por ejemplo, el Banco de Corea (2005) expresó su inquietud ante el crecimiento de los costos por intereses derivados de la creciente utilización de bonos de estabilización monetaria.

(iii) Desequilibrios en el sector financiero

Una intervención prolongada podría estimular el préstamo bancario....

La intervención destinada a evitar la apreciación de la moneda puede acentuar los desequilibrios macroeconómicos y financieros a través de diversos canales. Como se analizó antes, un aumento del préstamo bancario debido a una esterilización incompleta o ineficaz podría servir para financiar inversión excesiva en sectores como el inmobiliario. Estos efectos pueden incluso asociarse a un entorno de inflación persistentemente baja y tasas de interés

¹⁵ Otra implicación de una elevada emisión de títulos del banco central es la fragmentación del mercado que produce en países donde la deuda pública gubernamental presenta características similares, lo que repercute negativamente en la liquidez y actividad en los mercados de deuda nacionales (véase Mc Cauley, 2003).

reducidas (White, 2006). Otro posible canal son las expectativas de apreciación de la moneda en el futuro, que podrían atraer grandes entradas de capital a corto plazo, presionando así al alza las cotizaciones bursátiles. Esta reacción se vería reforzada si se percibiera el predominio de estrategias de inversión en una sola moneda (*one-way bet*), lo que aumentaría la sustitución de monedas y el préstamo en divisas sin cobertura.

No es fácil determinar la importancia de cada uno de estos canales, ya que tanto el crédito bancario como los flujos de capital pueden verse influidos por otros factores. No obstante, la acumulación de reservas en una serie de países ha estado asociada a condiciones de financiación más favorables, como muestra el Gráfico 5, donde se observa que el crédito bancario al sector privado ha crecido con vigor en países que han ido acumulando grandes cantidades de activos de reserva. Esta expansión ha venido acompañada de aumentos especialmente pronunciados del préstamo al sector de la vivienda. En concreto, la exposición de los bancos a dicho sector (en proporción al total de préstamos) creció con rapidez en la India desde un nivel muy bajo en 1999 hasta el 10% en 2004. Algo similar ocurrió en Corea (del 10% al 33%) y en Tailandia (del 7% al 10%). Otro indicador de condiciones de financiación más favorables ha sido la acumulación de reservas a gran escala coincidiendo con un rápido incremento en el precio de las acciones.

No existen indicadores simples para explicar cómo la continua intervención esterilizada puede haber desalineado las tasas de cambio o hasta qué punto puede haber influido en las expectativas de los inversionistas sobre su evolución futura. En cualquier caso, las monedas de numerosos países con amplios y persistentes superávits por cuenta corriente no se han apreciado significativamente en términos reales. En algunos casos, las tasas de cambio efectivas reales se sitúan de hecho por debajo de su nivel a comienzos de la década, cuando dichos superávits eran reducidos. Así por ejemplo, en junio de 2006, las tasas de cambio efectivas reales en China, Malasia, Singapur y Taiwan (China) eran entre un 5% y un 10% inferiores a la media registrada en el periodo 2000-02, mientras que en la India permanecieron prácticamente iguales. En Arabia Saudita, la moneda se ha depreciado en términos reales más del 20%, mientras que en Corea y Rusia se ha apreciado en ese mismo periodo más del 20% y el 45% respectivamente.

El Gráfico 6 recoge la diferencia, en porcentaje, entre las previsiones de consenso para la tasa de cambio a un año vista y la tasa de cambio a plazo implícita en los diferenciales de tasas de interés frente a Estados Unidos para ocho de los países que han intervenido sustancialmente en los últimos años. Los valores positivos implican que las previsiones de consenso indican rentabilidad superior para las tenencias en moneda local. Con tan sólo contadas excepciones, estas previsiones han favorecido las posiciones largas no cubiertas en moneda nacional, coincidiendo así con la opinión de que las monedas de los países que han esterilizado sus intervenciones han sido ampliamente infravaloradas en los mercados.

... y acabar por
recalentar los
mercados de deuda
y de activos

(iv) Implicaciones para la intermediación financiera

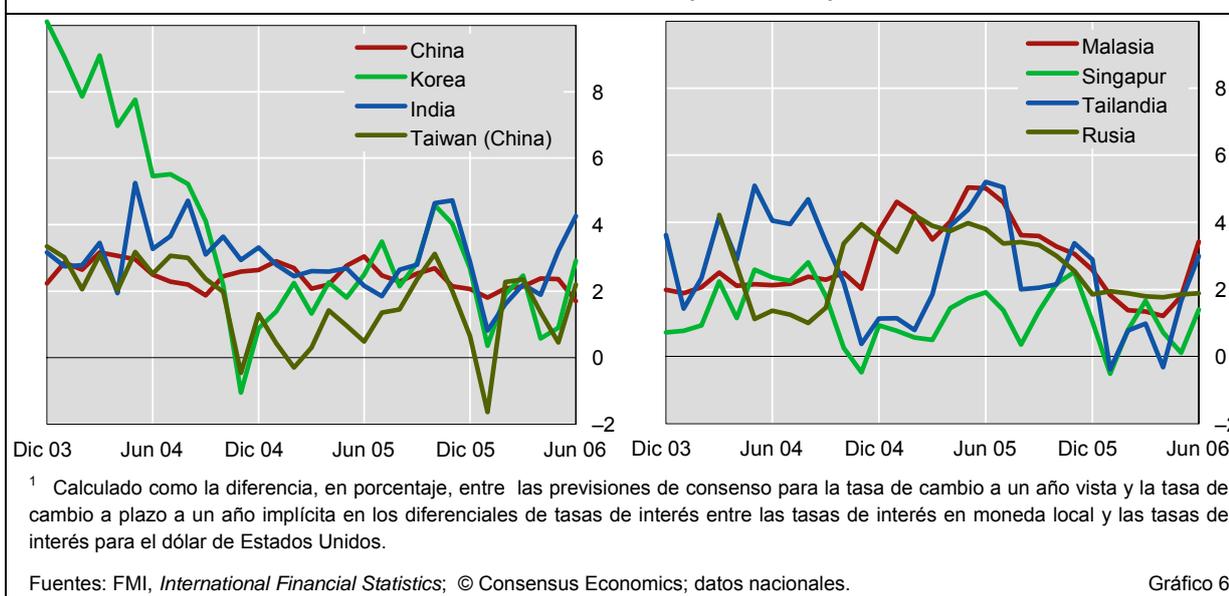
La intervención podría mermar la eficiencia de la intermediación financiera...

... al aumentar la utilización de instrumentos que operan fuera del mercado...

Las dificultades que conlleva la intervención esterilizada a gran escala pueden llevar a utilizar instrumentos que operan fuera del mercado para drenar el exceso de liquidez, algo que puede afectar negativamente al sistema financiero. Así por ejemplo, a comienzos de la década de los 90, numerosas economías asiáticas transfirieron grandes cantidades de depósitos de instituciones financieras públicas desde el sistema bancario hacia el banco central, a menudo con tasas de interés inferiores a las que ofrecía el mercado. Malasia incrementó sustancialmente el nivel de reservas obligatorias, mientras Indonesia impuso un gravamen del 15% a los intereses abonados por los bancos e introdujo controles crediticios directos. Este tipo de medidas tuvieron consecuencias desfavorables bien conocidas. Así, las exigencias de encaje bancario gravaron *de facto* al sistema bancario, fomentando con ello la desintermediación financiera, mientras que los controles de capital directos entorpecieron la eficaz asignación de recursos.

El recurso a estos instrumentos ha sido por ahora limitado en el episodio actual de acumulación de reservas. China elevó sus niveles mínimos de reservas en 1,5 puntos porcentuales entre septiembre de 2003 y abril de 2004, y de nuevo otro punto porcentual en julio de 2006, medidas que completó con restricciones directas al préstamo bancario a comienzos de 2004 y de nuevo en meses recientes con el fin de frenar el rápido crecimiento crediticio¹⁶. La India también ha impuesto de forma selectiva niveles obligatorios de reservas

Rendimiento de tenencias en moneda local implícito en previsiones de consenso¹



¹⁶ Goldstein y Lardy (2006) defienden que, al estar infravalorada la tasa de cambio en China, el banco central suele recurrir más a medidas cuantitativas para el control del crédito, lo cual no sólo frena el desarrollo de una cultura crediticia, sino que también reduce la rentabilidad del sistema bancario.

en septiembre y octubre de 2004 para controlar el crecimiento monetario. Una de las razones por las que muchos países han conseguido recurrir menos a este tipo de instrumentos ha sido el reciente desarrollo de mercados de bonos nacionales, lo cual ha facilitado la esterilización.

Existen otros muchos canales por los que la acumulación de reservas puede mermar la eficiencia de la intermediación financiera, si bien es difícil determinar con precisión su importancia en el episodio actual. Por ejemplo, una prolongada intervención esterilizada puede alterar el comportamiento de los bancos, en el sentido de que los beneficios obtenidos fácilmente con sus elevadas tenencias de títulos del Tesoro podrían reducir la presión para aumentar su eficiencia¹⁷. Asimismo, la emisión a gran escala de deuda para la esterilización también dificulta el desarrollo de mercados de bonos privados, dado que la abundancia de títulos del Gobierno y del banco central exentos de riesgo desplaza la oferta de valores del sector privado. En cambio, en países donde la deuda pública en circulación parte de niveles relativamente bajos, la emisión de deuda para la esterilización podría en realidad ayudar a desarrollar un mercado de bonos nacionales.

... y al alterar el comportamiento de los bancos

Conclusión

La magnitud y persistencia de la reciente acumulación de reservas no conoce precedentes. Este fenómeno, que se ha prolongado durante años sin gran perjuicio aparente para la inflación, no deja de sorprender. Ahora bien, si crecieran los riesgos de inflación, el dilema que esta acumulación plantearía para la formulación de las políticas podría hacerse más evidente. La intervención llevada a cabo durante años se ha dejado sentir en los balances contables. Además, el crédito agregado ya ha comenzado a expandirse con rapidez en algunos países y los desequilibrios en el sector financiero han ido acumulándose gradualmente. La intervención continuada también pone en peligro la eficiencia de la intermediación financiera.

Referencias

Banco de Corea (2005): *Monetary policy report*, septiembre.

Banco Popular de China (2005): *China's monetary policy report* (segundo y cuarto trimestre).

Borio, C y A Filardo (2006): "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global development of domestic inflation", *BIS Working Papers*, próximamente.

Calvo, G A (1991): "The perils of sterilisation", *IMF Staff Papers*, 38(4), pp 921–6.

Disyatat, P y G Galati (2005): "The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market economies", *BIS Papers*, nº 24, mayo, pp 97–113.

¹⁷ En la India, las enormes tenencias de títulos del Gobierno por parte de los bancos les hace vulnerables al riesgo de futuras subidas de las tasas de interés (véase Reddy, 2005).

- Fondo Monetario Internacional, FMI (2006): *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril.
- Frankel, J A (1993): "Sterilisation of monetary flows: difficult (Calvo) or easy (Reisen)", *Working Paper*, no c93-024, University of California at Berkeley.
- Goldstein, M y N Lardy (2006): "China's exchange rate dilemma", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 96, n° 2, pp 422–6.
- Griffith-Jones, S, M F Montes y A Nasution (2001): "Managing capital surges in emerging economies", en S Griffith-Jones, M F Montes y A Nasution (eds), *Short-term capital flows and economic crises*, Oxford University Press, pp 263–90.
- Ho, C y R N McCauley (2006): *Resisting appreciation and accumulating reserves in Asia: examining the domestic financial consequences*, Banco de Pagos Internacionales, mimeografía.
- International Relations Committee Task Force (2006): "The accumulation of foreign reserves", *Occasional Paper Series*, n° 43, Banco Central Europeo, febrero.
- Khan, M S y C M Reinhart (1994): "Macroeconomic management in maturing economies: the response to capital inflows", *IMF Issues Paper*, Washington DC, marzo.
- Kumhof, M (2004): "Sterilisation of short-term capital inflows – through lower interest rates?", *Journal of International Money and Finance*, vol 23, pp 1209–21.
- Lim, E-G (2006): "The euro's challenge to the dollar: different views from economists and evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other data", *IMF Working Paper*, WP/06/153.
- McCauley, R N (2003): "Unifying government bond markets in East Asia", *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp 89–98.
- Mihaljek, D (2005): "Survey of central bank views on effectiveness of intervention", *BIS Papers*, n° 24, mayo, pp 82–96.
- Mohan, R (2006): *Coping with liquidity management in India: a practitioner's view*, address at the 8th Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy at Indira Gandhi Institute of Development Research (IGIDR), 27 March, Mumbai, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/69613.pdf>.
- Mohanty, M S y P Turner (2005): "Intervention: what are the domestic consequences?", *BIS Papers*, n° 24, mayo, pp 56–81.
- Reddy, Y V (2005): *Implications of global financial imbalances for the emerging market economies*, ponencia en la mesa redonda del Simposio Internacional organizado por el Banco de Francia el 4 de noviembre, Banco de la Reserva de la India, Mumbai, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/67075.pdf>.
- Reinhart, C M y V Reinhart (1999): "Some lessons for policy makers who deal with the mixed blessing of capital inflows", en M Kahler (ed), *Capital flows and financial crises*, pp 93–127.
- Rodrik, D (2006): "The social cost of foreign exchange reserves", *NBER Working Paper*, no 11952, enero.

Summers, L H (2006): "Reflections on global account imbalances and emerging markets reserve accumulation", *L K Jha Memorial Lecture*, Banco de la Reserva de la India, Mumbai, 24 de marzo, www.rbidocs.rbi.org.in/rdocs/publications.

Turner, P (1991): "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends", *BIS Economic Papers*, nº 30, abril.

White, W R (2006): "Is price stability enough?", *BIS Working Papers*, nº 205, abril.

Wooldridge, P D (2006): "The changing composition of official reserves", *BIS Quarterly Review*, septiembre.

Yellen, J L (2006): "Monetary policy in a global environment", discurso pronunciado en la conferencia sobre *El euro y el dólar en una economía globalizada*, UC Santa Cruz, California, 27 de mayo, www.frbsf.org/news/speeches/2006/0527.html.