



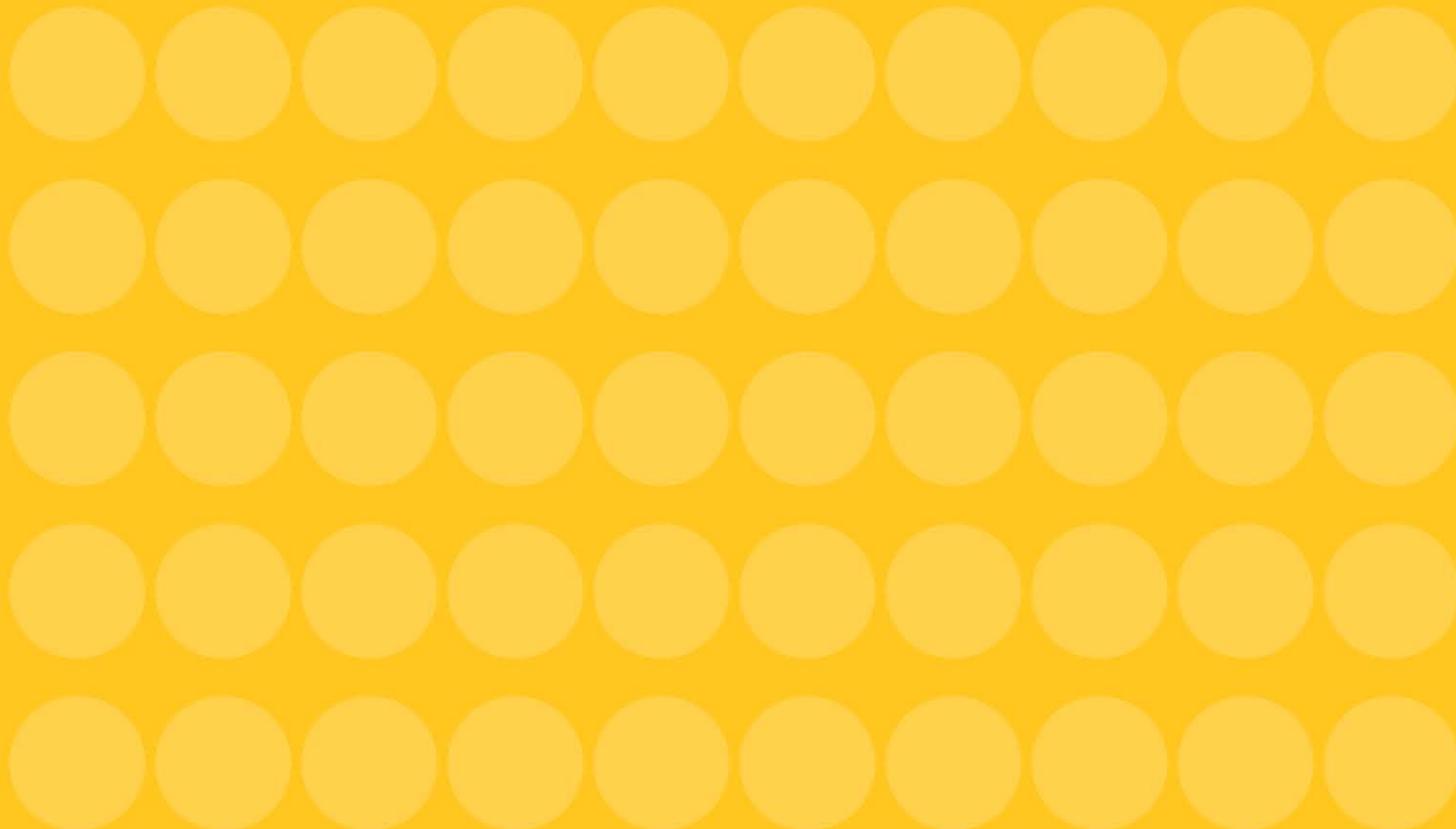
**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

BOLETÍN

Volumen LV

Número 2, abril-junio de 2009



CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*)
Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2009-2011

Presidente:

Banco de la República (Colombia)

Miembros:

Banco Central de la República Argentina
Banco Central do Brasil
Banco de México
Banco Central de Nicaragua
Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central de Venezuela

COMITÉ EDITORIAL

Kenneth Coates
Director General

Fernando Sánchez Cuadros
Reuniones Técnicas de Banca Central

Ana-Laura Sibaja Jiménez
Servicios de Información

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango n° 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. Impresa en los talleres de Alejandro Duplancher, Av. Coyoacán n° 1012-2, México, D. F., 03100. 400 ejemplares. ISSN 0186-7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

57 **Nota editorial**

58 **Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas: una perspectiva global**

Enrique Alberola
Fernando Gutiérrez del Arroyo

74 **Desafíos legales e institucionales en la reforma de la arquitectura y regulación financieras**

Barend Jansen

90 **Administración de reservas de divisas: tendencias y desafíos**

Claudio Borio
Gabriele Galati
Alexandra Heath

114 **Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA**

115 **Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2009**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN LV

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2009

Nota editorial

En este número les ofrecemos tres artículos relacionados con la crisis financiera y económica reciente, y con un tema que de alguna manera también está asociado con tales acontecimientos, acerca de la administración de las reservas monetarias.

En el primer artículo, *Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas: una perspectiva global*, sus autores Enrique Alberola y Fernando Gutiérrez del Arroyo nos relatan las medidas que las principales economías han tomado para afrontar la crisis financiera y económica, y las analizan desde la perspectiva de las finanzas públicas. Anotan, al igual que otros investigadores, las amenazas que podrían enfrentar las finanzas públicas en el mediano y largo plazos, tanto en economías desarrolladas como en desarrollo. Esto incide en forma directa en la forma y el momento en que tendría que retirarse el estímulo fiscal, sin que sea prematuro pero tampoco tardío.

Desde otra perspectiva de la crisis, Barend Jensen nos expone cuáles son los *Desafíos legales e institucionales en la reforma de la arquitectura y regulación financieras*. Nos indica cuáles son, de alguna manera, las fuentes de regulación. A partir de esto nos expone diversos temas que podrían tomarse en cuenta ante una reforma regulatoria. Uno de éstos, de particular interés para los banqueros centrales trata del papel que tendrían los bancos centrales para identificar y dar tratamiento al riesgo sistémico; relacionado con otro tema, actualmente en debate, la supervisión macroprudencial. Otro tema que nos menciona, también ampliamente discutiéndose, es acerca de la cooperación y coordinación internacional. Sin duda uno de los desafíos más importantes.

En el artículo *Administración de reservas de divisas: tendencias y desafíos* los investigadores Claudio Borio, Gabriele Galati y Alexandra Heath analizan un fenómeno reciente. La acumulación acelerada de reservas oficiales de divisas y los cambios en la forma de administrarlas. Derivado de lo anterior, además enfocan su investigación en los desafíos futuros que tal fenómeno podría llegar a generar y cómo podrían enfrentarse.

Finalmente, los invitamos a revisar algunas listas tanto de autoridades como de actividades del trimestre.

Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas: una perspectiva global*

*Enrique Alberola
Fernando Gutiérrez del Arroyo*

I. Introducción

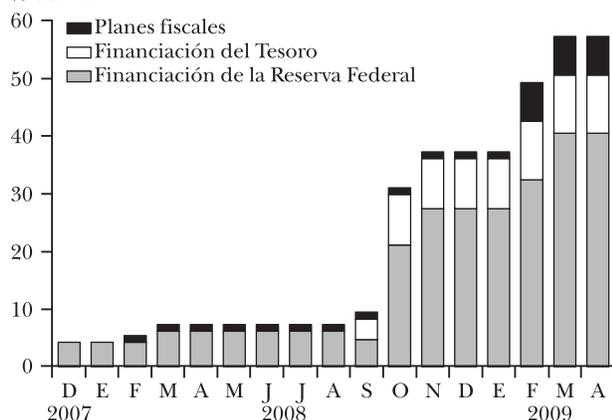
El empeoramiento de la coyuntura económica y financiera desde el verano (boreal) del 2007 y, sobre todo, el drástico agravamiento de la situación a partir de septiembre del año pasado están dejando profundas secuelas en las finanzas públicas de las principales economías desarrolladas y, en menor medida, de los países en desarrollo.

El deterioro de las finanzas públicas refleja la intensa reacción de las políticas económicas, mediante planes fiscales y medidas de apoyo al sistema financiero; aunque también, de modo creciente, la severa caída de la actividad económica y financiera. La respuesta de política económica no solo ha implicado a las autoridades fiscales, sino también a los bancos centrales y a otras entidades públicas —como los fondos de garantías de depósitos e instituciones financieras de carácter público o semipúblico—. En la gráfica I se representa de un modo simplificado el proceso de intensificación y creciente participación de las distintas autoridades para el caso de Estados Unidos, mediante la cuantificación del apoyo proporcionado por la Reserva Federal y el Tesoro al sistema financiero, así como de las medidas de estímulo fiscal. Entre el verano boreal

del 2007 y marzo del 2008, los efectos de la turbulencia financiera sobre la actividad eran todavía relativamente moderados y su impacto se circunscribía a Estados Unidos y a un número cada vez mayor de economías desarrolladas. En ese período, el apoyo financiero estuvo basado, en esencia, en la ampliación de la dotación de liquidez por parte de los bancos centrales y en rescates ocasionales de entidades específicas. Además, en Estados Unidos se puso en marcha un primer paquete de estímulo fiscal, en febrero de 2008. A partir de marzo de ese año (con el rescate de Bearn Stearns), la profundización de los problemas financieros llevó a una intensificación del apoyo, que siguió estando centrado en la provisión de liquidez. A mediados de septiembre, sin embargo, se produjo un gran salto cuantitativo y cualitativo en la respuesta de política económica en todas las economías avanzadas y, en menor medida y con cierto retraso, en las economías emergentes. Por un lado, el espectro de medidas de apoyo financiero se amplió significativamente (hasta abarcar, además de la provisión prácticamente ilimitada de liquidez, la financiación directa a entidades financieras y otros sectores, las inyecciones de capital, la compra de activos y las garantías sobre activos y pasivos bancarios); por otro lado, se pusieron en marcha planes de estímulo fiscal en un grupo cada vez más numeroso de países. Las cantidades comprometidas en el ámbito financiero y económico se han multiplicado desde el verano pasado. A modo de ejemplo, en Estados Unidos esas cantidades —excluyendo las garantías— se han multiplicado por seis, hasta representar ya la mitad de su producto interior bruto (véase gráfica I).

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de E. Alberola y F. Gutiérrez del Arroyo, funcionarios de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, del Banco de España, aparecido en el *Boletín Económico* (Banco de España), de mayo del 2009, pp. 86-106. Una primera versión de este artículo fue presentada en la V Reunión de Asesores de Política Monetaria, coauspiciada por CEMLA y el Banco de México, en la ciudad de México, D. F., del 2 al 3 de abril de 2009.

GRÁFICA I. INTENSIFICACIÓN DEL APOYO FINANCIERO Y FISCAL EN EE.UU.,³ 2007-2009
% del PIB



FUENTES: Reserva Federal, Tesoro de Estados Unidos y Banco de España.

³ Se excluyen las facilidades de liquidez existentes antes de la crisis, así como las garantías y las líneas de *swaps*.

Todas estas medidas se están traduciendo en un acusado incremento de los déficit públicos y de las coeficientes de deuda pública, y en un fuerte deterioro de las perspectivas fiscales de largo plazo. No obstante, es difícil evaluar *a priori* el costo fiscal de la crisis. En primer lugar, una parte importante del apoyo financiero público comprometido aún no ha sido utilizado, o no supone un desembolso efectivo de antemano (como en el caso de las garantías), o bien, aunque lo suponga, puede ser parcialmente recuperado *a posteriori* (como en el caso de la compra de activos o la financiación). En segundo lugar, una buena parte del apoyo público, el que es llevado a cabo por los bancos centrales u otras entidades financieramente autónomas, cae, en principio, fuera del ámbito presupuestario; sin embargo, parte de estas cantidades podría tener al final un impacto presupuestario, lo cual es potencialmente importante. Y, en tercer lugar, la crisis aún está en desarrollo, lo que dificulta no solo evaluar su impacto fiscal, sino incluso llevar un cómputo actualizado de las cantidades invertidas.

En este contexto, el objetivo de este artículo es evaluar, cuantitativa, cualitativa y comparativamente, los canales a través de los cuales la crisis financiera y económica, y la respuesta de política económica ante la misma están afectando a las finanzas públicas, con una perspectiva global y, en lo posible, homogénea, que incluya tanto a economías avanzadas como emergentes. Para ello, es preciso establecer un marco de análisis que permita diferenciar, por un lado, entre el impacto vinculado a la crisis financiera y el ligado

a la recesión económica; y, por otro, entre el impacto directo de la crisis, vinculado al ajuste de la actividad económica y financiera, y el derivado de las medidas de la política económica. En este marco, primero se analizarán, con cierto detalle, las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas por las distintas autoridades económicas, distinguiendo entre las diferentes consecuencias que pueden tener para las cuentas públicas en distintos plazos. En segundo lugar, se analizarán los planes de estímulo fiscal y el impacto directo de la crisis sobre los ingresos y gastos públicos, los saldos fiscales y la deuda pública. Asimismo, se evalúa el impacto de medio plazo sobre las finanzas públicas, y especialmente sobre la dinámica esperada de la deuda. De todo este análisis se concluye que las finanzas públicas estarán en una situación delicada en los próximos años. Este deterioro supone unos retos notables para las autoridades económicas; entre otros, evitar que la propia situación de fragilidad limite la efectividad de las medidas adoptadas y reafirmar el compromiso de largo plazo con la disciplina fiscal.

II. El marco de análisis

El marco conceptual para analizar el efecto de la crisis sobre las finanzas públicas puede establecerse en torno a dos dimensiones. La primera se refiere al ámbito, ya sea financiero o más estrictamente económico; la segunda dimensión permite distinguir entre el impacto directo, derivado de la evolución de la actividad económica y financiera, y el impacto indirecto, que resulta de la reacción de las políticas económicas, es decir, las medidas discrecionales de apoyo al sistema financiero y los planes de estímulo fiscal. Debe tenerse en cuenta que las implicaciones para las cuentas públicas son diferentes según la autoridad que instrumente las medidas: los ministerios de Economía o Finanzas, los bancos centrales u otras entidades públicas o semipúblicas, como los fondos de garantía de depósitos o las instituciones financieras de carácter público.

A partir de estos dos ejes de análisis, el cuadro 1 resume los distintos canales y su potencial efecto sobre el déficit y la deuda pública, diferenciando en este último caso entre el impacto a corto plazo y el efecto potencial en el medio y largo plazo. El impacto directo de la contracción real que acompaña a la crisis —la primera fila del cuadro— supone la pérdida de ingresos

—recaudación de impuestos directos e indirectos— y el incremento de gastos, a través de los llamados *estabilizadores automáticos*. Otro efecto directo —y negativo— sobre las cuentas públicas se deriva del agudo ajuste del sector financiero —recogido en la última fila del cuadro 1—, que puede suponer una importante merma de ingresos fiscales y, por lo tanto, un incremento del déficit y de la deuda. Esta pérdida vendría inducida, principalmente, por la reducción de beneficios de las entidades financieras y de los dividendos que reparten, y por la menor recaudación, derivada de los ajustes en el valor de los activos financieros e inmobiliarios (minusvalías financieras).

Cuadro 1

UN ESQUEMA DE ANÁLISIS^a

	Déficit	Deuda	
		Corriente	Futura ^b
Ámbito económico			
Estabilizadores automáticos	✓	✓	
Planes de estímulo fiscal	✓	✓	
Ámbito financiero			
Apoyo financiero			
Inyección de capital	✓ ?/+	✓	+
Compra de activos y financiación del Tesoro	✓ ?/+	✓	+
Apoyo financiero del banco central			✓
Del cual:			
Con respaldo del Tesoro	✓ ?	✓	+
Garantías	+		✓
Crisis financiera			
Beneficios, dividendos e ingresos	✓	✓	

FUENTE: Banco de España.

^a ✓ = Impacto desfavorable; + = Impacto favorable, cierto o posible; ? = Depende del modo de instrumentarlo y del criterio contable. ^b Indica un impacto contingente futuro, nuevo o adicional, sobre la deuda. Un signo positivo indica una reversión (parcial o total) del impacto futuro respecto del inmediato.

En cuanto al impacto de las medidas de política económica, cabe distinguir entre las medidas fiscales de apoyo a la demanda o a la actividad productiva —el segundo bloque del cuadro— y las medidas de apoyo al sector financiero, en el bloque siguiente. Hay algunas medidas que caen en zonas grises (en particular, la financiación a sectores productivos), que en muchos casos se canalizan a través del sistema financiero y, aunque a menudo se suelen anunciar dentro de los

Cuadro 2

INSTITUCIONES QUE PROVEEN APOYO FINANCIERO Y TIPO DE MEDIDAS QUE INSTRUMENTAN

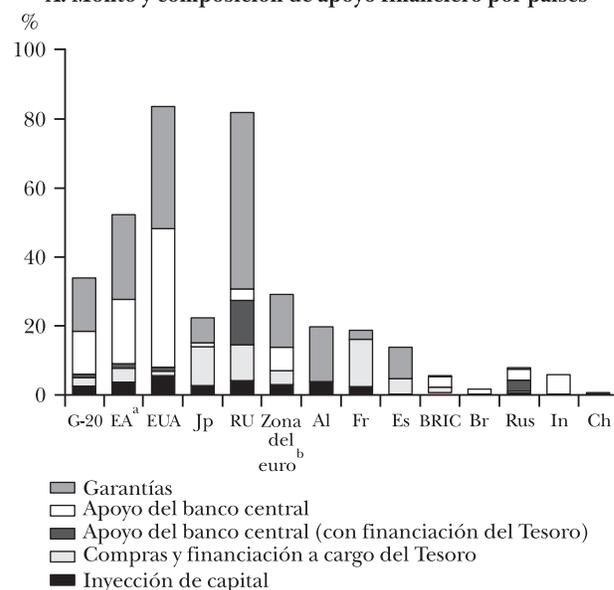
	Inyecciones de capital	Compra de activos	Financiación	Liquidez	Garantías
Tesoro	X	X	X ^a		X
Banco central		X	X ^a	X	X
Otras entidades públicas		X	X		X

FUENTE: Banco de España.

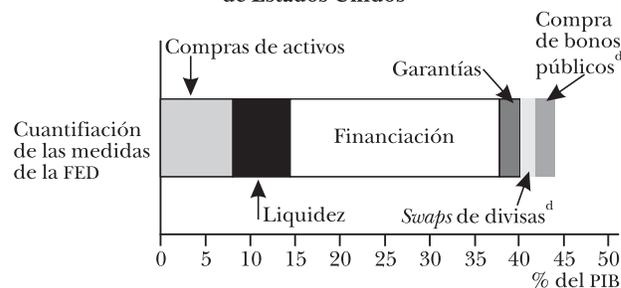
^a La financiación del Tesoro a las medidas del banco central se consideran acciones de este último, pero aparecen desglosadas separadamente en la gráfica II.

GRÁFICA II. MEDIDAS DE APOYO AL SECTOR FINANCIERO Y COMPOSICIÓN

A. Monto y composición de apoyo financiero por países



B. Medidas de apoyo financiero de la Reserva Federal de Estados Unidos^c



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (2009a); Reserva Federal y Banco de España.

^a Economías avanzadas. ^b La categoría de *apoyo del banco central* en la zona del euro se refiere al BCE y sólo aparece en el agregado de la zona. ^c Aparecen con borde negro las medidas que se incluyen en la categoría *apoyo del banco central*. ^d Las compras de bonos públicos y acuerdos de *swaps* de divisas no se incluyen en las categorías computadas en el análisis de la gráfica II.

paquetes de estímulo fiscal, deben ser consideradas como medidas de apoyo financiero.

Las medidas puramente fiscales se circunscriben a aquellas que afectan a los gastos e ingresos públicos, como inversiones, reducción de impuestos o incentivos fiscales a empresas o familias. Todas ellas suponen, en principio, una reducción del saldo fiscal, que se traduce en incrementos de deuda en el corto plazo. Las medidas de apoyo financiero son más variadas y su tipología aumenta a medida que se instrumentan nuevas estrategias de apoyo. Aquí se han agrupado en cuatro categorías, en función de su impacto inmediato o efectivo sobre las cuentas públicas, que, a su vez, depende de qué institución instrumente la medida. En el cuadro 2 se establece la correspondencia entre el tipo de medida y la entidad que la instrumenta:

i) *Inyecciones de capital a los bancos u otras instituciones financieras*, a través de acciones preferentes, ordinarias u otras, como deuda subordinada, llevadas a cabo, en general, por el Tesoro. Entre ellas se incluyen tanto los rescates individuales como los planes generales.

ii) *Compra de activos y financiación por parte del Tesoro*. Las compras de activos abarcan bonos u otros instrumentos financieros —ilíquidos y, en ciertos casos, problemáticos— e incluyen las transacciones con opción de recompra. La financiación por parte del Tesoro se dirige tanto al sector financiero como a otros sectores productivos en dificultades (automóviles, vivienda, empresas exportadoras, etc.).

iii) *Apoyo financiero por parte del banco central*. Esta categoría incluye, en primer lugar, la provisión de liquidez —incluyendo las facilidades o ventanillas creadas o ampliadas tras el inicio de la turbulencia—. A medida que se multiplicaban las medidas y se ampliaban los plazos de las operaciones y los colaterales, la frontera entre provisión de liquidez y financiación —que es en las circunstancias actuales algo arbitraria— se ha ido difuminando, sobre todo en la medida en que algunos bancos centrales han actuado con el objetivo explícito de recomponer el funcionamiento del crédito en distintos mercados. Asimismo, un número creciente de bancos centrales se ha embarcado en operaciones de compra de activos y en la provisión de garantías. En algunos países, parte de estas medidas fue respaldada con financiación del

Tesoro —que consideraremos como una subcategoría—, aunque la tendencia reciente es que la instrumentación de las medidas financieras recaiga cada vez más en los bancos centrales y otras agencias, en detrimento de los tesoros, debido, en buena medida, a que la posición financiera de estos está cada vez más comprometida.

iv) *Garantías* que respaldan pasivos y, más recientemente, activos de las entidades financieras. Los pasivos garantizados consisten principalmente de deuda nueva, con el fin de facilitar su emisión y reducir su costo en un período de difícil acceso a los mercados. Aunque las garantías a los depósitos bancarios son generalizadas, no se han incluido por la dificultad de cómputo y de comparación entre países.¹ Respecto a la garantía de activos, es una tendencia que se inició en 2009 y afecta a los activos problemáticos de entidades en dificultades. De hecho, cabe subrayar la conjunción del sistema de garantías con otros tipos de apoyo, como la compra de activos o las inyecciones de capital.

El impacto financiero de estas medidas se recoge en el tercer bloque del cuadro 1. En general, no tienen por qué tener un impacto inmediato sobre los saldos fiscales, si bien la casuística es amplia y hay excepciones según los criterios de contabilización de cada país.² Las inyecciones de capital o las garantías sobre deuda pueden incluso generar ingresos en el corto plazo —como refleja el signo positivo—, derivados de los dividendos comprometidos, en el caso de las inyecciones de capital, o de las comisiones requeridas para acceder a las garantías. Las inyecciones de capital, la compra de activos y la financiación del Tesoro suponen un desembolso efectivo (*upfront loading*) a medida que se utilicen los fondos comprometidos y, por lo tanto, se traducen en un incremento de la deuda pública en el corto plazo. Por último, los apoyos financieros del banco central y las garantías no suponen un incremento paralelo de la deuda pública, aunque hay excepciones, como las provisiones por garantías que se establecen en algunos países o el

¹ Así, en la Unión Europea se garantizan los depósitos hasta cien mil euros, pero algunos países superan esta cifra y en otros es ilimitada.

² Así en Estados Unidos y en el Reino Unido una buena parte del apoyo financiero sí que se computa en el déficit.

mencionado respaldo de los tesoros a los bancos centrales.

Los efectos a corto plazo sobre la deuda pueden diferir del impacto a largo plazo. En el caso de la compra de activos o de las inyecciones de capital, el resultado final dependerá de cómo evolucione el valor del activo y del capital —además del flujo acumulado de rendimientos—. En particular, no es descartable que parte de lo desembolsado pueda ser recuperado —como indica el signo positivo en la última columna del cuadro 2—, una vez superado el estrés financiero, revirtiendo en parte el incremento previo de la deuda, de tal modo que el resultado final —cuando se deshagan las posiciones— sea menos negativo para las finanzas públicas que su impacto inicial. También pudiera ocurrir lo contrario, suponiendo una carga adicional. En el caso de las garantías, el costo solo se haría efectivo en caso de que fuera necesario activarlas. Respecto a las medidas de apoyo de los bancos centrales o a la financiación por parte del tesoro, estas instituciones incurrirían en una pérdida financiera si no se devolviera lo prestado o, en el caso de facilidades con colateral, si el valor del colateral fuera inferior al monto del préstamo.

En definitiva, en el caso de las medidas de apoyo financiero hay tres aspectos relevantes para evaluar su impacto sobre las finanzas públicas: el desembolso inicial, la proporción recuperada *ex post* y las posibles pérdidas contingentes de otro tipo de medidas que no suponen un desembolso inicial.

Con este esquema se pueden abordar la descripción y la contabilización de las medidas fiscales y de apoyo financiero, y su comparación entre países y regiones. El ejercicio está sujeto a numerosas cautelas, pues es difícil abarcar y comparar de un modo coherente el amplio abanico de medidas, con características diversas y peculiaridades propias en cada país. Hay tres consideraciones relevantes a la hora de valorar este ejercicio:

i) En el cómputo no se incluyen algunas medidas importantes para la estabilización del sistema, como las garantías de depósitos, ya mencionadas. Tampoco se consideran medidas de política monetaria o cambiaria (reducciones de tipos de interés, la utilización de reservas o las recientes compras de activos públicos por algunos bancos centrales),³ que, en

³ Las compras de activos públicos han aparecido anun-

cierto modo, también han servido de apoyo al sector financiero, ni se contabiliza otro tipo de medidas que han sido importantes para mantener los flujos de financiación internacional, como los intercambios de divisas (*swaps*) o los paquetes de apoyo externo por parte de los organismos financieros regionales y multilaterales.

ii) Las cifras presentadas se obtienen de sumar medidas de naturaleza muy distinta y con diferentes implicaciones fiscales, tal como se ha puesto en evidencia en los párrafos anteriores. Por lo tanto, su extrapolación a las magnitudes fiscales y la comparación entre países deben ser realizadas con suma cautela.

iii) En la contabilización de las medidas se adopta como criterio el monto comprometido, lo que supone, en general, un punto intermedio entre las cantidades efectivamente desembolsadas y las que se han anunciado. Esto genera algunas dificultades, debidas a la falta de concreción o a la reformulación de algunas medidas (como ocurrió con el primer programa financiero de Estados Unidos, más conocido como TARP), a las dificultades de clasificación en otros casos (la distinción entre liquidez y financiación, ya mencionada), o, en general, a los problemas de comparabilidad derivados de las distintas estrategias a la hora de responder a la crisis.

El marco temporal del análisis abarca desde el inicio de 2008 (lo que incluye prácticamente todas las medidas adoptadas) hasta abril de 2009. El principal documento de referencia es el reciente trabajo del FMI (2009), que se complementa con aportaciones de la OCDE (2009), la CEPAL (2009) y la Comisión Europea (2009), y el objetivo es conseguir la mayor coherencia posible entre países y regiones, y la actualización. La muestra abarca las principales economías desarrolladas y emergentes, englobadas en el G-20+ (grupo que incluye a España), que representan alrededor de 85% del PIB mundial. Se considerará el

ciadas en los planes de apoyo financiero de algunos países, pero, en la medida en que están destinadas a afectar los tipos de interés a largo plazo, entran más bien en el ámbito de la política monetaria. Además, en términos de contabilización, su efecto neto consolidado sobre el sector público es nulo. Por estas razones, a diferencia del análisis del FMI, se excluyen de nuestros cómputos, salvo que se indique lo contrario.

grupo de las economías avanzadas del G-20+ y, salvo que se mencione lo contrario, las cuatro principales economías emergentes (los llamados BRIC: Brasil, Rusia, India y China), como representativas de las emergentes. Para cada país, las cifras se referencian en relación con su PIB en el 2008 o, en caso de que se analicen años sucesivos, el PIB respectivo de cada año y la actualización de datos tiene como fecha límite mediados de mayo.

III. Las medidas de apoyo financiero

El panel superior de la gráfica II recoge el monto comprometido en las medidas de apoyo al sistema financiero, según la categorización descrita en la sección anterior, para los principales países y áreas analizadas. La cantidad de fondos comprometidos en el agregado alcanza casi un tercio de su PIB (una magnitud equivalente al PIB de Estados Unidos). La mayor proporción corresponde a las garantías sobre activos y pasivos bancarios (46% del total, 15% del PIB del G-20+) y al respaldo financiero de los bancos centrales (dos quintos del total, es decir, 13% del PIB), del cual una parte reducida está financiada, a su vez, por el Tesoro. Las compras de activos y la financiación directa por parte del Tesoro, por un lado, y las inyecciones de capital, por otro, contribuyen en menor proporción: 7.4% y 6.9% del total, lo que equivale a 2.5% y a 2.3% del PIB del G-20+, respectivamente.

Aunque todos los países analizados han adoptado medidas de uno u otro tipo, existen diferencias muy acusadas entre regiones y países. La más llamativa es la que se observa entre las economías desarrolladas y las emergentes. Así, el apoyo financiero comprometido llega a 50% del PIB en las economías avanzadas, donde las garantías tienen un mayor protagonismo relativo, pero solo representa alrededor de 5% del PIB en los BRIC, donde el respaldo del banco central es dominante.

Dentro del grupo de las economías avanzadas también hay diferencias significativas en la magnitud del apoyo financiero. Estados Unidos y el Reino Unido destacan por encima del resto, tanto por la cuantía comprometida –83% y 82% de los respectivos PIB– como por ser los países que han llevado la iniciativa y han marcado el paso en este ámbito.

En Estados Unidos, aproximadamente la mitad de la cuantía de las medidas adoptadas corresponde al respaldo financiero de la Reserva

Federal, que ha actuado en un amplio número de frentes (véase el panel inferior de la gráfica II). Solo una pequeña parte del apoyo total del banco central (algo más de 14%) se deriva de su actividad más tradicional, la provisión de liquidez, pues se considera que las facilidades que se han ido estableciendo desde septiembre pasado constituyen líneas de financiación. Estas líneas, a cambio de garantía, en particular, han sido diseñadas para apoyar a distintos segmentos: el mercado de papel comercial (CPFF), los mercados monetarios (MMIFF) y otros mercados de titulización bloqueados por la crisis, a través del llamado TALF.⁴ Las líneas disponibles de financiación alcanzan el 24% del PIB y suponen más de la mitad del total de apoyo del banco central. La Reserva Federal también se ha embarcado en la compra de activos privados respaldados con hipotecas (*mortgage backed securities*, MBS), para sostener este mercado, por un monto máximo de casi el 10% del PIB; otro ámbito de actuación han sido las garantías de activos a algunos bancos, por un monto de 2.1% del PIB. Por último, hay dos medidas adoptadas por la Reserva Federal que, como ya se ha mencionado, no se computan en nuestro cálculo: la compra de bonos del Tesoro (USD 300 mil millones comprometidos, 2.1% del PIB) y la apertura de líneas de *swaps* de divisas con un cierto número de países, de las que se habían utilizado USD 250 mil millones.

El resto del apoyo financiero de Estados Unidos lo componen las actuaciones a cargo del Tesoro y las garantías. La actuación directa del Tesoro se

⁴ Solo se consideran las facilidades de liquidez abiertas entre el verano de 2007 y septiembre de 2008. Para distinguir entre liquidez y financiación se utiliza el criterio temporal, pues desde octubre la preocupación explícita de las autoridades fue restaurar la financiación de los mercados en dificultades, y en este contexto se diseñaron nuevas facilidades. Así, la CPFF (*commercial paper funding facility*) estaba destinada a desbloquear el mercado de papel comercial, fundamental para la financiación a corto plazo en Estados Unidos, y la MMIFF se instauró para superar los problemas en los mercados monetarios derivados de los muy reducidos tipos de interés. El TALF (*term-asset backed securities loan facility*) está diseñada de modo más general y, aunque poco utilizada por el momento, supone un elemento importante en la estrategia de normalización de mercados. El monto de estas líneas de financiación es muy elevado: de USD 1.8 billones (CPFF), USD 900 mil millones (TALF) y USD 540 mil millones (MMIFF), es decir, casi un 20% del PIB de Estados Unidos. No obstante, hasta principios de mayo solo se había utilizado una pequeña parte: USD 245 mil millones. La Fed también ha provisto financiación para el apoyo y rescate de entidades concretas, como el banco Bearn Stearns (USD 23 mil millones) y la aseguradora AIG (USD 90 mil millones).

ha concentrado en la inyección de capital a numerosos bancos a cargo del TARP (cuya cuantía aprobada fue de USD 700 mil millones), a la aseguradora AIG y a las agencias hipotecarias semi-públicas (Fannie Mae y Freddie Mac), que representan la mitad de las inyecciones, y el plan de adquisición de activos problemáticos también contempla la aportación de hasta USD 100 mil millones de capital público. En conjunto, el monto total comprometido de las inyecciones de capital es superior a 800 millones de dólares (5,6% del PIB). La compra de activos por el Tesoro, que constituyó la primera estrategia de acción después de septiembre (el TARP iba a utilizarse para este fin), se ha limitado hasta ahora a la adquisición de MBS (USD 50 mil millones, menos de medio punto del PIB). Por último, la financiación provista también ha sido marginal (USD 30 mil millones a las empresas automovilísticas), aunque hay que considerar, como se mencionó antes, la financiación de apoyo a la FED. Por último, las garantías —excluidas las respaldadas por la FED— representan un 43% del monto comprometido total (36 pp del PIB). Entre éstas destacan, la garantía de la nueva deuda bancaria, por valor de USD 1.450 mil millones (10% del PIB), respaldada por el fondo de garantía de depósitos estadounidense (FDIC); la garantía temporal de los activos de fondos monetarios establecida por el Tesoro (USD 3 billones), y el nuevo plan público-privado de adquisición de activos y préstamos problemáticos, que se pondrá en práctica en los próximos meses, y también conllevará garantías —por parte de la FDIC— por un valor aun no determinado, pero que puede superar los USD 500 mil millones.⁵

Aunque el abanico de medidas de apoyo financiero adoptadas en el Reino Unido es similar al de Estados Unidos, la composición con un claro predominio de las garantías (más de 60% del total, 50% del PIB) es diferente. Estas garantías se subdividen en los avales a la deuda nueva y activos titulizados, y las garantías sobre activos de las entidades financieras a través del llamado *Asset Protection Scheme* (APS). La participación del Banco

⁵ El plan de compra de activos y préstamos problemáticos (legacy assets and loans) se anunció en marzo y consiste en una iniciativa conjunta entre el sector público y el privado (de ahí su nombre en inglés, Private Public Investment Program) para contribuir a la limpieza de los balances de los bancos. En este plan se conjugan varias de las categorías consideradas: garantías de la FDIC, financiación del Tesoro e, incluso, apoyo indirecto de la Reserva Federal a través del uso de los préstamos adquiridos como garantía del TALF.

de Inglaterra se canaliza a través de una facilidad principal (*Special Liquidity Scheme*, SLS), financiada por el Tesoro, como se observa en la gráfica II, y de la compra de activos financieros por un monto de hasta GBP 50 mil millones, en papel comercial y otros activos privados.⁶ Otro rubro importante han sido las inyecciones de capital a los bancos (4% del PIB) y el rescate de algunos de ellos, que han ido aparejados a una cuantiosa financiación (10% del PIB).

En otras economías avanzadas el apoyo ha sido hasta ahora más reducido, aunque también se ha ido ampliando paulatinamente. En Japón supera ya 20% del producto y se instrumenta sobre todo a través de agencias gubernamentales que se dedican a financiar la compra de activos, en particular papel comercial y acciones. Las ayudas en los países de la zona del euro alcanzan un monto de apoyo cercano a 30% del PIB del área. Las garantías son aquí el tipo de medida predominante, en torno a dos tercios del total; el apoyo del banco central⁷ consiste en operaciones de liquidez de larga duración [e incluirá la compra de cédulas (*covered bonds*) por un monto de EUR 60 mil millones (0.7% del PIB), aprobada recientemente]. Hay notables divergencias en el apoyo financiero entre los países del área: Holanda, Bélgica y Austria, economías pequeñas donde las inyecciones de capital a sus bancos han sido relativamente elevadas, están bastante por encima de la media, así como Irlanda, que, además, optó por una garantía integral de sus activos bancarios, donde el apoyo comprometido supera en dos veces su PIB. Los apoyos comprometidos en Francia y Alemania están en el entorno de 20% de su PIB, y el apoyo financiero comprometido en España se sitúa en torno a 13% del PIB (EUR 150 mil millones), siendo uno de los pocos países entre las economías avanzadas donde no se han llevado a cabo inyecciones de capital.

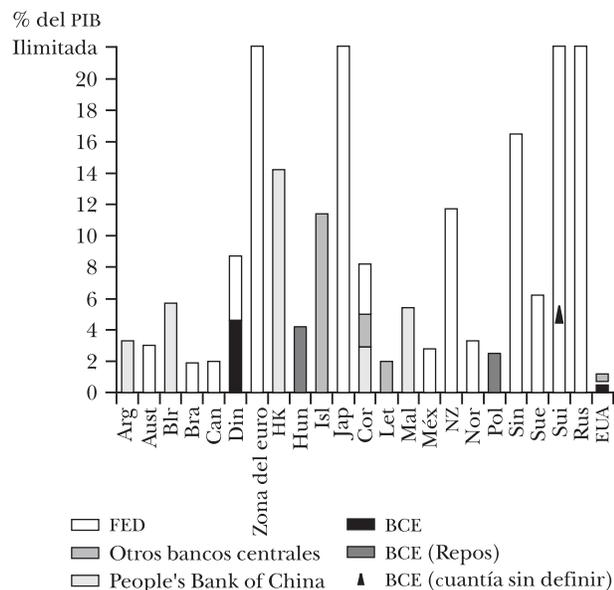
Las economías emergentes han dedicado diez veces menos recursos que las avanzadas, en

⁶ La compra de activos por parte del Banco de Inglaterra (Asset Purchase Facility) prevé la compra de hasta GBP 150 mil millones, pero entre los activos contempla la compra de hasta GBP 100 mil millones (7% del PIB) en bonos públicos, que no se han computado en nuestros cálculos por las razones comentadas en la nota 4.

⁷ A diferencia de la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, el BCE no ha creado facilidades nuevas, sino que ha podido dotar de flexibilidad a las existentes. Por ello, se computa en este concepto el incremento en el balance del BCE. Por otro lado, en los países del área del euro analizados en la gráfica II, la categoría apoyo del banco central no se considera, pues este se centraliza en el BCE.

términos de sus respectivos PIB, al apoyo del sector financiero. Este notable contraste con los países avanzados cabe atribuirlo, en parte, a la diferente naturaleza, intensidad y canales de transmisión de la crisis financiera entre ambas áreas, que ha requerido respuestas diferentes. Con todo, cabe señalar que la capacidad de respuesta de estas economías, salvo excepciones, también es más limitada en un entorno de dificultades de acceso a la financiación internacional.

GRÁFICA III. LÍNEAS DE SWAP Y REPOS DE DIVISAS



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (abril).

En concreto, la principal respuesta en las economías emergentes ha consistido en facilitar financiación en moneda extranjera al sistema financiero y al sector corporativo, y, en muchos casos, en reducir la volatilidad de los tipos de cambio, mediante el uso de las reservas internacionales, sobre todo en el último trimestre del 2008. En este contexto, el apoyo de otros bancos centrales —en particular, la Reserva Federal, pero también el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y los bancos centrales de Suiza y de China, a través de acuerdos de permuta de divisas (acuerdo *swaps*)— ha sido clave para mitigar la incertidumbre en numerosos países, al facilitar la provisión de divisas en moneda extranjera a los agentes financieros y empresas nacionales. Estos acuerdos, que solo se han utilizado parcialmente, se detallan en la gráfica III, donde también se incluyen los que tiene la Reserva Federal con otras economías desarrolladas y, en la última columna, los recíprocos

de los principales bancos centrales con Estados Unidos.⁸

Por último, un número creciente de economías emergentes ha acudido a los organismos financieros internacionales en busca de financiación y aseguramiento. En el caso de los nuevos países miembros de la Unión Europea, el apoyo se ha ofrecido de modo conjunto por los organismos financieros internacionales, la propia UE y algunos bancos de desarrollo de ámbito europeo. Como puede observarse en el cuadro 3, los paquetes de apoyo —a través de acuerdos tradicionales sujetos a condicionalidad (acuerdos *stand-by*) o preventivos, a través de nuevas facilidades (como la línea de financiación flexible, FCL)— se han multiplicado en los últimos seis meses. En este período el monto total de los acuerdos aprobados supera los USD 150 mil millones y la cartera de préstamos vivos ha vuelto a los niveles de inicios de 2006. El incremento de la financiación al FMI, aprobado en la cumbre del

Cuadro 3

PROGRAMAS Y APOYOS DEL FMI DESDE SEPTIEMBRE DEL 2008

Acuerdos aprobados	Tipo de acuerdo ^a	Importe (mill. de dólares)	Importe (% del PIB)	Fecha de aprobación
Ucrania	ASB	16.500	11.65	5.11.08
Hungría	ASB	15.700	11.35	6.11.08
Islandia	ASB	2.100	10.38	19.11.08
Pakistán	ASB	7.600	5.29	24.11.08
Letonia	ASB	2.350	8.65	23.12.08
Bielorrusia	ASB	2.500	5.58	12.1.09
Serbia	ASB	3.968	9.96	16.1.09
El Salvador	ASB ^b	791	3.88	16.1.09
Mongolia	ASB	225	5.79	1.4.09
Costa Rica	ASB ^b	724	2.76	10.4.09
México	LCF ^b	48.505	4.74	17.4.09
Guatemala	ASB ^b	951	2.82	22.4.09
Rumania	ASB	17.100	10.00	4.5.09
Polonia	LCF ^b	21.062	4.99	6.5.09
Colombia	LCF ^b	10.397	5.00	11.5.09
Total		150.573		

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

^a ASB = Acuerdo *stand-by*; LCF = Línea de crédito flexible. ^b Acuerdo de carácter preventivo.

⁸ En el caso del BCE, aparte de los *swaps* con los miembros del ERM II y con otros países desarrollados, ha ofrecido préstamos tipo repo con otros miembros de la UE, como Hungría o Polonia. Es llamativo que la propia Reserva Federal también disponga de línea de *swaps* con las principales economías (última línea), lo que refleja las distorsiones que persisten en los mercados de cambio.

G-20 de abril, por un monto de USD 500 mil millones, supone pues un elemento fundamental de apoyo financiero a las economías emergentes, que tienen menos capacidad de movilizar fondos internos.

En cuanto al impacto fiscal esperado de todas estas medidas de apoyo financiero, cabe señalar, en primer lugar, que los cómputos que se acaban de comentar no reflejan el impacto del apoyo financiero sobre las finanzas públicas, ni en el corto ni en el largo plazo. Las elevadas cifras de apoyo comprometido que se barajan –en porcentaje del PIB– deben ser matizadas, puesto que en buena medida no implicarán un costo financiero, debido a tres motivos principales:

- i) El primero es que los apoyos comprometidos *solo han sido parcialmente utilizados*, y este proceso será gradual y, en algunos casos, como en las garantías, es muy probable que no se llegue a alcanzar el límite de disponibilidad. La tasa de utilización también es muy diferente entre las distintas categorías, tendiendo a ser mayor en las inyecciones de capital y la compra de activos que en el uso de garantías. Para Estados Unidos puede estimarse que del total comprometido se ha utilizado en torno a un 30%, en el Reino Unido, sin embargo, se ha superado holgadamente el 60%, mientras que en la zona del euro la tasa de utilización se sitúa en torno a un 25%. En el caso de España, a mitad de mayo, el porcentaje utilizado rondaba el 40%.
- ii) El segundo se deriva de la distinción entre el monto comprometido y las cantidades que se han de desembolsar (*upfront loading*) –y, por tanto, con impacto presupuestario– cuando sean utilizadas. La relación entre ambas variables se muestra en la gráfica IV. Como se comentó al explicar el marco de análisis, en general, solo las inyecciones de capital, los préstamos y la compra de activos por parte del Tesoro –que son una parte reducida del apoyo total– conllevan un costo efectivo inmediato con impacto presupuestario. Es posible que alguna de las otras medidas pueda tener un costo inmediato –dependerá del modo de llevarlas a cabo y de su contabilización–, pero, en cualquier caso, según estos criterios, y considerando algunos ajustes específicos, puede estimarse que para el conjunto del G-20+ solo 12% de las cantidades comprometidas implica desembolso efectivo *ex ante*, es decir, casi 4%

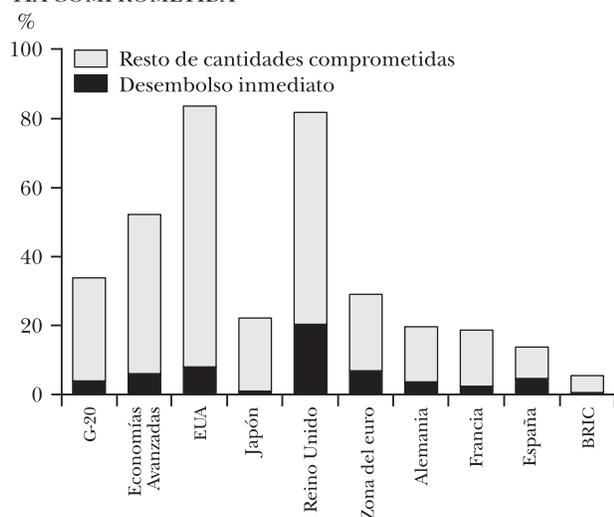
del PIB del G-20. El coeficiente es similar en las economías avanzadas, aunque para este grupo de países esto supone en torno al 6% del PIB: dentro de ellos, en Estados Unidos se llega al 7.5% del PIB (aunque solo es el 9% del total comprometido), y en el Reino Unido, a 20% del PIB.⁹ En España esta cifra superaría 4% del PIB (un tercio del total, por la importancia relativa de las compras de activos), algo más que el conjunto del euro. Por el contrario, en los BRIC la proporción es aún menor (6%) y, por lo tanto, las cantidades que se han de desembolsar son muy pequeñas, en torno a tres décimas del PIB.

- iii) Por último, cabe esperar *la recuperación de parte de las cantidades invertidas*. No hay que olvidar que la mayor parte de las medidas se han tomado con la expectativa de que sirvan para estabilizar el sistema financiero y facilitar su normalización y posterior recuperación. En este sentido, todas tienen vocación de transitoriedad y la premisa es que las cantidades comprometidas y desembolsadas serán recuperadas, eventualmente, en una proporción sustancial. Es muy difícil, sin embargo, determinar por anticipado la cuantía, dadas la profundidad de la crisis, la fase de despliegue en la que aún se encuentra y la incertidumbre sobre su duración e impacto final. En cualquier caso, la evidencia empírica [véase Laeven y Valencia (2008)] muestra que los costos fiscales de las crisis financieras pueden ser muy elevados, dependiendo de las circunstancias, aunque también ha habido experiencias, como la de Suecia, en la que el monto de los rescates bancarios superó el 4% del PIB y el costo final fue muy reducido, mientras que en algunas economías desarrolladas, como Japón, superaron el 13% del PIB y la tasa de recuperación ha sido muy reducida [Laeven y Valencia (2008)].

Frente a estas consideraciones, que reducen drásticamente el costo esperado del apoyo financiero, hay que tener en cuenta la posibilidad de que parte de los montos comprometidos y que no implican un costo inmediato (principalmente, garantías y financiación por parte de los bancos centrales) acabe generando un costo efectivo;

⁹ En el Reino Unido el porcentaje de *upfront loading* es mayor que en el resto (un cuarto del total), por la financiación de la SLS por parte del Tesoro.

GRÁFICA IV. APOYO FINANCIERO Y PROPORCIÓN DE LAS CANTIDADES DESEMBOLSABLES RESPECTO A LA CUANTÍA COMPROMETIDA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (2009b) y Banco de España.

aunque esta financiación esté respaldada por activos, la ampliación de la garantía a activos menos seguros supone un incremento del riesgo. Tampoco es posible, en este caso, hacer estimaciones al respecto. Incluso los indicadores que podrían ser indicativos en este sentido —como los *credit default swaps* (CDS) de las entidades cuyos pasivos han sido garantizados, que recogen, en teoría, la probabilidad de impago que asignan los mercados— muestran en las actuales circunstancias una elevada volatilidad y su valor informativo es discutible.¹⁰

IV. Planes de estímulo fiscal, ciclo económico y otros factores

En todo caso, la profundidad y la persistencia de la crisis y el creciente espectro de medidas por parte de bancos centrales y tesoros sin duda exponen a las finanzas públicas a costos adicionales que pueden acabar siendo potencialmente muy elevados.

El segundo pilar de respuesta de política económica a la crisis son los paquetes de estímulo fiscal, destinados a sostener la demanda agregada.

¹⁰ Por ejemplo, los CDS a cinco años de los principales bancos estadounidenses superaron los 500 puntos básicos (pb) en octubre y luego han oscilado entre los 200 pb y los 400 pb. Estas oscilaciones reflejan probabilidades de impago relativamente elevadas, pero estos números son poco fiables, debido a la alteración de este mercado y al hecho de que los volúmenes son nocionales.

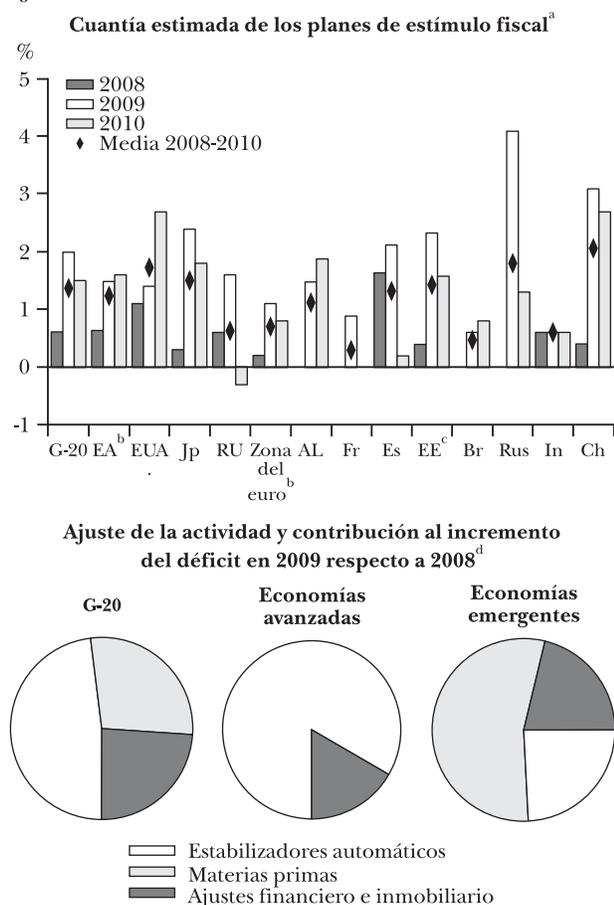
Salvo algunas excepciones, como Estados Unidos o España, estos planes se anunciaron a partir de octubre y se han ido poniendo en marcha —en los meses siguientes. También en este caso la contabilización se complica por los diversos conceptos que algunos anuncios contienen (en particular la financiación, que, como se ha señalado, se contempla como parte del apoyo financiero) y en la asignación temporal, pues algunos de ellos son anuales, otros plurianuales e, incluso, otros no tienen un horizonte específico.

El panel superior de la gráfica V recoge el monto de los paquetes anunciados por países, para los años 2008 a 2010.¹¹ El promedio anual agregado del G-20+ es de 1.4% del PIB y, en este caso, el esfuerzo es ligeramente mayor en las economías emergentes (1.4%) que en las avanzadas (1.25%), pues en los meses recientes las primeras han hecho un esfuerzo adicional, en un contexto en que las condiciones de mercado se tendían a estabilizar. En todo caso, con los datos conocidos, se observa que el esfuerzo fiscal anunciado es más sostenido en las economías desarrolladas, donde el pico (1.6% del PIB) se alcanza el año próximo, mientras que en las economías emergentes se alcanza en el año actual, con 2.4% del PIB, para decaer de ahí en adelante.

Hay, en cualquier caso, notables diferencias entre países. De nuevo, son los Estados Unidos los que destacan por los recursos aportados, en particular el plan aprobado al principio de este año por un monto de USD 787 mil millones, 5.5% del PIB, de los cuales unos USD 200 mil millones (1.3% del PIB) se utilizarán a partir de 2011. Sumados al plan aprobado en febrero de 2008, esto supone casi 1.7% del PIB de promedio anual en los tres años considerados, superando el año próximo 2.7% del PIB. También son notables el reciente impulso fiscal japonés, ampliado con el presupuesto extraordinario de abril, que este año alcanzará 2.4% del PIB (1.5% del impulso total promedio en los tres años), y el perfil del Reino Unido, cuyo presupuesto contempla una expansión importante este año (1.6% del PIB), pero un impulso negativo el año próximo, lo que deja el promedio anual del trienio en solo 0.6% de su PIB. La zona del euro también se sitúa en la

¹¹ La mayoría de los datos son previsiones del FMI (2009a) y son coherentes con su *World Economic Outlook*, pero se han actualizado algunos de ellos con los últimos planes conocidos. En el caso español se utilizan las previsiones del Banco de España (2009).

GRÁFICA V. ESTÍMULOS FISCALES Y COMPONENTES DEL AJUSTE DE LA ACTIVIDAD



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (abril), Tesoro británico y Banco de España.

^a El agregado de la zona del euro incluye a los cuatro grandes: Alemania, Francia, Italia y España. ^b Economías avanzadas. ^c Economías emergentes. ^d Actualización basada en las últimas previsiones del FMI.

franja inferior, con un estímulo promedio equivalente de apenas medio punto del PIB de la zona. Dentro de la zona, España registra un impulso fiscal relativamente importante: 1.25% del PIB en promedio y concentrado en el 2009 (1.9% del PIB). Por último, cabe destacar que dos economías emergentes presentan los estímulos fiscales más elevados: Rusia (1.8% del PIB en la media de los tres años), que saca partido de sus reservas financieras derivadas del petróleo, y China (2.1% del PIB), cuya capacidad de respuesta no depende de la financiación exterior.

En general, los planes fiscales han estado sesgados hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras. Por la parte de los ingresos, el recorte impositivo se ha orientado hacia los impuestos directos y desgravaciones, mientras que la reducción de los indirectos ha

tenido un papel testimonial. La mayor proporción de medidas de gasto público (en torno al 60% del total) puede explicarse por la reducida propensión marginal a consumir e invertir del sector privado, en un entorno de fragilidad económica y financiera y perspectivas negativas, que hace menos efectivos los recortes de impuestos. No obstante, los retardos en la instrumentación del gasto, en un momento en el que se precisan impulsos urgentes a la demanda, pueden ser una limitación a su efectividad a corto plazo.

Para valorar el impacto de la crisis sobre el déficit público, además de las medidas discrecionales en apoyo de la demanda, hay que tener en cuenta los estabilizadores automáticos, que operan a través de los ingresos y de los gastos públicos. Dada la contracción esperada de la actividad, el impacto de estos estabilizadores automáticos sobre los saldos fiscales puede ser muy notable, llegando a condicionar el monto de los propios planes de estímulo fiscal. En general, se considera que los países de Europa continental presentan una mayor elasticidad del saldo fiscal respecto al ciclo económico que el Reino Unido o Estados Unidos, mientras que en los países emergentes, donde las redes de protección social están menos desarrolladas y las estructuras fiscales están menos consolidadas, los estabilizadores serían menos potentes. No obstante, en algunas de las economías en desarrollo exportadoras de materias primas, la ralentización de la actividad global está teniendo un impacto elevado sobre las cuentas fiscales a través de la reducción de los precios y del volumen de exportación de estos productos, que proporcionan una parte importante de los ingresos fiscales. Por último, hay que considerar la pérdida de ingresos derivada del ajuste financiero —reducción de beneficios, dividendos y valor de activos—, tal como se explicó en la sección II, que normalmente no se considera al hacer los ajustes cíclicos en los saldos fiscales. Este impacto dependerá de la fiscalidad sobre estas bases impositivas, y será más potente en aquellas economías donde el sector financiero tiene un mayor peso, como Estados Unidos, Suiza o el Reino Unido.

En el panel inferior de la gráfica V se estima el impacto relativo de los factores relacionados con la caída de la actividad, no discrecionales, sobre el déficit en el 2009.¹² En el conjunto del G-20+,

¹² Véase FMI (2009b). Hay que tener en cuenta que los cálculos iniciales tomaban en consideración las previsiones hechas en el primer trimestre del 2009. El deterioro de las

los estabilizadores automáticos serían responsables de la mitad del incremento no discrecional del déficit, aproximadamente, alcanzando las tres cuartas partes en las economías avanzadas y una contribución de apenas 20% a 25% en las emergentes. En estas, la principal contribución se deriva de la pérdida de ingresos asociada al ajuste de las materias primas (más de la mitad del total, siendo nula en las desarrolladas). El ajuste de los precios de activos financieros e inmobiliarios contribuye de modo similar en todos los grupos considerados, en torno a un cuarto del total.

V. Saldos fiscales, deuda pública y la dinámica de la deuda a medio plazo

Una vez valorados los distintos canales a través de los cuales la crisis y la respuesta de política económica afectan a los saldos fiscales y a la deuda pública, es posible analizar su impacto conjunto sobre las finanzas públicas. Los paneles superiores de la gráfica VI muestran las previsiones de incremento del déficit para los años 2009 y 2010 respecto al 2007, que suponen en todos los casos una drástica ampliación de los déficit públicos. En numerosos países se pueden alcanzar déficit de dos dígitos en términos del PIB, disipando la paulatina mejora de los saldos fiscales que se venía verificando en la mayoría de los países en los últimos 15 años. Algunos países, como Estados Unidos, van a registrar déficit que no se observaban desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

Así, respecto al año previo a la crisis (2007), las previsiones indican un incremento del déficit de 7.6 puntos porcentuales (pp) del PIB en el 2009, pasando de 1% a 8%, y reduciéndose solo hasta 6.9% en 2010 en el conjunto del G-20+. En las economías avanzadas el incremento es aún mayor, al pasar de 2% a 10% en el 2009, para reducirse hasta 7.7% del PIB en el 2010. En las cuatro principales economías emergentes (BRIC) el deterioro es algo menor: se pasa de un presupuesto equilibrado en el agregado en el 2007 a un déficit en el 2010 de 4.5% del PIB. Por países, las razones de déficit sobre el PIB son más elevadas en Estados Unidos (13.6% en el 2009,

mismas desde entonces y la posible distinta evolución del precio de las materias primas y otros precios financieros han modificado ligeramente los cálculos, que deben ser tomados con cautela.

reduciéndose a 9.7% en el 2010), Japón, Reino Unido (con cifras cercanas al 10% y el 9%, respectivamente, en los próximos años), la India (por encima del 10% en 2009) y España (8,3% en el 2009 y 8.7% en el 2010). España es, junto con Rusia, la economía que registra un incremento mayor del déficit desde el 2007 en la muestra, superior a los 10 pp del PIB, pues partía de un holgado superávit (2.2% en el 2007). En el extremo opuesto se encuentra Brasil, con un déficit previsto inferior a 2% del PIB en ambos años.

Para aproximar el peso de cada factor analizado en las secciones anteriores sobre el incremento del déficit, en el panel inferior izquierdo de la gráfica VI se hace una descomposición, necesariamente aproximada, de esa contribución en las economías avanzadas, para el año en curso (8 pp del PIB, como veíamos), distinguiendo entre las medidas discrecionales (apoyo fiscal y financiero) y el impacto derivado de la caída de la actividad económica y financiera.¹³ En primer lugar, el impacto sobre el déficit de las medidas de apoyo financiero es relativamente reducido (1.7 pp del PIB, es decir, apenas 20% del total), aunque la estimación depende de los criterios de contabilización adoptados, pues una buena parte del desembolso efectivo no afecta al déficit, sino a la deuda. En segundo lugar, los paquetes de estímulo fiscal alcanzan un monto de 1.5 pp del PIB, que contribuirían en 18% al incremento del déficit. La caída de la actividad financiera añade al menos seis décimas del PIB, lo que deja a los estabilizadores automáticos como el principal factor determinante del incremento del déficit (3.3 pp, un 41% del total). De este modo, el impacto directo de la crisis contribuiría la mitad (4 pp del PIB) al incremento del déficit, mientras que la contribución de la reacción de políticas sería algo menor (3 pp). Un punto del incremento del déficit no ha podido ser asignado a ninguna categoría.

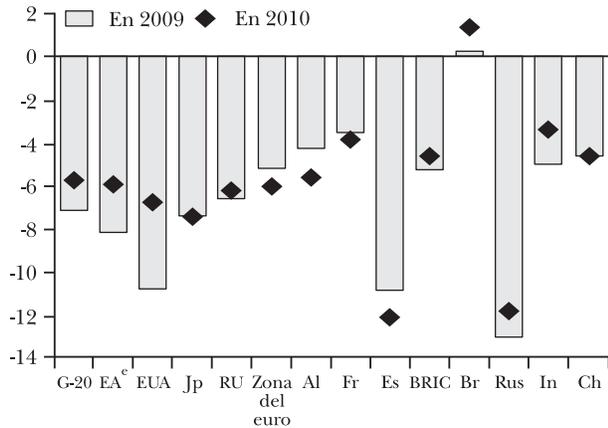
La evolución de la deuda (gráfica VI, último panel) muestra una trayectoria análoga a la del déficit, pues las necesidades de financiación asociadas a los planes fiscales y al apoyo financiero están suponiendo un incremento sustancial

¹³ La descomposición se realiza tomando las previsiones de déficit y saldo estructural del *World Economic Outlook* del FMI. La diferencia entre ambos da el impacto de los estabilizadores automáticos. El impulso fiscal se deriva de los datos presentados en la gráfica VII y el apoyo financiero se ha derivado de datos por países y de la estimación publicada por el FMI en marzo [FMI (2009b)].

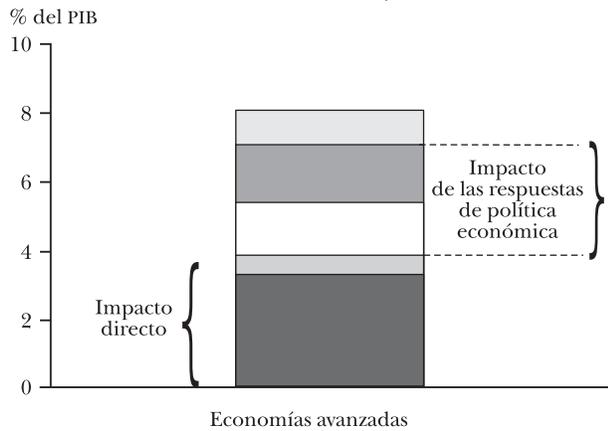
GRÁFICA VI. DÉFICIT PÚBLICO Y DEUDA, 1990-2008

Previsiones de incremento del déficit respecto a 2007^{a,b,c}

Puntos porcentuales del PIB



Factores determinantes del incremento del déficit entre 2009 y 2007



- No asignado
- Apoyo al sistema financiero
- Estímulo fiscal
- Ajuste financiero e inmobiliario
- Estabilizadores automáticos

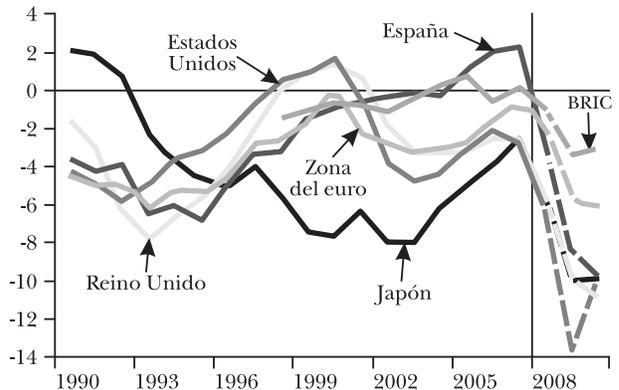
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo, Comisión Europea, CEIC, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España

^a El área del euro incluye a los cuatro grandes: Alemania, Francia, Italia y España. ^b El agregado de Economías Avanzadas incluye: Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Corea, Australia, Canadá, Alemania, Francia, Italia y España. ^c Los datos de 2006 a 2010 proceden todos del FMI (2009b), salvo España (Banco de España). ^d Línea discontinua: previsiones. ^e Economías Avanzadas.

de las emisiones de deuda pública y de los coeficientes respecto al PIB en casi todas las economías avanzadas. Según el criterio homogéneo que utiliza el FMI, en Estados Unidos la deuda se acercará a 100% del PIB en el 2010, mientras que en Japón —donde el coeficiente ya era muy elevado— superará con creces 200% del PIB. En Europa los incrementos también son sustanciales. La deuda pública británica se acercará a 80% del PIB y superará ese nivel en el conjunto de la zona del euro. España, con un coeficiente inicial de deuda más baja, se aproximará al 60%, tras haberse situado por debajo de 40% en el 2007.

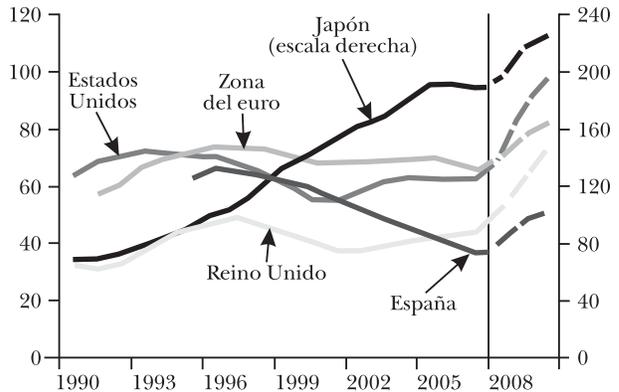
Déficit público sobre el PIB^{c,d}

% del PIB



Deuda pública sobre el PIB^{c,d}

Deuda bruta / PIB



Estas cifras suponen, en muchos casos, un aumento de la deuda pública igual o superior al 50% como porcentaje del PIB. En Japón y en Estados Unidos esos coeficientes de deuda suponen retornar a los niveles de la posguerra, mientras que en Europa implican revertir los avances de las últimas décadas y volver a alejarse del límite de referencia del 60% del PIB en casi todos los países. Por el contrario, en los principales países emergentes las previsiones del FMI anticipan que en el 2009 el coeficiente de deuda se estabilizaría en torno al 35% del PIB, si bien esta previsión es algo difícil de conciliar

con las previsiones económicas y financieras.

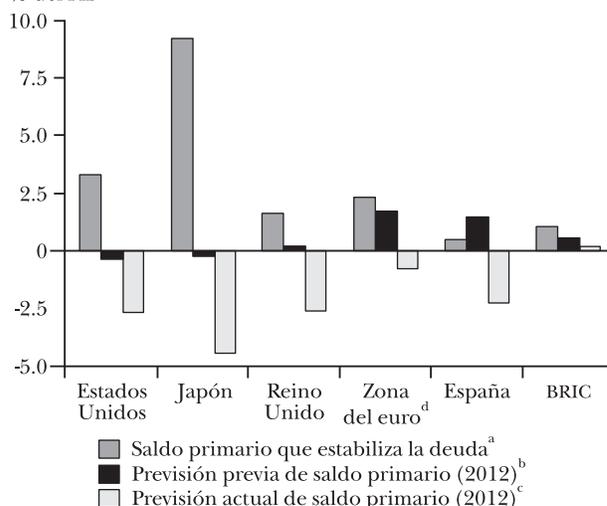
El fuerte aumento de los coeficientes de deuda suscita cuestiones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en muchos países y cómo reconducirlas hacia posiciones más sanas. Aunque esta cuestión desborda el ámbito de este artículo, puede hacerse una primera aproximación a través de la consideración de la dinámica previsible de la deuda pública, recogida por la siguiente ecuación, donde las variables fiscales aparecen en términos del PIB:

$$\begin{aligned} \text{Incremento de deuda} = & [\text{Costo real de la deuda} - \\ & - \text{crecimiento del PIB}] \times \\ & \times \text{Deuda inicio período} - \\ & - \text{Saldo primario} \end{aligned}$$

De esta expresión se deduce que la dinámica de la deuda ha empeorado de modo generalizado, por diversas vías: en primer lugar, se ha producido un salto en la deuda inicial, derivado de las medidas de apoyo financiero y del propio incremento de los déficit; en segundo lugar, el incremento de los déficit públicos se refleja también en un fuerte deterioro de los saldos primarios (es decir, netos de pagos de intereses), tal como se recoge en la gráfica VII, que será duradero. Por último, cabe esperar que los elementos de dentro del paréntesis —que entran multiplicando el coeficiente inicial de deuda— jueguen en contra de su evolución, tras un prolongado período en el que se comportaron muy favorablemente: por un lado, las perspectivas de crecimiento del PIB son negativas para este año, muy reducidas para el próximo y es posible que el crecimiento no retorne de modo sostenido a tasas como las observadas en los años previos a las crisis; por otro lado, es posible que el costo real de financiación de la deuda en el medio plazo tienda a elevarse, a medida que la situación financiera y económica se vaya normalizando y los factores que mantienen la actual presión bajista sobre los tipos de interés de la deuda pública dejen de operar o lo hagan con menor intensidad.

A partir de la ecuación expuesta, es posible derivar un indicador relativamente simple para evaluar hasta qué punto ha empeorado la dinámica de la deuda. Este indicador, que se recoge en la gráfica VII, compara el saldo primario que sería necesario para estabilizar el coeficiente de deuda en un cierto nivel sostenible (véase la nota en la gráfica VII), en el largo plazo, con el saldo

GRÁFICA VII. DETERIORO DEL SALDO PRIMARIO Y DINÁMICA DE LA DEUDA
% del PIB



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

^a Los supuestos dependen del coeficiente inicial de deuda. Si la deuda es menor del 60% del PIB (como en España y, entre los BRIC, China y Rusia), sería el saldo que estabilizará la deuda en 2027. En los casos en los que la deuda es superior (Estados Unidos, Reino Unido y los tres principales países europeos), la estimación se refiere al saldo que haría retornar la deuda a ese coeficiente. En el caso de Japón sería el saldo primario, que reduciría a la mitad la deuda. ^b FMI, octubre de 2008. ^c FMI, marzo de 2009. ^d La zona del euro incluye a los cuatro países grandes: Alemania, Francia, Italia y España.

primario esperado. Tanto el saldo que estabiliza la deuda como las previsiones de déficit primario se han incrementado acusadamente en todos los países, por lo que la brecha que se ha abierto entre ambas variables es muy amplia (de más de 5 pp del PIB en Estados Unidos y en el Reino Unido y de 13 pp en Japón).¹⁴ La magnitud de la brecha en las economías de la zona del euro también es notable, aunque de una cuantía menor (en torno a 3 pp), y en España apenas supera 2 pp, si bien este resultado se debe a que parte de un coeficiente menor de 60%. A modo de comparación con la situación previa, también se muestra en la gráfica el saldo primario previsto para el 2012 antes de la crisis (octubre del 2007), que era cercano a cero en todos los países.¹⁵

En definitiva, la deuda pública ha entrado en

¹⁴ El ejercicio [véase FMI (2009b)] también impone que la diferencia entre el costo de financiación y el crecimiento del PIB (el término entre paréntesis de la ecuación de la dinámica de deuda) es igual a 1 para el horizonte de predicción de largo plazo.

¹⁵ Esta comparación es parcial, pues también habría que considerar el otro componente de la brecha: el saldo primario que estabilizaba la deuda en octubre del 2007 y que también se ha incrementado desde entonces, debido a la mayor deuda y al empeoramiento de sus factores determinantes.

una dinámica negativa y el coeficiente de deuda tenderá a mostrar una tendencia al alza en los próximos años que, dada la inercia inherente a esta dinámica y las expectativas sobre sus determinantes, será difícil de revertir.

VI. Perspectivas y conclusiones

La crisis económica y financiera está requiriendo una fuerte respuesta de política económica, que, unida a la propia gravedad de la situación, ha puesto a las finanzas públicas en una situación delicada, sobre todo en algunas economías desarrolladas. La mejoría de las posiciones fiscales, lograda en las últimas décadas, a base de perseverancia y de disciplina fiscal, ha permitido un margen más elevado de actuación en la coyuntura actual, pero esos progresos se han disipado en solo unos meses: los déficit fiscales se han elevado rápidamente y se prevé que la deuda pública alcance coeficientes sobre el PIB desconocidos en las últimas décadas. Este deterioro, además, será persistente, pues la deuda ha entrado en una dinámica desfavorable y difícil de revertir. Los incrementos de la deuda y de los déficit primarios se conjugarán, previsiblemente, con una evolución menos favorable que en el pasado de los tipos de interés a largo plazo y del ritmo de crecimiento, incluso con posterioridad a esta fase aguda de recesión económica y crisis financiera.

A estas perspectivas negativas cabe añadir otros riesgos, como el posible desembolso efectivo de los fondos comprometidos que aún no han sido utilizados (y que, por tanto, no aparecen en las cifras de déficit o deuda) y la posibilidad de que sean necesarios más apoyos de carácter fiscal o financiero para superar la crisis, lo que incidiría en una presión adicional sobre las finanzas públicas. En sentido contrario, también es posible que una reversión relativamente rápida de la coyuntura económica y financiera permita recuperar parte de las cantidades invertidas o comprometidas, aliviando parcialmente la situación de las cuentas públicas. Además de estos riesgos, hay factores estructurales que ya pesaban sobre la evolución de las cuentas públicas en el largo plazo, como el envejecimiento de la población en muchos países desarrollados, que pueden complicar adicionalmente la gestión futura de la política fiscal y financiera de los Estados.

Todas estas consideraciones perfilan unas perspectivas difíciles para las finanzas públicas

de la mayoría de los países desarrollados, en los próximos años, que se trasladarán a los países emergentes, no solo por el efecto directo de la crisis sobre sus saldos fiscales, sino porque la mayor competencia entre emisiones soberanas puede hacer más oneroso y difícil el acceso a la financiación de su deuda.

En el ámbito del sector privado, el persistente incremento de las necesidades de financiación del sector público presenta dos riesgos importantes que en la actual coyuntura solo están latentes. El primero es el desplazamiento de la inversión privada por el sector público (*crowding out*), a través de presiones al alza sobre los tipos de interés a largo plazo y los costos financieros. Este efecto podría verse parcialmente mitigado, en el corto y medio plazo, por el esperado incremento del ahorro privado global, a medida que los agentes recomponen sus posiciones patrimoniales. El segundo es que los agentes anticipen la necesidad de unos mayores impuestos en el futuro para reconducir la situación fiscal y adapten su comportamiento actual en consecuencia, lo que reduciría la propensión marginal a consumir. Esta reacción contrarrestaría los efectos de los estímulos fiscales, afectando negativamente a las perspectivas de recuperación de la demanda privada.

De todas estas consideraciones se derivan grandes desafíos para las autoridades económicas en los próximos años y algunas conclusiones de política económica. La primera es que, dada la delicada posición actual, los márgenes de actuación fiscal son muy estrechos y que, en caso de que fueran necesarios estímulos o apoyos adicionales, estos deberían ser diseñados con sumo cuidado para optimizar su eficiencia y minimizar su costo y duración. En segundo lugar, que las perspectivas de deterioro de las finanzas públicas deben ser contrarrestadas en lo posible con un compromiso creíble con la disciplina fiscal a medio plazo, que debería hacerse efectivo a través de políticas contracíclicas, una vez se supere la situación de emergencia económica, y de políticas estructurales suficientemente ambiciosas. No obstante, este compromiso se debe conciliar con el sostenimiento de la demanda privada en el corto plazo y el saneamiento del sector financiero. En particular, la retirada prematura del estímulo fiscal o una actuación insuficiente en el saneamiento bancario podrían llevar a una salida en falso de la crisis, como algunas experiencias (la japonesa, en particular) han mostrado.

Bibliografía

Comisión Europea (2009), *Economic forecast, Spring 2009*, mayo; véase (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15048_en.pdf).

Fondo Monetario Internacional (2009a), *World Economic Outlook*, abril; véase (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>).

Fondo Monetario Internacional (2009b), *The*

State of Public Finances -Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis, marzo; véase (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>).

Laeven, L., y F. Valencia (2008), *Systemic Banking Crises: A New Database*, FMI (Working Paper, n^o 08/224).

OCDE (2009), “The Effectiveness and Scope of Fiscal Stimulus”, cap. 3, *OECD Interim Economic Outlook*, marzo; véase (<http://www.oecd.org/dataoecd/3/62/42421337.pdf>).

Desafíos legales e institucionales en la reforma de la arquitectura y regulación financieras*

Barend Jansen

I. Introducción. Evaluación de la situación: lecciones de la crisis

La crisis financiera global ha impulsado acciones por parte de líderes políticos y autoridades encaminadas a la reforma tanto de la regulación financiera como de la arquitectura financiera internacional. Durante la reciente reunión del G-20 en Londres se hizo un llamado al fortalecimiento de la supervisión y regulación financiera así como de nuestras instituciones financieras globales, a la vez que se establecieron principios y un camino de acciones acordadas para lograrlo. El Comunicado del G-20 emitido en Londres¹ también se nutre de los análisis técnicos del FMI, y en particular de los trabajos acerca de las lecciones obtenidas de la crisis global (*Lessons from the Global Crisis*). De hecho, en la reunión anterior del G-20 celebrada en Washington en noviembre de 2008 se había solicitado al FMI, en vista de su membresía universal y experiencia en temas macrofinancieros centrales, que asumiera protagonismo en extraer lecciones de la crisis global; así en febrero del 2009, el FMI publicó una serie de estudios que atendían aspectos de política macroeconómica, regulación financiera y arquitectura global relacionados con la estabilidad.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia *Legal and Institutional Challenges in the Reform of Financial Architecture and Financial Regulation*, de B. Jansen, Assistant General Counsel, FMI. Esta ponencia fue expuesta en la IX Reunión de Asesores Legales de Banca Central, realizada por el CEMLA con el auspicio del Banco de la República, de Colombia, celebrada en Cartagena, del 18 al 20 de mayo del 2009. Las opiniones expresadas son del autor y no representan o pueden ser atribuidas al FMI, ni a su Directorio Ejecutivo o su administración.

¹ En adelante, el Comunicado del G-20.

Estos acontecimientos y el presente análisis están dentro de un contexto más amplio donde se reconsidera el papel de las instituciones financieras globales, los objetivos y principios subyacentes a la regulación y supervisión, así como los mecanismos institucionales y legales que puedan contribuir a lograr una mejor vigilancia de los mercados financieros. Varios organismos o entidades internacionales se han sumado al FMI, a la luz de las recomendaciones del G-20, para intensificar esfuerzos en sus respectivas áreas de responsabilidad. En particular, al Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum), hoy rebautizado como el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB), al cual se le ha conferido un mandato fortalecido. El Comunicado del G-20 apela a su colaboración con el FMI para proveer señales de alerta temprana sobre los riesgos macroeconómicos y financieros.

Además, varias autoridades, comisiones establecidas bajo el mandato de gobiernos u organismos internacionales, asociaciones comerciales y académicos han emitido informes y expresado sus opiniones sobre estos temas. Cabe mencionar, entre otros, los siguientes:

- El informe emitido por el grupo de alto nivel sobre supervisión financiera de la Unión Europea (*High-level group on financial supervision in the EU*, conocido como el Informe De Larosière).
- La reseña Turner (*Turner Review*), emitida por la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido, acerca de la respuesta regulatoria a la crisis bancaria global.

- Los “Principios para una nueva arquitectura financiera” y las “Recomendaciones sobre reformas al sistema monetario y financiero internacional”, desarrolladas por la comisión de expertos del presidente de la asamblea general de la Organización de la Naciones Unidas sobre reformas al sistema monetario y financiero internacional.
- El “Marco para la estabilidad financiera”, emitido por el Grupo de los Treinta.²
- Los trabajos acerca de la restauración de la estabilidad financiera (*Restoring financial stability: How to Repair a failed system*), preparados por varios académicos de la Escuela de Negocios Stern de la New York University.
- Los “Principios fundamentales de la regulación financiera” (conocidos como *Geneva Reports on the World Economy*), publicados por el International Center for Monetary and Banking Studies y por el Centre for Economic Policy Research.³
- Las recomendaciones del *Issing Committee* sobre “el nuevo orden financiero”, publicadas por el Center for Financial Studies.⁴

Por supuesto, en cada uno de estos análisis se presentan enfoques, opiniones y propuestas distintas, aun cuando existe un amplio consenso acerca de ciertos factores comunes que han contribuido a la crisis y sobre algunas soluciones posibles, que a continuación comentaré.

En esta presentación, trataré los acontecimientos actuales mencionando en primer lugar para cada tema las acciones acordadas por el G-20. Luego destacaré los principales desafíos legales e institucionales, y las implicaciones que puedan

² El Grupo de los Treinta, creado en 1978, es un cuerpo internacional privado sin fines de lucro (<http://www.group30.org/index.htm>).

³ El International Center for Monetary and Banking Studies busca facilitar el intercambio de ideas, información e investigaciones en el campo de la moneda, banca y finanzas internacionales, y está asociada con el Graduate Institute of International and Development Studies, con base en Ginebra (<http://www.icmb.ch/>). El Center for Economic and Policy Research es una red de investigadores asociados y afiliados, principalmente en universidades europeas (<http://www.cepr.org/def>).

⁴ El Center for Financial Studies es un instituto de investigaciones afiliado a la Universidad Goethe de Frankfurt (<http://www.ifk-cfs.de/>).

surgir de estos temas y de la promulgación de las reformas propuestas.⁵

Por último, un hilo conductor del análisis será el enfoque fortalecido sobre la estabilidad financiera y el riesgo sistémico, en términos de la regulación financiera, la política macroeconómica y la supervisión internacional. Como es ampliamente reconocido, la crisis ha destacado la interconexión de riesgos a través de diferentes mercados, instituciones y productos financieros; el desbordamiento entre países de estos riesgos; la insuficiencia de una regulación que sólo encara la seguridad y solidez de instituciones individuales; y, la necesidad de una supervisión macroprudencial que abarque todos los productos y las instituciones de importancia sistémicas. Este enfoque presenta varios desafíos, dado que deberán desarrollarse los marcos legales e institucionales apropiados para apoyar su puesta en marcha, tanto nacional como internacionalmente, y que ello tendrá consecuencias relevantes sobre el mandato de los bancos centrales, por ejemplo, en cuanto a su papel frente a las burbujas en el precio de los activos y ante los auges del crédito, que enfatizaré más adelante.

II. Regulación financiera

1) Reunión G-20

El Comunicado del G-20 y su anexo acerca del fortalecimiento del sistema financiero identifican como causas fundamentales de la crisis a ciertas fallas mayores en la regulación y supervisión financiera, y apoyan la construcción de un marco supervisor y regulatorio más fuerte y de mayor consistencia global. Los principios regulatorios subyacentes deberían incluir la promoción de la solidez, integridad y transparencia en los mercados financieros, evitar una excesiva toma de riesgos, reducir la dependencia sobre fuentes de financiamiento excesivamente riesgosas, y reducir, en lugar de ampliar, los ciclos económicos y financieros.

En particular, el plan del G-20 solicita: rediseñar los sistemas regulatorios de tal forma que las autoridades puedan identificar y manejar los riesgos macroprudenciales; extender la regulación y

⁵ Me apoyaré principalmente en los trabajos del FMI acerca de las lecciones de la crisis (<http://www.imf.org/external/np/exr/key/finstab.htm>), y también me referiré, según sea el caso, a los informes y las iniciativas antes mencionadas.

vigilancia a todas las instituciones, instrumentos y mercados de importancia sistémicas, incluidos los fondos de cobertura; aprobar e implementar los nuevos principios del FSB en relación con la aprobación y puesta en marcha;⁶ mejorar la calidad, cantidad y consistencia internacional del capital en el sistema bancario, para evitar la acumulación de un apalancamiento excesivo y canalizar recursos hacia fondos de estabilización en los buenos tiempos; y desarrollar un registro de las agencias calificadoras de riesgo y extender la supervisión regulatoria a estas entidades.

2) Implicaciones legales e institucionales

a) Alcance de la regulación

La crisis ha subrayado los riesgos que presenta el *sistema bancario sombra* con poca o ninguna regulación, que incluye a los bancos de inversión, los originadores e intermediarios de hipotecas, los vehículos de titulización y los fondos de activos privados, así como los productos complejos tales como los derivados extrabursátiles (*over-the-counter*, OTC). Los riesgos habían sido transferidos a instituciones carentes de supervisión prudencial, y ni los reguladores ni el mercado poseían información suficiente acerca de toda una gama de exposiciones, especialmente en relación con transacciones fuera de balance e instrumentos extrabursátiles.

Por lo tanto, las reformas regulatorias no sólo deberán asegurar que el perímetro de regulación se amplíe hasta incluir las instituciones, los segmentos de mercado y los productos de importancia sistémica, sino también que se cubran los vacíos de información de tal manera que los reguladores o el mercado puedan sumar, detectar y evaluar los riesgos sistémicos presentados por los productos financieros. En términos generales y desde un punto de vista legal, esto conlleva dos modelos regulatorios distintos: regulación y supervisión directa, y divulgación obligatoria. De forma muy simplificada, el primer modelo provocaría la intervención más directa en temas de gobernanza, cumplimiento y sistemas de administración de riesgos en las instituciones financieras supervisadas; mientras que la divulgación, como mecanismo regulatorio basado en el mercado, apuntaría a reducir la información asimétrica y hacer más transparente el riesgo para los reguladores y los participantes en el mercado.

⁶ En línea en <http://www.financialstabilityboard.org/>.

Estos modelos deberán ser combinados y calibrados según las necesidades y los objetivos particulares, pudiendo determinarse diferentes capas y niveles de vigilancia dentro de un perímetro ampliado, con requisitos legales y regulatorios diferentes como función de los potenciales riesgos sistémicos que presentan las instituciones o los productos: divulgación, requisitos de liquidez, procesos de gobernanza y administración de riesgos, afectaciones al capital.

En este contexto deben enfatizarse tres áreas específicas.

i) Supervisión de los fondos de cobertura

Aun cuando el papel de los fondos de cobertura en la crisis actual pueda ser controvertido, se puede argumentar que el desapalancamiento observado de estos fondos está acelerando la espiral descendiente del precio de los activos y las fluctuaciones en la valuación de los activos con respecto al mercado. El enfoque vigente previo a la crisis, desarrollado con posterioridad a la quiebra del fondo de administración de capitales de largo plazo (*Long-Term Capital Management*, LTCM) en 1998, estuvo dirigido al control del apalancamiento de los fondos de cobertura a través de una estrecha supervisión de los intermediarios bursátiles principales y de la administración del riesgo de contraparte, pero este método puede que no capture ni agregue de manera adecuada las interconexiones y la exposición global a los riesgos para propósitos sistémicos. El Comunicado del G-20 señala que deberán registrarse los fondos de cobertura o sus gestores, que deberán divulgar de modo continuo la información necesaria para evaluar todo riesgo sistémico que puedan representar, y que estarán sujetos a un apropiada administración de riesgos. Aquí los retos legales estarán en la construcción de mecanismos que permitan a las autoridades apropiadas detectar y evaluar los riesgos sistémicos. En cuanto a esto, los sistemas de información centralizados, en los cuales se les requiere a los fondos suministrar información acerca de sus exposiciones en forma oportuna a los reguladores, sobre una base confidencial, podrían alcanzar con mejor éxito esta meta que los requisitos de registro, dado que éstos están más dirigidos a proteger al inversionista.

ii) Swaps de incumplimiento crediticio e instrumentos OTC

Se reconoce que uno de los factores que

contribuyeron a la crisis ha sido la falta de transparencia sobre precios, volúmenes y concentraciones de riesgo en la operativa extrabursátil (OTC), ya que obstaculizó una adecuada evaluación de los riesgos de mercado y de liquidez. Las propuestas actuales, abordadas por el Comunicado del G-20, incluyen la estandarización de los mercados para derivados de crédito y el establecimiento de contrapartes centrales de compensación, sujetos a regulación y supervisión. En particular, las cámaras de compensación pueden contribuir al doble propósito de mitigar los riesgos de crédito de contraparte y de aumentar la transparencia en cuanto a exposición y concentración de riesgos. Los desafíos legales en este terreno consistirán en definir el alcance de los instrumentos OTC que se deberían estandarizar y compensar en una cámara; y, en regular las relaciones entre los participantes, la cámara de compensación y los supervisores. La regulación acerca del uso de las cámaras de compensación como repositorios de información de importancia sistémica en relación con los productos parece ser una herramienta de particular relevancia dado que puede mejorar la transparencia.

iii) Agencias calificadoras de riesgo (ACR)

Las ACR han sido culpadas por su fracaso en identificar problemas en la calidad crediticia de los productos estructurados que califican, en someter a prueba sus metodologías bajo la hipótesis de una contracción amplia del mercado y en estimar el impacto de los estándares poco rigurosos de suscripción. Actualmente gozan de una posición oligopólica, y se exponen a potenciales conflictos de interés dada la naturaleza de su negocio y sus esquemas de pago. Más aún, una excesiva dependencia de las calificaciones –cuyo uso está arraigado en las regulaciones prudenciales, en las pautas de inversión y en los disparadores contractuales– puede haber inducido a menor diligencia en el análisis por parte de inversionistas y reguladores. El Comunicado del G-20 exige una vigilancia más efectiva de las ACR, cuyas calificaciones son usadas con propósitos regulatorios, que incluya procedimientos para manejar los conflictos de interés, asegurar la calidad en el proceso de calificación y reforzar la divulgación de metodologías y supuestos. Tanto la Unión Europea (UE) como la comisión de valores de Estados Unidos (Securities and Exchange Commission, SEC) están emitiendo nuevas propuestas o revisando las reglas existentes, y se

le ha pedido a la Comisión Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commission, IOSCO) que coordine el pleno cumplimiento con su código de conducta. Aquí los retos legales podrían estar en el logro de un adecuado equilibrio entre las inquietudes por la confidencialidad y un sistema de divulgación estandarizado de los activos subyacentes, que permita a los inversionistas formarse un juicio independiente acerca de la calidad crediticia de dichos activos y coadyuve a reducir las barreras al ingreso de nuevos competidores. Otras áreas de interés legal serán la evaluación de los requisitos para que los reguladores confíen en las calificaciones y una regulación apropiada de las interacciones de las ACR con emisores, agentes principales e inversionistas para los instrumentos calificados, que tome en cuenta los distintos y dispares conflictos que puede enfrentar una ACR. Las propuestas actuales enfocan el conflicto de interés que surge cuando la ACR es pagada por un emisor o agente principal, pero también se pueden dar situaciones potencialmente conflictivas cuando la ACR es pagada por inversionistas, dado la inserción regulatoria de las calificaciones ya comentada.

b) Fijación de estándares internacionales

No sólo deberá ampliarse el perímetro regulatorio para abarcar todas las instituciones y productos de importancia sistémica, sino que surge la necesidad de una revisión sustancial de las normas y los estándares de la regulación y supervisión financiera, que en varios aspectos han demostrado tener fallas. Entre ellos hay dos áreas sujetas a revisión extensiva.

i) Controles y contrapesos en la gobernanza y la alineación de prácticas de remuneración con la toma de riesgos a largo plazo

Las estructuras de remuneración para los altos cuadros gerenciales y algunos otros funcionarios suelen no reflejar la rentabilidad de largo plazo de las empresas, en vista de que se producen grandes desembolsos en el corto plazo vinculados con los altos rendimientos de las actividades de apalancamiento y de mayor riesgo, que luego no se ajustan por las pérdidas experimentadas en la fase descendente del ciclo. El Comunicado del G-20 respalda los nuevos principios de compensación del FSB, los cuales contemplan un papel activo para las juntas directivas, el ajuste por el

horizonte temporal de los riesgos y la divulgación amplia y transparente; también exige que hayan progresos sustanciales en su implementación para el 2009 y en su integración a las pautas de administración de riesgos promulgadas por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, en el último trimestre de 2009.

De hecho, existe una variedad de mecanismos legales y distintos enfoques que pueden encarar este tema complejo, por ejemplo: gobernanza, herramientas para la administración de riesgos, soluciones contractuales, estrategias orientadas a la divulgación, afectaciones al capital, y tratamiento impositivo y contable. En particular, un enfoque de gobernanza contemplaría mayores poderes de control a los accionistas y exigiría un correcto manejo de los riesgos creados por los esquemas de remuneración en todos los niveles funcionales de parte de los altos cuadros gerenciales y las juntas directivas; las herramientas para la administración de riesgos ajustarían la remuneración en función del riesgo u otros indicadores cualitativos como pueden ser las calificaciones de auditoría interna; las soluciones contractuales habilitarían la recuperación y la postergación del pago de bonos; las estrategias orientadas a la divulgación deberán ser equilibradas para contemplar inquietudes en cuanto a la confidencialidad; las afectaciones al capital buscarían relacionar los costos y el horizonte temporal de los costos de remuneración con los requisitos de capital.

Cada una de estas soluciones, sin embargo, podría beneficiarse de un enfoque integral: mayor divulgación, por ejemplo, bien podría llevar a paquetes de remuneración más alta en la medida que las instituciones compitan por los funcionarios de mayor prestigio. También existe la clara necesidad de un paisaje regulatorio que sea consistente, para evitar tanto los tratos diferenciales entre jurisdicciones o que el arbitraje favorezca a empresas cuyas prácticas de remuneración no estén sujetas a regulación.

ii) Requisitos de capital: reglas contracíclicas y exposiciones por partidas fuera del balance

La crisis ha mostrado la utilidad de los excedentes de capital sobre los requisitos de liquidez creados por los bancos durante las fases expansivas, ya que pueden contribuir a compensar las presiones procíclicas durante un escenario de contracción o caída. Además, el hecho de que las reglas de provisión de fondos por pérdidas en

general son retrospectivas, y por tanto no se basan en las pérdidas esperadas, resultó en una variación cíclica del capital propio y los niveles de crédito. Un tema relacionado –que también se conecta con la necesidad señalada de ampliar el perímetro regulatorio– tiene que ver con las exposiciones por partidas fuera del balance general, que de acuerdo con las reglas actuales no están bien capturadas. El Comunicado del G-20 pide mejorar la calidad, cantidad y consistencia internacional del capital en el sistema bancario para evitar un excesivo apalancamiento y exigir la formación de inventarios de recursos en los buenos tiempos, y solicita medidas para incorporar de manera apropiada las exposiciones por partidas fuera del balance. Desde un punto de vista legal, estas recomendaciones deberán asegurarse que tales reservas excedentes de capital sean exigidas y creadas efectivamente, que sean divulgadas en forma adecuada –por ejemplo, a los accionistas– y que no se haga mal uso de éstas con el propósito de manipular los ingresos. También se deberán distinguir y definir en forma adecuada las actividades que se consideran fuera del balance general, en función de los distintos productos con sus diferentes funciones, y con el propósito de establecer requisitos de divulgación y consolidación diferenciados. Por ejemplo, existen diferencias dentro de la categoría de vehículos de inversión estructurada (*structured investment vehicles*, SIV); tanto así que el Informe del Grupo de los 30, liderado por Paul Volcker, hace la distinción entre los SIV, que se considera se dedican a apalancar el arbitraje regulatorio de los estándares contables y de cálculo del capital, y otros vehículos de titulación de activos simples que sirven algún propósito económico válido; en ese respecto, el Informe también plantea el asunto de la existencia de regímenes regulatorios nacionales distintos para el tratamiento dentro del balance de dichos vehículos, y enfatiza la necesidad de un enfoque coordinado.

Otras propuestas ven con más escepticismo a los requisitos contracíclicos de capital en vista de sus dificultades de implementación y en cambio enfocan la *regulación a prueba de ciclos*, que puede adoptar la forma, por ejemplo, de pólizas de seguros que se accionan ante el evento de una crisis sistémica, y mecanismos obligatorios de conversión deuda-capital, es decir, la deuda se convertiría en capital cuando el sistema financiero y el banco emisor estén ambos bajo presión financiera.

Además de los temas específicos ya esbozados, en general surgirán desafíos legales de los procesos de implementación de estas reformas durante todas y cada una de las etapas de la regulación y supervisión financiera: el registro de las instituciones y la compilación de información acerca de los productos financieros, fijación de los estándares, informar al mercado en lugar de a los reguladores o supervisores, mecanismos de seguimiento, pautas interpretativas, resolución, su cumplimiento y la imposición de sanciones o procedimientos de derecho blando o conciliatorios para la resolución de conflictos.

A nivel internacional, es posible que mecanismos vinculantes puedan desempeñar un papel más significativo en marcos institucionales integrados; el Informe De Larosière sobre supervisión financiera en la UE, por ejemplo, visualiza que los llamados *Comités de Nivel 3* puedan ser investidos de poderes legales y así desempeñar una función de mediación legalmente vinculante en casos de conflicto entre autoridades nacionales, coordinar la aplicación de estándares de supervisión, emitir alertas y decisiones, y actuar como foro de recepción de quejas de las instituciones financieras. La existencia de tal procedimiento no excluiría el uso de otras herramientas flexibles según las distintas circunstancias, como podrían ser procedimientos de revisión por pares y de *cumplir o explicar*.

Otra alternativa, en lugar de fijar reglas vinculantes, sería enfocarse en procedimientos formales y procesos de persuasión moral que contemplan procesos estructurados de toma de decisiones, obligaciones de consulta, emisión de recomendaciones, etc. Ya existen ejemplos de derecho blando y mecanismos de cooperación en la arena regulatoria del sector financiero internacional. Las propias normas y estándares de Basilea son un ejemplo primario del logro de armonización regulatoria a través del enfoque de derecho blando, que luego a devenido en acciones sancionables mediante su incorporación a buenas prácticas que son observadas por organismos públicos internacionales (incluyendo al FMI en sus actividades de evaluación del sector financiero, a través del Financial Sector Assessment Programme, FSAP), a la disciplina del mercado y a mecanismos basados en incentivos; es decir, el derecho blando se va transformando en compromisos vinculantes a través de acciones legales, regulatorias o contractuales. De igual modo, en el área de las prácticas de remuneración, el Informe Turner aboga por los procesos de

vigilancia internacional y revisión por pares para la supervisión del cumplimiento con los principios del FSB.

Por último, debe enfatizarse que estos temas legales deberán enmarcarse en un contexto de políticas donde deberán tomarse en cuenta dos objetivos que a veces pueden estar en contraposición: por un lado, la consistencia internacional, las buenas prácticas y el evitar el arbitraje regulatorio, y por el otro, un entorno regulatorio competitivo y variado.

III. Política macroeconómica y estabilidad financiera

1) Reunión del G-20

Como ya se mencionó, el Comunicado del G-20 apoya enmendar los sistemas regulatorios nacionales para asegurar que las autoridades puedan identificar y considerar los riesgos macroprudenciales del sector financiero en su totalidad. A los reguladores se les deberá proveer autoridad para juntar información acerca de todas las instituciones, mercados e instrumentos financieros de importancia, con el fin de evaluar su posible impacto sobre el riesgo sistémico; también deberá haber una vigilancia más rigurosa de las instituciones financieras grandes y complejas, en vista de su importancia sistémica.

Este enfoque reforzado de la estabilidad financiera trae aparejado varios desafíos legales e institucionales. Analizaré estos desafíos enfocando en primer lugar su impacto en el papel de los bancos centrales, y luego comentando acerca del debate actual relacionado en los EUA acerca de la creación de un regulador del riesgo sistémico.

2) Implicaciones legales e institucionales

a) Una nueva perspectiva del papel de la banca central y el enfoque reforzado sobre la estabilidad financiera

En años recientes las leyes de los bancos centrales modernos han tendido a otorgarles un mandato explícito de estabilidad financiera, si bien como objetivo secundario al de promover y mantener la estabilidad de precios. Con la crisis actual se le ha dado un énfasis aún mayor al objetivo de estabilidad financiera de los bancos centrales, y se ha generado un activo debate acerca de lo que debería abarcar dicho objetivo –siendo

el tema, la necesidad de ver al sistema financiero como un todo, en lugar de enfocar únicamente la seguridad y solidez de las instituciones individuales— y cómo debería alcanzarse. Para el propósito de esta presentación, examinaré dos aspectos específicos de este mayor énfasis sobre la estabilidad financiera, en particular con respecto al papel de la banca central, que son: *i)* llamados a los bancos centrales para que también contemplen las burbujas de activos y crediticias en la búsqueda de su objetivo de estabilidad de precios; y *ii)* la idea de que la banca central pueda jugar un papel más importante en identificar y tratar los riesgos sistémicos que puedan surgir en segmentos del mercado, instituciones y productos financieros. Esta última inquietud trae a colación las distintas funciones y las interacciones entre la supervisión macroprudencial, las herramientas para el manejo de liquidez y la resolución de crisis, y la regulación microprudencial. Por último, también comentaré acerca de las preocupaciones recientes en relación con las intervenciones de los bancos centrales para prevenir y resolver las crisis financieras.

i) La estabilidad de precios también debería contemplar las burbujas crediticias y de activos

A lo largo de las últimas décadas ha habido abundancia de análisis económico y político para apoyar la idea de que una baja inflación promueve la asignación eficiente de recursos. Tal es así que hoy está bien aceptado que la mejor forma en que un banco central puede contribuir al crecimiento económico es enfatizando la estabilidad de precios como su objetivo principal. No es de sorprender, entonces, que las leyes contemporáneas de los bancos centrales suelen otorgar un mandato de estabilidad de precios como objetivo primario, con todos los demás objetivos explícitamente relegados a una posición secundaria con respecto a esta meta principal.

Quizá como resultado de ello, antes de la crisis los bancos centrales adoptaban una actitud en gran parte pasiva ante la evolución de las burbujas de activos y crediticias. En general se pensaba que la regulación prudencial, más que la política monetaria, era la herramienta más adecuada para tratar los riesgos asociados a dichas burbujas y que en cualquier caso, los efectos posteriores a una caída en gran medida podrían neutralizarse a través una baja de tasas. Este enfoque de *descuido benévolo* ha sido muy criticado ya que ahora

quedó claro que los riesgos sistémicos asociados al auge y caída de las burbujas crediticias pueden llevar a una fuerte contracción económica que no siempre puede contrarrestarse totalmente mediante un relajamiento monetario posterior. En especial, una fuerte expansión del crédito apoyada en el apalancamiento financiero e involucrando a los intermediarios financieros, puede conducir a consecuencias más peligrosas que otras burbujas de activos, dados los riesgos que implica para el suministro de crédito a la economía y la retroalimentación negativa entre los mercados financieros y la economía real. En vista de ello, ahora muchos argumentan que el objetivo de mantener la estabilidad de precios por medio de la política monetaria debería definirse con mayor amplitud y en un plazo mayor que permitiese dar seguimiento y tomar en cuenta los auges del crédito y del precio de los activos, los que eventualmente pudieran tener un efecto sobre los precios en un horizonte de mediano plazo; esto llevaría a una política de *remar contra la marea* en épocas de exuberancia en el precio de los activos, dados los beneficios a largo plazo en materia de crecimiento e inflación. Este enfoque posee la ventaja de incorporar un objetivo de estabilidad financiera, que busca dar seguimiento a los desequilibrios financieros sistémicos asociados con las burbujas crediticias y de activos, dentro del objetivo primario de estabilidad de precios de la banca central. Esto último en oposición a la idea que la banca central debiera tener un objetivo primario de estabilidad financiera en lugar de la estabilidad de precios.

ii) Los bancos centrales podrían jugar un papel más importante en identificar y tratar los riesgos sistémicos

La crisis actual ha sacado a la luz varios desafíos para el papel que la banca central y las autoridades supervisoras deben desempeñar en relación con el tratamiento e identificación de los riesgos sistémicos. De hecho, la acumulación y la administración de estos riesgos pueden analizarse desde varias perspectivas, es decir, la política monetaria descrita en el párrafo anterior, las políticas prudenciales y de supervisión, el manejo de la liquidez sistémica y el apoyo a la solvencia.

Parece apropiado enmarcar estas perspectivas en el contexto de la distinción entre la prevención de las crisis y las herramientas para el manejo de las crisis:

- *En relación con la prevención de la crisis*, existe un amplio consenso en cuanto a la necesidad de fortalecer la supervisión macroprudencial, que examina al sistema financiero como un todo, analiza las exposiciones correlacionadas entre instituciones financieras y estudia los vínculos con los costos macroeconómicos y la economía real. También existe una creencia generalizada que, en comparación con la política monetaria, las políticas macroprudenciales ofrecen una solución más enfocada al tratamiento de las burbujas de precios de los activos. Desde una perspectiva legal e institucional, el fortalecimiento de la supervisión macroprudencial implica otorgar instrumentos legales a los reguladores para habilitarlos a dar seguimiento a las fuentes de riesgos sistémicos mediante el acceso a y el requerimiento de los datos relevantes. También debería existir un marco de estrecha colaboración entre los bancos centrales –que, en vista de su mandato, son considerados generalmente como los más apropiados para ejercer la función de supervisión macroprudencial– y los supervisores, y de conexión entre la supervisión microfinanciera de instituciones financieras individuales con la conducción del seguimiento del riesgo sistémico. Las comunidades académica y formuladora de políticas están atendiendo este marco con un doble enfoque: por un lado, el establecimiento de estabilizadores automáticos tal como los requisitos contracíclicos de capital podría limitar el aspecto cíclico de las actividades financieras y al mismo tiempo restringir la acumulación de riesgos en la fase alcista. Por otro lado, la intervención más discrecional, aunque basada en reglas, de instituciones individuales serviría para calibrar las herramientas prudenciales en su contribución al riesgo sistémico o a la acumulación de peligrosos desequilibrios en un sector particular. También resulta esencial una mayor coordinación entre las agencias supervisoras para asegurar la estabilidad financiera. Al respecto, las recomendaciones del *Grupo de los 30* expresan la opinión que, en los países donde el banco central no es el regulador prudencial, debería tener un papel influyente en el órgano directivo del regulador prudencial y de mercados, un papel formal de evaluación de todo cambio propuesto a las políticas prudenciales clave y hasta un papel de supervisor de las empresas más grandes de importancia sistémica.
- *En cuanto al manejo de las crisis*, se pueden derivar enseñanzas adicionales de los esfuerzos en curso por parte de los bancos centrales para gestionar la crisis actual. En primer lugar, resulta evidente que la flexibilidad del marco legal e institucional es crítica para que la banca central pueda reaccionar de manera ágil ante las crisis rápidamente cambiantes. Por ejemplo, la capacidad para ampliar los servicios existentes de liquidez, modificar los requisitos de garantías y crear nuevos servicios por parte de los principales bancos centrales parece haber contribuido en gran medida a evitar un colapso completo del sistema. La flexibilidad también ha sido importante en permitir a los bancos centrales coordinar sus líneas de *swaps* de divisas con otros bancos centrales principales, permitiendo a las instituciones financieras nacionales el acceso crítico a moneda extranjera. Otra lección importante en el contexto del manejo de crisis, que se deriva de las respuestas de los bancos centrales a la crisis actual, consiste en la necesidad de una más efectiva coordinación entre agencias, en especial cuando el banco central no es el supervisor. A pesar de la tendencia positiva de suscribir memorandos de entendimiento y demás acuerdos formales de coordinación entre bancos centrales y otras entidades, ha habido ciertas críticas en cuanto a la rapidez de reacción de las últimas ante situaciones concretas de crisis. El caso de la quiebra de Northern Rock en el Reino Unido (RU), por ejemplo, ha sido exhibido como una situación en la cual una inefectiva coordinación entre entidades puede haber exacerbado la corrida bancaria. En respuesta a su experiencia con Northern Rock, las autoridades del RU emitieron un informe de consulta en julio 2008 como paso previo al fortalecimiento del marco para la estabilidad financiera en el RU. Dicho informe preve un fortalecimiento del papel del Banco de Inglaterra en materia de estabilidad financiera, dándole responsabilidades estatutarias formales en dicha área y un papel protagónico en el establecimiento de un régimen especial para resolución de bancos. La ley de bancos (*Banking Act*) de 2009 formaliza ahora el papel del Banco de Inglaterra en la resolución de entidades financieras.

iii) Áreas de preocupación

Aun cuando parece haber cierto consenso en

otorgar a los bancos centrales un papel mayor en la prevención y el tratamiento de la inestabilidad financiera, han surgido algunas preocupaciones en cuanto a lo que ello podría representar para la banca central en el largo plazo. Algunas de estas inquietudes se nutren del debate tradicional acerca del papel de la banca central, y pueden agruparse en tres categorías generales:

- *En primer lugar, los conflictos de interés potenciales entre objetivos prudenciales y de política monetaria.* Los objetivos microprudenciales pueden entrar en conflicto con los objetivos macroeconómicos de un banco central, y así comprometer la conducción de la política monetaria. Esto es especialmente preocupante cuando el banco central también actúa como supervisor. Por ejemplo, si el sistema bancario se encuentra en tensión, la autoridad monetaria quizás dude en imponer el grado necesario de restricción por temor a comprometer la solvencia de los bancos que supervisa.
- *Segundo, potencial infracción a la independencia del banco central.* Otra inquietud es que un papel ampliado en la supervisión y resolución de instituciones individuales, en especial las de importancia sistémica, podría politizar al banco central y potencialmente debilitar su independencia del gobierno y de su política monetaria.
- *Tercero, estrategias de salida y preocupaciones cuasifiscales.* Las medidas adoptadas recientemente por la banca central en apoyo a determinados mercados o participantes, como es el caso de los programas de apoyo al mercado de papeles negociables de corto plazo, van más allá del alcance usual de la política monetaria y el manejo de liquidez. Si bien estas pueden ser necesarias para evitar perturbaciones graves en el corto plazo, en caso de prolongarse arriesgan interferir con las señales de política y quizá con la autonomía del banco central. Además, las actividades cuasifiscales bien pueden inflar el balance del banco central con activos de dudosa calidad que permanezcan en cartera durante años, restringiendo así los enfoques de política.

Se requerirá un grado apropiado de transparencia y rendición de cuentas para atenuar estas preocupaciones a la luz del papel fortalecido que se le está otorgando a la banca central para

salvaguardar la estabilidad financiera. Además, y para dirigirse al tema de la percepción de falta de independencia, los marcos legales deberán aclarar que el Tesoro asumiría la responsabilidad en última instancia por todo el costo parafiscal incurrido en la resolución de instituciones financieras.

b) Una perspectiva de los EUA acerca del regulador de riesgo sistémico

De las propuestas que actualmente se discuten en los EUA referentes a la creación de un *regulador de riesgo sistémico*, así como del debate acerca del papel jugado por la Reserva Federal durante la crisis, surgen implicaciones prácticas en relación con los acontecimientos antes mencionados. La propuesta de un regulador de riesgo sistémico fue concebida en el *Blueprint for a modernized financial regulatory structure* emitido por el Tesoro estadounidense en marzo del 2008, y que ha sido reafirmado hace poco por el actual secretario Geithner así como en informes emitidos por el Congressional Oversight Panel en el marco de la ley emitida para la estabilidad económica de emergencia (*Emergency Economic Stabilization Act*, la legislación conocida como TARP). En resumidas cuentas, el objetivo es lograr un regulador único que posea toda la información y autoridad necesarias para dar seguimiento al riesgo sistémico, y que sea responsable por las condiciones generales de estabilidad del mercado financiero que pudieran impactar en la economía real. Dicho regulador identificaría el grado de riesgo sistémico presentado por las instituciones financieras, los productos y los mercados, cuyo impacto sistémico pudiera determinarse con base en varios factores tales como tamaño, interconexiones y apalancamiento. El Informe *Reforma Financiera: Un Marco para la Estabilidad Financiera* del Grupo de los 30 analiza estos factores, junto a la importancia sistémica de los servicios de infraestructura, como determinantes clave de las instituciones sistémicamente significativas. Se percibe a la Reserva Federal como la candidata natural para cumplir tal función, en vista de su papel tradicional en promover la estabilidad macroeconómica y su función de prestamista de última instancia. Desde una perspectiva legal e institucional, esto implica el otorgar autoridad suficiente para requerir y compilar información relevante de otros reguladores y de las instituciones financieras que éstos supervisan, divulgar según sea el caso dicha información

para promover la disciplina del mercado, cooperar con otros reguladores y suministrar insumos a los requisitos regulatorios que contemplen temas de estabilidad del mercado, y tomar acciones correctivas, si fuesen necesarias, en aras de la estabilidad de los mercados financieros. Existe una serie de desafíos en estos eventos, que en parte reproducen los dilemas antedichos acerca de la nueva perspectiva sobre el papel de los bancos centrales. En particular, la reforma esperada está entremezclada con el tema de la independencia de la banca central y la coordinación con su objetivo primario (debería la Reserva Federal ser investida con la autoridad explícita de un regulador de riesgo sistémico), así como la coordinación con otros reguladores y su función supervisora, cuyos poderes eventualmente pudieran ser reemplazados por un regulador de riesgo sistémico. Estos aspectos llevan a que algunos comentaristas vislumbren una nueva agencia, o un cuerpo coordinador de los reguladores existentes, como la autoridad que pudiese desempeñar las funciones del regulador de riesgo sistémico.

A su vez, las fuertes intervenciones de la Reserva Federal en los recientes rescates –que ha inducido a ciertos comentaristas a referirse a esto de manera cínica como *prestamista de primera instancia*– han dado lugar a interrogantes acerca del impacto de estas actividades en su papel, particularmente en términos de su independencia y del eventual levantamiento de las medidas de emergencia.⁷

⁷ En vista del papel creciente de la Reserva Federal, el Acting Comptroller General de los Estados Unidos, por ejemplo, solicitó legislación que le otorgara a la Government Accountability Office la autoridad para auditar la política monetaria y las operaciones de redescuento de la Reserva Federal, reconociendo, sin embargo, la sensibilidad de esta área.

Recientemente la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro emitieron un comunicado conjunto acerca del papel de la Reserva Federal en preservar la estabilidad monetaria y financiera, donde afirmaron su responsabilidad compartida para la estabilidad financiera, para prevenir y manejar las crisis financieras, y la exclusiva responsabilidad de la Reserva Federal de la política monetaria; la declaración enfatiza que las acciones tomadas en circunstancias inusuales y exigentes en favor de la estabilidad financiera (tales como la compra de préstamos o valores) no deben restringir el ejercicio de la política monetaria en su búsqueda del máximo nivel sostenible del empleo y la estabilidad financiera. El comunicado conjunto también enfatiza que la Reserva Federal debería apuntar a una mejora generalizada de las condiciones financieras o de crédito, sin asignar el crédito a sectores o categorías de prestatarios estrechamente definidos, ya que las decisiones acerca de la asignación del crédito en

IV. Arquitectura global

1) Reunión del G-20

El Comunicado del G-20 reconoce la necesidad de una respuesta global y coordinada ante la crisis y de un fortalecimiento sustancial de las instituciones financieras internacionales (IFI). Al respecto, y a los efectos de esta presentación, podemos diferenciar entre temas más directamente relacionados con la prevención de crisis –vigilancia, supervisión macroprudencial, gobernanza de las IFI y cooperación internacional, préstamos del FMI– y aquellos que se ocupan directamente de los mecanismos de resolución de crisis, es decir, la resolución de bancos transfronterizos, y de nuevo, los préstamos del FMI. Sobre el primer aspecto, el Comunicado del G-20 expresa su apoyo a una vigilancia independiente, equilibrada y franca por parte del FMI sobre las economías y los sectores financieros de los países del G-20, del impacto de las políticas de los países del G-20 sobre los demás y de los riesgos enfrentados por la economía global. También apoya una reforma del mandato, alcance y gobernanza de las instituciones financieras internacionales para mejorar su rendición de cuentas y reflejar los cambios en la economía mundial. En relación con el segundo aspecto, el Comunicado del G-20 aprueba la Línea de Crédito Flexible lanzada por el FMI (principalmente como herramienta para la prevención de crisis, que a la vez puede usarse para la resolución de crisis), así como la modificación de su marco de préstamos y condicionalidades, y reconoce un acuerdo para triplicar los recursos disponibles para el FMI hasta USD 750 mil millones y para apoyar una nueva asignación de DEG de USD 250 mil millones.

2) Implicaciones legales e institucionales

a) Prevención de crisis

Surgen tres temas de interés en el área de prevención de crisis: la vigilancia internacional de los sistemas financieros, la gobernanza y el mandato de las instituciones financieras internacionales (y del FMI en específico), y la coordinación y cooperación internacional entre autoridades nacionales, especialmente en relación con la información compartida.

el contexto de la estabilidad financiera correspondía a las autoridades fiscales.

i) Vigilancia

Dentro de su mandato, el FMI supervisa tanto las políticas cambiarias de sus miembros en el contexto de sus consultas bilaterales según el Artículo IV como el sistema monetario internacional en general. En junio 2007, el Fondo adoptó una decisión sobre vigilancia bilateral de las políticas de los miembros que establece la estabilidad externa como el principio rector de la vigilancia y pone el énfasis en los temas centrales al mandato del Fondo, que incluyen las políticas monetaria, fiscal y del sector financiero, y los temas cambiarios.

Con posterioridad a la reunión del G-20 en Londres y las reuniones de primavera (boreal) recientes del FMI, la comunidad internacional ha hecho un llamado para fortalecer la efectividad de la vigilancia del FMI. El comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional (IMFC) del 25 de abril del 2009 señala específicamente “Hacemos un llamado al fortalecimiento de la vigilancia del FMI mediante una mejora de su análisis de los vínculos macrofinancieros, los desbordamientos transfronterizos y las fuentes de riesgos sistémicos donde sea que surjan.”

En este contexto, deben resaltarse las siguientes tres iniciativas:

- Tal como lo concibe el Comunicado del G-20, el FMI está trabajando en estrecha colaboración con el FSB para desarrollar un ejercicio de alerta temprana (Early Warning Exercise) dirigido a fortalecer, mediante el trabajo a través del país, las evaluaciones de riesgos y los análisis de vínculos entre lo real y lo financiero.
- El personal del Fondo está llevando a cabo en la actualidad una evaluación de los FSAP. Antes de las reuniones anuales se presentarán al Directorio Ejecutivo alternativas para: *i)* hacer más efectivos los FSAP e integrarlos mejor a la vigilancia bilateral del Fondo; e *ii)* integrar más efectivamente las evaluaciones nacionales con las perspectivas regionales.
- Se ha desarrollado una metodología para evaluar los riesgos de crisis financieras y crecimiento en las economías avanzadas. Esta metodología provee información al ejercicio de alerta temprana, al World Economic Outlook y al Global Financial Stability Report.

Además, han habido recomendaciones para

mejorar la efectividad del diálogo sobre políticas entre las autoridades y el personal, y promover una comunicación más clara, con énfasis en la franqueza, la imparcialidad y la independencia en el proceso de vigilancia, así como mejorar el seguimiento de las recomendaciones del Fondo por parte de sus miembros.

Otros análisis también enfocan estos aspectos: el Informe De Larosière enfatiza la necesidad de vínculos entre la supervisión macroprudencial y la supervisión a nivel micro, y la necesidad de fortalecer (darle más colmillo) a la vigilancia macroeconómica. Propone un sistema de capas múltiples de supervisión macroprudencial, donde el recién establecido Consejo Europeo del Riesgo Sistémico se enlazaría con las autoridades nacionales para detectar riesgos sistémicos, estableciendo un flujo obligatorio de información y aconsejando acerca de las medidas apropiadas que se deben tomar. Si el tema tuviese más relación con una disfunción global del sistema, se alertaría a un sistema supervisor global para definir acciones apropiadas y consistentes. De hecho, en forma global el Informe De Larosière preve un papel reforzado del FMI en el tema de vigilancia, y que sus recomendaciones, refrendadas por un renovado Comité Monetario y Financiero Internacional, se transformarían en objetivos de política macroeconómica internacionalmente compartidos.

ii) Gobernanza y mandato de las instituciones financieras internacionales

Los llamados a reformar la estructura de gobernanza del FMI han ganado impulso. El comunicado reciente del G-20 hizo un llamado a *i)* implementar el paquete de reforma de cuotas y voz (que simplifica la fórmula de cálculo de las cuotas y aumenta la representación de los países de menor ingreso en la estructura de gobernanza del FMI); *ii)* que los gobernadores del Fondo estén más involucrados en la dotación de la dirección estratégica; y *iii)* que se adopte un proceso de selección abierto, transparente y basado en méritos para las máximas autoridades y los altos funcionarios de las instituciones financieras internacionales.

Tras el informe emitido en abril del 2008 por la Oficina de Evaluación Independiente del FMI acerca de la gobernanza del organismo, el Director Gerente designó un comité de personas eminentes, encabezado por Trevor Manuel, ministro de finanzas de Sudáfrica, para considerar y

proponer reformas a las estructuras de gobernanza del Fondo. El comité emitió su informe algunas semanas atrás, y formuló una serie de recomendaciones clave, que incluyen:

- Transformar al Comité Monetario y Financiero Internacional, actualmente un cuerpo asesor de la Junta de Gobernadores, en un Consejo que asuma la función de tomar decisiones estratégicas.
- Reequilibrar las cuotas relativas de los miembros del FMI y ajustar el tamaño y la composición del Directorio Ejecutivo del FMI, objetivos que el Comité consideraba centrales para la legitimidad política del FMI.
- Actualizar el mandato legal del FMI para alinearlo con su papel cambiante, por ejemplo, el Comité sugirió otorgar al Fondo un papel más robusto para temas del sector financiero.

En conjunto, las recomendaciones del comité de personas eminentes buscan darle una nueva forma al Fondo como institución multilateral y legítima en el centro del sistema financiero global en todas sus dimensiones (sector financiero, políticas macroeconómicas y esquemas cambiarios), que pueda garantizar el cumplimiento de un conjunto acordado de normas para prevenir la inestabilidad financiera, a la cual todos los países suscriban, y que ofrezca un foro global para la resolución de problemas globales. Las discusiones acerca de reformas a la estructura de gobernanza del Fondo probablemente continúen durante y más allá de las reuniones anuales del 2009.

iii) Coordinación y cooperación internacionales

Un último punto se relaciona con la necesidad de fortalecer los mecanismos internacionales de coordinación y colaboración en la regulación y supervisión financiera transfronteriza. En este contexto, los desafíos claramente surgen de la interacción constante entre las leyes nacionales de los gobiernos soberanos (y su base legal conexas para la regulación y supervisión internas) y el alcance global de las instituciones financieras. Me he dirigido con anterioridad a ciertos aspectos de la fijación de estándares internacionales y la convergencia regulatoria; en esta discusión acerca del manejo de crisis trataré algunos aspectos de la resolución de bancos transfronterizos y mecanismos para compartir sus costos. En el

contexto de prevención de la crisis a nivel global, un área que ofrece una perspectiva legal e institucional y que es objeto de una creciente atención es la de acuerdos entre autoridades para compartir información.

La crisis ha puesto en evidencia las interconexiones entre las actividades de instituciones y mercados regulados y no regulados, así como las fallas en las estructuras regulatorias fragmentadas en cuanto al intercambio de información. El FSB ha establecido pautas y apoyado la idea de colegios de supervisores para las empresas transfronterizas de mayor importancia sistémica, los cuales pueden tener una función significativa en la compilación de información, en particular para propósitos prudenciales. Estos colegios, sin embargo, tienen un enfoque sobre instituciones específicas, aun cuando puedan suministrar datos relevantes acerca de amenazas generales a la estabilidad financiera. Dado el énfasis acentuado en la estabilidad financiera y la necesidad de desarrollar mecanismos que permitan a las autoridades detectar y evaluar riesgos sistémicos, como se ha destacado a lo largo de esta presentación, hacen falta acciones adicionales para captar, compartir y analizar información de importancia sistémica, atravesando las diferentes instituciones, segmentos de mercado y productos. Parece muy importante un enfoque multilateral para completar las brechas de información, que busque fortalecer la colaboración entre las autoridades nacionales encargadas de las evaluaciones de estabilidad financiera, para medir las exposiciones transfronterizas y el potencial de desbordamientos transfronterizos.

Una propuesta interesante incluida en el Informe De Larosière apoya la creación de un mapa de riesgo internacional mediante la construcción de una base de datos conjunta con toda la información –más allá del sector bancario y que incluya productos financieros– necesaria para identificar riesgos sistémicos a escala global. Desde un punto de vista legal, la implementación de esta propuesta necesitaría asegurar la existencia de mecanismos para estandarizar y agregar los datos, mitigando así las inquietudes acerca de confidencialidad, y para regular el uso de la información recopilada, es decir, los vínculos entre supervisión macroprudencial y la adopción de medidas correctivas a nivel microprudencial.

b) Manejo de crisis

Existen dos aspectos que merecen discutirse

en un contexto de manejo de crisis: los temas legales que puedan surgir en la resolución de bancos transfronterizos y el papel del FMI en dicho proceso.

i) Resolución de bancos transfronterizos y distribución de costos

Aun antes de la llegada de la crisis actual financiera, ya los reguladores estaban abordando el tema de la mejor manera de regular a las grandes instituciones financieras transfronterizas. Existe una creencia generalizada acerca de que, al proveer servicios financieros globales, estas instituciones promueven la competencia y la eficiencia de flujos transfronterizos de capitales, y por ende una mayor transferencia de bienes, servicios, tecnología y conocimientos. Sin embargo, la crisis actual financiera ha mostrado que dichas instituciones también presentan sustanciales riesgos y desafíos regulatorios. Por ejemplo, los vínculos financieros internacionales pueden intensificar la transmisión de choques dentro de países y a través de las fronteras. De tal forma que hoy existe una comprensión generalizada que debe hacerse más para asegurar la resolución ordenada de instituciones financieras transfronterizas.

En diciembre 2007, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) creó un grupo para resolución bancaria transfronteriza (*Cross-border Bank Resolution Group*) para tratar estas inquietudes. El grupo tiene el mandato de hacer un inventario de las distintas prácticas nacionales de resolución bancaria, identificar las áreas donde las diferencias entre las prácticas nacionales obstaculizan las respuestas óptimas ante una crisis, y elaborar un menú de opciones para tratar estos problemas.

Entre los temas pertinentes que el grupo puede intentar tratar están si y en qué medida: *i)* los acuerdos actuales de resolución están diseñados para resolver las quiebras transfronterizas de instituciones financieras complejas; *ii)* los acuerdos actuales de resolución están centrados en las entidades y permiten una resolución coordinada de grupos financieros, aún dentro del mismo país; y *iii)* las medidas enfocadas en preservar intereses nacionales impiden soluciones transfronterizas efectivas (por ejemplo, los activos nacionales pueden quedar acorralados para proteger los intereses de acreedores y depositantes nacionales, sin importar los efectos fuera de la jurisdicción). Según un nuevo mandato del G-20, el BCBS, el FMI, el FSB y el BM colaborarán estrechamente para desarrollar un marco

internacional para acuerdos de resolución bancarias transfronterizas.

El Informe De Larosière también clama por el desarrollo de un marco consistente a nivel de la UE para el manejo de los bancos transfronterizos mediante la remoción de los *obstáculos legales* al uso de las herramientas de intervención para crisis, y por un acuerdo sobre criterios detallados para compartir los costos, que tome en cuenta factores tales como depósitos, activos y flujos de ingresos de la entidad, así como la distribución de responsabilidades de supervisión.

ii) El marco para los préstamos del FMI, los DEG y el aumento de recursos

El Fondo recientemente terminó una revisión a fondo del marco de préstamos en un esfuerzo para adecuar mejor su caja de herramientas y responder de forma más efectiva a los desafíos en evolución de los países afectados por la crisis. Los aspectos clave de este nuevo marco de préstamos incluyen:

- *Primero, modernizar la condicionalidad.* El FMI busca asegurar que las condiciones vinculadas con sus préstamos sean enfocadas y hechas a la medida de las políticas específicas y variables fundamentales de los países. En el pasado, se acusó al Fondo de exigir demasiadas condiciones, o condiciones que no estaban suficientemente enfocadas en los objetivos centrales, lo que llevó a que hubiese cierto estigma asociado con los préstamos y a la condicionalidad del Fondo. En el futuro se pondrá más confianza en criterios de calificación preestablecidos (condicionalidad *ex ante*) según sea el caso, mientras que las modalidades tradicionales (*ex post*) de condicionalidad se han flexibilizado en función de las circunstancias del miembro, en términos de la posibilidad de acceso a desembolsos concentrados al inicio del programa y del número de compras, de las fechas de verificación de los criterios de desempeño y de las evaluaciones que sean fijadas en el acuerdo. El principio de la condicionalidad *ex ante* está incorporado en la nueva Línea de Crédito Flexible (de la cual me ocuparé con más detalle más adelante). Además, debido al estigma particular asociado a los criterios de desempeño estructurales, ya no se dará seguimiento a la implementación de políticas estructurales en programas apoyados por el FMI mediante criterios de desempeño estructurales

(PC). Los PC estructurales se perciben como particularmente invasivos de la soberanía nacional y por tanto negativos para el sentido de compromiso nacional sin el cual no se puede esperar que tengan éxito los programas apoyados por el Fondo. En virtud de ello, el uso de PC estructurales se ha discontinuado en todos los acuerdos del Fondo.

- *Segundo, la introducción de una línea de crédito flexible (o FCL).* Los créditos FCL serán aprobados para los países que cumplan con los criterios de calificación preestablecidos. Los acuerdos FCL fueron diseñados principalmente para proveer financiamiento contingente o preventivo, aunque también podrán aprobarse en casos de una crisis real de balanza de pagos. El acceso se determinará caso por caso, y dado que será en función de trayectorias muy positivas de los países que califican, dichos países no estarán sujetos a condicionalidad *ex post*. Esto significa que el miembro podría retirar todos los recursos en un solo desembolso, en caso de ser necesario. El Fondo ya ha aprobado acuerdos FCL para México, Polonia y Colombia.
- *Tercero, duplicar los límites de acceso e incrementar la flexibilidad de los acuerdos stand-by:* Los límites de acceso para el uso de los recursos del Fondo han sido duplicados, con nuevos límites anuales y acumulativos de 200 y 600 por ciento de la cuota, respectivamente. Estos topes más altos buscan asegurar a los países que tendrán acceso a suficientes recursos para atender sus necesidades de financiamiento. El Fondo también ha dotado de mayor flexibilidad al marco de los acuerdos *stand-by* para asegurar su disponibilidad como una herramienta de prevención de crisis para aquellos miembros que no califiquen para una FCL. El nuevo marco permitirá a los miembros obtener un acceso alto sobre una base preventiva así como acceso a una concentración los desembolsos al inicio del programa cuando el caso lo justifique. Además, estos acuerdos *stand-by* estarán sujetos a menos revisiones por parte del Directorio Ejecutivo.

Otras dos áreas apoyadas por el Comunicado del G-20 son la emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG) y el aumento en los recursos del FMI, en especial mediante los Nuevos Acuerdos de Endeudamiento. Los DEG fueron creados

inicialmente en 1969; pueden describirse como un derecho potencial sobre las monedas utilizables sin restricciones de los países miembros del FMI. Dado que los tenedores de DEG pueden obtener dichas divisas a cambio de sus tenencias, los DEG se han convertido en útil suplemento a las reservas oficiales existentes de los países miembros. En la actualidad, el total acumulado de asignaciones de DEG equivale aproximadamente a USD 31.9 mil millones (DEG 21.4 mil millones). En un esfuerzo adicional para fomentar la liquidez global, el G-20 ha otorgado un mandato al FMI para proceder con una asignación especial y por una sola vez de DEG equivalente a USD 250 mil millones, para entrar en vigencia con sustancial anterioridad a las reuniones anuales del 2009.

Con respecto al aumento de los recursos del FMI, la crisis actual ha generado un aumento fuerte en la demanda por financiamiento del FMI. El G-20 apoyó triplicar los recursos disponibles del Fondo para asegurar que los países miembros tengan suficientes recursos y atender tal demanda. Dicho aumento se logrará parcialmente mediante financiamiento bilateral y a través de una expansión y flexibilización de los Nuevos Acuerdos de Endeudamiento (NAB) por un monto total de USD 750 mil millones. Los NAB son un conjunto de acuerdos de crédito entre el FMI y ciertos miembros e instituciones para proveer al FMI de recursos complementarios cuando hagan falta para anticipar o hacer frente a situaciones excepcionales que presenten una amenaza a la estabilidad financiera global. Hay discusiones actualmente en curso entre el FMI y los actuales y potenciales participantes en los NAB que apuntan a cumplir con el mandato del G-20 para aumentar los NAB y hacerlos más flexibles. Una consideración clave será lograr un equilibrio entre flexibilidad y la necesidad de salvaguardar los intereses de los participantes. Estas discusiones iniciales están programadas para concluir a fines de junio del 2009.

V. Conclusiones

La crisis financiera ha desencadenado numerosos acontecimientos y retos intelectuales nuevos, que aún están en proceso de evolución. No obstante, ya se puede extraer algunas conclusiones.

- En primer lugar, el rediseño regulatorio del sector financiero quizá implique una ampliación

del perímetro de regulación para abarcar todas las entidades y los productos de importancia sistémica, así como la fijación de estándares más estrictos en varias áreas, por ejemplo las políticas de remuneración y el sistema bancario sombra, que deberán tomar en cuenta el riesgo de sobre-regulación. El rediseño de la regulación del sector financiero también deberá garantizar la eliminación de las brechas de información en varios segmentos de los mercados financieros, para detectar y evaluar los riesgos sistémicos que presentan las entidades y los productos financieros.

- En segundo lugar, también deberá reconsiderarse el mandato y las tareas de los bancos centrales. Existe un reconocimiento generalizado que la actitud pasiva adoptada frente a las burbujas de crédito y activos ha mostrado debilidades. Queda por verse cómo puede interactuar el objetivo de estabilidad financiera con la política monetaria; un enfoque señala que la política monetaria deberá definirse más ampliamente e incluir la estabilidad financiera, y enfocar un plazo mayor que tome en cuenta la exuberancia en el precio de los activos. De todas formas, se presume que la banca central tendrá un papel mayor y un fuerte mandato para identificar y tratar los riesgos sistémicos.

- Tercero, en cuanto a los acontecimientos en relación con la arquitectura financiera internacional, el FMI ha asumido una función clave en dirigirse y responder a la crisis financiera. Las consideraciones en cuanto a su papel futuro en la arquitectura financiera global, en el contexto de un marco renovado para el sector financiero nacional e internacional, dependen de la instrumentación de un nuevo marco de préstamos, el alcance futuro y la implementación del marco de vigilancia, y su contribución a la futura cooperación y coordinación internacionales en políticas para el sector financiero.

- Por último, la crisis actual ha puesto en evidencia los desafíos que presenta una economía global junto a la interconexión de mercados, entidades financieras y riesgos, reguladas y supervisadas por distintas autoridades en múltiples jurisdicciones. He analizado las implicaciones que surgen de un enfoque fortalecido de la estabilidad financiera y la supervisión macroprudencial, así como sus consecuencias en cuanto al papel de la banca central, la necesidad de capturar datos acerca de instituciones y productos

de importancia sistémica, y la función de la vigilancia internacional. Debe enfatizarse que únicamente la existencia de marcos institucionales sólidos y mecanismos legales robustos puede permitir a las distintas autoridades dar seguimiento a la estabilidad del sector financiero y tratar en forma adecuada los riesgos sistémicos.

Referencias

- Board of Governors of the Federal Reserve System (2009), *The Role of the Federal Reserve in Preserving Financial and Monetary Stability: Joint Statement by the Department of the Treasury and the Federal Reserve*, marzo; en línea véase: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090323b.htm>>.
- Borio, Claudio (2009), *The macroprudential approach to regulation and supervision*, Bank for International Settlements, abril; en línea véase: <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3445>>.
- Center for Financial Studies (2009), *New Financial Order/Recommendations by the Issing Committee*, febrero; en línea véase: <<http://www.ifk-cfs.de/index.php?id=9>>.
- Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System (2009), *Principles for a New Financial Architecture*, marzo; en línea véase: <http://www.un.org/ga/president/63/commission/financial_commission.shtml>.
- Committee on IMF Governance Reform (2009), *Final Report of the Committee on IMF Governance Reform*, (the “Trevor Manuel Report”); en línea véase: <<http://www.imf.org/external/np/omd/2009/govref/032409.pdf>>.
- Financial Services Authority (2009), *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, marzo; en línea véase: <<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Corporate/turner/index.shtml>>.
- G-20 (2009), *London Summit Communiqué*, “The Global Plan for Recovery and Reform”, “Declaration on strengthening the financial system”, “Declaration on delivering resources through the international financial institutions”, abril; en línea véase: <http://www.g20.org/pub_communique.aspx>.
- Group of 30 (2009), *Financial Reform: a Framework for Financial Stability*, enero; en línea véase:

- <<http://www.group30.org/index.htm>>.
- International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, enero.
- International Monetary Fund (2009), *GRA Lending Toolkit and Conditionality: Reform Proposals*, 13 de marzo; en línea véase: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/031309a.pdf>>.
- International Monetary Fund (2009), *Initial Lessons from the Crisis*, febrero; en línea véase: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>>.
- International Monetary Fund (2007), *IMF Executive Board Adopts New Decision on Bilateral Surveillance Over Members' Policies*, 21 de junio (Public Information Notice, n^o 07/69); en línea véase: <<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2007/pn0769.htm#decision>>.
- International Monetary Fund (2009), *Initial Lessons of the Crisis*, febrero; en línea véase: <www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>.
- International Monetary Fund (2009), *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, febrero; en línea véase: <www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>.
- International Monetary Fund (2009), *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, febrero; en línea véase: <www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf>.
- Issing, Otmar (2009), "Asset Prices and Monetary Policy", *The Cato Journal*, vol. 29, n^o 1, invierno; en línea véase: <<http://www.cato.org/pubs/journal/cj29n1/cj29n1.html>>.
- Landau, Jean Pierre (Deputy Governor of the Banque de France) (2009), *Bubbles and macroprudential supervision*, Remarks at the Joint conference on "The Future of Financial Regulation", Banque de France and Toulouse School of Economics (TSE), Paris, 28 de enero; en línea véase: <www.bis.org/review/r090327e.pdf>.
- Larosière, Jacques de (2009), *Report of the High Level Group for Financial Supervision in the EU*, febrero; en línea véase: <ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf>.
- New York University Leonard N. Stern (2009), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, School of Business; en línea véase: <<http://whitepapers.stern.nyu.edu/home.html>>.
- Nier, Erlend Walter (2009), *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*, IMF, abril (Working Paper WP/09/70); en línea véase: <www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0970.pdf>.
- Rajan, Raghuram (2009), "Cycle-proof regulation", *The Economist*, 8 de abril; en línea véase: <http://www.economist.com/finance/displayStory.cfm?story_id=13446173>.
- Wolf, Martin (2009), "Central banks must target more than just inflation", *Financial Times*, de mayo; en línea véase: <<http://www.ft.com/cms/s/0/34f7848e-39a7-11de-b82d-0144feabdc0.html>>.
- Yellen, Janet L. (2009), *A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers*, President and CEO of the Federal Reserve Bank of San Francisco, Speech at the 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies, abril; en línea véase: <<http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/0416.html>>.

Administración de reservas de divisas: tendencias y desafíos*

Claudio Borio
Gabriele Galati
Alexandra Heath

I. Introducción

En años recientes, el crecimiento en las reservas oficiales de divisas ha generado un interés renovado en cuanto a la forma en que se toman las decisiones sobre la administración de reservas y en su posible impacto en los mercados financieros. En efecto, las prácticas de administración de reservas han evolucionado de forma sustancial durante la última década. Mientras ciertos aspectos de dicha evolución han recibido considerable atención, otros, que son menos aparentes pero casi sin discusión igual de importantes, han sido menos comentados.

* Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización el documento *FX reserve management: trends and challenges*, de C. Borio, G. Galati y A. Heath (BIS Papers n° 40, mayo del 2008, www.bis.org). Los autores son funcionarios del Monetary and Economic Department del Bank for International Settlements. Este documento se realizó con base en el material preparado para la reunión “Challenges in FX reserve management”, que se realizó del 1 al 2 de marzo del 2007 y revisado y actualizado a mediados del 2007. El documento se relaciona en forma estrecha con otro documento similar, *FX reserve management: elements of a framework* (BIS Papers, n° 38) y fue la base para la conferencia de clausura de la 3er Seminario *CEPR of Past, Present and Policy*, titulado *Foreign exchange reserves and international monetary system: Genoa and beyond*, realizado en Genoa, Italia del 27 al 28 de marzo del 2008. Los autores agradecen a David Archer, Piti Disyatat, Jannecke Ebbesen, Már Gudmundsson, Alex Joia, Jens Ulrich y a los participantes de la reunión “Challenges in FX reserve management”, por los comentarios que contribuyeron en gran medida con el documento final. Además deseamos agradecer a Clara García por su excelente e incansable asistencia en la investigación. Los puntos de vista expresados en el presente artículo son los de los autores y no representan necesariamente los puntos de vista del Banco Internacional de Pagos.

Desde esta perspectiva, el objetivo de este documento es tripartito: brindar una sinopsis de la evolución y el estado actual de las prácticas de administración de reservas¹ en la comunidad de la banca central; buscar la identificación de los principales factores detrás de esta evolución; y, con base en este análisis, poner de manifiesto un número de desafíos futuros y meditar acerca de las implicaciones relacionadas con la manera en que éstos se podrían resolver para el funcionamiento del mercado.² Este documento se basa ampliamente en un estudio *ad hoc* realizado entre

¹ Para fines actuales, la administración de reservas de divisas se define en forma estrecha como la asignación de las reservas internacionales en clases de activos e instrumentos y no incluye decisiones referentes al nivel de reservas o intervención en el mercado de divisas; para estos aspectos, ver por ejemplo, BIS (2005a), de Beaufort Wijnholds y Kapteyn (2001), Galati *et al.* (2005), FMI (2001), Neely (2005, 2007) y Roger (1993). El análisis además se enfoca sólo en la cartera de moneda extranjera manejada por los bancos centrales y las autoridades monetarias que por lo general corresponde estrechamente a las reservas de divisas agregadas incluidas en las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) del FMI. Con base en la noción de que una función clave de las reservas de divisas es cubrir las necesidades de liquidez de una forma u otra, esta norma dibuja una línea de demarcación entre las reservas de divisas oficiales y otros activos y pasivos externos del sector público. Como resultado, el análisis no cubre otros fondos de inversión, patrimoniales o de estabilización que puedan estar presentes en el país aún cuando son manejados por el banco central, tales como el *Government Pension Fund* (antes el *Petroleum Fund*) en Noruega (FMI, 2007; Truman y Wong, 2006).

² Este documento se lee mejor en conjunción con Borio *et al.* (2008), que brinda un marco conceptual amplio acerca de prácticas de administración de reservas de divisas y una guía básica para las decisiones correspondientes.

28 bancos centrales, que justifican cerca de 80% de reservas mundiales a finales del 2006, el cual sirvió como antecedente para una reunión sobre administración de reservas que se realizó en el BIS a principios del 2007. El material se revisó y actualizó a mediados del 2007.³

Nosotros hacemos énfasis en varias tendencias y llegamos a una serie de conclusiones. Primero, ha habido una tendencia para que los procesos de administración de reservas coincidan con aquellos que se usan en la industria privada con respecto a la administración de activos. En particular, un enfoque creciente en los rendimientos en relación con la liquidez y la seguridad (preservación del capital) ha ido de la mano con un gran reforzamiento de los procesos internos de toma de decisiones, diseñados para mejorar la gobernanza interna de administración y con un mayor grado de divulgación, un aspecto clave de la gobernanza externa.⁴

Segundo, estas tendencias han reflejado cambios en el ambiente económico e institucional, de los cuales algunos son similares a aquellos que influyen en otros aspectos de la banca central. Nosotros enfatizamos, además de la gran acumulación de reservas externas, el desarrollo del conocimiento práctico y mercados financieros y la tendencia hacia el reforzamiento de la responsabilidad de los bancos centrales. Tercero, aunque las tendencias de administración de reservas son comunes a todos los bancos centrales, las prácticas aún difieren de forma considerable, reflejando las circunstancias específicas de país. Cuarto, el definir la compensación aceptable de rendimiento-riesgo para la institución y la pregunta relativa a la selección del numerario siguen siendo desafíos clave; y la manera en que se resuelven podría tener implicaciones significativas para el funcionamiento del mercado. Asimismo, el grado adecuado de divulgación permanece como un asunto altamente contencioso.

El resto del artículo está organizado de la siguiente forma. El apartado II ilustra los principa-

³ Las respuestas fueron registradas para 28 bancos centrales y autoridades monetarias, incluyendo diez de países industrializados y ocho de Asia

⁴ El enfoque creciente en rendimientos y una mayor divulgación son los aspectos que más han atraído la atención; ver por ejemplo Bernadell *et al.* (2004), Pringle y Carver (2006) y Truman y Wong (2006). Los cambios en la gobernanza han sido explorados con menor profundidad; para excepciones, ver en particular Bakker (2007), que se centra ante todo en la gobernanza externa.

les cambios en las prácticas de administración de reservas. La sección III destaca los principales impulsores de dichas tendencias. La sección IV analiza algunos de los principales desafíos futuros y el posible impacto de su resolución en el funcionamiento del mercado. En la sección de conclusiones resumimos los puntos clave del análisis.

II. Tendencias

Cuando se considera la evolución de las prácticas de administración de reservas de la década pasada, al menos cuatro tendencias generales interrelacionadas merecen atención particular: un enfoque creciente en los rendimientos; la adopción de un método más estructurado para la toma de decisiones, respaldado por un reforzamiento de la gobernanza interna; un enfoque más fuerte en la administración del riesgo; y, un mayor grado de divulgación pública. De forma similar a lo que ha pasado con la política monetaria y de supervisión, dichas tendencias se aplican a los objetivos, instrumentos y rendición de cuentas de los bancos centrales. A pesar de esas tendencias comunes, aún existe considerable variación entre las prácticas de los bancos centrales.

1) Un enfoque creciente en los rendimientos

Aunque todos los bancos centrales colocan naturalmente algún peso en el objetivo de rendimiento cuando están tomando sus decisiones para la administración de reservas, el estudio reveló que la seguridad (preservación del capital) y la liquidez siguen siendo consideradas como las metas principales. Al mismo tiempo, sin embargo, el peso en el objetivo de rendimiento ha aumentado por lo general con el transcurrir del tiempo. Esto se ha manifestado en al menos cinco formas concretas.

Primero, los bancos centrales han ampliado el rango de clases de activos en las que pueden invertir y han cambiado la composición de la cartera hacia asignaciones de mayor riesgo. Tradicionalmente, las reservas externas se mantuvieron en activos seguros, muy líquidos, como depósitos bancarios, letras del Tesoro y bonos de gobierno y supranacionales (de alta calificación). Aunque dichas clases de activos siguen siendo las principales en las carteras de reserva (cuadro 1), con el tiempo, los bancos centrales también han tendido a aumentar su apetito por los riesgos de

mercado, de crédito y, en menor grado, de liquidez del mercado.

Cuadro 1

INSTRUMENTOS Y CLASES DE ACTIVOS
EN QUE SE PUEDE INVERTIR

(En porcentajes de los bancos centrales que respondieron)

Instrumento o clase de activo	2002	2004	2005	2007 ^a	2007 ^b
Bonos supranacionales	*	86	*	96	*
Letras del Tesoro	*	89	*	100	*
Depósitos bancarios	*	94	*	96	*
Bonos de gobierno	*	80	*	100	*
Bonos de gobierno con calificación menor a AA	*	57	57	33	*
Valores emitidos por instituciones públicas	81	65	67	93	88
Valores respaldados por hipoteca	37	28	25	59	42
Valores respaldados por activos		29	25	48	
Bonos corporativos (grado de inversión)	23	17	21	41	35
Bonos corporativos con calificación menor a BBB		2	4	7	2
Bonos ligados por índice	*	*	25	56	37
Acciones	12	6	8	19	9
Fondos de cobertura	2	2	0	4	2
Otros	93	15	8	52	12 ^c
Derivados	52	*	*	89	80
Oro	*	57	*	81	*
Memo: número de respuestas	43	65	48	27	43

NOTA: * Indica que esta opción no estaba disponible.

^a Respuestas a una encuesta que se llevó a cabo para la reunión *Challenges in FX reserve management*, que realizó el BIS del 1 al 2 de marzo del 2007, revisada y actualizada a mediados del 2007. Se registraron respuestas de 28 bancos centrales y autoridades monetarias, donde se incluyen diez de economías industrializadas y ocho de Asia, cuyas tenencias sumaban 80% de total de reservas externas globales a finales del 2006. ^b JP Morgan. Bonos de mercados emergentes. Fuentes: Encuesta del BIS; JP Morgan; Pringle y Carver (2003, 2005, 2006).

Desde finales de los ochenta e inicios de los noventa, los bancos centrales ya habían empezado a aumentar sus inversiones en activos de mayor duración, en especial en valores emitidos por instituciones públicas (gráfica I). Desde finales de la década de los noventa, su preferencia revelada por formas de valores respaldados por activos, en especial valores respaldados por hipotecas también aumentó: algunos, aunque todavía relativamente pocos, también invierten en deuda corporativa (con grado de inversión) e incluso

en acciones.⁵ Es posible que esta tendencia continúe en el futuro cercano: varios bancos centrales hace poco anunciaron que están considerando si incluir o no deuda corporativa y acciones en sus clases de activos elegibles.⁶

El hecho de que, en general, los bancos centrales hayan estado reduciendo poco a poco sus inversiones en oro es además muy consistente con esta tendencia (gráfica II). Es cierto, las tenencias en oro reflejan un número de consideraciones, incluyendo factores históricos. Es más, en general la administración de reservas de oro no está integrada de manera cercana con la del resto de la cartera. Por lo tanto, las tendencias en el rango de activos invertibles no han normalmente influido en las decisiones sobre las reservas de oro. Como reflejo parcial de esta confluencia de factores, las tenencias en oro siguen siendo bastante comunes, aunque las cantidades involucradas varían en gran medida entre los bancos centrales.⁷ Aun así, en algunos países los bancos centrales han caído bajo la presión de vender tales tenencias debido a rendimientos inadecuados comparados con otras clases de activos. Incluso, al menos hasta hace poco y en algunos casos se agregó una mayor conciencia acerca de las implicaciones del análisis estándar de rendimiento-riesgo a la justificación para separarse de esta clase de activo.⁸

Segundo, los bancos centrales han estado haciendo un mayor uso de derivados. El grado en

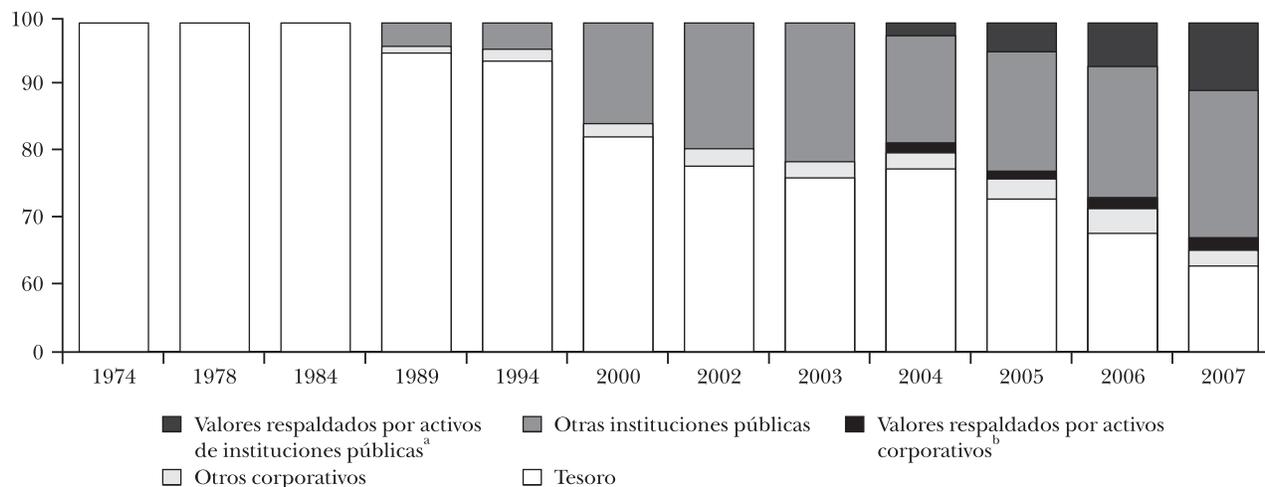
⁵ Para conocer la experiencia del Swiss National Bank (banco central suizo) que hace poco incluyó tanto acciones como bonos corporativos en su cartera de reserva, ver Hildebrand (2004).

⁶ El Bank of Korea (banco central de Corea), por ejemplo, hace poco analizó la posibilidad de invertir en acciones; ver "Bank of Korea weighs overseas investments", *Financial Times*, 9 de febrero del 2007. Habría que reconocer que, estos planes fueron anunciados antes de la turbulencia en el mercado financiero que surgió en la segunda mitad del 2007 (Borio, 2008). Los estudios realizados desde entonces sugieren que algunos bancos centrales se han vuelto naturalmente más precavidos mientras que otros no han permitido avances para cambiar su estrategia, en oposición a las decisiones tácticas (Pringle y Carver, 2008). De todas maneras, tal y como se argumenta más adelante, las fuerzas estructurales que promueven un enfoque creciente en los rendimientos aún permanecen y este enfoque se puede aplicar sin invertir en las clases de activos afectadas en forma más directa por la turbulencia como productos de crédito estructurados.

⁷ En algunos bancos centrales, sobre todo en países de mercados emergentes, las tenencias en oro son en efecto inexistentes o muy pequeñas comparadas con el tamaño de las reservas.

⁸ Ver por ejemplo Hildebrand (2005) para un análisis de la experiencia suiza.

GRÁFICA I. TENENCIAS EXTRANJERAS OFICIALES DE LOS VALORES A LARGO PLAZO EN USD, 1974-2007 (como porcentaje del total de tenencias extranjeras oficiales)



FUENTE: Departamento del Tesoro de los EE.UU.

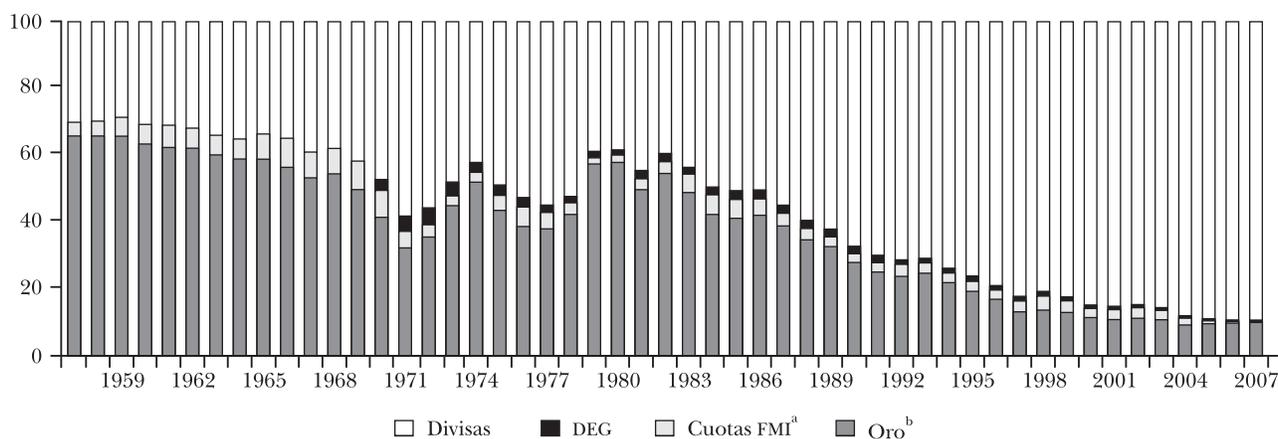
^aRespaldado principalmente por hipotecas residenciales. ^bRespaldado por una amplia variedad de activos, tales como préstamos para automóviles, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, hipotecas comerciales y residenciales, y préstamos estudiantiles.

el que se usan los derivados varía entre los bancos centrales: mientras que algunos usan casi la gama completa de derivados de monedas y de tasa de interés, un número no trivial de bancos centrales emplea una gama muy limitada o los excluye por completo. La mayoría de bancos centrales utilizan *forwards* y *swaps* de monedas, mientras que futuros y *swaps* de tipo de interés son menos comunes y las opciones se observan aún con menor frecuencia. Sin embargo, la tendencia es indicativa de una mayor disponibilidad para ganar espacio adicional a fin de maniobrar en la administración de reservas, empujando la frontera de rendimiento-riesgo. Esto se debe a

que los derivados permiten la disociación de posiciones que se tienen en los valores subyacentes (efectivo) de las exposiciones a las clases de activos por sí mismas, ya sea posiciones a largo plazo (estratégicas) o para tomar una posición más activa (táctica) (las llamadas *estrategias de revestimiento*).

Tercero, en un acontecimiento estrechamente vinculado con la ampliación del universo de inversión, los bancos centrales han estado contratando cada vez más administradores externos. Las respuestas a la encuesta del BIS indicaron que más de dos tercios de los bancos centrales emplearon administradores externos aunque el

GRÁFICA II. COMPOSICIÓN DE ACTIVOS OFICIALES DE RESERVA, 1957-2007 (como porcentaje de reservas totales)



FUENTE: FMI.

^aTramo de reservas y posiciones deudoras de los miembros del FMI. ^bA precios del mercado.

rango de utilización varió en forma considerable. En la mayoría de los casos sólo una pequeña fracción de reservas (no más del 5%) se administró fuera del banco central. No obstante, unos pocos bancos centrales subcontrataron una parte significativa (mayor que 15%). Las motivaciones citadas con mayor frecuencia para utilizar administradores externos incluyeron: el desarrollo de experiencia y ganar acceso a clases de activos para los cuales hacía falta conocimiento práctico interno, como por ejemplo los valores respaldados por hipotecas (cuadro 2).

Cuadro 2

USO DE ADMINISTRADORES EXTERNOS

(En porcentajes de los bancos centrales que respondieron y usan administradores externos)

<i>Razones para hacer uso de administradores externos</i>			
<i>Razones para hacer uso de administradores externos</i>	<i>%</i>	<i>Clases de activos cubiertos</i>	<i>%</i>
Transferencia de conocimiento	59	Bonos de gobierno	58
Experiencia específica	56	Valores respaldados por hipotecas	54
Rendimientos/diversificación	41	Moneda	42
Referencia interna (benchmarking)	37	Bonos corporativos	35

FUENTE: encuesta del BIS.

Cuarto, ha habido una creciente tendencia a separar la cartera de reservas en tramos con objetivos diferentes. Cerca de dos tercios de los bancos centrales que respondieron a la encuesta del BIS han establecido dos (o más) tramos separados. Éstos por lo general se denominan como tramos de liquidez y de inversión. Cada tramo tiene lineamientos de inversión separados. En particular, en el tramo de inversión es posible manejar las reservas con un mayor enfoque en el rendimiento sin comprometer los principales objetivos de seguridad y liquidez contenidos en el tramo de liquidez. Los criterios específicos para definir cada tramo difieren un poco entre los bancos centrales y, en consecuencia, existen diferencias importantes en sus tamaños relativo y absoluto. En algunos casos, menos del 10% de reservas está asignado al tramo de liquidez, mientras que en otros se mantiene mucho más de la mitad de reservas en este tramo.

Por último, ha habido una serie de casos en donde se han usado las reservas externas para crear un fondo separado del balance general del banco central con un mandato más fuerte para

Cuadro 3

FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

<i>País</i>	<i>Nombre del Fondo</i>	<i>Activos administrados^a</i>	<i>Año de inicio</i>	<i>Fuente de los fondos</i>
Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	875	1976	^b
Noruega	Government Pension Fund – Global	380	1990	^b
Singapur	Government Investment Corporation	330	1981	^c
Kuwait	Kuwait Investment Authority	250	1953	^b
China	State Investment Corporation	200	2007	^d
Hong Kong SAR	HKMA Investment Portfolio	163	1998	^d
Singapur	Temasek Holdings	159	1974	^e
Rusia	Oil Stabilisation Fund	125	2004	^b
Australia	Australian Future Fund	61	2006	^e
Qatar	Qatar Investment Authority	60	2000	^b
Libia	Libyan Arab Foreign Investment Company	50	1981	^b
Argelia	Revenue Regulation Fund	43	2000	^b
Alaska, USA	Permanent Reserve Fund	40	1976	^b
Rusia	National Welfare Fund	32	2008	^b
Brunei	Brunei Investment Agency	30	1983	^b
Corea	Korea Investment Corporation	30	2005	^d
<i>Total</i>		<i>~3200</i>		

FUENTES: *Sovereign Wealth Fund Institute*; datos nacionales.

^a En miles de millones de USD; estimaciones del *Sovereign Wealth Fund Institute* al 19 de marzo del 2008. ^b Riqueza por productos básicos. ^c Otros, incluye divisas. ^d Divisas. ^e Otros.

concentrarse en los rendimientos; conocidos ahora como, a veces con error, fondos soberanos de inversión (FSI).⁹ Ejemplos recientes incluyen a la *State Foreign Exchange Investment Corporation* (China), que fue anunciada en marzo del 2007 e inició operaciones hacia finales del mismo año; y la *Korea Investment Corporation*, que fue inaugurada en el 2005 (cuadro 3). Aparte de ello, los altos niveles de los precios de los productos primarios, en particular el petróleo, han llevado a un crecimiento sustancial en un número de otros FSI que se crearon para estabilizar el impacto de las fluctuaciones en el precio de los productos primarios en el balance fiscal o para preservar el valor de la riqueza obtenida por los productos básicos para generaciones futuras. En general se estima que los fondos administrados por los FSI suman alrededor de USD 3.2 billones.¹⁰

2) *Un método más estructurado para la toma de decisiones*

En la década pasada hubo mayor tendencia hacia un método más estructurado en cuanto a la decisión de administración de reservas. Esta tendencia ha apoyado y motivado el enfoque creciente sobre los rendimientos. La tendencia tiene dos dimensiones. Primero, ha habido movimientos hacia una estrategia descendente para la toma de decisiones con participación más formal del ejecutivo a nivel estratégico, acompañado de una jerarquización vertical del proceso diferente. Segundo, ha habido una tendencia para aumentar la separación funcional de las actividades involucradas en el proceso de administración de reservas (*separación horizontal*).¹¹

La tendencia hacia una estrategia descendente es sin duda el acontecimiento interno más

⁹ El término es falso cuando los FSI son determinados por la transferencia de reservas de divisas que son financiadas por medio de préstamos de moneda nacional o extranjera (en el caso de ganancias de esterilización), y por lo tanto no representan en realidad riqueza neta; ver por ejemplo de Rhee (2007) y Rozanov (2008).

¹⁰ Por otra parte, separarse de la administración única por la necesidad del banco central no implica un estilo de administración más conservador para las reservas retenidas por el banco central en relación con el pasado. En Noruega, por ejemplo, la experiencia ganada mediante la administración del fondo especial ha permitido que el banco central sea menos conservador con la administración de las reservas en su propio balance general. Tales complementariedades podrían de hecho resultar ser bastante comunes.

¹¹ Para un análisis general de las posibles estructuras organizacionales y asuntos de implementación consultar por ejemplo a Borio *et al.* (2008) y Cardon y Coche (2004).

importante en la administración de reservas más o menos durante la última década. En general, los bancos centrales ven ahora las decisiones estratégicas de la cartera de reserva de divisas como parte de una decisión más amplia sobre el *trade off* aceptable entre rendimiento y riesgo para la institución como un todo. En consecuencia, dentro de los límites establecidos en los estatutos o legislación, la definición del universo de inversión, los lineamientos generales de inversión y las asignaciones meta de la cartera han tendido a convertirse formalmente en la responsabilidad del nivel ejecutivo. Esta Asignación de Activos Estratégica (AAE) se articula seleccionando una cartera de referencia (*benchmark*) y definiendo los rangos de tolerancia dentro de los cuales se permite que la asignación real varíe (cuadro 4). Estas decisiones se basan por lo general en la recomendación proporcionada por los analistas de riesgo y otros especialistas involucrados en el proceso de administración de reservas. La tendencia representa un cambio trascendental en las prácticas de un mundo en el cual la cartera se construía más comúnmente de forma ascendente y en el cual el papel del *desplazamiento* en las asignaciones de activos era mayor.

Por tanto, es el ejecutivo quien determina al final el *estilo* de administración de la institución. En el caso de que el ejecutivo decida que la institución tiene poca tolerancia al riesgo, es probable que el universo de inversión sea definido en forma estrecha en términos relativos y que el trabajo de los administradores de cartera sea reproducir la cartera de referencia en la forma más costo-efectiva. En este caso, la mayoría de las decisiones se resumen en la referencia estratégica. Este es, por ejemplo, el caso del Banco de Reserva de Australia (*Reserve Bank of Australia*). En el caso de que el ejecutivo decida que la institución tiene más tolerancia al riesgo, el universo de inversión se definiría en forma más amplia y los administradores de la cartera podrían tener más libertad para asumir el riesgo dentro de lineamientos específicos.

Además, un número creciente de bancos centrales ha estado colocando una capa intermedia entre el nivel AAE y el nivel ejecutivo de administración de la cartera, donde se toman las decisiones tendientes a explotar los desarrollos de mercado de más corto plazo, un nivel de Asignación de Activos Táctica (AAT). Para mediados del 2007, casi la mitad de los bancos centrales que participaron en la encuesta del BIS había introducido tal capa, y otros estaban considerando

dicho movimiento (cuadro 4). La razón para incluir esta capa es doble: para centralizar y disciplinar la toma de posiciones, y para aprovechar la experiencia de una capa de administración considerada como la más idónea para esta tarea.¹² En algunos bancos centrales, los miembros del ejecutivo participan de las decisiones AAT mientras que en otros, un comité no ejecutivo es quien tiene la responsabilidad principal.

Cuadro 4

DISEÑO E IMPLEMENTACIÓN DE LA AAE

(En porcentajes de los bancos centrales que respondieron)

	Con AAT (46%)	Sin AAT (54%)
El AAE incluye una referencia específica completa para:		
Entre monedas	100	86
De los cuales superposición de moneda	67	42
Entre clases de activo	100	77
Dentro de renta fija	92	71
Índices de referencia		
Interno	50	57
Comercial adaptado	58	50
Comercial estándar	33	29
Administradores de cartera obligados a usar:		
Indexación	67	57
Indexación mejorada	33	50
Manejo activo	100	92
Por moneda	58	77
Por riesgo	67	62
Administración de ajuste al mercado (<i>mark-to-market</i>)	100	100
Normas contables		
Ajuste al mercado total	31	69
Histórico/asimétrico	58	42

FUENTE: encuesta del BIS.

La experiencia en un banco central resume las razones para el cambio en esta dirección. En este banco central, cuando no había una capa AAT, las decisiones en el nivel estratégico terminaban teniendo como resultado cambios frecuentes del AAE. Esto indicó que el AAE tenía de hecho mucho carácter de toma de posición de toda la cartera con el objetivo de aprovechar los movimientos del mercado a corto plazo. La introducción de la AAT reflejó descontento con este enfoque.

¹² Esto se puede concebir como la *discreción restringida* que se espera que los regímenes con metas de inflación proporcionen.

La tendencia hacia una mayor separación horizontal de actividades en el proceso de administración de reservas también ha estado bastante marcada. El objetivo ha sido reforzar la integridad del proceso, sobre todo para limitar oportunidades por conflictos de intereses reales o percibidos. La separación toma dos formas. Una es funcional, mediante la cual se colocan funciones especializadas en diferentes unidades organizacionales. Una segunda tiene que ver con las líneas de presentación de informes, lo que garantiza que las diferentes unidades funcionales no informan de manera directa a los mismos administradores.

En general, las funciones de administración y liquidación de activos casi siempre están separadas de las funciones de la *middle office* como medición de desempeño, análisis de riesgo y cumplimiento con lineamientos de inversión. El grado en el cual estas funciones de la *middle office* han sido separadas aún varía bastante entre los bancos centrales. En algunos casos todas estas funciones están agrupadas en la misma unidad funcional mientras que en otros varias áreas funcionales cubren todas estas actividades. En lo que respecta a la presentación de informes, los administradores de línea de dichas áreas que informan a la misma persona en algunos bancos centrales sugieren relativamente poca separación en la presentación de informes (cuadro 5). No obstante, existe una aparente tendencia creciente a tener líneas de presentación de informes que permanezcan separadas hasta el nivel ejecutivo. En especial, este ha sido el caso en bancos centrales que hace poco han realizado un importante reacondicionamiento de sus operaciones.¹³

¹³ El tratamiento de las funciones de riesgo operativo es un interesante ejemplo de la forma en que la organización interna ha cambiado a medida que el proceso de toma de decisiones se ha vuelto más estructurado y vertical. Este cambio ha tomado tres formas. Primero, dado que el riesgo operativo ha sido percibido como un área de importancia clave y creciente, el nivel ejecutivo se ha involucrado cada vez más en su administración estratégica. Segundo, a mediados del 2007 mucho más de la mitad de los bancos centrales que respondieron a la encuesta del BIS han implementado una estrategia en toda la institución para encargarse del riesgo operativo. Tercero, cerca de la mitad de esos bancos centrales ya han establecido una unidad funcional separada para desarrollar e implementar la estrategia de riesgo operativo en todo el banco, mientras que varios más tenían planes de hacerlo en el futuro cercano. A menudo esta unidad de riesgo operativo informa de manera directa al nivel ejecutivo. De lo contrario, las líneas de presentación de informes reflejaron los puntos de vista del banco central en cuanto a cuáles riesgos operativos eran más importantes: en

Cuadro 5

SEPARACIÓN DE LAS LÍNEAS DE INFORMACIÓN

(En porcentajes de los bancos centrales que respondieron)

	Front y back office	Front y mid- le office ^a
Separadas hasta nivel ejecutivo	48	28
Separadas hasta un nivel intermedio	28	36
Separadas hasta nivel de jefe de departamento o uno menor	24	36

FUENTE: Encuesta del BIS.

^a La *middle office* se define aquí como el área funcional responsable de la evaluación y atribución del rendimiento.

3) Manejo reforzado del riesgo

Un complemento natural para un enfoque creciente sobre los rendimientos y un proceso de toma de decisiones más estructurado ha sido un refuerzo a las prácticas de administración del riesgo. Esto ha afectado a los riesgos tanto financieros como operativos.

a) Riesgos financieros

La administración del riesgo ha evolucionado sobre todo para riesgos de mercado y de crédito. La meta global de conservar las reservas en instrumentos que sean líquidos significa que la necesidad de desarrollar formas más sofisticadas de abordar el riesgo de liquidez no ha sido tan apremiante. Los riesgos de liquidez por lo general están incorporados a la AAT lo que garantiza que los instrumentos en el universo de inversión puedan ser negociados en el mercado con facilidad, con base en los indicadores como el tamaño (capitalización) del mercado, márgenes entre los precios de compra y venta, y el volumen de actividad, o cuando existan mercados desarrollados en forma adecuada para la recompra de éstos.¹⁴

El riesgo de mercado responde por la mayor participación por mucho del riesgo financiero al

algunos, la unidad estaba asociada al departamento de tecnologías de información y en otros al departamento a cargo de la seguridad bancaria. En la mayoría de los bancos centrales restantes, las decisiones estratégicas sobre el riesgo operativo fueron tomadas por áreas funcionales con responsabilidades existentes para administración del riesgo.

¹⁴ Además pueden existir restricciones específicas, que incluyen dimensiones mínimas de emisión y límites de concentración sobre las emisiones. Una excepción a este patrón general es el Reino Unido, en donde el ejercicio cuantitativo formal que sustenta la asignación de activos se basa en consideraciones de liquidez.

que están expuestas las reservas externas. Mucho de este riesgo es inevitable, toma la forma de riesgo de tasa de cambio y está asociado a la posición neta del cambio de divisas. Esto refleja una decisión de política que los administradores de reserva toman como dada.¹⁵ Sin embargo dentro de esta restricción existe suficiente espacio para maniobrar.

La atención sobre los riesgos de mercado ha crecido en dos niveles. Primero, en el diseño de la cartera, en particular la AAT, análisis más riguroso de riesgos de mercado sobre los horizontes relevantes se ha convertido en un elemento de importancia creciente en las prácticas de administración de reservas. Sujeto a los inevitables problemas de estimación y calibración, el papel del análisis cuantitativo ha aumentado. Segundo, en la implementación de la cartera ha habido una tendencia a rastrear más de cerca las exposiciones reales relativas a las metas deseadas y a los rangos de tolerancia aceptable.

Con el tiempo, la tecnología para medir el riesgo del mercado se ha refinado de forma significativa. Como parte del diseño básico de la cartera o de un control de su robustez, una mayoría de bancos centrales en la encuesta usaron análisis de escenarios y pruebas de tensión (cuadro 6). Aún cuando los rangos de tolerancia para valores de renta fija se establecieron generalmente en términos de duración, unos cuantos bancos centrales han cambiado a variantes más sofisticadas de valor en riesgo (VaR) o de *tracking*

Cuadro 6

RIESGO DE MERCADO

(En porcentajes de los bancos centrales que respondieron)

Alcance y metodología	
Agregado sobre el total de la cartera	52
Métodos de medición	
Valor en riesgo	96
Análisis de duración	89
Pruebas de tensión	71
Otro	43
Pruebas históricas	50
De las cuales, sobre el total de cartera	82

FUENTE: encuesta del BIS.

¹⁵ Si las reservas de divisas cumplen una mera función de liquidez *ex ante* no necesariamente tienen que conllevar una ubicación neta de divisas larga (positiva). Las reservas se pueden prestar en moneda extranjera, como por ejemplo en el caso de Nueva Zelanda y Canadá, ver por ejemplo Borio *et al.* (2008).

error. Para dar seguimiento a los riesgos, casi todos los bancos centrales que respondieron a la encuesta del BIS utilizaron VaR para medir el riesgo de la cartera de reserva. En la mayoría de los casos se utilizaron variantes del análisis de duración y sensibilidad como una forma de abordar el riesgo potencial del modelo y mala calibración. Además cerca de la mitad de las instituciones que respondieron, se apoyaron en pruebas históricas (*back testing*) para manejar este tipo de riesgo.

Los bancos centrales son muy sensibles al riesgo de crédito incurrido en sus carteras, además de la pérdida financiera pura que puede resultar de ello. De hecho, su tolerancia al riesgo de crédito es baja sobre todo debido a los costos de reputación que se perciben como asociados a un evento crediticio. Sólo es natural que, a medida que las instituciones redujeron con cautela el espectro de crédito en las asignaciones de activos, los sistemas de administración del riesgo de crédito se reforzaron.

Las calificaciones de crédito son centrales para la administración del riesgo de crédito (cuadro 7). Las calificaciones mínimas, por ejemplo, se utilizan para definir la tolerancia al riesgo restringiendo el conjunto de activos en que se puede invertir y el ámbito de contrapartes. A veces, para las contrapartes esta información se combina con el análisis del balance general como por ejemplo capitalización y permanencia en el negocio. Los límites de exposición al riesgo de crédito basados en las calificaciones mínimas pueden

Cuadro 7

RIESGO DE CRÉDITO

(En porcentajes de los bancos centrales que respondieron)

Límites de crédito con base en	
Calificación del crédito	96
Información del balance general	74
Tipo de contraparte	44
Tamaño de reservas de divisas	44
Vencimiento	44
Otro	19
Ámbito de los límites de crédito	
Inversiones	92
Depósitos	85
Derivados	85
Transacciones inversas	69
Liquidación	58
Límites de concentración	
Por sector	63
Por país	58

FUENTE: encuesta del BIS.

diferir entre las categorías de las contrapartes, por ejemplo entre bancos y no bancos; así como, entre clases de activos, por ejemplo, bonos que se mantienen para fines de inversión y las contrapartes en transacciones extrabursátiles.

Muchos bancos centrales complementan los límites de crédito sobre deudores individuales con límites de concentración que están diseñados para mantener suficiente diversificación. Varios bancos centrales tienen límites de concentración que aplican a sectores particulares, tales como actividades bancarias; los límites por país no son poco comunes.

Además algunos bancos centrales tienen límites por deudor separados para las exposiciones de contraparte en conexión con depósitos de divisas, depósitos de oro, operaciones con garantía y liquidaciones, y para diferentes categorías de exposición (como por ejemplo, liquidación). Adicionalmente a la fijación de límites para las exposiciones, las garantías también se pueden usar para mitigar el riesgo de crédito (en especial, ante la pérdida en caso de incumplimiento). En general, los bancos centrales aceptan valores del gobierno (quizá se incluyen valores de empresas o instituciones públicas) como garantía y, a veces, incluso papeles emitidos por supranacionales. En algunos casos existen restricciones adicionales. Éstas comúnmente se relacionan con vencimiento residual (por ejemplo, que no sobrepase 10 años) o pueden apuntar a aspectos de liquidez más específicos (como el tamaño mínimo de la emisión en circulación y el porcentaje máximo de la emisión mantenida en la cartera). Las prácticas sobre márgenes de descuento en los valores también muy similares, con bancos centrales que por lo general siguen las normas aceptadas de mercado.

b) Riesgo operativo

Aunque el riesgo operativo ha sido administrado hasta cierto punto, ha habido una clara tendencia hacia un tratamiento más estructurado y completo, análogo a la manera en la que se manejan los riesgos financieros. Dado el vínculo estrecho entre riesgo operativo y riesgo de reputación, la mayoría de los bancos centrales incluyen este último como parte de las responsabilidades asociadas con las actividades de riesgo operativo.

El enfoque creciente en reforzar la administración del riesgo operativo se refleja en varios sucesos. Tal y como se indicó previamente, a nivel

estratégico, muchos bancos centrales tienen áreas de negocios separados y líneas de información reorganizadas para atender los conflictos de interés. Aparte de eso, la mayoría de bancos centrales tiene planes de continuidad del negocio detallados que son revisados con regularidad. Una minoría importante de los bancos centrales que respondieron a la encuesta del BIS tiene sitios remotos de recuperación de desastres que brindan instalaciones de respaldo completas y acceso total a la negociación, sistemas de pago y de liquidación. Otros tienen instalaciones secundarias de negociación a veces a través de oficinas de representación ya existentes.

En relación con las operaciones del día a día, muchos bancos centrales han mejorado la capacitación del personal y el alcance para el cual cuentan con procedimientos y políticas formales y escritas, como medio para fomentar una cultura de administración sólida.¹⁶ Muchos también han invertido recursos considerables para aumentar el grado de automatización en sus operaciones como un medio de mitigar el riesgo de errores humanos. Cerca de la mitad de los bancos centrales que respondieron a la encuesta del BIS informaron tasas de procesamiento frente-fin mayores que 90%. Sin embargo, los niveles de automatización siguen siendo muy bajos en algunos bancos centrales pese a que en la mayoría de estos casos existen proyectos en marcha para remediarlo.¹⁷

Un problema importante para medir el riesgo operativo es que, comparado con el riesgo financiero, hay una escasez de datos disponibles para estimar las distribuciones de las pérdidas. En efecto, cuantificar y evaluar el riesgo operativo es uno de los retos más grandes que los bancos centrales enfrentan en esta área (cuadro 8). La encuesta indicó que la autoevaluación de la probabilidad y tamaño de un *evento* de riesgo operativo de casi la mitad de los bancos centrales que respondieron se utilizó para ayudar a identificar áreas clave de vulnerabilidad y para definir una lista prioritaria de áreas para mejoramiento (mapa de riesgos).¹⁸ Una mayoría de bancos

¹⁶ Este es también un aspecto importante para mitigar el riesgo legal, que se ha convertido en un foco dada la tendencia hacia la expansión del conjunto de activos en los cuales se puede invertir, en particular derivados.

¹⁷ El Comité de Basilea señala que la automatización creciente podría cambiar la naturaleza del riesgo operativo transformando pérdidas de alta frecuencia, baja severidad en pérdidas de baja frecuencia y alta severidad.

¹⁸ Factores que se podrían utilizar para evaluar el riesgo

centrales conserva un registro de eventos o de informes de incidentes conservados. Esto se ve como una manera más objetiva de evaluar tanto la frecuencia como la gravedad de los eventos de riesgo operativo. A medida que se registran los eventos, es posible identificar nuevas vulnerabilidades y así reordenar las prioridades de atención. Una vez que se reúnen suficientes datos de los eventos registrados, es posible utilizar esta información como insumo en la construcción de indicadores clave de riesgo, los cuales son diseñados para identificar vulnerabilidades de riesgo operativo antes de que se vuelvan problemáticas. Relativamente pocos bancos centrales informaron usar indicadores clave de riesgo y aquellos que sí, lo hicieron en forma conjunta con otros métodos de identificación.

Cuadro 8

MEDICIÓN DEL RIESGO OPERATIVO

(En porcentajes de los bancos centrales que respondieron)

<i>Metodología</i>	
Registro de evento	67
Autoevaluación con base en cuestionarios	59
Indicadores clave de riesgo	37
Otros	56

FUENTE: encuesta del BIS.

4) *Divulgación pública creciente*

A través del tiempo, los bancos centrales han aumentado las divulgaciones públicas sobre las prácticas de administración de reservas, incluyendo información de los marcos generales implementados, la composición de los indicadores de referencia y el rendimiento.

A pesar de la tendencia hacia una mayor divulgación, los bancos centrales aún varían en forma considerable en términos del tipo de información que proporcionan, su frecuencia y el rezago en la presentación de informes. Con base en la información pública disponible para una muestra de bancos, la mayoría de ellos suministra información de su estructura institucional y una mayoría significativa de estas instituciones informa además de su tolerancia de riesgo mediante

operativo en un área de administración de reservas son el tamaño y complejidad de la cartera, el grado de independencia dado a los administradores de cartera individuales, la concentración del conocimiento, experiencia y habilidades de individuos específicos y el grado en que se usan los ingresos manuales.

las mismas fuentes, sobre todo a través de informes anuales y sitios Web (véase cuadro 9). Una importante mayoría también divulga información acerca de las clases de activos elegibles para inversión en el indicador de referencia estratégico. Sin embargo, relativamente pocas instituciones brindan información en cuanto a la asignación de moneda en el indicador de referencia;

Cuadro 9
DIVULGACIÓN EXTERNA^a

	Marco institucional	Universo de inversión	Asignación de activos ^b	Asignación de moneda ^c	Desempeño	Reservas pendientes (diciembre del 2007) ^d
China	√					1,528.3
Japón	√	√			√	948.4
Rusia	√	√	√	√	√	464.0
Taiwán, China						270.3
India	√	√			√	266.6
Corea	√	√				261.8
Zona del euro	√	√		√		203.2
Brasil	√	√				179.4
Singapur	√	√				162.5
Hong Kong SAR	√	√	√		√	152.7
Argelia						110.2
Malasia						100.6
México	√					86.3
Tailandia	√					85.1
Turquía	√	√ ^c				73.4
Indonesia		√ ^c				54.7
Reino Unido	√	√	√	√	√	49.0
Estados Unidos	√	√	√	√		45.8
Suiza	√	√	√	√	√	44.5
Argentina	√	√	√	√	√	44.2
Canadá	√	√	√	√	√	41.0
Arabia Saudita	√					32.3
Sudáfrica	√	√				29.6
Australia	√	√	√	√	√	24.8

^a En contraste con la información de los otros cuadros, los datos aquí no se derivan de la encuesta del BIS sino de divulgaciones hechas por medio de publicaciones oficiales, tales como los informes anuales o Internet. La muestra de estos países incluye países del G-20, o con reservas que exceden los USD 80 mil millones a finales de diciembre del 2007 y no corresponden a los de la encuesta del BIS. El símbolo √ indica *sí* y la celda en blanco indica *no*. ^b Información específica de participaciones de diferentes clases de activos. ^c Información específica de participaciones de diferentes monedas. ^d Reservas oficiales de divisas en miles de millones de USD. ^e Limitado. Fuentes: FMI; sitios Web e informes anuales de bancos centrales y autoridades monetarias y evaluación de los autores de dicha información.

excepciones notorias incluyen entre otras, los bancos centrales de Australia, Canadá, Inglaterra, Rusia y Banco Central Europeo que suministran información completa sobre la composición de monedas del indicador de referencia. Casi la mitad de los bancos centrales del ejemplo anterior divulgan información sobre rendimiento.

III. Principales factores detrás de las tendencias

Las tendencias en la administración de reservas externas en el banco central identificadas anteriormente, han sido respaldadas por varios acontecimientos clave en el entorno económico e institucional. Las más importantes entre estas son: la gran acumulación de reservas por parte de algunos países; adelantos en tecnología financiera y el desarrollo de mercados financieros y cambios en el ambiente de gobernanza externa dentro del cual operan los bancos centrales.

1) Acumulación de reservas

Luego de la crisis asiática, hubo una recuperación en la acumulación de reservas externas que se aceleró en años recientes y que se ha concentrado en un número relativamente pequeño de economías (BIS, 2007a). Las reservas oficiales que tenían las autoridades monetarias se triplicaron en el período 2001-2007, hasta llegar a casi USD 6.3 billones a finales del 2007. Como consecuencia de la crisis asiática, la acumulación reflejó sobre todo el deseo de crear un *fondo de guerra* para autoasegurarse contra el riesgo de otro choque, mientras que en años más recientes ante todo parece haber sido el resultado de la intervención en mercados de cambio en respuesta a una presión ascendente sobre los tipos de cambio. Es posible que otros factores como los altos precios de los productos primarios y los efectos de valoración que surgieron de importantes movimientos de tipo de cambio y flujos de ingreso hayan estimulado a las reservas medidas en dólares estadounidenses.

A pesar de que medir la *suficiencia* de reservas con alguna precisión es bastante difícil, en algunos países el acervo de reservas parece estar muy por encima de la medida estándar de suficiencia con base sólo en consideraciones de liquidez (cuadro 10). Esto es más aparente cuando el principal factor que maneja la acumulación de reservas ha dejado de ser un esfuerzo consciente

Cuadro 10

RESERVAS INTERNACIONALES Y MEDIDAS DE SUFICIENCIA

	Posición pendiente (miles de millones de USD)		Reservas/importaciones ^a		Reservas/dinero amplio ^b		Reservas/deuda a corto plazo ^c	
	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007
China	166	1,528	9	19	10	28	8	14
Japón	347	948	11	18	6	15	2	2
Taiwán, China	107	270	9	16	19	34	8	7
Rusia	24	464	6	23	44	78	2	5
Corea	96	262	7	9	29	43	2	2
Otro Asia ^d	325	852	6	8	27	32	2	2
América Latina ^e	136	397	5	8	23	32	1	3
Medio Oriente ^f	75	271	9	11	25	38	2	3
Europa central y oriental ^g	66	223	5	4	39	34	2	1
Economías industriales ^h	344	380	1	1	3	2	0	0

FUENTES: FMI; Datastream; BIS.

^a Meses de importación. ^b En porcentaje. ^c Coeficiente, deuda externa a corto plazo definida como pasivos a corto plazo para bancos que informan al BIS: créditos transfronterizos consolidados de todos los bancos que presentan informes al BIS sobre países fuera del área de información con vencimiento hasta e incluso un año más valores de deuda en circulación internacionales con vencimiento de hasta un año; con base en posiciones pendientes a fin de año. En el caso de Arabia Saudita, los últimos no están incluidos; para Libia y Arabia Saudita incluye sólo valores internacionales. ^d Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia. ^e Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ^f Egipto, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos. ^g Bulgaria, Croacia, República Checa, Estonia, Hungría, Latvia, Lituania, Polonia, Rumania, Eslovaquia y Eslovenia. ^h Canadá, zona del euro, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

para crear un *fondo de guerra* y más bien se ha convertido en el subproducto de los intentos por apoyarse contra la apreciación de la moneda nacional.

A diferentes grados, esta acumulación sustancial de reservas *excedentes* ha tendido a apoyar todas las tendencias antes citadas. De forma natural, la balanza de objetivos se ha movido hacia estrategias más orientadas en el rendimiento, en especial debido a la presión del cuerpo político por ganar un rendimiento adecuado sobre una fracción cada vez más grande de recursos de un país.¹⁹ Desde esta perspectiva, los llamados más fuertes a la transparencia y divulgación podrían ser vistos como parte integral del mismo proceso. A su vez, el cambio hacia estrategias más

orientadas hacia los rendimientos ha puesto un premio sobre reforzar la toma de decisiones interna.

2) El desarrollo del conocimiento financiero y los mercados.

Existen al menos dos maneras en las cuales los avances de tecnología financiera y el desarrollo de mercados financieros han jugado un papel de apoyo o habilitante en las tendencias observadas en las prácticas de administración de reservas.

Para empezar, al igual que en el sector privado, los avances en el conocimiento práctico financiero han provisto a los bancos centrales de las herramientas necesarias para realizar un análisis más sofisticado de los canjes entre rendimiento y riesgo, y para la administración de diferentes riesgos. Este desarrollo permitió la transición hacia un proceso de toma de decisiones más estructurado. De hecho, los bancos centrales han seguido una tendencia mucho más amplia en el sector de administración de activos de la industria financiera, tomando prestado e implementando mucho del mismo tipo de procesos y herramientas.

Además, el desarrollo de mercados financieros ha apoyado el cambio hacia una estrategia más orientada en los rendimientos. A través de la ampliación de la gama de activos que proveen un

¹⁹ Otro posible factor coyuntural que motiva una mayor orientación en el rendimiento puede haber sido el ambiente de tasa bajas de interés, lo que sin duda jugó un papel significativo en el sector privado (BIS, 2004). Esto podría ser al menos el caso en donde las reservas se manejan en una base autónoma, sin importar los pasivos que las financian. La relevancia cuantitativa de esta influencia en la administración de reservas sin embargo no es clara. Asimismo, si se toma en cuenta el costo cercano de financiamiento, un costo positivo de manejo (una tasa más alta sobre los pasivos en moneda nacional relativa a la tasa ganada sobre las reservas) podría haber jugado un papel similar. Sin embargo, tal y como lo señala McCauley (2007) para algunos importantes titulares de reservas de divisas tal costo ha sido negativo. Para un mayor análisis, ver más adelante.

nivel de liquidez aceptable mientras que ofrece atractivos rendimientos, como ciertas variedades de valores respaldados por hipotecas y aumentando la capacidad de los bancos centrales para obtener fondos con corto aviso publicando garantías, tal como por medio de repos. Adicionalmente, tal y como ya se señaló, el uso de derivados ha reforzado esta tendencia, al brindar mayor flexibilidad en las estrategias de administración de activos. Es posible que con el tiempo, los mercados de derivados también pudieran apoyar una mayor ampliación del universo de inversión. Por ejemplo, el surgimiento de mercados más profundos para *swaps* de incumplimiento de créditos podría permitir que los bancos centrales manejen los riesgos asociados con la entrada a mercados de bonos corporativos de forma más efectiva, al menos si su liquidez prueba ser sólida para la grave tensión de los mercados.

3) Cambios en el ambiente de gobernanza externa

De forma crucial, y esto quizá se subestima, el impacto de los cambios en el ambiente de gobernanza externa ha sido de gran repercusión y multifacético, ayudando a explicar el alcance internacional de las tendencias observadas. Después de todo, estas tendencias no están limitadas a aquellas instituciones que han estado acumulando reservas. De hecho son mucho más amplias y a menudo llegan más lejos en alguna otra parte, en especial en lo que respecta al reforzamiento de la toma de decisiones internas.

El cambio global hacia una mayor independencia del banco central ha aumentado el énfasis en la rendición de cuentas y transparencia (Eijffinger y Geraats, 2006). Este ha sido uno de los factores que motivan un mayor grado de divulgación externa de la administración de reservas y un reforzamiento de los procesos de gobernanza externa. En algunos países, también ha agregado presión para obtener rendimientos más altos sobre las reservas

Al mismo tiempo, ha crecido el enfoque sobre la importancia de la reputación y la credibilidad en la formulación de políticas efectiva. Esto ha intensificado la sensibilidad de los bancos centrales en cuanto a la necesidad de procesos de inversión sólidos, en términos tanto de efectividad como de seguridad de las operaciones y el manejo de conflictos de interés potenciales. El papel de muchos bancos centrales como reguladores y quienes fijan normas para el sector privado y por

lo tanto su necesidad de liderar con el ejemplo, se ha agregado simplemente a tales incentivos.

Como parte de esta tendencia, en general, los bancos centrales también se muestran dispuestos y de manera más favorable a la idea de que una mayor divulgación acerca de las prácticas de administración de reservas puede ayudar en el desempeño de sus responsabilidades principales. Por ejemplo en el área de reservas externas, luego de la crisis asiática la comunidad internacional se puso de acuerdo con respecto a una norma reforzada de divulgación, encapsulada en las NEDD. Hay que admitir que esta norma se relaciona sólo con el *nivel* de reservas y algunos aspectos de su composición. Permanece en silencio en lo que respecta a la mayoría de los principales aspectos de administración de reservas, de manera notable acerca de la asignación entre divisas y clases de activos. Como resultado, las prácticas de divulgación se dejan a la discreción de las autoridades nacionales, reflejando una combinación de factores económicos, institucionales y políticos.²⁰ Aun así, el cambio general de filosofía básica probablemente también ha tenido influencia en las divulgaciones referentes a las prácticas de administración de reservas.²¹

IV. Desafíos

Las tendencias anteriores en administración de reservas han planteado quiérase o no retos significativos para los bancos centrales. Aunque algunos de estos desafíos tienen implicaciones que están en su mayor parte confinadas a la organización interna y funcionamiento de la institución, otros pueden tener implicaciones más

²⁰ El FMI también produjo un conjunto de lineamientos para la administración de reservas externas, el cual incluye criterios de transparencia (FMI, 2003). Sin embargo, estos son bastante generales y permiten amplio espacio para discreción

²¹ En Europa, un importante cambio institucional adicional que influyó en la administración de reservas –discutiblemente un cambio clasificable como de gobernanza externa– ha sido el establecimiento de la zona del euro y el Banco Central Europeo. Desde entonces, las reservas en los bancos centrales nacionales han sido solamente una segunda línea de defensa para intervención. Junto con la naturaleza más bien cerrada de la zona del euro, esto ha inducido a un mayor enfoque en los rendimientos; ver en particular, Hakkarainen y Pösö (2007). El establecimiento de la zona del euro también significó que aquellas reservas conservadas en moneda heredada se transformaran en una cartera en euros y son administradas por lo general con menor atención sobre la liquidez y seguridad (Bakker y van Herpt, 2007).

significativas para mercados financieros y tipos de cambio. A continuación, nosotros nos enfocamos en gran medida en lo último. Consideramos, secuencialmente, las decisiones requeridas con respecto al balance apropiado entre riesgo y rendimiento para la institución, la opción del numerario para la medición de rendimientos y riesgos y el nivel de divulgación público.

1) ¿Qué es balance entre riesgo y rendimiento?

Aún cuando el cambio hacia una mayor orientación de inversión en la administración de reservas desde luego ha promovido un enfoque más orientado a los rendimientos, no existen criterios obvios para establecer lo que debería de ser el balance correcto entre riesgo y rendimiento, por ejemplo para determinar la tolerancia al riesgo de la institución. Un desafío clave para bancos centrales es que son instituciones multifuncionales, de manera que el balance correcto sólo se puede definir dentro de un escenario más amplio. Las metas primordiales de los bancos centrales están típicamente expresadas en términos de estabilidad monetaria, financiera y macroeconómica. Esto impone una serie de restricciones a las operaciones de administración de reservas, puesto que éstas no deben interferir con, y en el mejor de los casos deberían apoyar, esas metas primordiales.

Esto significa que el lente a través del cual un banco central evalúa las ganancias y pérdidas de una cartera es naturalmente muy diferente al de una institución que se dedica en forma exclusiva a la administración de reservas, y menos aún al de un agente del sector privado. Este lente es la fuente de lo que, como resultado, aparece como un *sesgo conservador* en la administración de reservas. Permítannos considerar, a su vez, los costos de pérdidas, los beneficios de las ganancias y la forma en que se puede determinar el rendimiento marginal neto económico *verdadero* sobre, o el costo de oportunidad de, las reservas.

Para un banco central, las pérdidas de la cartera de divisas importan no tanto por su intrínseco valor pecuniario. Más bien, la inquietud principal es en cuanto a su impacto ya sea en la reputación de la institución –por ejemplo, el cargo de incompetencia– o sobre factores que pueden socavar su eficiencia operativa, sobre todo su independencia operativa. Como se indicó antes, por ejemplo, las preocupaciones de reputación son por lo común la causa principal para que los bancos atribuyan tanta importancia a las

pérdidas asociadas con eventos de crédito.

Además de este elemento común, la importancia de estas consideraciones es muy específica para cada país. Depende de factores tales como convenciones de contabilidad, las reglas para la distribución de utilidades al gobierno y para la recapitalización, y aspectos más amplios en la relación de la institución con el cuerpo político.²² En general, entre más extenso el uso de contabilidad de ajuste al mercado, mayor será la volatilidad de las rentabilidades reportadas lo que puede aumentar el papel potencial de las preocupaciones por la reputación.²³ De manera similar, entre mayor sea la sensibilidad de las reglas para la distribución del ingreso del banco central al gobierno como efectos de valoración y más asimétrica sea la regla (por medio de la cual se distribuyen las ganancias pero las pérdidas no se reabastecen mediante recapitalización automática), mayor será la preocupación por la drástica reducción potencial del capital del banco central.²⁴

Por ejemplo, algunos bancos centrales atribuyen considerable atención al impacto potencial de las pérdidas de reserva en sus ganancias y posición de capital. Estas preocupaciones se pueden formalizar por medio de análisis que consideren la forma en que la composición de reservas pueda afectar los riesgos a los cuales están expuestos el ingreso y la posición del capital de la institución (Srejber, 2006). También pueden tener un efecto material en las estrategias de administración de reservas. Por ejemplo, el Banco Central de Chile lleva esta lógica bastante lejos y determina la duración meta para su cartera con base en la duración promedio de su balance general *completo*. (Banco Central de Chile, 2006). Y el banco central holandés ha ido al extremo de cubrir el riesgo de moneda extranjera de sus reservas por completo (Bakker, 2007).²⁵ En contraste,

²² Una evaluación detallada de la manera en que las reglas de contabilidad y de divulgación pueden interactuar con acuerdos para la distribución del ingreso al gobierno y para recapitalización que afecten las decisiones de administración de las reservas va más allá del alcance del presente documento.

²³ Tal y como lo confirma el cuadro 4, mientras que en el análisis formal de rendimientos y riesgos los bancos centrales usan por lo general medidas de ajuste al mercado, la contabilidad oficial para ganancias-pérdidas del banco central como entidad del sector público es a menudo diferente.

²⁴ Para el análisis de estos temas, ver por ejemplo Bakker (2007) y Ferhani (2007).

²⁵ Esto es por supuesto equivalente en términos funcionales a financiar las reservas de divisas pidiendo prestado

otras instituciones podrían estar mucho menos preocupadas.²⁶

Como en el caso de los costos de pérdidas, los beneficios percibidos de ganancias son mediadas fuertemente por las metas primarias de las instituciones. Éstas pueden inhibir de modo significativo el universo de inversión y el grado de administración activa. Una vez más las preocupaciones por la reputación son clave. El desempeño de funciones de estabilidad financiera juega un papel importante. Por ejemplo, podría ser embarazoso en potencia que un banco central invirtiera en clases de activos de alto riesgo y alto rendimiento o que invirtiera en vehículos que podrían haber sido identificados como posibles amenazas para la estabilidad financiera (por ejemplos fondos de cobertura) o ser vistos como si estuvieran contribuyendo a buscar rendimientos que hubieran podido ser criticados de forma similar.²⁷ Asimismo, el comportamiento de búsqueda de rendimiento de interés propio puede tener como resultado a veces respuestas inconsistentes con la estabilidad general de los mercados. Por ejemplo, la reducción de gastos en momentos de tensión podría por sí misma inducir a

en moneda extranjera.

²⁶ La relevancia potencial de las reglas para la distribución de utilidades por esta preocupación se pone de relieve en documentos del Norges Bank (banco central de Noruega), en donde se argumenta que “La contabilidad del riesgo de pérdidas y ganancias no ha influido en la estrategia de inversión para las reservas de divisas pero ha sido importante en el establecimiento de la normativa para asignar la utilidad del Norges Bank” (Norges Bank, 2005).

²⁷ Al mismo tiempo desde una perspectiva más amplia y en cierta forma paradójica, una actitud conservadora en cuanto a la asignación de reservas no tiene que resultar en una menor toma de riesgo en los mercados financieros de manera general y puede de hecho motivarla. Este puede ser el caso si otros participantes del mercado prefieren considerablemente más riesgo que las instituciones que administran las reservas. Por ejemplo, en años recientes una cuestión debatida con mucha pasión ha sido en qué medida la combinación de la acumulación de reservas sin precedentes y la concentración de las ganancias en valores públicos de EUA pudo haber reducido la presión sobre los rendimientos del Tesoro (ver por ejemplo Archer, 2006; BIS, 2005b; Bernanke *et al.*, 2004; Genberg *et al.*, 2005; McCauley y Jiang, 2004; Roubini y Setser, 2005; y, Warnock y Warnock, 2005). En la medida en que este efecto haya comprimido las primas de riesgo en una cierta clase de activo clave, podría haber contribuido a una búsqueda más generalizada de rendimiento observada en años recientes. En la búsqueda de rendimiento y el papel de tasas bajas de interés, ver por ejemplo, el BIS (2004). Pero incluso si este efecto ha estado operando, los costos de reputación no son obvios, dado que el vínculo es mucho más indirecto, menos aparente y difícil de determinar.

mayor tensión en los mercados, cuando los activos cuyos rendimientos están bajando son vendidos o cubiertos. Este conflicto potencial aumenta a medida que los bancos centrales amplían los límites de las clases de activos riesgosos:²⁸ contrario a los bonos de gobierno de alta calidad, es más probable que estas clases de activos sufran en tiempos de confusión en vez de beneficiarse de flujos seguros.²⁹

Se reconoce que hay formas para mitigar los riesgos. Una es invertir en las clases de activos con riesgo por medio de los administradores en lugar de hacerlo en forma directa, por consiguiente en parte formando un escudo sobre el banco central contra cualquier crítica asociada con elecciones específicas. Otro es limitar el grado de administración activa mientras que aún se sigue ampliando el universo de clases de activos en la cartera. En particular, los bancos centrales de la encuesta que tuvieron una capa de asignación de activos táctica se inclinaron por ser bastante cautelosos al usar el espacio permitido para maniobrar.³⁰ La tendencia hacia una ampliación de las clases de activos no debe de considerarse como equivalente a una inclinación hacia una administración de activos más enérgica. Incluso las limitaciones ajustadas y los canjes permanecen.

²⁸ Por supuesto, este conflicto ya es bastante familiar en el contexto del impacto de los tipos de cambio en sí mismos, al menos para los tenedores de reservas más grandes.

²⁹ De manera similar, las preocupaciones con respecto a la reputación también implican restricciones en los procesos internos de toma de decisiones. Estos están moldeados por la necesidad de asegurar que las utilidades de las operaciones de administración de reservas no resulten del uso inadecuado de información *interna* en el banco central, que podría haberse obtenido en el contexto del desempeño de las principales funciones de política.

³⁰ Las preocupaciones con conflictos de interés en la gobernanza corporativa interna pueden ser un factor adicional que restrinja el uso del espacio táctico para maniobrar. Como se señaló anteriormente con el fin de aumentar la posibilidad de asignaciones rentables tácticas, las decisiones correspondientes deben ser tomadas por el personal de alto nivel para tener una perspectiva tan amplia de los mercados y de las consideraciones políticas relevantes para el banco central. Pero evitar el riesgo de usar información interna o ser visto como usándola potencialmente, requeriría estar bastante alejado de ese proceso. A nivel práctico, no siempre es claro que personal con estas calidades exista, en particular en bancos centrales más pequeños. El diseño de comités de inversión para tomar decisiones de asignación de activos táctica es un tema abierto y existe variedad significativa en la forma en que estos cuerpos de toma de decisiones están estructurados: en algunos bancos centrales miembros del ejecutivo están involucrados en la toma de decisiones táctica mientras que en otros están en concreto prohibidos.

Por último, el verdadero rendimiento *económico* marginal y los costos de oportunidad marginales de reservas externas discutiblemente conllevarían una relación holgada con los rendimientos pecuniarios y costos financieros de la cartera. La distinción entre un análisis de equilibrio parcial y uno general es crucial. En un sentido de equilibrio parcial, el rendimiento neto sobre reservas puede ser aproximado por el rendimiento sobre la cartera menos el costo de su financiamiento, típicamente asociado al margen con operaciones de esterilización.³¹ Este es el tipo de análisis que se centra en el costo de manejo de reservas, ajustado quizá por expectativas de variaciones en el tipo de cambio y que a veces representa el rendimiento sobre las reservas con eso sobre, digamos, una tasa de bonos del Tesoro. Pero la perspectiva ofrecida por un análisis de equilibrio general es más relevante. De hecho, la pregunta clave es qué tan diferente hubiera sido la ruta de la macroeconomía si el nivel de reservas fuese diferente en el margen. La respuesta depende críticamente de las opiniones acerca de la forma en que funciona la economía, incluyendo opiniones sobre la efectividad de la intervención en el tipo de cambio.

Esta perspectiva general de equilibrio presenta una luz diferente en cuanto al significado de, y conveniencia de, una estrategia *orientada al rendimiento*. Debido a que, en la medida que el rendimiento económico (no pecuniario) neto sobre las reservas sea visto como positivo, la justificación para buscar rendimientos pecuniarios más altos es dudosamente más débil. Considere el siguiente ejemplo, aplicando en particular las llamadas reservas *excedentes*, es decir, las reservas en exceso sobre necesidades de aseguramiento.³²

³¹ Claro está, en el supuesto de que la paridad de interés descubierta (UIP) se mantenga durante el horizonte relevante, el rendimiento neto sobre las reservas podría ser cero, excepto para las primas de riesgo asociadas a consideraciones de duración, crédito y liquidez. Esta es un supuesto común para efectos de asignación estratégica de activos, equivalente a una prima de riesgo cero sobre las monedas. La evidencia empírica, en la balanza, sugiere que la UIP casi no permanece, al menos sobre horizontes típicos; para un resumen ver Isard (2006) y, para evidencia más allá de vencimientos cortos ver Remolona y Schrijvers (2003). Incluso, en ausencia de estimaciones duras, la preferencia es dejar la posible explotación de desviaciones del UIP a decisiones tácticas.

³² De manera común y correcta se asume que los servicios de seguros proporcionados por reservas son una fuente importante de *rendimientos* económicos (no registrados) en la cartera (ver por ejemplo Jeanne y Rancière, 2006; Jadresic, 2007). El punto aquí es que este tipo de análisis también

Asuma que la acumulación de reservas es el resultado de una política de tipo de cambio que apunta a, y tiene éxito en, mejorar el crecimiento orientado en las exportaciones. Entonces los rendimientos verdaderos sobre las reservas serían en términos del producto más alto que éstas reeditúan, y su costo de oportunidad no estaría definido en términos de, digamos, proyectos infraestructurales previos (ver por ejemplo Summers, 2006): el financiamiento de los proyectos con las reservas obligaría a deshacer la posición neta en divisas que a su vez podría negar algunos de los beneficios de un tipo de cambio más competitivo.³³

Mirando hacia adelante, *otras cosas similares*, la tendencia estructural hacia mayor tolerancia al riesgo en la administración de reservas bien puede continuar. A pesar de algunas de las consideraciones anteriores, que enfatizan un número de limitaciones y canjes involucrados, la presión por ganar rendimientos adicionales sobre las reservas sigue siendo fuerte, sobre todo del cuerpo político y en aquellos países en los que los niveles de reservas en exceso son percibidos como altos.³⁴ Dado el *sesgo conservador* en general de los bancos centrales, esto podría apoyar en el futuro la tendencia actual hacia la *ubicación* de reservas en los FSI. En efecto, manteniendo lo demás igual, la acumulación de reservas en verdad realza ese sesgo, al aumentar la sensibilidad de las utilidades de los bancos centrales y

se puede extender a las reservas *excedentes*. Por supuesto, si se tiene la opinión de que la acumulación de reservas falla en prevenir la apreciación de la moneda (por ejemplo que la intervención esterilizada fuera totalmente inefectiva), en cuyo caso no se distinguiría tal rendimiento económico.

³³ Cierto, para *existencias determinadas*, los ajustes en la asignación de cartera pueden ayudar a ganar rendimientos adicionales explotando la prima de riesgo integrada en los precios de los activos. Como se señaló con anterioridad, un banco central evaluaría los beneficios de una estrategia tal en términos que son más bien diferentes de los de un administrador de activos del sector privado o de una institución de actividad única.

³⁴ Nosotros argumentaríamos que, al extremo en que *a)* se considere que realmente las reservas son *excedentes* con respecto a cualquier necesidad de seguro; *b)* el costo neto de su cartera sea negativa (debido a una prima de riesgo diferencial pagada por el país/soberano por ejemplo); y *c)* que se puedan reducir sin ninguna consecuencia negativa para el tipo de cambio (reduciendo los pasivos de moneda extranjera del balance general consolidado del gobierno por ejemplo), entonces la primera mejor solución sería eliminarlos. Ver Rodrik (2006) y El-Erian (2007) para un punto similar y Williams (2007) para análisis de los temas presentados por la administración de reservas en el contexto general del balance general del sector gobierno.

la posición de capital a fluctuaciones en el valor de reservas.

Tal reubicación puede abordar algunas de las tensiones entre la búsqueda de metas opuestas, pero podría crear otras. Puede ayudar a liberar a los *bancos centrales* de tensiones en la búsqueda de sus objetivos opuestos. Pero no necesariamente atenúa, y de hecho puede acentuar, los puntos posibles de presión en las relaciones económicas más amplias entre estados soberanos. Este es justo el resultado de mayores grados de libertad en la administración de cartera que dichos fondos separados disfrutaban. El debate actual acerca de la necesidad de un código de conducta internacional para los FSI es la manifestación más concreta de las tensiones que pueden surgir (ver por ejemplo Lowery, 2007; OCDE, 2007; FMI, 2007; y, Truman, 2007).

2) ¿Cuál numerario?

Al nivel más operativo, la selección del numerario (unidad de cuenta) es una parte integral de la selección del equilibrio apropiado entre riesgo y rendimiento para la institución. Esto es porque el numerario es lo que operativamente se usa en realidad para medir los riesgos (pecuniarios) y rendimientos involucrados. Por tanto, diferentes selecciones de numerario por lo general implicarían diferentes asignaciones óptimas (ver por ejemplo, Papaioannou *et al.*, 2006; Borio *et al.*, 2008; McCauley, 2008). La adopción de un método más estructurado y formal para la administración de reservas y la disponibilidad de herramientas financieras más sofisticadas ha destacado de manera reciente la importancia de esta selección que pudo haber permanecido más implícita en el pasado.

El numerario que es relevante en este contexto es la unidad de cuenta que respalda las decisiones de administración de reservas. Esto puede, y a menudo lo hace, diferir de la unidad de cuenta utilizada para fines contables, regularmente la moneda nacional. Y puede o no, ser la unidad en la cual se notifica al público los rendimientos de la administración de reservas *per se*.

El rango de numerario en uso revelado por la encuesta del BIS es indicativo de los posibles retos involucrados y de una considerable variedad de prácticas. Alrededor de un tercio de los bancos centrales usó la moneda nacional, un quinto una canasta de divisas y el restante grupo una única divisa. Un tercio de las instituciones encuestadas utilizó el dólar estadounidense. Algunas

instituciones usaron múltiples numerarios que variaron dependiendo del tramo involucrado.

En principio, la selección del numerario presupone un análisis cuidadoso de la intención de uso de las reservas y de los factores institucionales que influyen en la tolerancia del riesgo del banco central (ver Recuadro 2 en Borio *et al.*, 2008).

Si se mantienen las reservas ante todo para fines de intervención, un candidato obvio para el numerario sería la moneda más líquida utilizada para intervenciones. Sobre esta base, el dólar estadounidense ofrece la opción más lógica para la mayoría de los bancos centrales: este se usa en una punta de la negociación en más del 85% de todas las transacciones de cambio, y es el tipo de cambio más líquido para la mayoría de las monedas, con excepción de algunas europeas para las cuales tienen más liquidez en negociaciones contra el euro (BIS, 2007b).³⁵ Si las reservas se consideran principalmente como proveedoras de aseguramiento (una *cobertura*) para tener acceso a la adquisición de bienes y servicios del exterior, entonces una canasta de importación sería razonable.³⁶ En contraste, si se ven como protectoras ante todo de transacciones de cuenta de capital, la composición de la moneda de esos pasivos sería más relevante. Por ejemplo en la encuesta un banco central utilizó la composición de sus pasivos como el numerario para el tramo de los pasivos dedicados, y un grupo basado en los pesos de sus importaciones, para su tramo principal.

Existen al menos dos posibles razones para hacer uso de la moneda nacional como el numerario. Primero, en particular en los países donde las reservas exceden las necesidades de liquidez-seguro y el motivo de inversión domina, la moneda nacional puede ser vista como una mejor guía con respecto a si la riqueza nacional se está maximizando; aunque, al ser financiado por deuda, hablando en forma estricta, estas reservas no representan riqueza neta.³⁷ Además, como la

³⁵ El tamaño depurado y liquidez de los mercados para los instrumentos subyacentes, que se necesitan vender para financiar la intervención, respalda esta ventaja. Para un análisis de este aspecto específico y de la forma en que los mercados denominados en euros han estado cerrando la brecha, ver Galati y Wooldridge (1996).

³⁶ Para ampliación de este asunto ver en particular Ben-Bassat (1984), quien también refiere trabajos previos en esta misma línea.

³⁷ No obstante, como una guía para la maximización de la riqueza, la moneda nacional es sólo una solución aproximada.

moneda nacional es la que determina las pérdidas que se informan para efectos contables, es un candidato natural para aquellas instituciones que son sensibles en particular a tales pérdidas, vistas como causa posible de deterioro de su reputación o independencia operativa, sobre todo por amenazar su capital base.³⁸

La elección del numerario puede tener implicaciones de primer orden para la asignación estratégica entre monedas. Si se asume que los rendimientos esperados son igualados a través de las monedas en el largo plazo –un supuesto común cuando se decide acerca de la asignación estratégica de activos– la elección del numerario influye en la composición de monedas de la cartera de referencia en primer lugar por medio de su impacto sobre la variabilidad medida de los rendimientos. Específicamente, la composición de la moneda de reserva estará muy inclinada hacia la moneda extranjera, o canasta, utilizada como el numerario. Y si la moneda nacional se usa como el numerario, las asignaciones de cartera estarán inclinadas hacia aquellas monedas que *vis a vis* es más estable la moneda nacional. Esto a su vez aumenta la importancia del régimen de tipo de cambio, o de la forma en que las fuerzas del mercado manejan los tipos de cambio, en la selección de la asignación de monedas.³⁹ En los casos en los que el tipo de cambio es

Estrictamente hablando, un numerario que representen un paquete (en términos reales) de *consumo* representativo, incluyendo una canasta de bienes y servicios, tanto nacionales como del exterior, sería superior en términos conceptuales.

³⁸ El malestar de los bancos centrales para solicitar recapitalización del gobierno como una posible razón para la elección de numerario ha sido notado incluso antes de que adquirieran mayor independencia (por ejemplo, Heller y Knight, 1978).

³⁹ Para evidencia previa en cuanto al papel del régimen de tipo de cambio (fijo) en la asignación de divisas, con base en datos confidenciales del FMI, ver Heller y Knight (1978), Dooley *et al.* (1989) y Eichengreen y Mathieson (2000). Heller y Knight (1978) mencionan la influencia de un tipo de cambio fijo basado tanto en consideraciones de promedio y varianza como del llamado *motivo transacciones*, es decir afectando la moneda de intervención que minimiza costos de transacción; los otros dos estudios para enfatizar el motivo de transacciones (ver también Roger, 1993 para una revisión de una parte del trabajo sobre estos dos enfoques y una perspectiva alterna acerca del papel de intervención). En general, sin embargo, la moneda de intervención (líquida) más efectiva no requiere ser aquella con que *vis a vis* la moneda nacional se negocia de manera más estrecha, aunque pueden coincidir empíricamente. Papaioannou *et al.* (2006), entre todo, con particular referencia a los cambios fijos, señala la importancia cuantitativa de la elección del numerario

fijo, o manejado fuertemente, la composición de reservas reflejará las divisas o canasta de divisas que se están buscando. Por lo general, la composición de divisas de reservas derivada de la base de un numerario de moneda nacional es menos balanceada que aquellas basadas en participaciones de importación (McCauley, 2008).⁴⁰

Con base en este análisis, se debería esperar que la moneda nacional haya ganado terreno como numerario seleccionado. Las consideraciones de maximización del acervo local se han vuelto más prominentes junto a la acumulación sin precedentes de reservas por parte de algunos países.

Y las preocupaciones por retener independencia y el mayor escrutinio público de los bancos centrales han trabajado con miras a aumentar la sensibilidad de estas instituciones en lo que respecta a las pérdidas.

La evidencia disponible, aún y cuando es irregular y tentativa, es en términos generales consistente con esta hipótesis. Por ejemplo, McCauley (2008) halla evidencia de que un cambio hacia la moneda nacional como numerario bien podría darse comparando la composición de la moneda de aquellos titulares de reserva para quienes la información está disponible con estimaciones de la composición que podría ser consistente con las diversas opciones para el numerario. De manera similar, una serie de bancos centrales han racionalizado públicamente los ajustes a sus asignaciones de cartera con el deseo de limitar la variabilidad del valor de la cartera medida en moneda nacional (ver Riksbank, 2006; Banco Central de Chile, 2006).

en un marco promedio-varianza por comparación con los costos de transacción. Sin embargo, ellos no analizan los méritos de la elección de numerarios alternativos como tales.

⁴⁰ No hace falta decir que una depreciación proporcional de la moneda nacional *vis a vis* con respecto a todas las otras divisas mantenidas en las reservas no se puede aislar variando la composición de moneda. Incluso, al evaluar el rendimiento de las actividades de administración de reserva usando la moneda nacional como recursos cuando las fluctuaciones en el valor de las reservas están dominadas por tales cambios puede empañar la imagen subyacente. Por ejemplo, generaría una pérdida cuando se revalorará la moneda nacional contra todas las demás. Una manera de lidiar con este problema podría ser utilizar un procedimiento de dos pasos; primero, escoger la composición de moneda del indicador de referencia minimizando la variación de su valor con respecto a la moneda nacional; segundo utilizar el indicador de referencia como el numerario (canasta) para evaluar el rendimiento de las actividades de administración de reserva y comunicar ese rendimiento externamente

Mirando al futuro, a menos que la acumulación de reserva se revierta y el valor de la independencia del banco central se cuestione, el uso de la moneda nacional como numerario podría ganar más terreno. Incluso cualquier cambio adicional de fondos fuera de los bancos centrales para los FSI la reforzaría. Al igual que una adopción más generalizada por parte de los bancos centrales de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), sobre todo en lo que se refiere a motivos de reputación, dado que esto aumentaría el peso de los elementos de valor justo (ajustado al mercado) en contabilidad y por ende reforzaría la aversión a pérdidas medidas en moneda nacional.⁴¹

Tal tendencia quizá tendría implicaciones para el futuro del dólar estadounidense como la moneda de reserva sin rival. Una adopción más amplia de la moneda nacional como numerario podría reducir la resistencia de los titulares oficiales de reserva para balancear sus indicadores de referencia estratégicos aparte del dólar, en especial si los argumentos basados en el motivo de intervención fueran a perder relevancia. Comparativamente, el papel del régimen de tipo de cambio se tornaría más importante. Contra este escenario, los llamados hacia una mayor flexibilidad de las divisas asiáticas con respecto al dólar estadounidense y las preguntas planteadas acerca de la continuación de una fijación con respecto al dólar estadounidense en el Medio Oriente adquieren particular relevancia. El cambio de algunas economías europeas centrales y orientales hacia el euro es también consistente con este punto de vista. Hay que admitir que estas consideraciones aplican sólo a titulares oficiales de reserva. Incluso participantes del sector privado observan muy de cerca tales decisiones (Truman y Wong (2006), Papaioannou *et al.*, 2006).⁴²

⁴¹ Esto es una afirmación positiva, no normativa. Algunos puntos de vista difieren con respecto a la conveniencia de que los bancos centrales adopten las NIIF. Muy probablemente esto dependerá de las circunstancias específicas de país, incluyendo las características de arreglos más generales de control.

⁴² Para un análisis más detallado de los cambios, o ausencia de ellos, en la composición de divisas de carteras y prospectos oficiales basados en varias consideraciones, ver Wooldridge (2006) y Galati y Wooldridge (2006). Comparado con el análisis aquí incluido, estos estudios juegan el papel de la relevancia del régimen de divisas para la reserva de valor. Para un análisis más amplio del futuro del euro y del dólar como divisas internacionales de reserva, ver también, en particular a Frankel (1995), McCauley (1997), Eichen-

3) ¿Cuánta divulgación pública?

La elección del grado de divulgación pública apropiada depende de dos tipos de consideraciones. Por una parte, gira en torno a opiniones concernientes a los arreglos de gobernanza externa apropiados para la institución que maneja las reservas. Por otra parte, está influenciado por puntos de vistas concernientes a cómo la divulgación podría afectar la efectividad con la que la institución puede llevar a cabo sus actividades de administración de reservas como parte de un conjunto más amplio de funciones que puede realizar. Los arreglos de gobernanza externa son muy específicos de país. Dependen de un grupo general de factores institucionales que rigen el funcionamiento de los entes del sector público y aspectos del ambiente legal. No es coincidencia que aquellos países que se clasifican alto en divulgaciones concernientes a prácticas de administración de reservas en general también se clasifican alto en los estándares de divulgación en otras áreas, incluyendo otras funciones de banco central, las actividades de entes del sector público y la organización de actividad financiera más generalmente. Por ejemplo, parece ser el caso de los países de derecho consuetudinario (La Porta *et al.*, 1998).⁴³

Las evaluaciones del impacto de divulgación en la efectividad con la que se pueden llevar a cabo las funciones de administración de reservas son más sensibles a consideraciones estrictamente económicas. A riesgo de alguna simplificación excesiva, el grado óptimo de divulgación puede verse como suponiendo una permuta entre los efectos de mejora de eficiencia para brindar información adicional a mercados financieros por una parte, y la pérdida de espacio táctico para maniobrar del administrador de reservas por otra. Por lo tanto, diferencias de opinión giran en torno a diferencias en perspectiva acerca de qué tan bien funcionan los mercados y qué tanta divulgación puede restringir la capacidad de las autoridades para buscar sus objetivos.⁴⁴ Dados

green y Frankel (1996), Eichengreen (1998), Eichengreen y Mathieson (2000) y Chinn y Frankel (2006); y para alguna evidencia más reciente de una perspectiva histórica que acentúe el papel de las primas de liquidez y de comercio ver a Flandreau y Jobst (2006).

⁴³ Específicamente La Porta *et al.* (1998) encuentran que países de derecho consuetudinario están asociados con más intermediación del mercado de capital que va de la mano con una mayor divulgación

⁴⁴ Ver por ejemplo, las discusiones del valor de divulgación en Truman y Wong (2006), quienes argumentan que, si

estos factores, también pueden depender de las características específicas del contexto económico en el cual se lleva a cabo la administración de la reserva. Dos de estas características específicas son el tamaño de reservas y la naturaleza del régimen de tipo de cambio.

Si las reservas externas son muy grandes, entonces el supuesto de que el banco central es un jugador monovalente en mercados de cambio y en los instrumentos en los cuales invierte es menos probable que se ocupe. Esto sugeriría una mayor reticencia a divulgar información acerca de la moneda y asignación de activos de reservas. Por ejemplo, la institución podría estar más preocupada de que participantes del sector privado puedan *hacer primero* sus movimientos intencionales. De un modo interesante esta consideración apunta en la dirección opuesta a llamados más fuertes en cuanto a transparencia y responsabilidad pública que puedan surgir cuando el acervo de reservas crezca para representar una fracción más grande de los recursos de un país.

También se podría argumentar que, entre más ajustado y activo se maneje el tipo de cambio, mayor será la reticencia a divulgar información acerca de las actividades de administración de reservas (Knight (2006) por ejemplo). En dichos regímenes, la necesidad de espacio táctico para maniobrar podría ser mayor. Para estar seguros, estos argumentos aplican más a la intervención de cambio *per se* que los cambios en la composición de reservas. Aún así, la información sobre la composición de divisas podría ayudar a descomponer cambios *ex post* en el nivel de reservas debido a efectos de valoración y aquellos debidos a actividades de intervención.⁴⁵ Incluso, tal y como se analizó anteriormente existe un vínculo entre la composición de la moneda y el régimen de tipo de cambio, en especial si la moneda nacional se utiliza como numerario. Si es así, existe un riesgo de que cambios en la composición de la moneda se puedan interpretar como presagio de cambios en un régimen de tipo de cambio manejado. Con independencia de si la interferencia es correcta o no, no sería bien

se estructura de manera adecuada, mayor divulgación sobre las actividades de administración de reservas pueden en realidad ayudar a estabilizar mercados. Ver además Archer (2006).

⁴⁵ Opiniones concernientes al grado en que la divulgación de información sobre actividades de intervención puede ayudar u obstaculizar su efectividad varían substancialmente entre países, y se reflejan en las diferencias en las prácticas de país; ver Chiu (2003), BIS (2005a) y Neely (2007).

recibido.⁴⁶ La influencia de todos estos factores en las elecciones reales de país es difícil de esclarecer. Por ejemplo, países con regímenes de tipo de cambio manejados con fuerza también tienden a ser aquellos en donde la acumulación de reserva es la más grande. Aunque en general, es posible detectar trazas de su influencia (cuadro 9). Por ejemplo, el único gran titular de reservas que divulga la composición de su moneda es Rusia. Las autoridades monetarias con regímenes de flotación libre, en los que no hay intervención o es muy ocasional, parecen tener más posibilidad de divulgar, incluyendo, por ejemplo, una serie de países nórdicos y de habla inglesa. Sin embargo, en muchos de estos casos, la influencia de factores institucionales más amplios está también trabajando, dadas las prácticas de divulgación consistentemente fuertes también en otras áreas. Estos factores institucionales más amplios, junto con la naturaleza más bien transparente del arreglo del régimen de caja de conversión, pueden en cierta forma dirigirse a explicar en términos comparativos el alto grado de divulgación en Hong Kong SAR.

Mirando hacia adelante, será interesante ver cómo evolucionan las prácticas de divulgación. La evolución podría terminar girando en torno al equilibrio entre dos tipos de fuerzas: por un lado, la presión externa para divulgar, en especial de los países en cuyas reservas de divisas y activos se está invirtiendo y, por otro lado, una cierta reticencia para hacerlo en especial por parte de los grandes titulares de reservas. La evolución de los regímenes de tipo de cambio también podría jugar un papel, con movimientos hacia acuerdos más flexibles susceptibles de atenuar la resistencia.

V. Conclusión

Las prácticas de administración de reservas han evolucionado de manera sustancial en años recientes. En el proceso, han llegado cada vez más a parecerse a las prácticas más generales de administración de activos. Ha habido un cambio gradual hacia estrategias más orientadas en los rendimientos, como se ha manifestado más

⁴⁶ En lo que respecta al impacto de cambios en la composición de la moneda en los tipos de cambio de las dos monedas de reserva que se han canjeado, el impacto es equivalente al de la intervención esterilizada (ver Genberg *et al.*, 2005; y Archer, 2006)

concretamente en una expansión del universo de inversión, mayor confiabilidad en administradores externos y el establecimiento de los FSI dedicados. La toma de decisiones se ha vuelto más estructurada, con la adopción de más enfoques verticales para el diseño e implementación de estrategias de inversión y un aumento en la separación funcional de aspectos específicos del proceso de la administración del riesgo, tanto riesgos financieros como riesgos operativos, se ha reforzado. Esta actualización de la gobernanza interna ha ido de la mano de un mayor grado de divulgación pública, un componente clave de la gobernanza externa. A pesar de estas tendencias comunes y de la tendencia adicional hacia la convergencia, las diferencias entre países siguen siendo considerables.

Existen varios impulsores de las tendencias anteriores que a veces interactúan. Para algunos países, la acumulación sin precedentes de reservas ha sido importante. Ha estimulado en forma natural un cambio hacia estrategias más orientadas en los rendimientos y se ha sumado a presiones para una mayor rendición de cuentas en la administración de una fracción creciente de los recursos de un país. De forma más general, el desarrollo de mercados financieros y tecnología financiera ha mejorado la permuta entre liquidez y rendimiento proporcionando a la vez las herramientas para una asignación de activos y administración de riesgo más riguroso. Asimismo, la tendencia general hacia mayor independencia del banco central ha aumentado el énfasis en la rendición de cuentas y transparencia, motivando un reforzamiento tanto de control interno como externo, incluyendo hasta mayor divulgación. Incluso, la actualización de la gobernanza interna y la adopción de más estrategias orientadas en el rendimiento han sido de apoyo para ambas.

Estas tendencias han acentuado varios cambios para los bancos centrales. En este artículo nosotros nos enfocamos en las tres que tienen implicaciones más inmediatas para el funcionamiento de mercados: las elecciones de un equilibrio apropiado entre riesgo y rendimiento, el numerario para administración de reservas y el grado de divulgación pública.

Con respecto a la selección del equilibrio apropiado entre riesgo y rendimiento, nosotros enfatizamos dos grupos de complicaciones. Uno surge del hecho de que el rendimiento económico, y por tanto el costo de oportunidad, de las reservas sólo se puede evaluar adecuadamente en

un contexto de equilibrio general. El otro refleja el hecho de que el equilibrio apropiado sólo se puede evaluar en forma adecuada dentro del grupo más general de funciones realizadas por los bancos centrales; en especial su búsqueda primordial de estabilidad monetaria y financiera. Tomados juntos, estos factores inducen un grado de conservadurismo en el funcionamiento de reservas comparado con los estándares aplicados por lo general a la administración de activos y una evaluación de la administración de reservas en una base autónoma. En cambio, este aparente conservadurismo ayuda a explicar la tendencia entre los más grandes titulares de reserva hacia el establecimiento de fondos dedicados, FSI, para la administración de porciones de sus reservas. Más allá de esto, el ambiente institucional específico de país, en especial los arreglos de control, pueden tener una influencia material en el equilibrio seleccionado entre riesgo y rendimiento.

La elección de numerario (unidad de cuenta) puede tener un impacto de primer orden en la asignación estratégica de activos entre divisas, puesto que determina la forma en que se miden los riesgos y los rendimientos. Su principal efecto es inclinar la estructura de la cartera hacia el numerario mismo, minimizando así la variabilidad de rendimientos. Nosotros argumentamos que, por una variedad de razones vinculadas a la reciente gran acumulación de reservas y al mayor valor atribuido a la independencia del banco central, es posible que la moneda nacional esté ganando terreno como numerario relativo a la moneda preferida de intervención o a las canastas de divisas. La evidencia empírica disponible parece ser consistente con esto. A su vez, este cambio aumenta el significado de asignación de activos del régimen de tipo de cambio y la forma en que una moneda fluctúa en relación con las otras.

Los méritos percibidos de mayor divulgación dependen de una combinación de diferentes factores. Nosotros destacamos tres en particular: características del ambiente institucional general que influye en los acuerdos de control; el tamaño de reservas del país que pueden invalidar el supuesto común de que el titular de la reserva es monovalente e incapaz de influir en los precios de mercado; y el régimen de tipo de cambio que puede afectar el espacio táctico deseado para maniobrar en operaciones. El patrón de divulgación observado entre países parece respaldar la relevancia de estos factores.

Mirando hacia el futuro, la forma en que se aborden los diversos retos podría tener implicaciones significativas para los mercados. Nosotros indicamos cómo, en un mundo cada vez más globalizado, una estrategia más orientada en los rendimientos podría potencialmente aumentar la tensión entre el comportamiento rentable en forma individual y las responsabilidades compartidas de autoridades del sector público por bienes públicos, tales como mercados con buen funcionamiento y estabilidad financiera. Ubicar funciones de administración de activos fuera de los bancos centrales, como en los FIS aliviaría el conflicto para los bancos centrales pero quizá lo exacerbaría más, sobre todo con el fomento de estilos de administración más activos. Nosotros debatimos además que, de implantarse, una tendencia con miras al uso de la moneda nacional como numerario podría posiblemente contribuir a debilitar una de las fuentes de inercia que inhiben un distanciamiento del dólar estadounidense como la moneda de reserva sin rival. Esto sería así en especial si se acompaña con la adopción de regímenes de tipo de cambio más flexibles en el sub llamado bloque del dólar de los Estados Unidos.

Referencias

- Archer, D. (2006), *The relationship between foreign reserves policy and monetary policy*, artículo preparado para una conferencia conjunta del Banco Nacional Suizo y el Instituto de Economía Internacional sobre “Diversificación y divulgación internacional de reservas”, Zurich, 8 y 9 de septiembre.
- Bakker, A. F. P. (2007), “Governance aspects of central bank reserve management”, en A. F. P. Bakker e I. R. Y. van Herpt (eds.), *Central bank reserve management new trends, from liquidity to return*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Bakker, A. F. P., e I. R. Y. van Herpt (eds.) (2007), *Central bank reserve management new trends, from liquidity to return*, Edward Elgar, Cheltenham.
- BIS (2004), *74th Annual Report*, junio.
- BIS (2005a), *Foreign exchange market intervention in emerging markets motives, techniques and implications*, mayo (BIS Papers, n° 24).
- BIS (2005b), *75th Annual Report*, junio.
- BIS (2007a), *77th Annual Report*, junio.
- BIS (2007b), *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2007*, diciembre.
- Ben-Bassat, A. (1984), *Reserve-currency diversification and the substitution account*, Universidad de Princeton, Sección de Finanzas Internacionales (Princeton Studies in International Finance, n° 53).
- Bernadell, C., J. Coche, F. X. Diebold y S. Manganelli (eds.) (2004), *Risk management for central bank foreign reserves*, Banco Central Europeo.
- Bernanke, B., V. Reinhart y B. Sack (2004), *Monetary policy alternatives at the zero lower bound an empirical assessment*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics, septiembre (Discussion Paper, n° 2004-48).
- Borio, C. (2008), *The financial turmoil a preliminary assessment and some policy considerations*, BIS, marzo (Working Papers, n° 251).
- Borio, C., J. Ebbesen, G. Galati y A. Heath (2008), *FX reserve management elements of a framework*, marzo (BIS Papers, n° 38).
- Cardon, P., y J. Coche (2004), “Strategic foreign allocation for foreign exchange reserves”, en C. Bernadell, J. Coche, F. X. Diebold y S. Manganelli (eds.), *Risk management for central bank foreign reserves*, Banco Central Europeo.
- Banco Central de Chile (2006), *Management of foreign exchange reserves at the Central Bank of Chile*, diciembre.
- Chinn, M., y J. Frankel (2006), “Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?”, en R. Clarida (ed.), *G7 currency account imbalances Sustainability and adjustment*, Universidad de Chicago, Chicago.
- Chiu, P. (2003), *Transparency vs. constructive ambiguity in foreign exchange intervention*, octubre (Working Paper, n° 144).
- De Beaufort Wijnholds, J. A. H., y A. Kapteyn (2001), *Reserve adequacy in emerging market economies*, FMI, septiembre (Working Paper, n° 01/143).
- Dooley, M., S. Lizondo y D. Mathieson (1989), “The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves”, *IMF Staff Papers*, junio.
- Eichengreen, B. (1998), “The euro as a reserve currency”, *Journal of the Japanese and international economies*, vol. 12, n° 4, diciembre, pp. 483-506.
- Eichengreen, B., y J. Frankel (1996), “Implications of the future evolution of the international monetary system”, en M. Mussa, J. M.

- Broughton y P. Isard (eds.), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, FMI, Washington.
- Eichengreen, B., y D. J. Mathieson (2000), *The currency composition of international reserves retrospect and prospect*, FMI, 1 de julio (Working Paper, n° 00/131).
- Eijffinger, S. y P. Geraats (2006), "How transparent are central banks?", *European Journal of Political Economy*, vol. 22, n° 1, marzo, pp. 1-21.
- El-Erian, M. (2007), "Asset-liability management in emerging economies", en J. Johnson-Calari y M. Rietveld (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.
- Ferhani, H. (2007), "Too much of a good thing reserve accumulation and volatility in central bank balance sheets", en A. F. P. Bakker e I. R. Y. van Herpt (eds.), *Central bank reserve management new trends, from liquidity to return*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Flandreau, M., y C. Jobst (2006), *The empirics of international currencies historical evidence*, CEPR (Discussion Papers del, n° 5529).
- Frankel, J. A. (1995), "Still the lingua franca the exaggerated death of the dollars", *Foreign Affairs*, vol. 74, n° 4, julio-agosto, pp. 9-16.
- Galati, G., W. Melick y M. Micu (2005), "Foreign exchange market intervention and expectations an empirical study of the yen/dollar exchange rate", *Journal of International Money and Finance*, vol. 24, n° 6, pp. 982-1011.
- Galati, G., y P. D. Wooldridge (2006), *The euro as a reserve currency a challenge to the pre-eminence of the US dollar?*, BIS, octubre (Working Papers, n° 218).
- Genberg, H., R. N. McCauley, Y. C. Park y A. Persaud (2005), "Official reserves and currency management in Asia myth, reality and the future", *Informes de Ginebra sobre la Economía Mundial*, n° 7, septiembre.
- Hakkaraïnen, P., y M. Pösö (2007), "A European view on return vs liquidity", en A. F. P. Bakker e I. R. Y. van Herpt (eds.), *Central bank reserve management new trends, from liquidity to return*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Heller, H. y M. D. K. Knight (1978), "Reserve-currency preferences of central banks", Universidad de Princeton y, Sección Financiera Internacional (Ensayos de Finanzas Internacionales, n° 131).
- Hildebrand, P. (2004), *The new investment policy of the Swiss National Bank*, ponencia, Ginebra, 17 de junio.
- Hildebrand, P. (2005), *SNB gold sales lessons and experience*, ponencia dada en el Instituto para Economía Internacional, Washington, D. C., 5 de mayo.
- FMI (2001), *Issues in reserves adequacy and management*, octubre.
- FMI (2003), *Guidelines for foreign exchange reserve management accompanying document*, parte II, estudios de caso, 26 de marzo.
- FMI (2007), "Sovereign wealth funds", Anexo 1.2 en *Global Financial Stability Report*, septiembre.
- Isard, P. (2006), *Uncovered interest parity*, FMI (Working Paper, n° 06/96).
- Jadresic, E. (2007), "The cost-benefit approach to reserve adequacy the case of Chile", en A. F. P. Bakker e I. R. Y. van Herpt (eds.), *Central bank reserve management new trends, from liquidity to return*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Jeanne, O., y R. Ranciè (2006), *The optimal level of international reserves for emerging market countries formulas and applications*, FMI, octubre (Working Paper, n° 6/229).
- Knight, M. D. K. (2006), *International reserve diversification and disclosure*, ponencias del BIS Speeches, 8 de septiembre.
- La Porta, R., F. López de Silanes, A. Schleifer y R. W. Vishny (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, pp. 1113-55.
- Lowery, C. (2007), *Sovereign wealth funds and the international financial system*, observaciones por actuación de parte del secretario para asuntos internacionales Clay Lowery, San Francisco, 21 de junio.
- McCauley, R. N. (1997), *The euro and the dollar*, noviembre, Universidad de Princeton, noviembre (Ensayos sobre Finanzas Internacionales, n° 205).
- McCauley, R. N. (2007), "Assessing the benefits and costs of official foreign exchange reserves", en A. F. P. Bakker e I. R. Y. van Herpt (eds.), *Central bank reserve management new trends, from liquidity to return*, Edward Elgar, Cheltenham.
- McCauley, R. N. (2008), "Choosing the currency numeraire in managing official foreign exchange reserves", en R. Pringle y N. Carver (eds.), *RBS Reserve Management Trends 2008*, Central Banking Publications, Londres.
- McCauley, R. N., y G. Jiang (2004), "Treasury yields and foreign official holdings of US bonds", recuadro en *BIS Quarterly Review*, marzo, pp 11-12.
- Neely, C. J. (2005), "An analysis of recent studies of the effect of foreign exchange intervention", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*,

- vol. 87, n° 6, noviembre-diciembre, pp. 685-717.
- Neely, C. J. (2007), *Central bank authorities' beliefs about foreign exchange intervention*, Federal Reserve Bank of St. Louis, abril (Working Paper, n° 2006-045C).
- Norges Bank (2005), *Foreign exchange reserves Investment strategy*, 24 de junio.
- OECD (2007), "International investment of sovereign wealth funds are new rules needed?", *OECD Investment Newsletter*, octubre.
- Papaioannou, E., R. Portes y G. Siourounis (2006), *Optimal currency shares in international reserves the impact of the euro and the prospects of the dollar*, NBER, junio (Working Paper, n° 12333).
- Pringle, R., y N. Carver (eds.) (2003), *How central banks manage reserve assets*, Central Banking Publications, Londres.
- Pringle, R., y N. Carver (2005), *RBS Reserve Management Trends 2005*, Central Banking Publications, Londres.
- Pringle, R., y N. Carver (2006), *RBS Reserve Management Trends 2006*, Central Banking Publications, Londres.
- Pringle, R y N Carver (2008), *RBS Reserve Management Trends 2008*, Central Banking Publications, Londres.
- Remolona, E. M., y M. A. Schrijvers (2003), "Reaching for yield selected issues for reserve managers", *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 65-73.
- Rhee, C. (2007), "The creation of the Korea Investment Corporation", en J. Johnson-Calari y M. Rietveld (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.
- Riksbank (2006), *Annual Report 2006*.
- Rodrik, D. (2006), "The social cost of foreign exchange reserves", *International Economic Journal*, vol. 20, n° 3, septiembre, pp. 253-66.
- Roger, S. (1993), *The management of foreign exchange reserves*, BIS, julio (Economic Papers, n° 38).
- Roubini, N., y B. Setser (2005), *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006*, artículo escrito para una conferencia de "A revived Bretton Woods system A new paradigm for Asian Development?", Banco de Reserva Federal de San Francisco, 4 de febrero.
- Rozanov, A. (2008), "A liability-based approach to sovereign wealth", *Quarterly Journal of Central Banking*, vol. 18, n° 3, febrero, pp. 37-41.
- Srejber, E. (2006), *How the Riksbank's financial assets are managed*, ponencia, Estocolmo, 25 de abril.
- Summers, L. H. (2006), *Reflections on global currency account balances and emerging markets' reserve accumulation*, Banco de Reserva de India, 24 de marzo (L. K. Jha Memorial Lecture).
- Truman, E. M. (2007), "Sovereign wealth funds the need for greater transparency and accountability", *Peterson Institute for International Economics Policy Brief PB07-6*, agosto.
- Truman, E. M., y A. Wong (2006), *The case for an international reserve diversification standard*, Instituto de Economía Internacional, Washington (Working Paper, n° 06-2).
- Warnock, F. E., y V. C. Warnock (2005), *International capital flows and US interest rates*, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance septiembre (Discussion Paper, n° 840).
- Williams, M. (2007), "Managing sovereign assets and liabilities the role of debt management offices", en J. Johnson-Calari y M. Rietveld (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.
- Wooldridge, P. D. (2006), "The changing composition of official reserves", *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 25-28.

Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA

ASOCIADOS

CAYMAN ISLANDS MONETARY AUTHORITY

Chairman (Non Executive): Carlyle McLaughlin. *Deputy Chairman (Non Executive):* Joel Walton. *Managing Director:* Cindy Scotland. *Deputy Managing Directors:* Langston Sibbles (General Counsel) and Howard Blacker (Supervision). *Heads of Division:* Reina Ebanks (Banking), R. J. Berry (Compliance), Cindy Scotland (Currency Operations), Rohan Bromfield (Fiduciary Services), Gordon Rowell (Insurance), Yolanda McCoy (Investments and Securities) and Mitchell Scott (Policy and Development). *Chief Financial Officer:* Gilda Moxam-Murray. *Managers:* Judy Miller (Human Resources) and vacant (Information Systems).

(Información oficial, mayo del 2009)

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

DIRECTORIO: *Presidente:* Mario Bergara Duque; y *Director:* Jorge-Luis Gamarra Sebastián. *Secretario General:* Aureliano Berro. *Superintendente:* Jorge Ottavianelli (Servicios Financieros). *Gerente de Política Económica y Mercados:* Alberto Graña. *Gerente de la Asesoría Económica:* Umberto Della Mea. *Gerente de Servicios Institucionales:* Walter Morales. *Intendentes:* Rosario Patrón (Regulación Financiera, SSF) y Juan P. Cantera (Supervisión Financiera, SSF). *Presidente de la Comisión Especial:* Jorge Sánchez (Fondos de Garantía de los Depósitos Ban-

carios). *Gerente:* Jorge San Vicente (Coordinación y Apoyo). *Auditora Interna-Inspectora General:* Elizabeth Fungi. *Gerentes de Área:* José A. Licandro (Política Monetaria y Programación Macroeconómica), Gabriela Conde (Gestión de Activos), Eduardo Ferrés (Gestión Monetaria y de Pasivos), Pablo Oroño (Unidad de Proyecto Sistema de Pagos), Daniel Dominioni (Análisis Macroeconómico), Gerardo Licandro (Investigaciones Económicas), Lourdes Erro (Estadísticas Económicas), Hebert Bagnoli (Asesoría Jurídica), Patricia Mills (Secretaría General), Graciela Velázquez (Supervisión Financiera, SSF), Cristina Rivero (Supervisión de Seguros, AFAP y Mercado de Valores, SSF), Adolfo Sarmiento (Riesgos, SSF), Lucila Rinaldi (Seguros y Reaseguros, SSF), Daniel Espinosa (Unidad de Información y Análisis Financiero, UIAF), Jorge Christy (Auditoría Operacional, Financiera y de Gestión), Susana Mattos (Inspector Principal del Área de Inspección, Investigación y Control de Normas de la Auditoría Interna Inspección General), Rosario Soares Netto (Administración de los Fondos de Garantía de los Depósitos Bancarios), Bruno D'Amado (Tecnología Informática), Jorge Xavier (Capital Humano y Desarrollo Organizacional), José-Luis Chulián (Servicios y Seguridad), Norma Milán (Contaduría General), Rosana Sacco (Desarrollo Estratégico y Presupuesto), Juan-Carlos Álvarez, José Sánchez y Pedro Villa (Supervisión y Dirección de los Fondos de Recuperación de Patrimonio Bancario, FRPB).

(Información oficial, abril del 2009)

Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2009

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras</i> <i>Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Modelos Monetarios	Banco Central de Brasil y Universidad del Banco Central de Brasil Brasilia, 23 – 27 de marzo
Auditoría del Riesgo en la Inversión de Reservas Internacionales	Banco Central del Uruguay Montevideo, 23 – 27 de marzo
Sistemas de Pagos: una Visión Integral	México, D. F., 20 – 24 de abril
Contabilidad y Valoración de Instrumentos Financieros de Banca Central	Banco de España Madrid, 19 – 22 de mayo
<i>Seminarios</i>	
Pagos Transfronterizos de Bajo Valor	Banco de México México, D. F., 5 – 6 de marzo
Combate a la Falsificación de Billetes	Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 5 – 6 de marzo
Crisis Financiera y Flujos de Capital Extranjero Privado en Latinoamérica	Development Finance International (DFI) México, D. F., 11 – 13 de marzo
Continuidad del Negocio	Banco de España México, D. F., 1 – 2 de abril

Reuniones

V Reunión de Asesores de Política Monetaria	Banco de México México, D. F., 2 – 3 de abril
Primer Encuentro Anual sobre Regímenes Informativos para Instituciones Financieras	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 16 – 17 de abril
XLIV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano	Banco Central de la República Dominicana Punta Cana, La Altagracia, 14 de mayo
Junta de Gobierno del CEMLA	Banco Central de la República Dominicana Punta Cana, La Altagracia, 14 de mayo
Asamblea del CEMLA	Banco Central de la República Dominicana Punta Cana, La Altagracia, 14 de mayo
LXXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España	Banco Central de la República Dominicana Punta Cana, La Altagracia, 15 de mayo
IX Reunión de Asesores Legales de Banca Central	Banco de la República (Colombia) Cartagena, 18 – 20 de mayo

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXXII, n^o 2, abril-junio

Money Affairs, vol. XXII, n^o 1, January-June

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org