

La administración de las reservas internacionales*

Marion Williams

I. Introducción

Solamente aquellos países que tienen una moneda doméstica que funciona al mismo tiempo como moneda de reserva, en particular Estados Unidos, pueden prescindir de mantener reservas internacionales. Para las economías pequeñas, con deficiencia de recursos, como es el caso de los países del Caribe, que dependen casi exclusivamente de insumos externos de todo tipo, las reservas internacionales revisten un significado vital.

Existen dos aspectos en lo que concierne al manejo de las divisas. El primero se relaciona con las decisiones sobre el manejo de la cartera y el segundo se refiere a la adecuación de los propios niveles que tengan las reservas de divisas. Este estudio comenzará con el análisis del manejo de las divisas y después se enfocará al tema de la adecuación de las reservas de divisas.

Al definir las reservas internacionales, generalmente se deduce el empréstito a corto plazo. Las reservas, para fines operativos, pueden excluir las inversiones en activos gubernamentales de países que están en dificultades financieras y que pueden no tener la capacidad de rembolsar en la fecha debida. Esta situación se da ocasionalmente en el Caribe y ha dado lugar a crear el concepto de reservas de divisas “disponibles”.

La administración de las reservas internacionales requiere objetivos claros, sistemas de control fuertes y una apreciación realista de las limitaciones que se tienen. Si se conduce bien, esta administración puede realizar una contribución impor-

tante al logro de una administración macroeconómica exitosa. La medición de las reservas internacionales toma en consideración los activos de reserva internacional. Sin embargo, las divisas y los valores externos mantenidos por el público, incluyendo los bancos y los organismos corporativos no están tomados en cuenta en la definición de las tenencias oficiales de reservas internacionales. Para muchos países, las reservas oficiales de divisas son tanto un activo nacional importante como un arma crucial de política monetaria y cambiaria. Lo anterior es particularmente importante en el sostenimiento de una política de tipo de cambio fijo, como es el caso de Barbados, o para influir en los valores cambiarios de la moneda doméstica en el mercado cambiario externo.

Técnicamente hay tres motivos probables para mantener divisas, a saber: el transaccional, el especulativo y el precautorio. De estos tres, el especulativo es virtualmente el terreno de los sectores individual y empresarial. Las reservas de los bancos centrales, sin embargo, se caracterizan primordialmente por ser un último recurso de divisas para afrontar flujos impredecibles, lo que es consistente con el motivo precaución para mantener activos externos, aún cuando hay un elemento transaccional con relación a las transacciones gubernamentales. Lo anterior también puede incluir la cobertura del costo de un déficit no planeado. La necesidad de reservas externas se extiende a casi cualquier esfera de actividad, abarcando desde la promoción del desarrollo económico hasta el manejo de la apertura al comercio internacional.

Las tenencias de divisas pretenden ofrecer alguna protección en contra de las fluctuaciones económicas de corto plazo, así como en contra de choques externos o internos tales como guerras, desastres provocados por la naturaleza o por el hombre o fracasos financieros. En algunos países,

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia presentada por M. Williams, gobernadora del Banco Central de Barbados, en la XLI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, celebrada en Mendoza, Argentina, el 6 de mayo de 2004.

el tramo precautorio incluye una cierta proporción de reservas que pueden usarse para ayudar a otros países que pudieran estar en dificultades. El banco central destina aproximadamente el 5% de sus reservas para este propósito con respecto a otros países del Mercado Común del Caribe (CARICOM).

La mayor parte de los bancos centrales tienden a mantener reservas en la forma de bonos que devengan intereses de bajo riesgo u otros activos de riesgo similar denominados en divisas. Lo anterior constituye un intento de asegurar que los valores de mercado de sus activos externos, que son susceptibles de tener cambios, sean siempre mayores que el valor de los pasivos monetarios.

Resulta extremadamente importante para un país tener *in situ* prácticas sanas de manejo de reservas a fin de asegurar la capacidad del país para afrontar acontecimientos inesperados así como choques financieros exógenos. Las estrategias sanas de manejo de reservas conllevan una amplia gama de objetivos de política, tales como:

- asegurar un alto nivel de confianza en las políticas monetaria y cambiaria de la economía, particularmente en regímenes de tipo de cambio fijo;
- mantener divisas líquidas durante los ataques de los choques externos;
- darle confianza a la comunidad internacional de que la economía es capaz de cumplir con sus obligaciones externas. Esta confianza usualmente se traduce en alguna forma de calificación de crédito por parte de agencias internacionales, que consiste en asignar grados y panoramas que concuerdan con la apreciación que tienen del nivel de estabilidad; y
- permitirle al gobierno cumplir sus obligaciones en divisas.

II. Estrategia de administración de reservas

Las políticas de administración de reservas se construyen con base en una multitud de contingencias y de factores identificables, que incluyen entre otros, el tamaño del déficit de cuenta corriente y el pasivo a corto plazo, la posible variabilidad en la inversión de cartera y otros tipos de flujos de capital, las presiones no anticipadas sobre la balanza de pagos, que surgen de los choques externos y movimientos en las cantidades repatriables de divisas.

Fijar objetivos para el manejo de reservas conduce al desarrollo de pautas amplias acerca de la forma en que se manejarán las reservas. Los objetivos del manejo de reservas en Barbados incluyen la preservación del capital, de la liquidez y la provisión de un retorno razonable. La preservación de capital se persigue a través del manejo y control de riesgos a fin de asegurar que los valores de los activos estén protegidos. La liquidez se mantiene a fin de permitir a las autoridades convertir rápidamente activos en efectivo para cumplir compromisos a un costo no significativo. Lo anterior está sostenido por el mantenimiento de tramos de activos específicos con graduación de liquidez, cada uno basado en necesidades históricas y proyectadas y administradas de manera concordante. Para minimizar los costos que conllevan los activos de reserva, se debe lograr, dentro de parámetros de riesgo aceptables, un rendimiento relacionado con el mercado. Con el fin de alcanzar estos objetivos se han establecido pautas de política que especifican puntos de referencia de cartera para la administración del banco central y para medir su desempeño y determinar estructuras de cartera.

A continuación de la crisis asiática se ha producido una creciente apreciación, en especial entre las economías pequeñas, acerca del papel que juegan las reservas en la prevención de crisis y cómo amortiguador en el manejo de las presiones del mercado cambiario, lo que le ha conferido al manejo de reservas un papel más central dentro de las políticas económicas. Aún más, el mantenimiento de un alto nivel de reservas para superar los choques externos, incluye un costo de oportunidad en la tenencia de activos menos líquidos de baja ganancia frente a activos de mayor ganancia con un posible riesgo mayor. Las reservas mantenidas por los países en desarrollo, en su mayor parte, financian los déficit de Estados Unidos, país extremadamente rico, con lo que una excesiva tenencia de reservas, tal como se argumenta, va a costas de financiar el desarrollo en casa. No obstante, las implicaciones de reservas inadecuadas son incluso más severas.

Para ayudarse en el juego de riesgos, costos y mediciones, el banco central emplea un punto de referencia para el manejo de su cartera. El punto de referencia es una estrategia de inversión pasiva o neutral, que puede monitorearse fácilmente para compararla con el desempeño real. Las carteras de referencia son el punto de partida de las reservas en administración. Las carteras de referencia idealmente rinden el mayor de los retornos esperados, a la vez que respetan las limitaciones de crédito, riesgo de mercado y liquidez. En el diseño de carteras de puntos de referencia, los enfo-

ques de asignación de activos deberían utilizarse para analizar las diversas características de riesgo/recompensa de diferentes composiciones, de clases de activos. El resultado de estos enfoques se apoya fuertemente en supuestos acerca de amplios patrones históricos de volatilidad y correlación. Por la naturaleza del ejercicio y ante el uso generalizado de supuestos, la asignación de activos estratégica y el ejercicio de punto de referencia, requiere cierto grado de análisis económico e historia del mercado.

Después de fijar los puntos de referencia, el marco de inversiones se establece y se escogen valores para carteras relevantes. Las reservas se manejan entonces con una estrategia de bajo riesgo de manejo de activos adecuados para el objetivo prudencial del banco central.

III. Administración activa

El tema de la administración activa está recibiendo un interés global renovado de parte de los formuladores de política, al tener como talón de fondo el incremento de la globalización de las economías emergentes, la aceleración de los flujos de capital y la integración de los mercados financieros.

La administración activa requiere que se le de pensamiento metódico y disciplinado, que se mantengan buenas relaciones y que se hagan análisis detallados del mercado.

La administración activa conlleva la asunción de riesgo a fin de obtener rendimientos adicionales. El riesgo es, por lo tanto, una faceta integral de la administración activa. Sin embargo, para los bancos centrales que tienen una obligación financiera de guardar las reservas de divisas del país, los riesgos deben mantenerse bajos. No obstante, quien toma las decisiones relativas a los mercados y a las monedas permisibles es el Comité de Inversiones, que opera dentro de un conjunto de normas pre-determinadas.

Toda vez que el dólar de Barbados está vinculado al dólar de Estados Unidos, la abrumadora mayoría de los activos del Banco se mantienen en dólares de Estados Unidos minimizando con ello los riesgos cambiarios. Hay activos que se mantienen en otras monedas, principalmente para fines de transacciones. De vez en cuando, en las ocasiones en que el euro o la libra esterlina se posicionan estratégicamente y puede predecirse una ganancia por tipo de cambio, el Banco colocará cantidades limitadas en estas monedas de tasa flotante (*over and above*) para los saldos de transacciones. El Banco minimiza sus tenencias de monedas suaves a fin de reducir los riesgos del tipo de cam-

bio o para comprar en el mercado a término cuando es necesario para contrarrestar su exposición.

En atmósferas de tasa de interés normal, la administración de reservas está usualmente restringida a comprar y sostener estrategias en las que la cartera está administrada pasivamente y los valores se mantienen hasta su vencimiento. No obstante, en atmósferas desafiantes, de bajas tasas de interés, la administración de cartera activa es extremadamente crítica, ya que las oportunidades deben capitalizarse inmediatamente para complementar el ingreso y el rendimiento de las carteras.

Al igual que otros bancos centrales, en la atmósfera de baja tasa de interés actual, el Banco ha adoptado un enfoque activo más que uno pasivo, para la administración de reservas, a la vez que se han adherido tres principios fundamentales.

Las carteras deben monitorearse incesantemente, y sin interrupción, debido a los altos niveles de volatilidad intra-día e inter-día de los mercados y del impacto en los rendimientos de bonos. En instancias en las que los rendimientos se han incrementado significativa e inesperadamente debido a fugas de calidad, que resultan de información económica acabada de dar a conocer que tiene mejor calidad que la anticipada, los valores se compran para beneficiarse de estos valores de alto rendimiento a precios relativamente bajos. Dichas compras, sin embargo, deben estar restringidas al extremo más bajo de la curva de rendimiento con vencimientos correspondientes que coincidan con el momento en que se de cualquier incremento esperado en tasas de interés.

A la inversa, cuando las noticias económicas son decepcionantes generalmente se produce una fuga hacia la calidad, lo que acaba por resultar en precios incrementados y menores rendimientos. En tales escenarios, las carteras deben monitorearse cuidadosamente buscando oportunidades para obtener ganancias de capital. Se da preferencia a aquellos valores que tienen vencimientos en el corto plazo y contienen en sí mismos ganancias de capital. Puesto que estos valores vencen a la par, es mejor obtener estas ganancias que dejar que se disipen al vencimiento. Para determinar si estos valores deben venderse, hay que tomar en cuenta el rendimiento de reinversión y la tasa del punto de equilibrio para reinversión.

El Comité de Inversión del Banco garantiza que hay reservas adecuadas disponibles al momento que se necesiten para cubrir requerimientos específicos. Adicionalmente a lo anterior los niveles de riesgos identificados (riesgos de liquidez, de crédito y operacional) deben estar controlados dentro de parámetros bien definidos, a la vez que se ge-

nera un razonable rendimiento por parte de los fondos invertidos, sujeto a estos parámetros de riesgo aceptable.

Para maximizar el rendimiento, los saldos de efectivo deben mantenerse a niveles bajos óptimos e invertirse por completo en todo momento. Generalmente existe una oportunidad para la recuperación de la razón ingreso/rendimiento entre los bonos de la tesorería y otros instrumentos del mercado de dinero de corto plazo.

El término cartera de depósitos también ofrece más oportunidades de incrementar el rendimiento de la cartera. Las acciones de mantener niveles bajos en las carteras de bonos de la tesorería y de incrementar las tenencias de depósitos pueden incrementar el ingreso sin comprometer la liquidez de la cartera.

En situaciones en las que se espera que las tasas se eleven a corto plazo, hay que concentrarse en los valores ubicados en el extremo inferior de la curva de rendimientos para minimizar la pérdida de capital y para poder colocarse a fin de lograr mayores rendimientos cuando las tasas eventualmente suban.

Para complementar el ingreso en situaciones de bajas tasas de interés, deben incluirse en las carteras de valores con rasgos de compra (*call*). Estos valores ofrecen rendimientos mayores que las emisiones comparables, puesto que tienen la compensación de contar con la posibilidad de que la opción de compra se ejerza en la fecha de la compra.

IV. Administración de riesgo

La prudencia sugiere que en raras ocasiones coincide la maximización del rendimiento de las reservas con la prioridad fundamental de los bancos centrales. La seguridad, que es el requerimiento de la administración y del control de riesgos a fin de asegurar que el valor de los activos esté protegido, es la cualidad que recibe la más alta prioridad. A continuación se presenta una lista de los principales tipos de riesgo y las formas en que el banco central los maneja:

- El riesgo de liquidez representa el riesgo de que las reservas puedan no estar disponibles con la rapidez que requieren los propósitos de intervención. Para administrar este riesgo, el banco mantiene en uno de sus tramos anteriormente mencionados activos extremadamente líquidos, tales como bonos de tesorería.
- El riesgo crediticio surge del riesgo que proviene tanto de un cambio en la calidad del crédito

de una contraparte, tal como una degradación de una agencia calificada o de un incumplimiento real. Para administrar este riesgo, el funcionario de inversiones monitorea sobre bases regulares cualquier cambio en las calificaciones de crédito y, de ser necesario, busca hacer cualquier ajuste necesario.

V. Gerentes externos

Para reforzar el desempeño de la cartera algunos bancos centrales emplean gerentes de activos que pueden aportar experiencia y acercamiento al mercado. El nivel de información gerencial, debería guardar proporción con una estrategia comercial activa. El banco empezó a realizar acuerdos contractuales con gerentes de fondos de ultramar en 2001. Las salvaguardas contra los riesgos de nombrar gerentes externos por parte del banco se enmarcan dentro de un estilo más activo de administración de reservas. Por ejemplo, ha descansado más en personal técnico ejecutivo profesional, en análisis económicos y en evaluación de cartera así como evaluación de desempeño.

VI. Adecuación de reservas de divisas: el caso de Barbados

Barbados es una pequeña economía abierta, donde los flujos de comercio exterior y de capital asumen un lugar muy importante en el funcionamiento de la economía. Adicionalmente tiene un sistema de tipo de cambio fijo con el dólar de Estados Unidos.

Barbados y varias islas del Caribe, tienen regímenes de tipo de cambio fijo por lo que la parte desempeñada por las reservas internacionales es mayor que en el régimen de tipo de cambio flotante. El dólar de Barbados ha estado fijo desde 1975, fecha en que el país cortó sus nexos con la libra esterlina y fijó la moneda doméstica al dólar de Estados Unidos a una tasa de 2.00 dólares de Barbados por 1.00 dólar estadounidense. El tipo de cambio fijo le ha servido bien a la economía de Barbados al proporcionar tanto la credibilidad como la confianza en las políticas macroeconómicas que requieren los inversionistas extranjeros y locales.

Existe consenso nacional acerca de la eficacia de un tipo de cambio fijo en Barbados. Para ilustrar lo anterior basta destacar que en el momento más profundo de la crisis de divisas entre 1990 y 1992, cuando el banco central tenía reservas internacionales equivalentes a sólo 2 semanas de importa-

ciones de mercancías, el tipo de cambio se mantuvo y nunca se desarrolló un mercado no oficial.

No existe ningún conjunto de pautas que ayuden a determinar cual es el quantum óptimo de reservas. Sin embargo, el mantenimiento de un tipo de cambio fijo requiere un gran acervo de reservas internacionales de forma tal que los agentes económicos no tengan incentivos para entregarse a la fuga de capitales. En tanto que los niveles de reservas altos no pueden proteger a un país en contra de la especulación rampante o de una pérdida de confianza, resulta indisputable que la habilidad de las autoridades monetarias para salvaguardar el valor de la moneda se facilita si se cuenta con un nivel alto en las reservas internacionales.

Dado este escenario, los bancos centrales en regímenes de tipo de cambio fijo tienen un escaso grado de autonomía monetaria, toda vez que las autoridades monetarias tienen bloqueada su capacidad de influir en las tasas de interés domésticas porque en los casos en que el nivel de tasas de interés internacionales es atractivo, se puede estimular que el capital se mueva en búsqueda de mayores rendimientos, asegurando con ello que las tasas domésticas se mantengan a los niveles más altos.

En tiempos recientes, el nexo que hay entre las reservas internacionales y los controles de capital, ha sido súbitamente estudiado en la región del mercado común del Caribe. Los países que participan en el Acuerdo de Economía y Mercado Único del Caribe establecieron un importante compromiso de abolir los controles de cambios. No obstante, todavía se usan controles cambiarios en aquellos países que tienen regímenes de tipo de cambio fijo, cuya abolición podría dificultar aún más el mantenimiento de un tipo de cambio fijo. De acuerdo con eso, se ha expresado el punto de vista de que la liberalización de los controles de cambio debería ir precedida por información significativa de reservas internacionales para disuadir una posible especulación.

Sin embargo, aún este enfoque no está libre de problemas. Para una pequeña economía abierta deficiente, sus recursos, la inversión extranjera y el empréstito externo más elevados, dependen mucho de la inclinación de las contrapartes extranjeras, si bien esto último, por supuesto, incrementa las obligaciones de reembolso de deuda futuras. Es más, cada vez en mayor medida, la liberalización comercial amenaza la probabilidad de lograr exportaciones incrementadas. Además, el énfasis en las calificaciones añade en nuestros días otro obstáculo al objetivo de atraer inversión extranjera y lograr el acceso a los mercados de capitales. En pocas palabras, por lo tanto, se puede decir que

por lo anterior podía tornarse en un encargo muy rudo poder amasar el quantum de reservas deseable a fin de evadir las angustias acerca del mantenimiento de un tipo de cambio fijo durante la ausencia de controles cambiarios.

Las obligaciones del servicio de la deuda también deben monitorearse de cerca. Independientemente de la clase de régimen de tipo de cambio, es sensato que los países inventen una medición de la adecuación de las reservas externas, que exprese la carga de la deuda. Un enfoque consiste en expresar la deuda externa total como razón de los ingresos anuales de la cuenta corriente. Puesto que no es probable que toda la deuda se repague dentro del lapso de un año, otra ruta es la de expresar los pagos de deuda actuales como una razón de las reservas internacionales líquidas.

Las organizaciones y las agencias internacionales también evalúan la adecuación del nivel de reservas como un factor que influye en la política macroeconómica. El artículo IV de las "Consultas del Fondo Monetario Internacional" se centra fuertemente en la viabilidad externa, siendo uno de sus indicadores las reservas externas adecuadas. Las agencias calificadoras, tales como Standard and Poor's y Moody's también ponen mucho énfasis en la adecuación de las reservas internacionales al hacer sus evaluaciones de los países.

Las economías del Caribe se apoyan fuertemente en importaciones de casi todas las materias primas y bienes de consumo e inversión necesarios. De manera concomitante, la creación de empleos, así como la inversión y el crecimiento del producto son virtualmente imposibles de lograr sin las reservas externas adecuadas. Estas últimas también sirven para dar confianza a los inversores potenciales de que pueden repatriar sus capitales a su voluntad.

La razón de reservas a importaciones es una útil herramienta para maximizar la adecuación de reservas. Hace resaltar la cantidad de reservas que deberían ser suficientes para pagar los bienes y servicios durante un lapso de tiempo. La cobertura de la razón de reservas a importaciones es concebida como un objetivo para los países, y una parte esencial de sus políticas de administración de reservas. El patrón internacional ampliamente utilizado para esta estadística es de doce (12) semanas, aunque la experiencia ha mostrado que dados los niveles internacionales de volatilidad ese lapso de tiempo es inadecuado. A finales de 2003, Barbados había registrado para esta medición la cantidad de 35.2 semanas de importaciones.

El popular enfoque de cobertura de importaciones se centra en los flujos de la cuenta corriente. Sin embargo, como medida única de adecua-

ción de reservas esto puede conducir a conclusiones erróneas. Las entradas en las cuentas de capital y financieras también influyen en el nivel de reservas, pero la adecuación de cada país depende del régimen de tipo de cambio y de las prioridades del país respectivo.

La adecuación de las reservas internacionales también puede medirse con relación a la fuerza de la moneda nacional. La fuerza de la moneda nacional a menudo se expresa en términos de la amplitud en que esté respaldada por las reservas externas. Los sistemas de Junta Monetaria como es el caso del Banco Central del Caribe Oriental tienden a utilizar esta medida. De esta forma, una moneda que está respaldada en un 80% por reservas externas, está considerada como más fuerte que una que sólo tiene un respaldo de 50%. Sin embargo, como nos mostró la experiencia del sureste asiático en 1997, cuando se está ante la presencia de contagio del mercado financiero y de calidades especulativas fuertes, no hay nivel de reservas que pueda considerarse suficientemente adecuado.

Aún cuando las reglas de la prudencia requieren que los bancos mantengan mayores capitales frente a las líneas de crédito ofrecidas al riesgo más alto (países en desarrollo) que al riesgo más bajo (países desarrollados), la existencia de apoyo de la línea de crédito para los países en desarrollo se ha acabado virtualmente. Aún así, el reto de abrir mercados de capitales requiere que existan ciertos amortiguadores de divisas en los que se apoyen los países en desarrollo. Un enfoque consiste en lograr el acceso a inversiones externas por

parte de residentes, en caso de requerirse. Cabe citar el ejemplo de Jamaica, en donde un bien conocido acaudalado hombre de negocios repatrió un considerable monto de fondos en determinado momento como incentivo para que otros lo siguieran.

Algunos tipos de inversión se prestan por sí mismos para la repatriación. Los más importantes en este género son los fondos de pensión. Estos fondos se prestan por sí mismos para un tipo de inversión de demanda, toda vez que los beneficiarios son en su mayoría locales, y los fondos de pensión necesitarán repatriarse a fin de cumplir con los beneficios e la pensión. Por lo tanto, un compromiso de repatriación no es una obligación onerosa. En el caso de Barbados las inversiones externas por parte de las compañías de seguros está empezando a formar las bases de un segundo apartado (tier) de reservas que están desarrollando las autoridades, sobre el cual pueden girar en una crisis. En el caso de que se gire sobre estas provisiones el equivalente local en dólares se acreditaría a la cuenta de los fondos de pensión hasta que sea posible la repatriación.

En el presente, las instituciones financieras que operan en Barbados consistentemente enfrentan una situación estructural de liquidez excesiva. Si esta política de desarrollar un segundo apartado de reservas de divisas se extiende a otras inversiones de cartera podría servir al doble propósito de permitir inversiones externas en tanto que se desarrollan los niveles necesarios para acrecentar la adecuación de las reservas de divisas.