

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN LIV, NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2008

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

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

JUNTA DE GOBIERNO, 2007-2009

Presidente: Banco Central de Reserva del Perú

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco Central de Honduras; Banco de Jamaica; Banco de México (permanente); y Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA
Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director General
Kenneth Coates

Subdirector General
Luiz Barbosa

Coordinadora Institucional de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Coordinador Institucional de Programas y Reuniones Técnicas de Banca Central
Fernando Sánchez Cuadros

Coordinadora Institucional de Servicios de Información
Ana-Laura Sibaja Jiménez

Coordinador Institucional de Administración y Finanzas
Javier Granguillhome Morfin

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, Gral. Mariano Escobedo n° 114-3B, México, D. F., 11320. 400 ejemplares. ISSN 0186-7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

163 **Nota editorial**

165 **El nuevo dilema monetario para la región**

Kenneth Coates

171 **El sistema de costeo del Banco Central de Brasil: cuatro años en funcionamiento, una evaluación**

José Clovis Batista Dattoli
Henrique Flávio Rodrigues da Silveira

175 **¿Acumulación de reservas: objetivo o sub-producto?**

J. Onno de Beaufort Wijnholds
Lars Søndergaard

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

205 **Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2008**

207 **Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”**

209 **Índice 2008**

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

VOLUMEN LIV

NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2008

Nota editorial

El artículo “El nuevo dilema monetario para la región”, de Kenneth Coates, director general del CEMLA, preparado con base en la presentación que realizó en diciembre del 2008, durante el taller preparatorio para el IV Seminario de Alto Nivel de Bancos Centrales del Eurosistema y de América Latina, celebrado en París, nos retrae al panorama que seis meses atrás enfrentaban los bancos centrales de la región y nos muestra cómo ha variado hacia finales del 2008, provocando un cambio en el dilema que deben atender las autoridades monetarias. Hace seis meses, la opción más apetecible parecía ser la aplicación de una política monetaria restrictiva, cuando se esperaba que el impacto de la crisis financiera en los países industrializados fuera apenas marginal sobre el nivel de actividad en las economías emergentes, de tal forma que se controlaran las presiones inflacionarias y se evitaran pérdidas de competitividad. Hacia diciembre, el panorama había cambiado y así también el dilema para los bancos centrales de la región. Ahora, la pregunta parece ser si se debe implementar o no, una política monetaria expansiva dirigida a fomentar el nivel de actividad. Sin embargo, la pregunta no es sencilla, ya que los bancos centrales deben analizar cuidadosamente el camino que tomarán, considerando no sólo los verdaderos impactos provocados por la crisis, sino también, los efectos sobre la disciplina monetaria y fiscal alcanzada luego de crisis pasadas, así como en los avances obtenidos en la supervisión bancaria. Ante tal escenario, surge una pregunta adicional, ¿será hora de implementar políticas heterodoxas?

Procurar la eficiencia no es un desafío exclusivo del sector privado. Aún cuando el sector público y, específicamente, los bancos centrales no tienen por objetivo la maximización de utilidades, esto no significa que el control de calidad en sus operaciones, el mejoramiento de sus procesos y por supuesto el desarrollo de sus objetivos públicos dentro de un marco de eficiencia, sean metas ajenas a su quehacer diario. Una manera de alcanzar tales metas es a través de sistemas de información, como por ejemplo un sistema de costeo. Si bien, los bancos centrales también son susceptibles de seguir estándares internacionales para el mejoramiento de sus actividades, como se

mencionó, lo cierto es que ante la diferencia de objetivos, tales estándares no pueden administrarse de la misma forma en que se haría en el sector privado. Por esto, los funcionarios del Banco Central de Brasil, José Clovis Batista Dattoli y Henrique Flávio Rodrigues da Silveira, a la vez que nos presentan el sistema de costeo que se ha aplicado en el BCB, hacen una evaluación de su funcionamiento y exponen los ajustes realizados para su implementación.

En los últimos años, la acumulación de reservas monetarias internacionales ha mostrado gran crecimiento. Por esta razón, J. Onno de Beaufort Wijnholds y Lars Søndergaard, funcionarios del Banco Central Europeo y del Banco Mundial, respectivamente, en su artículo “¿Acumulación de reservas: objetivo o subproducto?”, realizan un análisis de los patrones de acumulación de reservas en varios países, como son Japón, los emergentes asiáticos, los de la zona del euro, los de América Latina, Rusia y China, entre otros. Observan que el crecimiento acelerado en las existencias de reservas internacionales ha sido primordialmente en economías emergentes. Ante esta situación, también analizan la relación entre la suficiencia de reservas y la política cambiaria, especialmente en los países asiáticos. Finalmente, antes de exponer algunas consecuencias sobre la política monetaria de este fenómeno y sus conclusiones, hacen un repaso bastante completo acerca de los costos de mantener reservas tanto desde la perspectiva macroeconómica como de la hoja de balance.

En algunos casos, al parecer la acumulación de divisas es resultado de un motivo de precaución y un resguardo ante eventuales crisis financieras. Ante la coyuntura actual, será interesante observar estudios posteriores que evalúen si efectivamente la acumulación de reservas (¿en exceso?) resultará haber sido un buen seguro.

La invitación a leer estos artículos se extiende también a que nos envíen sus comentarios sobre la publicación en general y los artículos particulares (publicaciones@cemla.org). Con este ejemplar cerramos un volumen más de Boletín, por lo tanto, al final de las secciones habituales encontrarán el índice general de este volumen LIV.

El nuevo dilema monetario para la región*

Kenneth Coates

I. ¿A desacoplar?

Hasta el mes de junio del 2008 aún era posible creer, a pesar del escepticismo expresado en ciertos círculos como el CEMLA, en la teoría del desacoplamiento. Según este enfoque, la crisis financiera que comenzó a insinuarse en agosto del 2007 en los países industrializados tendría un impacto apenas marginal en el nivel de actividad del mundo de las economías emergentes. ¿Por qué había sido posible hace seis meses sostener aún aquella expresión de deseos?

En primer lugar porque los precios de los productos primarios se mantenían aun muy tonificados, habiendo experimentado en muchos casos, y en especial el petróleo, un fuerte auge durante el primer semestre del año. Las perspectivas de exportación de los países de nuestra región seguían en alza, en la medida que tampoco se divisaba una fuerte caída de la demanda global. Luego de varios años de inflación a la baja, el manejo de la política monetaria en los bancos centrales debió tomar en cuenta la presión al alza ejercida por los precios de la energía y los alimentos.

En segundo término, aun existía abundante liquidez en los mercados internacionales que propulsaba un sostenido flujo de capitales de inversión directa y de cartera a nuestra región, pareciendo minimizar eventuales dificultades en la renovación (*rollover*) de la deuda externa. De hecho, el dilema de la política monetaria consistía en que un aumento de tasas de interés con el objetivo de atenuar la presión inflacionaria podría atraer

nuevos flujos de capitales con la consiguiente apreciación de la moneda local, e implícita pérdida de competitividad, o en su defecto un fuerte aumento en el costo de su esterilización.

En este entorno, las tasas de interés en los EE.UU. se mantenían a la baja y los activos de los mercados emergentes conservaban su atractivo como categoría de inversión, aunque la sensación de seguridad mayor radicaba en la confianza en que las vulnerabilidades de la región no estaban en su sector financiero. En otras palabras, la región no se hallaba contaminada por los *desechos tóxicos* financieros, por varios motivos que se destacan a continuación.

II. El modelo bancario regional

En América Latina regía el modelo tradicional de la banca, basado en la toma de depósitos y el otorgamiento de préstamos, sin una dependencia del fondeo de muy corto plazo en los mercados que rápidamente se volvieron ilíquidos en el norte. A su vez, salvo en los casos de Brasil y México que contaban con mercados de cierto desarrollo en materia de futuros y derivados, en el resto de los países los mercados de capitales aun se hallaban en etapas incipientes de formación.

Existía una baja exposición a otras regiones, en función del sesgo doméstico de las inversiones. A su vez, la posibilidad de lograr rendimientos atractivos con instrumentos tradicionales (por ejemplo, valores públicos) atenuaba la necesidad de buscar un alto apalancamiento de la inversión de cartera. Por otra parte, el modelo regulatorio y supervisor había mejorado sustancialmente desde la última ronda de crisis en la región y, por último, las reservas internacionales estaban en niveles históricamente altos.

* Esta nota fue preparada con base en la presentación inaugural del doctor Kenneth Coates, Director General del CEMLA, en ocasión del taller preparatorio del IV Seminario de Alto Nivel de Bancos Centrales del Eurosistema y de América Latina, celebrado en París, el 11 de diciembre de 2008.

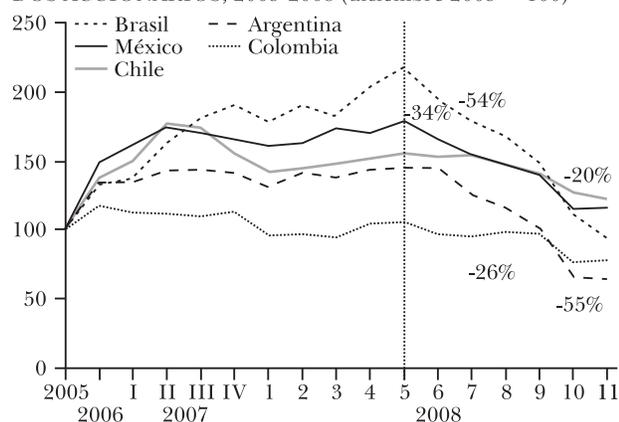
En síntesis, la fortaleza del sistema financiero en los países de la región radicaba en su simpleza, sin una excesiva expansión del crédito que ocasionara burbujas en los precios de los activos, sin un modelo de *originar para distribuir* que debilitase la debida diligencia en asegurar la capacidad de repago del deudor, con poca titulización de adeudos, con limitadas oportunidades de apalancamiento y sin la venta de complejos productos financieros estructurados de difícil comprensión para el inversor.

III. Los primeros temblores

Inicialmente, entonces, los mercados financieros de la región asumieron sin sobresaltos los primeros choques al sistema financiero internacional. Pero a partir de mediados del 2008, los hechos asumieron un cariz más preocupante, y las distintas variables comenzaron a reaccionar con sus respectivos rezagos temporales.

Como era de esperar, los primeros impactos se vieron en los precios de los activos financieros, que tienden a responder en el muy corto plazo. Comenzaron a moverse los precios en los mercados accionario, cambiario y de bonos, reflejando los procesos de ajuste de cartera tanto internos como globales. Como lo muestra la gráfica I, los mercados accionarios comenzaron a declinar en el mes de junio, a medida que los inversores deshacían sus posiciones para reducir su apalancamiento y lograr liquidez para repatriar y cubrir obligaciones en sus mercados de origen:

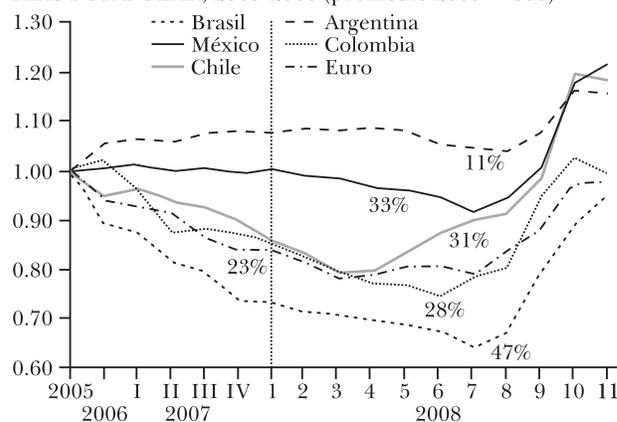
GRÁFICA I. LATAM5: ÍNDICES DE PRINCIPALES MERCADOS ACCIONARIOS, 2005-2008 (diciembre 2005 = 100)



Dicho proceso de liquidación de posiciones y repatriación de capitales a su vez ejerció presión sobre los mercados cambiarios para la mayoría de las monedas regionales, que se habían apreciado sustancialmente con relación al dólar hasta fines de julio, y que comenzaron a depreciarse

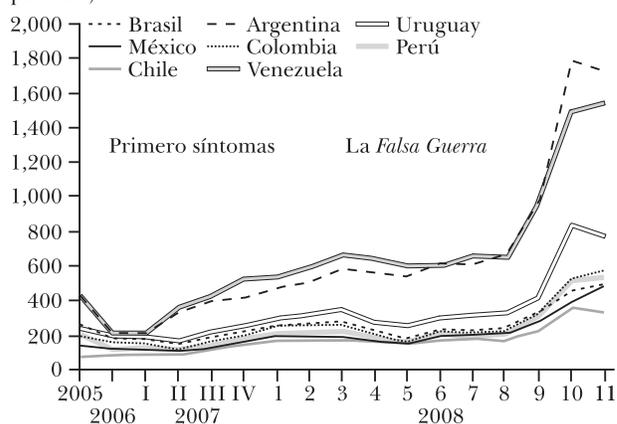
bruscamente a partir de agosto como se aprecia en la gráfica II:

GRÁFICA II. LATAM5: ÍNDICE DE UNIDADES MONETARIAS POR DÓLAR, 2005-2008 (promedio 2005 = 100)



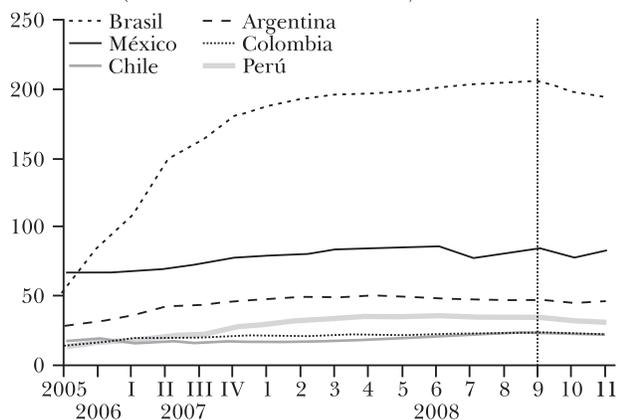
Al precipitarse los acontecimientos financieros negativos en los mercados industrializados durante el mes de septiembre, la búsqueda de liquidez se transformó en estampida. La revalorización generalizada hacia la baja de activos financieros produjo también un fuerte aumento del riesgo soberano en la región, como lo muestra la gráfica III:

GRÁFICA III. LATAM8: MÁRGENES SOBERANOS SOBRE TESORO EE.UU. EMBI GLOBAL (puntos básicos, al final del período)



El grado de avance de la podredumbre en el sistema financiero de los Estados Unidos fue insospechado hasta que devino el destape. El detonante fue la caída de Lehman Brothers, sumado a los rescates forzados de Bear Stearns y Merrill Lynch. A partir de aquel momento el desbande se hizo generalizado, iniciándose un proceso de desapalancamiento financiero tendiente a reducir la exposición mutua en los balances de los distintos intermediarios, y de éstos frente a sus deudores. Dicho proceso fue el que presionó a los mercados accionario, cambiario y de bonos en la región, representado

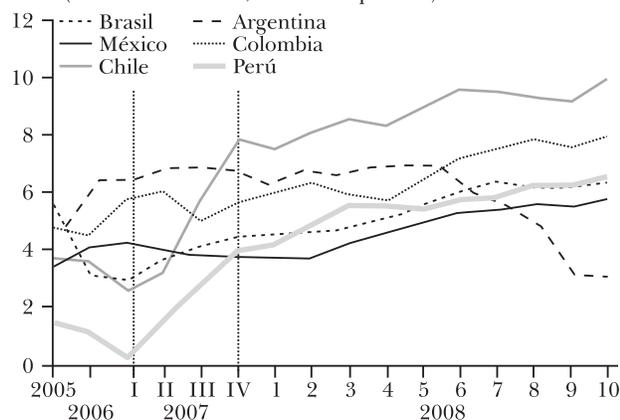
GRÁFICA IV. LATAM6: RESERVAS INTERNACIONALES, 2005-2008 (en miles de millones de USD)



en las anteriores gráficas, teniendo su mayor impacto justamente en los mercados más desarrollados de la región, Brasil y México.

La primera reacción consistió en movilizar las reservas internacionales, ubicadas en niveles históricamente altos para toda la región, para morigerar la brusca depreciación de las monedas locales, tal como se aprecia en la gráfica IV:

GRÁFICA V. LATAM CON METAS DE INFLACIÓN: IPC 2005-2008 (tasa % de 12 meses, al final del período)

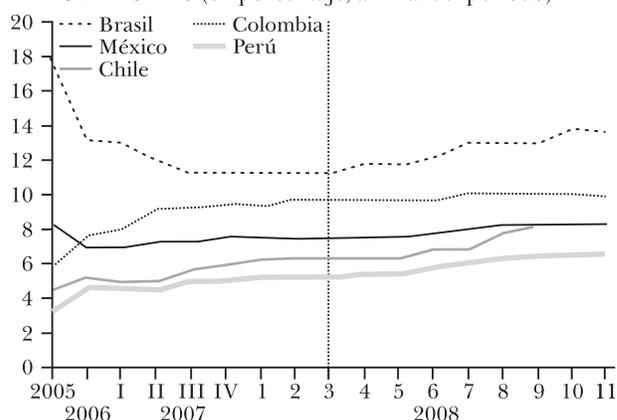


A pesar de ello la inflación siguió creciendo a lo largo del año 2008, continuando un proceso ya iniciado en el 2007, inicialmente al impulso del auge en los precios de los productos primarios y eventualmente con la contribución de la filtración cambiaria, tal como lo presenta la gráfica V. A causa de ello en varios países de la región la autoridad monetaria debió aumentar la tasa de interés de política a partir del segundo trimestre del 2008, como se aprecia en la gráfica VI:

IV. El nuevo contexto de la región

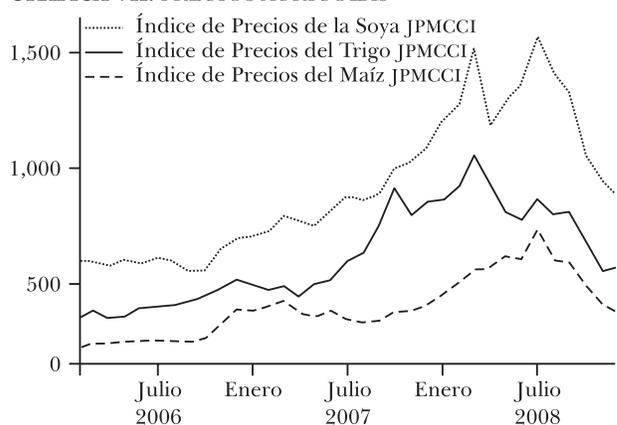
A partir del último trimestre del 2008, entonces, el

GRÁFICA VI. LATAM CON METAS DE INFLACIÓN: TASA DE POLÍTICA BC (en porcentaje, al final del período)



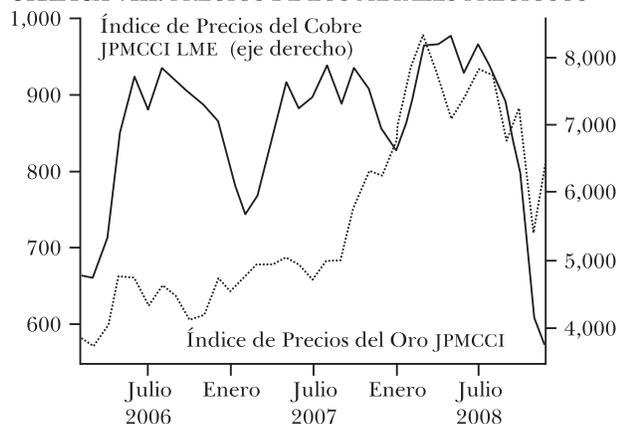
nuevo escenario internacional para la región se muestra mucho menos alentador que un año atrás. Los precios de los productos primarios experimentaron una muy fuerte caída (ver gráficas VII a IX). Las economías de los países industrializados entraron en una recesión de profundidad y duración que amenazan exceder las experiencias en tal materia de las décadas más recientes. Asimismo, el *gran desapalancamiento* financiero en proceso amenaza con restringir marcadamente la disponibilidad de crédito transfronterizo, especialmente en las áreas soberana y de comercio internacional.

GRÁFICA VII. PRECIOS AGRÍCOLAS

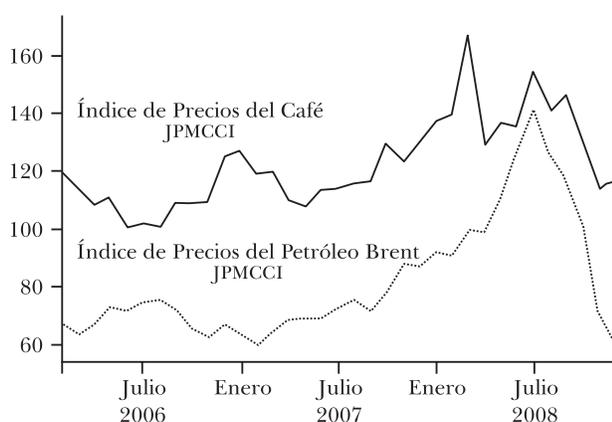


Si bien la expansión del producto bruto interno y el crecimiento de las exportaciones en la región se mantuvieron en niveles altos durante el 2008 (gráficas X y XI), en parte por efectos inerciales, los sectores reales presentan grandes vulnerabilidades para el 2009 en la medida que el enlentecimiento económico global implica menores ingresos procedentes de la exportación, las remesas y el turismo. Estos serán fenómenos de mayor plazo y persistencia que implicaran un resentimiento del crédito interno y una retracción de los ingresos fiscales.

GRÁFICA VIII. PRECIOS DE LOS METALES PRECIOSOS

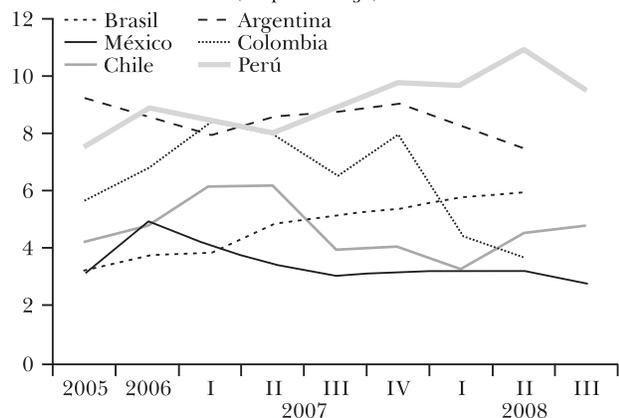


GRÁFICA IX. PRECIO DEL PETRÓLEO Y EL CAFÉ

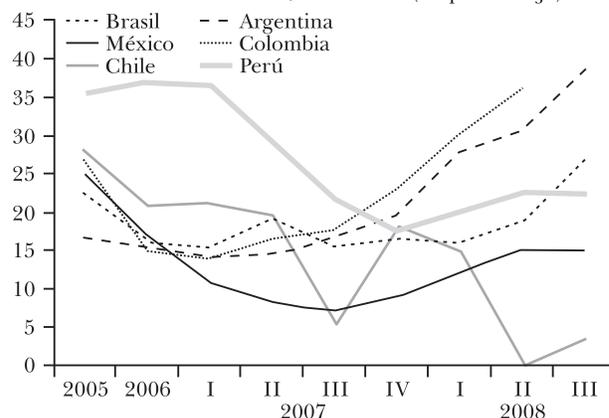


Sin duda el efecto en la región será dispar, con algunos de los países evidenciando mayor impacto que otros. Los factores de vulnerabilidad estarán dados, entre otros, por el nivel de las reservas y los fondos de estabilización, por la diversificación de las exportaciones tanto en materia de rubro como de mercado, por el nivel de los índices de endeudamiento en moneda extranjera, y por la dependencia fiscal concentrada en sectores más perjudicados por el nuevo entorno mundial.

GRÁFICA X. CRECIMIENTO DEL PIB, TASA 4 TRIMESTRES MÓVILES, 2005-2008 (en porcentaje)



GRÁFICA XI. CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES, TASA 12 MESES MÓVILES, 2005-2008 (en porcentaje)



Es claro que los años de bonanza permitieron reducir la dominancia fiscal sobre la política monetaria, contribuyendo así a los importantes progresos logrados por la región en materia anti-inflacionaria. En la medida que estos años no fueron aprovechados para corregir los déficit fiscales estructurales, dichos desequilibrios amenazarán nuevamente con quitar grados de libertad a la política monetaria. Son pocos los países que están en posición de llevar a cabo una política fiscal anticíclica en el actual contexto.

V. El balance de riesgos

Según el nuevo contexto global en términos macroeconómicos, para nuestra región, el balance de riesgos se ha desplazado desde la inflación hacia el nivel de actividad en la región. Las preocupaciones en el frente inflacionario deberán verse atenuadas por la caída en el precio de los productos primarios producida en el segundo semestre de 2008, así como por el resentimiento de la demanda global y el probable enlentecimiento de la demanda interna.

En principio ello estaría indicando la conveniencia de relajar la política monetaria mediante rebajas en la tasa de política de los bancos centrales, con el propósito de estimular el nivel de la actividad interna. Sin embargo, los bancos centrales deberán permanecer vigilantes ante otras fuentes de presión sobre los precios internos.

Como ya se mencionó, una probable retracción de los ingresos fiscales, especialmente agravada en el caso de aquellas economías fiscalmente dependientes de un rubro de exportación, tenderá a reavivar los resultados deficitarios en la gestión pública. Aquellos países que no logren ajustar el gasto ni tengan fondos de estabilización, deberán recurrir al financiamiento. En la actual coyuntura,

tanto el mercado doméstico como internacional no parecen estar en capacidad de proveer tal financiamiento a largo plazo. Pueden crecer entonces, en algunos países, las presiones tendientes a recurrir al financiamiento monetario.

Por otra parte, una reducción de las tasas de interés internas podría alimentar la depreciación de las monedas locales, creando nuevas presiones inflacionarias mediante la filtración cambiaria, el *pass-through*. Luego de una exitosa década en materia de anclaje de las expectativas inflacionarias en la región, debería sopesarse cuidadosamente lo que está en juego a la hora de optar por un relajamiento monetario. Este es el nuevo dilema que enfrentan los bancos centrales.

VI. Las claves del dilema

Si bien la región presenta ciertas generalidades en común frente a la nueva coyuntura global, en última instancia serán las particularidades que enfrenta cada país las que determinen el camino monetario por el cual habrá de optarse. Son varios los factores que deberán considerarse a la hora de decidir, entre ellos los siguientes:

- En primer lugar, la prudencia aconseja aguardar hasta tener una idea cabal acerca de la *magnitud del impacto negativo* proveniente del entorno internacional. La severidad de dicho impacto deberá ser un factor fundamental a la hora de optar o no por un relajamiento monetario. No es lo mismo que la tasa de crecimiento del PIB disminuya del 6% al 2%, a que se entre en una fase de estancamiento o recesión. Aun cuando los pronósticos no dan pie para el optimismo, algunos países podrán verse menos impactados que otros en función de sus patrones de comercio o la magnitud de su mercado interno.
- En segundo lugar figura el aspecto de la *disciplina fiscal*. Existe más lugar para una política expansiva en aquellas economías donde las cuentas fiscales no estén presionando a la autoridad monetaria. Ello dependerá a su vez de la voluntad de ajuste del gasto y del acceso a fuentes genuinas de crédito.
- El *nivel de reservas* será también un factor determinante. Afortunadamente se halla en máximos históricos para muchos países de la región, ofreciendo cierto grado de autoaseguro a las economías. Las mejores reservas, sin embargo, son aquellas que no hay necesidad de

emplear. Su uso para impedir que una salida de capitales (provocada por una menor tasa de interés interna) desvalorice la moneda nacional, y así evitar una filtración a los precios internos, puede dejar a la economía sin suficiente cobertura frente a otros riesgos en cuenta corriente del balance de pagos.

- Por último, existe un cuestionamiento más básico en cuanto a la *efectividad de la política monetaria*, en especial su canal de transmisión crediticio, en las actuales circunstancias. A esta altura de los acontecimientos en los países industrializados, queda bastante claro que la reducción de las tasas de política monetaria a niveles cercanos a cero de poco ha servido para generar una reactivación de los niveles de crédito y actividad. Cuando, frente a los excesos cometidos, desaparece la confianza en un sistema financiero, prima el deseo por la liquidez. Por más que crezca la demanda de crédito en función de la caída de las tasas, la oferta se restringe en función de la necesidad de los intermediarios financieros de atesorar liquidez para fortalecer sus balances.

En síntesis, quizás sea preferible que los bancos centrales de la región aguarden un tiempo más antes de lanzarse a una política monetaria muy expansiva, hasta tanto apreciar con mayor certeza el impacto real a la economía y la capacidad de reacción fiscal ante él. No debe perderse de vista que tal política tendrá un costo en reservas si ha de mantenerse la meta inflacionaria. Y este costo, junto a otros, de nada servirá si la política no logra reactivar el nivel de actividad.

VII. La efectividad de la política monetaria en la actual coyuntura

Para que la política monetaria sea efectiva bajo las actuales circunstancias, es necesario que el sistema financiero goce de buena salud y cumpla adecuadamente con su papel de intermediario entre las fuentes y aplicaciones de fondos en la economía. Al inicio destacamos que, en términos generales, dentro de la región los sistemas financieros nacionales habían logrado evitar la contaminación y el contagio provenientes de los centros industrializados. A esta situación contribuye además una perceptible mejora en la calidad de la regulación y supervisión bancaria en la región durante la última década. Por el momento, entonces, la política monetaria aún cuenta con margen de acción dentro de la región.

Sin embargo, esta conclusión puede verse relativizada en función del alto grado de penetración de la banca multinacional en algunos países de la región, aunque la fuerte presencia de bancos que han mostrado mayor responsabilidad en su manejo (en especial los españoles) funge de atenuante. Cabe esperar, sin embargo, que a medida que los impactos reales se transmitan a nuestras economías, la banca pueda ser afectada por un deterioro en la calidad de su cartera de activos, en especial aquella destinada al comercio internacional y al consumo. Es natural que ante la situación global aun los sistemas financieros en la región adopten una postura defensiva, limitando la efectividad de la política monetaria.

En los países industrializados los intentos de reactivación económica ya se han trasladado a la arena fiscal, mediante la aprobación legislativa de voluminosos paquetes de gasto destinados a estimular la demanda interna. Cabe recordar que estos países disponen de una enorme capacidad de endeudamiento en moneda propia para financiar estos esfuerzos, aun cuando en el mediano plazo seguramente se presentarán desafíos en cuanto al manejo de su efecto inflacionario. En nuestra región la capacidad de financiamiento genuino de paquetes de estímulos similares es más acotada, y existe el riesgo que, de apelar a ellos, reaparezca la dominancia fiscal con todo lo que ella implica para la estabilidad monetaria y financiera.

VIII. Conclusiones

En síntesis, la banca central de la región hoy enfrenta una coyuntura muy distinta a la que se vislumbraba hace seis meses. El dilema entonces era si apelar o no a una política monetaria restrictiva para controlar las presiones inflacionarias, con posibles consecuencias negativas en materia de competitividad. El dilema actual es si implementar o no una política monetaria expansiva para estimular el nivel de actividad, con posibles consecuencias

negativas en materia de desanclaje de las expectativas inflacionarias.

Sin duda la gestión macroeconómica ha mejorado notoriamente en la región durante los últimos tiempos, pero no lo suficiente como para volvernos complacientes frente a un par de años muy difíciles que tenemos por delante. Han mejorado la política monetaria y la gestión de supervisión bancaria, mientras que la dominancia fiscal ha ido en retroceso. Pero aún somos vulnerables. Queda poco margen para políticas anticíclicas y debemos estar preparados para cuando el impacto global se presente de lleno a partir del 2009.

Antes de lanzarnos prematuramente a políticas monetarias expansivas que expongan nuestras monedas a presiones especulativas y obliguen a malgastar reservas en defender los objetivos de inflación, deberíamos aquilatar con mayor precisión los impactos a enfrentar, analizar la probable efectividad de una política monetaria expansiva en promover un mayor nivel de actividad e identificar las fuentes de financiamiento genuino para una política fiscal de estímulos.

En tales circunstancias, quizás sea preferible la adopción de políticas no convencionales en el área financiera, como ser el asegurar los volúmenes necesarios de crédito a sectores estratégicos para el crecimiento como, por ejemplo, el comercio exterior, en lugar de operar a rajatabla sobre el precio del financiamiento. El problema principal puede ser la disponibilidad del crédito y no tanto su costo.

La actual coyuntura global se presenta con gran incertidumbre en cuanto a su profundidad y duración. Nuestra región exhibe grandes progresos alcanzados en materia de estabilidad monetaria y financiera en años recientes, pero a la vez posee una controvertida trayectoria en materia de crisis, desestabilización y recesión que no ofrece un anclaje tan firme para las expectativas. Los logros más recientes que no deben sacrificarse ligeramente. Lo fundamental es estar bien preparados para aprovechar la recuperación global, no bien exhiba sus primeros síntomas.

El sistema de costeo del Banco Central de Brasil: cuatro años en funcionamiento, una evaluación*

José Clovis Batista Dattoli
Henrique Flávio Rodrigues da Silveira

I. Introducción

Entre abril del 2002 y julio del 2003, el Banco Central de Brasil implementó un sistema de costos e información, denominado *Sistema de Custos e Informações Gerenciais (SCIG)*, orientado a calcular los costos de las actividades realizadas y de los productos generados. Antes de la implementación, los estudios efectuados concluyeron que el Costeo Basado en Actividades (ABC) era el más adecuado para las necesidades de la organización (Banco Central do Brasil, 2004).

No obstante, el equipo encargado de la implementación del SCIG introdujo algunas adaptaciones, que difieren de los conceptos sugeridos por la literatura especializada en relación con el método ABC, y adoptaron el pragmatismo para que la implementación del sistema fuera viable.

Este documento intenta analizar las adaptaciones introducidas y las razones por las cuales se escogieron; así como también pretende sugerir medidas que pueden aumentar el uso gerencial del sistema y su adhesión al plan teórico. Para facilitar la lectura y proporcionar un enfoque directo al tema (la teoría y la práctica utilizando ABC), algunos términos técnicos de la literatura de costos son utilizados suponiendo que forman parte del conocimiento del lector, como por ejemplo, *prorrateo, rastreo, costos directos, y costos indirectos*.

El artículo se encuentra estructurado en tres

partes, incluyendo esta Introducción. La siguiente sección (Teoría y práctica) establece un breve antecedente del desarrollo del SCIG y los procesos de implementación e incluye un análisis empírico de los beneficios de la implementación de un sistema de costos basado en actividades. Este mismo tema enumera y discute las adaptaciones impuestas por el trabajo real diario, como juzgó el equipo encargado de implementar el sistema de costeo.

Como una conclusión se mencionará que, más allá de la teoría sobre el método de costeo ABC, existen realidades operativas que deben ser consideradas para implementar lo que se ha denominado aquí “un método de costeo factible” que, como veremos, no se encuentra en los libros.

Se menciona el mérito del equipo del Banco Central de Brasil que implementó el sistema de costeo, ya que tuvieron que superar algunos prejuicios técnicos, concediendo prioridad a lo que era posible y superando todos los obstáculos. Todo el esfuerzo resultó en una implementación exitosa, teniendo en cuenta que el sistema se encuentra en operación normal desde hace cuatro años y está debidamente incorporado a la rutina de la organización.

II. Teoría y práctica

Con el propósito de analizar en qué medida el modelo implementado en el Banco Central de Brasil cumple con la teoría del método ABC, se seleccionaron los doce principales beneficios esperados de la utilización de este método ABC, recurrentemente mencionados en la literatura,¹ constituyendo las

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de J. C. Batista Dattoli y H. F. Rodrigues da Silveira, Jefe del Departamento de Planificación y Presupuesto, y Jefe de Asesoramiento de Costos y Gestión de la Información, respectivamente, del Banco Central de Brasil; del original con el título “Central Bank of Brazil’s Cost System: Four Years on – An Assessment”, publicado en *Central Banking*, vol. 18, nº 3, Central Banking Publications.

¹ Ching (1997); CRC/SP (2000); Falk (2001); Kaplan, Cooper (1998); Martins (1998); Nakagawa (1994, 1998).

mayores diferencias entre el método ABC y otros métodos de costos comúnmente descritos como *métodos tradicionales*. Para cada uno de los doce beneficios esperados se presenta, a continuación, un análisis de la relación entre la teoría y la práctica:

1) *Identificando que causa el consumo de recursos y entendiendo cómo se generan los costos*

Teoría: Más allá de conocer los niveles, los volúmenes y las tasas de consumo de recursos, el sistema ABC permitiría identificar las relaciones de causa y efecto entre la oferta (cantidad y calidad) de productos y servicios, el desarrollo de las actividades y el consumo de recursos.

Práctica: El sistema permite un seguimiento eficaz de los volúmenes y las tasas de consumo de recursos, generando información para posibles acciones gerenciales en caso de fluctuaciones inexplicables por razones como la estacionalidad, por ejemplo. Un hecho similar ocurre con los costos de actividades y los objetos de costo. Sin embargo, hasta este momento no se han incorporado dispositivos que puedan capturar, en forma electrónica, la información sobre el volumen (cantidad) del producto y la calidad de los productos y servicios.

2) *Eliminación del uso del prorrateo en la asignación de costos*

Teoría: La metodología ABC no utilizará de manera arbitraria criterios de prorrateo. Por lo tanto, cada relación de consumo de recursos por actividades, y de estas actividades con respecto a los objetos de costo, se regirán por los procedimientos adecuados de rastreo a fin de evitar distorsiones de costos.

Práctica: El desarrollo del sistema fue de hecho dirigido para usar los originadores de costos que efectivamente representan la relación entre el consumo de recursos y las actividades, y entre las actividades y sus respectivos objetos de costo. Sin embargo, por razones prácticas, algunos parámetros fueron utilizados para asignar determinados gastos sin una medición más rigurosa. El uso de la cantidad de personal para asignar los gastos con consumo de agua, y del área ocupada para asignar los gastos con energía eléctrica son ejemplos de esa práctica.

3) *Evaluación del valor agregado de las actividades al negocio de la organización*

Teoría: Mediante la utilización del sistema ABC,

la organización sería capaz de evaluar el valor agregado de una actividad al proceso de trabajo, lo que permitiría actuar sobre las actividades que no agregan (o agregan poco valor) sugiriendo iniciativas de racionalización y de ajuste.

Práctica: El equipo de desarrollo del sistema e implementación ha mostrado cautela en la diferenciación entre las actividades que agregan valor y aquellas que no agregan valor a los procedimientos de negocio de la organización. Sin embargo, en la práctica, la información de identificación y los acuerdos de recuperación no se utilizan en ambos tipos de actividades.

4) *Conocimiento de los “costos totales” de los proyectos*

Teoría: El uso del sistema ABC permitiría obtener el costo del proyecto *total*, yendo más allá de la identificación sólo de los costos directos, e involucrando los costos indirectos, que generalmente son descartados, tales como los costos de infraestructura (por ejemplo, instalaciones y servicios de apoyo).

Práctica: El sistema supone una mejora sustancial en la evaluación de los costos de los proyectos cuando asigna costos que normalmente no son considerados, que van desde los costos de bienes raíces (por ejemplo, la depreciación, el agua y el alcantarillado, la energía eléctrica) hasta los costos de la mano de obra. Antes del sistema, la referencia usualmente se hacía a los *nuevos* costos de los proyectos, sin tener en cuenta los costos *recurrentes*, y menos aún, los costos *ocultos* (aquellos de difícil medición, o aquellos cuya relación costo-beneficio no recomienda su medición). Además, el sistema permite anotar los gastos con un contrato que, en todo o en parte, contribuyen al desarrollo de proyectos.

5) *Apoyar los procesos de evaluación de desempeño, en cada nivel (individual, por equipo y el desempeño organizacional)*

Teoría: Al utilizar la información generada por la implementación de un modelo de costos ABC sería posible mejorar los procesos de evaluación de desempeño a través del establecimiento de objetivos y estándares de referencia.

Práctica: Para evaluar el desempeño, es necesario reunir los índices que muestran las relaciones entre el consumo de recursos, la cantidad y la calidad de los productos y servicios y la satisfacción de las necesidades de los usuarios. A pesar de la medición de volúmenes de los gastos con los recursos, el sistema, como ya se dijo, carece de información sobre la cantidad, lo que podría dar lugar a la

construcción de índices de apoyo a los procesos de evaluación.

6) *Apoyar las iniciativas destinadas a reorganizar los procedimientos de trabajo y la reestructuración administrativa, incluidos los respaldados por simulaciones y modelos*

Teoría: Con el sistema ABC, las iniciativas de procesos de reorganización del trabajo contarían con información más precisa sobre la asignación de personal, la existencia de cuellos de botella, etc. Además, los procesos de reestructuración administrativa contarían con el necesario apoyo informativo sobre la red de vínculos entre la estructura organizacional y la realidad interdepartamental de los procesos de trabajo. En ambos casos, la utilización del sistema ABC permitiría la construcción de modelos que, a través de simulaciones, puedan anticipar los posibles resultados.

Práctica: Si bien el sistema permite evaluar los costos con las actividades y los respectivos objetos de costos (que, en sus diferentes niveles, podrían representar los procesos y las funciones de las unidades administrativas), el sistema de costeo no es utilizado regularmente como una de las fuentes de información para las iniciativas de reorganización de los procesos de trabajo y de la reestructuración administrativa. Considerada por muchos empleados y directivos más como una rutina burocrática que como una herramienta gerencial, el rico potencial del sistema de costeo en este ámbito permanece mal explorado. En cuanto a las simulaciones y modelos, aunque previsto en la fase de desarrollo, no hubo avances en la consolidación de la aplicación de estas herramientas.

7) *Facilitar información para análisis de iniciativas de tercerización permanentes y temporales*

Teoría: Con base en los conocimientos de los costos “totales” de las actividades y proyectos, el sistema ABC sería un fuerte aliado en el proceso de toma de decisiones en la tercerización.

Práctica: El sistema de costeo está preparado para proporcionar información para el análisis de iniciativas de subcontratación o tercerización² a condición de que las actividades o procesos objeto de tercerización estén debidamente registradas de tal forma que permitan la evaluación, después de

² Identificadas por la decisión gerencial sobre la duración de la tercerización: será permanente cuando el tercero es utilizado en forma perpetua; y la temporal cuando el tercero es usado solamente como una asistencia provisional.

un cierto período, de los costos incurridos por la organización con la tercerización.

8) *El apoyo a las decisiones de inversión*

Teoría: A través del sistema ABC, la decisión de inversión se haría con base en los antecedentes informativos incluidos los resultados de modelos y simulaciones, lo que permitiría una evaluación más precisa de los impactos esperados y de los “costos de oportunidad” involucrados.

Práctica: Debido a que las herramientas de simulación y construcción de modelos no son utilizadas, hay límites para la aplicación del sistema de costeo como una fuente de apoyo a las decisiones de inversión.

9) *El control de los índices de inactividad*

Teoría: Basado en la medición del consumo efectivo de los recursos, y no sólo de los recursos disponibles para el consumo, el sistema ABC permitiría un control de los niveles de inactividad de los recursos, especialmente la inactividad laboral.

Práctica: El sistema no distingue entre los recursos “disponibles” y los recursos “utilizados”. Uno supone que todos los recursos disponibles fueron utilizados en realidad, incluida la mano de obra.

10) *Permitirá a la organización ser evaluada a través de sus procesos de negocio, complementando un enfoque tradicionalmente estructural*

Teoría: A través del costeo de todos los procesos de trabajo, incluidos los interdepartamentales, los administradores tendrían una visión global de la organización, sin las ataduras del enfoque tradicional orientado a la estructura, que se centra en el análisis de la organización mediante las *pequeñas cajas* del organigrama y no a través de los procesos de negocio.

Práctica: La fuerte tradición orientada a la estructura sigue limitando el acercamiento de la organización a través de sus procesos de negocio. Sin embargo, mediante la forma en que el sistema está estructurado, sería posible reflejar este enfoque de proceso, a condición de que los temas relacionados con el registro de las situaciones que involucran a más de una unidad fueran establecidos (sírvanse ver el punto 6 citado anteriormente).

11) *El desarrollo de la práctica de benchmarking*

Teoría: Con información precisa sobre los costos de las actividades y los objetos de costo proporcionados por el sistema ABC, la práctica del

benchmarking podría mejorarse, dada la relativa facilidad de establecer estándares de referencia.

Práctica: Por las razones ya mencionadas en los artículos anteriores, la falta de información cuantitativa sobre los productos y servicios limita gravemente la práctica del *benchmarking*, a pesar de permitir comparaciones a nivel de actividad, y las comparaciones relacionadas con el consumo de recursos.

12) Una integración eficaz de la planeación, el presupuesto y los costos

Teoría: La metodología ABC facilitaría el proceso de integración de la planeación y la presupuestación, esto se prepararía directamente desde la planeación sobre la base de los costos medidos por las actividades.

Práctica: No existe integración en el sentido del intercambio electrónico de datos entre procesos y sistemas. En cuanto a la interconexión "lógica", hay algunos esfuerzos para usar la información del sistema de costos en el seguimiento de la ejecución de lo planeado. En cuanto a la integración con el presupuesto, no hay iniciativas en curso orientadas a dicha integración.

III. Conclusión

El análisis del desarrollo e implementación de un sistema de medición de costos en el Banco Central de Brasil, así como también el análisis de la situación actual de este sistema, conduce a una reflexión: un posible método de costeo no se encuentra en los libros. A pesar de la vasta literatura sobre los métodos de costeo, el mundo real de la administración pública puede requerir un modelo mixto, imprevisto en la literatura, que va más allá de los conceptos rígidos y necesariamente incorpora un cierto grado de pragmatismo.

Por lo tanto, la implementación de un sistema de costeo en la administración pública será considerada en un contexto de organizaciones rígidamente estructuradas; procesos de trabajo formalmente definidos, y un entorno de administración de personal que no favorece la implementación de índices de desempeño del personal, un *objeto de deseo* que proporciona la motivación para el costeo.

Se puede decir que, los sistemas de costeo en la administración pública serán considerados exitosos cuando sean capaces de superar los prejuicios técnicos, otorgar prioridad a lo que es posible, y las reacciones adversas esperadas a cualquier proceso de medición. Una vez que los sistemas de costeo sean implementados y que su operación esté consolidada, uno debe aspirar a un uso gerencial de los sistemas, bajo pena de reducir las iniciativas a simplemente rutinas burocráticas que deben cumplirse.

Los análisis realizados en este artículo señalan que las mejoras que pueden reforzar el uso administrativo del sistema de costeo y aumentar la adhesión de dicho sistema al nivel teórico no son sólo posibles sino también necesarias. La implementación tuvo incuestionables méritos, pero un nuevo tiempo ha llegado, y nuevos desafíos se plantean para cosechar en mayor grado, los doce principales beneficios esperados de la utilización del método ABC.

Bibliografía

- Banco Central do Brasil (2004), *O Sistema de Custos do Banco Central do Brasil*, the Central Bank of Brazil Costing System, Banco Central de Brasil, Brasília.
- Ching, Hong Yuh (1997), *Activity Based Management*, 2ª ed., São Paulo.
- Conselho Regional de Contabilidade – CRC/SP (2000), *The Regional Accountancy Council. Costs as Management Tool*, Atlas, São Paulo.
- Falk, James Anthony (2001), *Cost Management for Hospitals: concepts, methodologies and applications*, Atlas, São Paulo.
- Kaplan, Robert S., y Robin Cooper (1998), *Cost and performance: manage your costs and be more competitive*, traducido por O. P. Traduções, Futura, São Paulo.
- Martins, Eliseu (1998), *Cost Accounting: includes ABC*, 6ª ed., vol. 2, Atlas, São Paulo.
- Nakagawa, Masayuki (1993), *Strategic cost management: concepts, systems and implementation*, Atlas, São Paulo.
- Nakagawa, Masayuki (1994), *Activity-based costing*, Atlas, São Paulo.

¿Acumulación de reservas: objetivo o subproducto?*

J. Onno de Beaufort Wijnholds
Lars Søndergaard

I. Introducción

En los últimos años, la tasa de crecimiento y la distribución de las reservas internacionales mundiales han cambiado de manera significativa.¹ Entre los años 2000 y 2005, las reservas internacionales aumentaron en 91% en términos de Derechos Especiales de Giro (DEG), y en 110% en términos de dólares.² Este aumento en las tenencias oficiales de divisas³ se ha concentrado en Japón y en los países de mercados emergentes (PME) asiáticos. A excepción de Japón, la mayoría de los países industrializados han añadido montos modestos a sus reservas o incluso han experimentado una reducción en ellas, especialmente en la zona del euro. Otros países europeos, sin embargo, duplicaron sus reservas durante este período, lo que refleja principalmente la rápida y reciente

acumulación de tenencias de divisas de Rusia.

Estos acontecimientos impresionantes, no obstante, plantean tres principales temas de política que podrían ayudar en la evaluación de las ramificaciones de la acumulación rápida de reservas para los países individuales, así como para el funcionamiento del sistema monetario internacional.⁴ Primero, ¿las reservas internacionales mundiales son simplemente adecuadas, o se ha desarrollado un exceso? Segundo, ¿qué tan adecuados son los niveles de reserva de los distintos países y, de manera más específica, las tenencias oficiales de divisas en algunos países asiáticos han alcanzado niveles excesivos? En tercer lugar, ¿en qué medida están tomando lugar los cambios en la composición monetaria de las reservas? Como el manejo de la reserva de los países asiáticos y las políticas del tipo de cambio se han convertido en un tema central en el debate sobre el proceso de ajuste internacional, este estudio se enfoca consecuentemente en ellos. La suficiencia de reservas mundiales, que está estrechamente vinculada con el proceso de asignación de los DEG, dejó de ser un problema hace algún tiempo y, por lo tanto, se discute sólo brevemente. Con respecto a la composición monetaria de las reservas, en la actualidad la información es aún insuficiente para llegar a una descripción integral. No obstante, el proceso de diversificación de las reservas requiere de seguimiento en razón de sus posibles consecuencias para el sistema monetario internacional.

II. Reservas internacionales mundiales

La gráfica I muestra la aceleración en el crecimiento

⁴ Para una discusión extensa del proceso de acumulación de reservas, ver BCE (2006).

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de J. O. de Beaufort Wijnholds (representante permanente del BCE en Washington, D. C.) y L. Søndergaard (Banco Mundial, Washington, D. C.), aparecido con el título *Reserve Accumulation: Objective or By-Product?*, Banco Central Europeo, Eurosistema, septiembre de 2007 (Occasional Paper Series, nº 73). Los autores agradecen los comentarios y asistencia recibida de J. J. Polak, Julie McKay, Nico Valckx y un árbitro anónimo. Los puntos de vista expresados en este estudio corresponden a los autores y no necesariamente reflejan los del BCE, del Eurosistema o del CEMLA. Los comentarios pueden enviarse a J. Onno de Beaufort Wijnholds (jwijnholds@imf.org).

¹ Este trabajo no pretende identificar la función objetivo de ciertos bancos centrales. Por lo tanto, la noción de *suficiencia versus excesivo* que se presenta en este documento son puramente evaluaciones de si la acumulación de reservas excede o no las estimaciones conservadoras de las reservas necesarias para propósitos de autoaseguramiento.

² La diferencia refleja la depreciación del dólar contra los DEG (una canasta que incluye: el dólar estadounidense, el euro, el yen y la libra esterlina).

³ Las tenencias de oro, que actualmente han disminuido, no se incluyen aquí. Ver el cuadro 1.

RECUADRO 1. ORO MONETARIO

El rol del oro en el sistema monetario internacional ha disminuido significativamente con el tiempo. Después del colapso del sistema de paridad de Bretton Woods, a raíz de la terminación de la conversión en oro de los dólares mantenidos oficialmente por los Estados Unidos, el metal apenas ha figurado en los debates sobre el sistema monetario internacional. Por ejemplo, mientras el Informe Anual de 1970 del Fondo Monetario Internacional (FMI) dedicó 11 páginas al oro, en los últimos años, las referencias al oro monetario se han limitado a los montos mencionados en las tablas. Así, a pesar del proceso de desmonetización del oro, los bancos centrales siguen manteniendo oro como parte de sus reservas externas, especialmente en los países industrializados. Las tenencias de oro pueden constituir una parte significativa de la riqueza nacional de un país y puede considerarse como una reserva estratégica que también puede utilizarse en circunstancias extremas.

Sin embargo, el uso del oro para solucionar los déficit de balanza de pagos cesó hace algunos años.

El FMI también tiene una importante cantidad de oro en sus libros, lo que representa un valor de mercado de USD 53 mil millones a finales del 2005. Según las normas originales del FMI, que se modificaron en los setentas, los Estados miembros tenían que pagar el 25% de su suscripción en oro, que sigue siendo un valor de 35 DEG por onza, mientras que el precio de mercado es un múltiplo de eso.

ORO MONETARIO MUNDIAL^a

Países Industriales	371	Países en Desarrollo	81
Zona Euro (incl. BCE)	192	China	10
Estados Unidos	134	Rusia	7
Suiza	21	Indonesia	6
Japón	13	Venezuela	6
Reino Unido	5		

^a A tasas de mercado en USD, a finales de 2005.

Después de que el precio oficial del oro de USD 35 por onza fue abandonado, el precio de mercado, al mismo tiempo que mostraba una considerable volatilidad, aumentó a través del tiempo hasta alcanzar USD 513 a finales del 2005, con incrementos adicionales en el 2006.

Las ventas de oro por parte de los bancos centrales se han convertido en una característica habitual en el mercado. Si bien el acervo físico de oro en poder de los bancos centrales se mantuvo prácticamente sin cambios durante los años setentas y ochentas, entre 1990 y finales del 2005 se redujo en un 23%.

Mientras el oro siga constituyendo una parte significativa de las reservas internacionales de varios países, el método de cálculo de las tenencias de reservas mundiales es incluir sólo las tenencias de divisas oficiales, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI.

de las reservas internacionales a partir de 1995, el cual ha sido más marcado en los PME que en los países industrializados. En general, la razón reservas mundiales sobre importaciones, que sólo creció gradualmente entre 1980 y 1995, se ha incrementado desde entonces.

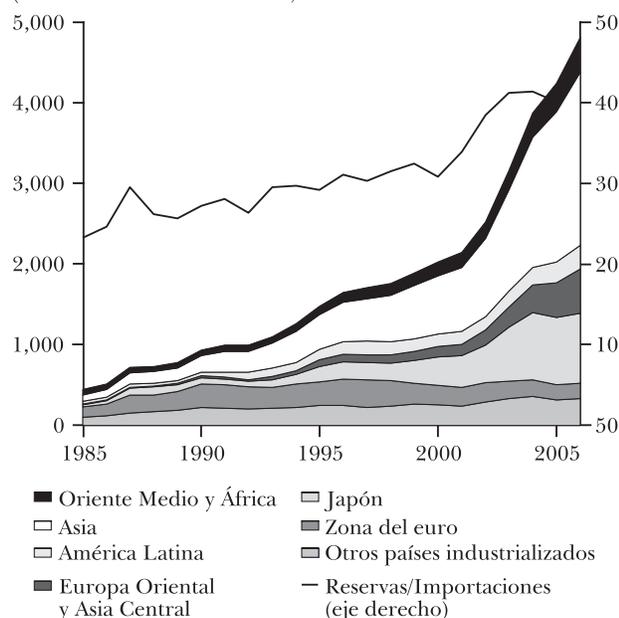
Con el enorme aumento en las reservas internacionales, también en términos relativos, las preocupaciones expresadas en las décadas anteriores acerca de la suficiencia de reservas mundiales, que condujeron a la introducción de los DEG a finales de los años sesentas, han desaparecido totalmente. De hecho, en general, se ha reconocido desde hace bastante tiempo que la oferta de las reservas internacionales se ha convertido en gran medida en determinada por la demanda, muchos países pueden

tener acceso a los mercados financieros internacionales para aumentar sus reservas si lo desean, y dado eso, no existen más las asignaciones de DEG.⁵ Hoy en día, sólo los países con limitado o ningún acceso a los mercados financieros internacionales, pueden requerir el uso de superávit en cuenta corriente para aumentar sus reservas, suponiendo una insuficiente inversión extranjera directa (IED) y flujos de ayuda oficial para dicho

⁵ Según la cuarta enmienda a los artículos del Convenio Constitutivo del FMI, tendría lugar, por una única vez, una asignación especial de DEG equivalente a DEG 21.4 mil millones. Sin embargo, esta enmienda no ha sido ratificada por suficientes países miembros (Estados Unidos es el país más importante pendiente de ratificar), y es poco probable que se haga efectiva.

propósito.⁶ Estos países tienden a estar en la categoría de ingresos bajos, donde la necesidad de mantener reservas es relativamente pequeña y la gran preocupación es la disponibilidad de recursos concesionales a largo plazo o donaciones para financiar el proceso de desarrollo. La mayoría de los otros países pueden solicitar préstamos en los mercados financieros internacionales a un costo relativamente modesto para complementar sus reservas cuando les sea necesario. Este costo consiste en la diferencia entre la tasa de interés a la cual ellos son capaces de pedir en préstamo y el rendimiento a obtenerse de sus tenencias de reservas. Para los países industrializados, cuyas monedas tienden a flotar más o menos libremente, y que son mucho menos vulnerables a las crisis financieras que los PME, el nivel de reservas tiende a ser un tema de poca importancia. Es sorprendente ver que estos países se sienten capaces de hacer frente a tenencias de reservas oficiales relativamente modestas. En el caso de Canadá, por ejemplo, la razón reservas sobre importaciones se situó en tan sólo un 10% a finales de 2005, en comparación con más del 40% a nivel mundial (ver la gráfica I).

GRÁFICA I. RESERVAS DE DIVISAS MUNDIALES, 1985-2005
(en miles de millones de USD)



FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

NOTA: Las cifras del 2006 se refieren a septiembre de ese año.

Aunque puede concluirse, por lo tanto, que no existe, y no ha habido durante mucho tiempo, una escasez mundial de reservas internacionales, los

⁶ El único argumento restante para una asignación de DEG parece ser que esto permitiría a los países de ingresos bajos adquirir reservas libre de costo; ver Clark y Polak (2004).

acontecimientos en los últimos años han planteado la pregunta de si puede ser un exceso de reservas.⁷ Analizando los indicadores como la razón reservas sobre importaciones, puede darse en realidad un caso que considere el nivel global actual de las reservas que sea (significativamente) más que adecuado. Una pregunta siguiente es, si esta sobreabundancia puede provocar daños a la economía mundial.

Existen diferentes puntos de vista sobre el grado al cual el exceso de reservas puede tener consecuencias negativas. Una preocupación es que el monto excesivo de reservas representa la liquidez global excesiva que puede resultar en un aumento de la inflación global. El mecanismo que podría conducir a presiones inflacionarias es la creación de dinero doméstico (base) como resultado de las compras oficiales de divisas en el mercado. Debido a que gran parte de la acumulación de reservas está concentrada en un número limitado de países, y dado que los bancos centrales interesados tienden a esterilizar (parte) el aumento de la base monetaria, la probabilidad de un impacto inflacionario significativo a una escala mundial parece limitada. A nivel del país individual, sin embargo, esto puede no ser el caso. Esta preocupación será explorada más adelante en las secciones V y VI.

Si bien la acumulación extraordinaria reciente de reservas no puede provocar directamente desafíos de política para la economía mundial, algunos observadores están preocupados de que la acumulación pudo reflejar el hecho de que un proceso de ajuste importante y necesario está siendo frustrado. En realidad, un factor principal detrás del crecimiento en las reservas mundiales son las intervenciones de los bancos centrales asiáticos con el objetivo de prevenir la apreciación (fuerte) de sus monedas respecto al dólar estadounidense, el cual de otro modo ha restringido la habilidad de los Estados Unidos de atraer el financiamiento oficial externo de sus grandes y crecientes déficit fiscal y de cuenta corriente. Mediante el impedimento de la apreciación de sus monedas vis a vis el dólar, algunas veces conduciendo a una depreciación de sus monedas en términos efectivos, los países asiáticos emergentes han impulsado el crecimiento liderado por las exportaciones. Al mismo tiempo, dichas intervenciones previenen que los tipos de cambio, en muchos de estos países, sirvan como

⁷ El Convenio Constitutivo del FMI prevé la posibilidad de cancelar los DEG ante un exceso de reservas. Dada la pequeña fracción (menos del 1%) en que los DEG se constituyen en reservas totales, la cancelación no haría prácticamente diferencia alguna a nivel global, pero ciertamente dañaría aquellos países que han usado parte de sus asignaciones, debido a que tienen que devolver su participación.

una herramienta de ajuste que pueda ayudar a aliviar el sobrecalentamiento de las reservas y la perspectiva de un crecimiento fuerte y adicional en ellas, las autoridades monetarias asiáticas pueden tarde o temprano juzgar que los beneficios de mantener los tipos de cambio subvaluados son superados por los costos ascendentes de mantener las reservas.

III. Nivel adecuado de reservas en las economías emergentes

En la actual coyuntura, por lo tanto, puede ser más significativo analizar la suficiencia de reservas de los países individuales en conjunto con sus políticas de tipo de cambio. Dado que, como ya se anotó, los países industrializados generalmente no enfrentan preocupaciones acerca de las reservas inadecuadas⁸, en tanto que los países de bajos ingresos principalmente tienen una necesidad de donaciones o recursos financieros altamente concesionales para propósitos de inversión en lugar de mantener reservas⁹, esta sección más bien se enfoca en los PME para las cuales la pregunta de la suficiencia de reservas resulta altamente relevante.¹⁰

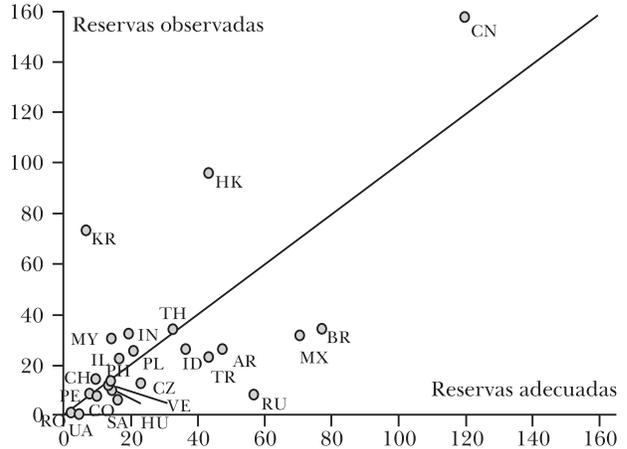
A raíz de las crisis financieras asiática y rusa, de 1997 y 1998, ha surgido el interés de evaluar lo que constituye un nivel de reservas adecuado para los PME. Entre varias contribuciones a la literatura, De Beaufort Wijnholds y Kapteyn (2001) desarrollaron una regla discrecional para evaluar la suficiencia de reservas en los PME (ver recuadro 2). Esta medida muestra que para varias PME, las reservas fueron inadecuadas a finales de 1999 (ver gráfica II). En retrospectiva, puede concluirse que el bajo nivel de reservas en Argentina y Turquía contribuyó de modo importante a las crisis financieras que experimentaron en el 2001 y 2002. Inicialmente Brasil, que perdió gran parte de sus reservas en 1998, y Rusia, que mantuvo reservas casi modestas, fueron incapaces de mantener sus tipos de cambio fijos. Rusia incumplió parte de su deuda en 1998, provocando tensiones severas en los

⁸ Ellos tienden a intervenir poco o nada en el mercado de divisas y pueden movilizar financiamiento privado a corto plazo en caso de una crisis repentina.

⁹ Puesto de manera diferente, los costos de oportunidad de mantener reservas en países de ingresos bajos son relativamente altos.

¹⁰ Japón ha acumulado reservas gigantes (alrededor de USD 840 mil millones a finales del 2005 o el equivalente a 217% de sus importaciones), y sus políticas parecen ser más bien similares a aquellas de algunos países asiáticos emergentes, aunque en años recientes ha renunciado a la intervención en el mercado de divisas.

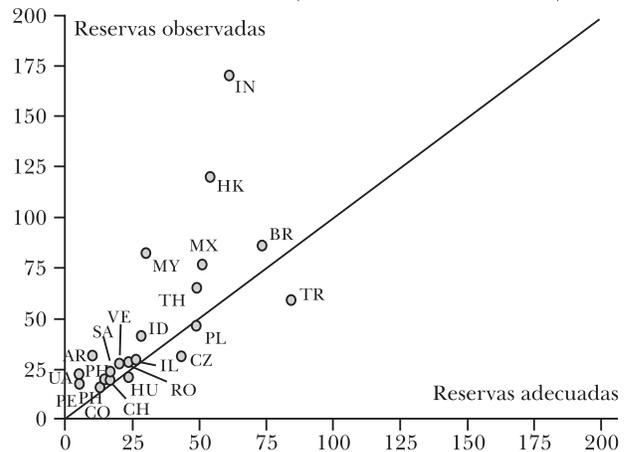
GRÁFICA II. RESERVAS ESTIMADAS ADECUADAS Y OBSERVADAS, A FINALES DE 1999 (en miles de millones de USD)



NOTA: Países por encima de la diagonal tienen reservas adecuadas.

mercados financieros internacionales. De manera similar Rumania y Ucrania, que mantenían reservas muy modestas a finales de los noventa, experimentaron grandes dificultades financieras, con Ucrania teniendo que reestructurar su deuda externa, y Rumania escapó muy de cerca de hacerlo. Al mismo tiempo, Sudáfrica, que tuvo reservas mucho más pequeñas que las indicadas por el marco de referencia usado en la gráfica II, pero como estuvo operando con un tipo de cambio flotante, fue capaz de evitar un mayor trastorno financiero. En los últimos años, sin embargo, el Banco de Reserva de Sudáfrica, que en un momento tuvo reservas netas negativas en alrededor de USD 25 mil millones a cuenta de una gran posición *forward* abierta, empezó a acumular reservas (brutas) más allá del nivel de finales de 1999,

GRÁFICA III. RESERVAS ESTIMADAS ADECUADAS Y OBSERVADAS, A FINALES DE 2006 (en miles de millones de USD)



NOTA: Países por encima de la diagonal tienen reservas adecuadas. En la gráfica no se muestran, por razones de dimensión, los datos de China, Hong Kong SAR., Corea del Sur y Rusia (ver las cifras en el Anexo 1).

RECUADRO 2. MÉTODOS PARA EVALUAR LA SUFICIENCIA DE RESERVAS

El método desarrollado por De Beaufort Wijnholds y Kapteyn (2001) es el que se aplica aquí para evaluar la suficiencia de reservas de divisas oficiales.

A través del reconocimiento de la brecha entre las contribuciones teóricas en el campo de la evaluación de la suficiencia de reservas y la necesidad operativa de los formuladores de política de disponer de algún marco de referencia contra el cual evaluar su nivel de reservas, De Beaufort Wijnholds y Kapteyn combinan un número de indicadores de vulnerabilidad usados comúnmente para formular la siguiente regla discrecional: el nivel de reservas de un país debe al menos cubrir su deuda externa de corto plazo, y una fracción del dinero ampliado, determinado por el régimen del tipo de cambio y el riesgo país percibido.

Específicamente, ellos argumentan que, además de cubrir la deuda externa de corto plazo, el drenaje externo, los países con regímenes de tipo de cambio *intermedio*, tales como flotaciones administradas, deben también mantener reservas para cubrir el 10-20% del dinero ampliado como un amortiguador contra un posible drenaje interno de capital. Para países con regímenes de tipo de cambio flotante, la fracción del dinero ampliado a ser cubierta por las reservas es la mitad de éste. Estas relaciones están ampliamente basadas en cálculos que involucran errores y omisiones en las estadísticas de balanza de pagos como una variable *proxy* para la fuga de capitales. En reconocimiento del hecho de que no todos los países son igualmente susceptibles al riesgo de fuga de capitales, los ámbitos 5-10% y 10-20% se ajustan por un índice de riesgo país, que considera 77 indicadores diferentes que van desde la política monetaria y fiscal a la estabilidad política. Un nivel adecuado de reservas de un país con alto riesgo es por lo tanto mayor que el de un país de bajo riesgo, manteniendo constantes todos los otros factores.

La fórmula puede escribirse como: $R^* = E + a M.C$; con R^* denotando las reservas adecuadas, E deuda externa de corto plazo por vencimiento residual, a constituye una fracción que depende del régimen de tipo de cambio (0.05 a 0.1 para regímenes flotantes y 0.1 a 0.2 para regímenes intermedios), M se establece para el dinero ampliado, y C denota un índice de riesgo país.

Este método ha sido regularmente referido en la literatura y es usado extensamente en Bird y Rajan (2003). También ha sido aplicado por el personal del FMI en la sección de Suficiencia de Reservas en México en su artículo IV del Informe Consultivo sobre México para el 2003, y por la Oficina de Evaluación Independiente del FMI en su evaluación del apoyo del FMI a Jordania (2006a). El método también figura en el informe del Banco Central de Venezuela (2003) sobre la suficiencia de reservas.

Otros enfoques más sofisticados para la evaluación de la suficiencia de reservas o reservas óptimas, es decir tomando en cuenta los costos de mantener reservas, también ha sido desarrollado. Por ejemplo, el Banco de la República, Colombia (2003) ha utilizado la siguiente fórmula: $C = p C_0 + (1 - p) R.r$; donde C_0 denota el costo de una crisis externa causada por una falta de reservas internacionales como porcentaje del PIB, p es la probabilidad de una crisis externa, R determina el nivel de reservas, y r denota el costo de oportunidad de mantener un dólar en reserva. La principal desventaja de este enfoque, sin embargo, es la dificultad de estimar la probabilidad de una crisis. El rango de probabilidades plausibles pudo ser tan grande como para reproducir el resultado de un valor teórico más que pequeño.

Jeanne y Ranciere (2006), desde el FMI, han presentado un modelo sofisticado del nivel óptimo de reservas para economías emergentes pero, como los mismos autores lo reconocen, todavía existe un número de problemas que requieren ser resueltos antes de que su enfoque pueda ser totalmente operativo. También enfatizan que es extremadamente difícil estimar la causalidad desde el nivel de reservas hasta la probabilidad de una crisis.

Este estudio designa niveles acumulados por encima de los niveles de suficiencia estimados como *excesivos*. Naturalmente, los banqueros centrales pueden tener funciones objetivo que pueden conducirlos a estar en desacuerdo con lo que se ha denominado *acumuladores excesivos*. Por ejemplo, un banco central particular puede tener una función objetivo que exhiba aversión extrema al riesgo, conduciéndolo a acumular reservas más allá de lo que otro banco central menos averso al riesgo lo haría. Sin embargo, las funciones objetivo específicas de los banqueros centrales son no observables, y el énfasis del enfoque usado en este estudio es operativo. Así, el criterio de *suficiencia* listado anteriormente puede ser pensado como el resultado de niveles de reservas consistentes con un *típico* apetito por el riesgo de un banquero central.

después de haber eliminado su asiento *forward* abierto.

Las tenencias de reservas a finales del 2006, ofrecen un contraste sorprendente con aquellas de los siete años iniciales para la mayoría de los PME, como lo ilustra la gráfica III. En realidad, este desarrollo ha impulsado la pregunta de si no ha existido acumulación de reservas excesiva en varios países, y si la acumulación más allá de un cierto punto no sería prudente (ver Bird y Rajan, 2003).

En varios países (en su mayoría asiáticos), las reservas son ahora un múltiplo de lo que eran en 1999. Las tenencias de divisas de China han aumentado por encima de USD 1 billón, un múltiplo de su nivel de reserva adecuado estimado (no mostrado en los gráficos puesto que su posición está “fuera de los gráficos”; sin embargo, ver el Anexo 1 para las estadísticas totales). Corea del Sur, quien al tiempo de la crisis financiera asiática mantuvo “solo” USD 30 mil millones (una porción de la cual no podía usarse libremente, además), ha amasado un múltiplo de este en los años siguientes,¹¹ mientras que India quintuplicó sus reservas en siete años, y Malasia a finales del 2006 tuvo más que el doble de sus reservas a partir de un nivel ya amplio en 1999. La acumulación de las reservas en otros países emergentes asiáticos fue considerablemente más pequeña, sin embargo, mientras que las reservas de Filipinas estuvieron en equilibrio inalteradas durante el período de siete años examinado aquí. De cualquier modo, el cambio más notable tuvo lugar en Rusia, donde claramente el nivel inadecuado de reservas brutas en 1999 de USD 8.5 mil millones, subrayando el hecho de que las reservas netas fueron negativas, ha alcanzado USD 300 mil millones a finales del 2006 (ver cuadro 4). Las reservas también han crecido rápidamente en los nuevos estados miembros de la Unión Europea, así como en los estados candidatos.

La diferencia entre las reservas internacionales brutas y netas es significativa para un buen número de países. Tomando en cuenta las obligaciones monetarias oficiales de un país, puede cambiar significativamente la evaluación de su posición de reserva, como lo ilustra el cuadro 1. Esto es, por ejemplo, muy claro en el caso de Turquía. Mientras sus reservas brutas se han incrementado y ahora no están muy lejos de su medida de suficiencia, sus reservas a finales del 2004¹² fueron

¹¹ Aizenman *et al.* (2004) encuentran que la crisis financiera asiática de 1997 y 1998 condujo a un cambio estructural en la acumulación de reservas en Corea del Sur, cuando las autoridades prestaron mayor atención a los flujos de capital de corto plazo.

¹² Las reservas netas se definen como las reservas brutas menos las obligaciones externas de corto plazo. A partir de ma-

negativas sobre una base neta. Adicional a un monto muy grande de crédito pendiente de pago al FMI (USD 22 mil millones a finales de 2004), el Banco Central de Turquía había acumulado obligaciones externas por USD 18 mil millones a cuenta de los denominados depósitos Dresdner (cuentas especiales en moneda extranjera de nacionales turcos que viven en el extranjero y que son mantenidas con el Banco Central de Turquía).¹³ Puede preguntarse si estos depósitos mantenidos por individuos privados, los cuales pueden ser retirados a corto plazo, deberían ser incluidos en su totalidad en las estadísticas de las reservas de Turquía, puesto que no son totalmente libres de gravámenes.

En América Latina surge una situación combinada. Mientras varios países, especialmente los dos exportadores de petróleo, México y Venezuela, aumentaron sus reservas y alcanzaron niveles seguros, otros todavía estuvieron enfrentando una intermediación fuerte de divisas a finales del 2004, particularmente en una base neta (ver cuadro 1).¹⁴ Las reservas netas de Brasil aumentaron difícilmente entre 1999 y 2004 a pesar de la considerable acumulación de las reservas brutas. En el 2005, sin embargo, entradas fuertes y adicionales de divisas condujeron a las autoridades a anunciar que debían devolver la totalidad de los USD 15.5 mil millones adeudados al FMI. Después de este repago, las reservas netas se establecieron en USD 51.4 mil millones a finales del 2005 y en USD 69.8 mil millones un año más tarde. En cuanto a la Argentina, que ya se ha enfrentado con reservas inadecuadas antes de la crisis devastadora de 2001, las pérdidas de las reservas sufridas en una defensa inefectiva de la junta monetaria ha dejado al país

yo del 2000, los países que se suscribieron a Normas Especiales para la Divulgación de Datos del FMI (NEDD) han sido requeridos para que proporcionen información detallada sobre sus reservas internacionales y sus posiciones de liquidez externa, lo cual hace más fácil evaluar la adecuación de las reservas y los drenajes a corto plazo que está enfrentando el país. Esto refleja la creciente conciencia de que los mercados (deben tener) tienen preocupación acerca de las reservas netas, en lugar de las brutas. La nueva plantilla NEDD pide información sobre las reservas internacionales brutas así como los DEG, más las posiciones del FMI, otros activos en moneda extranjera, predeterminados drenajes de corto plazo sobre los activos en moneda extranjera, y drenajes contingentes a corto plazo sobre los activos en moneda extranjera. Sin embargo, aún sin dicha información detallada, es posible calcular una medida aproximada de las reservas internacionales netas usando datos que se ya encuentran disponibles en las Estadísticas Financieras Internacionales (EFI).

¹³ Estos depósitos eran recolectados principalmente vía el Banco Dresdner, de ahí su denominación *Depósitos Dresdner*.

¹⁴ Como lo anotaron funcionarios del FMI en el *World Economic Outlook* de abril de 2005, tanto Brasil como Argentina requieren fortalecer sus reservas.

Cuadro 1

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y NETAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES, 1999-2006

(En miles de millones de USD)

	1999		2004		2006	
	Brutas	Netas ^a	Brutas	Netas ^a	Brutas	Netas ^a
Argentina	26.3	21.8	18.9	4.7	27.0	27.0
Brasil	34.8	20.7	52.7	23.4	73.1	69.8
Chile	14.6	14.1	16.0	15.7	17.5	17.2
China	157.7	152.9	614.5	607.7	990.5	978.6
Colombia	8.0	7.8	13.4	13.3	14.9	14.8
Corea del Sur	74.0	67.6	199.0	179.1	225.6 ^d	208.2 ^d
Filipinas	13.3	13.3	13.1	13.1	18.8	18.8
Hong Kong SAR	96.2	96.2	123.5	123.5	130.2	130.2
Hungría	11.0	10.4	15.9	15.6	20.9	20.5
India	32.7	32.6	126.6	126.6	159.1	159.1
Indonesia	26.4	12.6	35.0	23.3	40.7	39.9
Israel	22.6	22.6	27.1	27.1	27.8	27.8
Malasia	30.6	30.6	65.9	62.9	79.2	74.9
México	31.8	26.9	64.1	64.0	83.4	83.2
Perú	8.7	7.3	12.2	11.1	14.6	13.6
Polonia	26.4	24.4	35.3	35.2	46.7	n.a.
República Checa	12.8	12.0	28.3	27.2	30.5	26.6
Rumania	1.5	0.7	14.6	13.7	23.7	23.1
Rusia	8.5	-7.3	120.8	113.1	258.7	255.7
Sudáfrica ^b	6.4	3.1	13.1	9.3	22.2	19.1
Tailandia	34.1	21.2	48.7	47.6	60.0	53.5
Turquía	23.3	11.2	35.7	-11.5 ^c	58.6 ^e	29.6 ^e
Ucrania	1.0	-1.9	9.3	7.4	18.8	17.8
Venezuela	12.3	11.3	18.4	18.0	27.2 ^e	27.0 ^e

FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

^a Reservas brutas menos obligaciones monetarias consistentes principalmente de créditos del FMI, excepto para Turquía (ver el texto). ^b No incluye grandes ventas *forward* pendientes de divisas, las cuales alcanzaron un máximo de USD 25 mil millones de acuerdo a comunicados de prensa, pero han sido extinguidas en el 2004. ^c El valor de obligación monetaria más reciente es de 2005. ^d Valor más reciente de junio 2006. ^e Valor más reciente de septiembre 2006.

con reservas demasiado bajas a finales del 2004, ciertamente sobre una base neta, como se muestra en la cuadro 1, a pesar de haber adoptado un tipo de cambio flotante. Aquí también, la acumulación de las reservas tuvo lugar durante el 2005 y 2006, seguida de una decisión de devolver la totalidad al FMI (USD 9.5 mil millones), y a finales del 2006 las reservas netas se establecieron en USD 27 mil millones.

Los países exportadores de petróleo del Oriente Medio no se muestran en las gráficas II y III, ya que la acumulación de las reservas oficiales en esta región ha sido muy modesta comparada con la de los países no industriales (véase el recuadro 3 para una mayor explicación de este notable desarrollo).

IV. Acontecimientos recientes en el manejo de las reservas y las políticas del tipo de cambio

Una pregunta clave para los formuladores de política es entender las razones detrás de la acumulación masiva de las reservas en los últimos años, así como los desarrollos divergentes en los países individuales en el manejo de sus reservas.

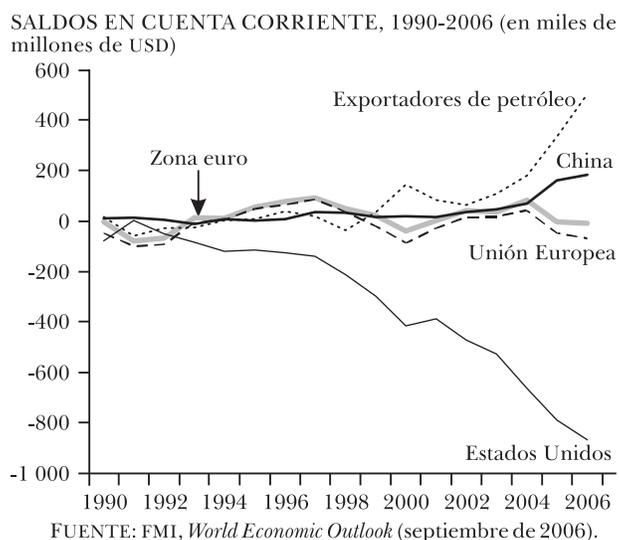
En retrospectiva, resulta claro que muchas PME, así como organizaciones financieras internacionales, prestaron insuficiente atención a la suficiencia de reservas antes de los años de las crisis de 1995 a 1999. Después de varias crisis financieras que afectaron a México, el Este de Asia, Rusia y Brasil durante este período, el comportamiento de muchas PME cambió, a menudo dramáticamente. Las reservas

aumentaron generalmente, en varios casos (especialmente en Asia) mucho más rápidamente que antes. Pocas PME, sin embargo, experimentaron una crisis severa en el nuevo siglo de modo que

perdieron montos significativos de reservas, Argentina y Turquía siendo los principales ejemplos. Eventualmente el FMI, junto con las autoridades monetarias nacionales, empezó a prestar más

RECUADRO 3. LOS PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO

Como resultado de los grandes aumentos en los precios de energía en los últimos años, los países exportadores de petróleo han experimentado un salto enorme en su posición externa. La principal contraparte del déficit de los Estados Unidos en cuenta corriente de la balanza de pagos no es ya un superávit de los países asiáticos emergentes, pero sí el de los principales países exportadores de petróleo.



Mientras los superávit en cuenta corriente de los países asiáticos y de América Latina, algunas veces aumentados por los flujos de capital netos, se reflejan en su mayoría en grandes incrementos en sus reservas oficiales, la situación es más bien diferente para varios e importantes países exportadores de petróleo. Sus grandes superávit externos solo se han reflejado, generalmente, en un grado limitado en sus tenencias de divisas oficiales. Existen dos razones principales para este desarrollo. Primero, estos exportadores de petróleo han canalizado una porción sustancial de sus ingresos en moneda extranjera a fondos de propiedad estatal [véase BCE (2006), pp. 27-28]. Estos pueden tomar la forma de fondos de estabilización, de ahorros o patrimoniales. Los activos de dichos fondos, que generalmente son de naturaleza menos líquida y por lo tanto no tienen la característica de reservas internacionales, es decir, son utilizables a corto plazo sin pérdidas de capital significativas. No se contabilizan como parte de las reservas internacionales. Segundo, los activos colocados en centros financieros *offshore* a menudo no son reconocidos o informados como pertenecientes a las autoridades monetarias. Esto conlleva una subestimación de las tenencias de reservas de los países exportadores de petróleo en particular.

Un buen ejemplo de la diferencia entre superávit de cuenta corriente y el aumento en las reservas oficiales es proporcionado por Arabia Saudita (cifras en miles de millones de USD):

	2003	2004	2005	2006
Superávit en cuenta corriente	28	52	91	120 ^a
Aumento en reservas	2.0	4.7	-0.8	1.0

FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

^a Estimado a septiembre de 2006 (WEO).

atención a la necesidad de tener en orden las reservas adecuadas.¹⁵

La gran acumulación de las reservas en los últimos años plantea dos preguntas: primero, ¿a través de qué canales los países han aumentado sus reservas? Esto es, ¿la acumulación ocurre como un resultado de los superávits de cuenta corriente o de capital, o una combinación de ambos? Segundo, ¿cuál fue el motivo detrás de la acumulación? En los países que estaban acumulando por motivos de precaución, ¿fue un subproducto de su elección del régimen del tipo de cambio, o pueden los acontecimientos recientes ser atribuidos a otros motivos? Una descripción de los canales de acumulación se encuentra en el Anexo 2. La identificación de los motivos detrás de estas acumulaciones es más complicada e involucra un elemento de juicio. Por ejemplo, la determinación de cuando un banco central se mueve desde la acumulación de las reservas basada en consideraciones de precaución hacia permitir una acumulación en las reservas como un subproducto para mantener un tipo de cambio subvaluado no es muy clara. La estimación de un valor de equilibrio de un tipo de cambio y el pronóstico de los tipos de cambio son ejercicios complicados que resultan en una incertidumbre significativa desde la perspectiva del formulador de política. Así, mientras las autoridades monetarias en varios países asiáticos parecen conocer que sus monedas son o han sido subvaluadas, no resulta claro cuando alcanzan esta conclusión. Además, dada la incertidumbre alrededor de las predicciones, pueden no desear excluir la posibilidad de que los mercados dejen de ver sus tipos de cambio como subvaluados en un futuro cercano.

A pesar de las dificultades en la identificación de los motivos exactos que están detrás de la acumulación de las reservas (ver recuadro 4 para una visión de los motivos para mantener las reservas), puede argumentarse que existen dos explicaciones principales, y una secundaria, para el aumento fuerte y reciente en las reservas entre la mayoría de los PME: autoaseguramiento contra crisis futuras por un lado, e intentos de influir en el tipo de cambio (algunas veces referido como manipulación) por el otro (ver sección V). En general, aunque

¹⁵ Los programas del FMI tienden a contener como un criterio de desempeño un piso para las reservas internacionales netas. Sin embargo, hasta hace varios años atrás, en las consultas del Artículo IV, los funcionarios del Fondo tendieron a prestar poca atención a la suficiencia de las reservas. Esto ha cambiado significativamente desde entonces, en especial para varios países de América Latina en los cuales los funcionarios del FMI tienen ahora que examinar la posición de reservas con considerable profundidad.

sea de importancia secundaria en la explicación de la gran acumulación de reservas en muchas PME, no se debe pasar por alto que el subdesarrollo de los sistemas financieros domésticos en la mayoría de estos países puede ser un factor contribuyente significativo en el proceso de acumulación de las reservas. Dado que varias PME no tienen suficientes y atractivos instrumentos financieros domésticos líquidos y a menudo todavía mantienen (varios) controles de capital, tienden a canalizar los superávits de fondos para inversión en el exterior a través del sector oficial.

Como se mencionó anteriormente, la identificación de los países que deliberadamente mantienen tipos de cambio subvaluados no está bien definida.¹⁶ Sin embargo, dado el rápido aumento de las reservas denominadas en dólares en Asia, especialmente a partir del 2003, combinado con el poco o ningún movimiento en el tipo de cambio de las monedas locales vis a vis con el dólar estadounidense, resulta claro que las autoridades están interviniendo, a menudo masivamente, en el mercado, y que sus intervenciones son de un solo lado.

Los países que buscan el autoaseguramiento a través de la acumulación de las reservas se encuentran principalmente en América Latina, así como en algún grado en Europa Central y del Este. En tanto los países asiáticos inicialmente compartieron esta motivación después de las crisis financieras de 1997 y 1998 en sus regiones, varios de ellos están ahora claramente involucrados en intervenciones a gran escala del tipo de cambio con la finalidad de mantener sus tipos de cambio en niveles (muy) competitivos.

Un buen ejemplo de autoaseguramiento es proporcionado por México,¹⁷ quien ha sufrido una serie de crisis financieras alrededor del período de las elecciones presidenciales. Basado en un análisis interno sólido, el Banco de México¹⁸ desarrolló una política de acumulación gradual de reservas. Este enfoque también fue tomado como respuesta a una experiencia inicial insatisfactoria con las líneas de crédito de contingencia proporcionadas por los bancos comerciales internacionales: cuando

¹⁶ Frankel (2004) argumenta que “los alegatos de ‘manipulación del tipo de cambio ilegal’ son inapropiados” dado que cualquier país es libre de escoger el fijar su moneda si lo desea. Por el otro lado, Goldstein (2004) establece que China está manipulando su tipo de cambio en incumplimiento con el Artículo IV del Convenio Constitutivo. Bergsten (2005) señala el mismo punto, y apoya el envío de un equipo especial del FMI a dichos países y, si es necesario, “nombrarlos y avergonzarlos”.

¹⁷ En Argentina, tras el severo agotamiento de sus reservas durante la crisis del 2001 y 2002 y el pago anticipado del crédito pendiente al FMI en el 2005, la acumulación de reservas es designada como una política estatal, ver Redrado (2006).

¹⁸ Ver, por ejemplo, Guzmán y Padilla (2004).

RECUADRO 4. MOTIVOS PARA MANTENER RESERVAS

Las reservas internacionales se mantienen por una variedad de razones. Con los regímenes de tipo de cambio fijo, prevalecientes durante parte del siglo veinte, las reservas fueron necesarias para defender el tipo de cambio cuando la moneda nacional estuviese bajo presión. Aparte de esta necesidad de intervención, los países también buscaron mantener activos de reserva de amortiguamiento para hacerle frente a contingencias; esta consideración también es conocida como “fondos de guerra”. Algunas veces se hace una distinción entre estas explicaciones y las reservas que se mantienen por razones confidenciales. (Esta distinción fue ya realizada por Keynes en *A Treatise on Money*, en 1930.)

Con los regímenes de tipo de cambio flotantes adoptados por la mayoría de países industrializados después de 1973, no existe en principio la necesidad de mantener reservas para propósitos de intervención si la flotación es totalmente libre. En la práctica, sin embargo, los países industrializados han continuado manteniendo reservas y algunas veces las han aumentado, de modo que les permita intervenir en los mercados de divisas para evitar condiciones desordenadas del tipo de cambio, o, en algunos casos, manejar el tipo de cambio más activamente. En los PME que se han movido a un régimen de flotación, el tipo de cambio ha tendido a estar manejado activamente. Además, en la medida en que se procedió con la liberalización del movimiento de capitales, muchos países sintieron la necesidad de aumentar su acervo contingente de moneda extranjera para atender más activamente *para-das repentinas* de los flujos de capital.

La noción de autoaseguramiento contra acontecimientos adversos en su posición externa condujo a muchos países a fortalecer sus reservas en consecuencia de las principales crisis financieras que ocurrieron a finales de los noventas e inicios de la primera década de los años dos mil. Parte de esta motivación parece ser el deseo de reducir la probabilidad de estos países de tener que aplicar a créditos del FMI y de estar sujetos a sus condiciones de política. Este motivo es a veces referido como la necesidad de obtener *independencia financiera*. Otros motivos que han sido llevados adelante son el deseo de reducir el riesgo país percibido por los mercados financieros y las agencias calificadoras, y como un corolario, una reducción en los costos del endeudamiento. Esta última consideración es básicamente un elemento del deseo de ganar confianza.

La gran acumulación de reservas por muchos PME, especialmente en Asia, se considera a menudo como el principal resultado de las políticas domésticas perseguidas por estos países. Alternativamente, esta tendencia puede también ser vista como una consecuencia directa de la globalización (véase BCE, 2006, p. 7).

México necesitó utilizarlas en tiempos de dificultad, los bancos estuvieron menos predispuestos a otorgarlas.¹⁹ Consecuentemente, México contempló utilizar la facilidad de la Línea de Crédito Contingente del FMI (LCC), la cual fue creada en 1999 tras el severo nerviosismo en los mercados financieros internacionales provocado por la crisis financiera de Rusia. Sin embargo, la LCC nunca fue usada, porque ningún país desea ser el primero en aplicarla y porque existen serios problemas de diseño asociados con la facilidad.²⁰

El autoaseguramiento también es una consideración para los nuevos estados miembro de la Unión Europea, con especial atención para el ingreso al Mecanismo de Tipo de Cambio II (ERM II), donde las presiones del tipo de cambio pueden ocurrir dentro de la banda de fluctuación acordada de $\pm 15\%$. Los nuevos estados miembro de la Unión Europea generalmente han acumulado

¹⁹ Esta y otras experiencias con las líneas de crédito contingentes del sector privado extendidas a los PME han conducido a una desaparición virtual de estas líneas como una manera de reducir la vulnerabilidad externa para estos países.

²⁰ La falta de una estrategia de salida apropiada fue particularmente criticada. La facilidad duró hasta finales del 2003.

niveles de reserva adecuados. Analizando más allá del Este, Rusia está ahora en una situación muy diferente a la de 1999. No necesita preocuparse más del autoaseguramiento, habiendo acumulado grandes reservas en años recientes, ayudadas por los superávits en cuenta corriente relacionados con la energía y una reducción significativa en la fuga de capitales. Las reservas de Rusia son ahora más altas que lo que sugieren los indicadores de suficiencia (ver Anexo 1), y su principal motivo para las acumulaciones recientes parece ser el subproducto de su deseo de mantener el tipo de cambio nominal sin apreciaciones demasiado fuertes. En este sentido, Rusia está desplegando una posición de política similar a la de las economías asiáticas emergentes.

Varias economías emergentes asiáticas han aumentado en los últimos años sus reservas a niveles más allá de lo se puede considerar como adecuado para propósitos de autoaseguramiento.²¹ La mayoría de estos países o territorios se sitúan en Asia del Este, e incluyen China, Hong Kong SAR, Taiwán

²¹ Para un tratamiento exhaustivo de la acumulación de reservas asiáticas, ver Genberg *et al.* (2005).

(Provincia de China), Singapur y Corea del Sur. De manera similar, las reservas en la India, Malasia y, en menor grado, Tailandia también han crecido ahora más allá de los niveles que pueden ser considerados adecuados. Japón, el único país totalmente industrializado en Asia, también ha experimentado una acumulación de reservas sustancialmente mayor que su probable necesidad de acervos contingentes en caso de crisis. Esto es un tanto diferente de lo que puede verse en otros países industrializados, donde las reservas han permanecido en niveles relativamente modestos, como se mencionó inicialmente. Las reservas de Japón, las cuales ascendieron de USD 287 mil millones en 1999 a alrededor de USD 840 mil millones a finales del 2005, han mostrado pocos cambios desde entonces, reflejando intervenciones masivas dirigidas a poner freno a la apreciación del yen. La principal consideración fue combatir la deflación y el crecimiento estancado a través del canal del fuerte crecimiento de las exportaciones. Puesto que la economía japonesa empezó a recuperarse alrededor de finales del 2004, posteriores intervenciones en el mercado de divisas ha estado ausentes.

Un interesante debate público ha existido en varios países de América Latina acerca de la suficiencia de sus reservas, principalmente originada a partir de la preocupación de que pueden volverse excesivas y que dichos recursos pueden ser mejor utilizados en otros propósitos (domésticos). Recientemente, se han publicado estudios entre los que se incluyen aquellos de los bancos centrales de Colombia y Venezuela.²² El personal del FMI también ha estado produciendo en forma creciente análisis acerca de la suficiencia de reservas en su trabajo en el ámbito de las consultas del Artículo IV con los PME. Los funcionarios del Fondo han producido adicionalmente un estudio sobre el manejo de la liquidez,²³ que también incluyó secciones de cómo enfocar la suficiencia de reservas. El informe resume el cambio que ha tenido lugar en la literatura de la suficiencia de reservas a partir de la crisis asiática. Mientras el enfoque tradicional fue tener reservas suficientes para cubrir parte de las importaciones anuales (la regla discrecional aplicada era que las reservas debían al menos cubrir tres meses de importaciones), las reservas ahora tienden a ser evaluadas contra varios indicadores diferentes, incluyendo la deuda externa de corto plazo, tasas de refinanciamiento de la deuda de

corto plazo, y oferta de dinero amplia. El informe concluye que se necesita realizar investigación adicional, especialmente en cuanto a la ponderación de los beneficios y costos de mantener las reservas (ver también recuadro 2).

V. El tipo de cambio asiático y las políticas de reservas

El tipo de cambio de los países asiáticos y las políticas de reservas se han convertido en un elemento crucial en el funcionamiento del sistema monetario internacional. Sea fijando sus monedas al dólar estadounidense o conduciendo una flotación manejada con exceso, varios de estos países juegan un papel importante en relación con los desequilibrios externos mundiales existentes. También se han vuelto un conducto significativo para financiar el gran déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos. El nivel alto de las reservas asiáticas y las preguntas acerca de la sostenibilidad de este, en razón de los riesgos y costos inherentes fueron señalados como un “asunto inminente” por el BCE en su *Boletín Mensual*, en enero de 2005.²⁴

Con el sistema Bretton Woods de tipos de cambio fijos pero ajustables, que se mantuvo desde 1945 y hasta inicios de los setentas, los países asiáticos mantuvieron un tipo de cambio fijo con el dólar. Después del cambio a la flotación en los países industrializados, Japón continuó interviniendo excesivamente de vez en cuando para influir en el valor del yen. Otros países asiáticos fijaron su moneda al dólar o a una canasta de monedas. Como los mercados de capitales internacionales se desarrollaron y los flujos de capital se volvieron más libres, la rigidez impuesta por los acuerdos de tipo de cambio fijo causó en forma creciente problemas en los países asiáticos emergentes, así como en otros PME. En los noventas, la serie de crisis financieras severas en los PME fueron estrechamente relacionadas con la inflexibilidad en sus tipos de cambio y la capacidad de sus autoridades para defenderlos. En muchos casos, especialmente en América Latina y Turquía, así como en Indonesia y Tailandia, la sobrevaluación del tipo de cambio fue la causa principal de la crisis. En otros casos, tales como Corea del Sur y Malasia, otros factores fueron más importantes.²⁵ Durante la crisis financiera asiática de 1997 y 1998, varios países fueron forzados a adoptar un régimen de tipo de cambio

²² Ver Banco de la República (2003) y Banco Central de Venezuela, (2004). En el último estudio, el enfoque de De Beaufort Wijnholds y Kapteyn es uno de los métodos aplicados.

²³ Manejo de Liquidez, *IMF Staff Memorandum*, SM/04/149.

²⁴ BCE (2005), “Financial Flows to Emerging Market Economies: Changing Patterns and Recent Developments”, *Boletín Mensual*, enero, p. 73.

²⁵ Ver De Beaufort Wijnholds (2003).

flotante. Sin embargo, generalmente escogieron manejar su flotación casi activamente a través de intervenciones en el mercado de divisas. China, por el otro lado, no fue seriamente afectada por la crisis financiera asiática, y continuó fijando el renminbi al dólar estadounidense. Varios países se resistieron activamente a lo que ellos consideraron una apreciación excesiva de sus monedas; en el caso de China, el tipo de cambio se ha movido muy poco en términos reales en los últimos años, conduciendo a lo que muchos observadores ven como una subvaluación sustancial de su moneda.²⁶ Durante el 2005, China poco a poco comenzó a introducir cierta flexibilidad en su régimen de tipo de cambio, pero continuó efectuando adiciones importantes a sus reservas. Después de largas discusiones internas sobre la mejor manera de manejar el gran y aún en crecimiento acervo de las reservas internacionales (Feng, 2007), China ha decidido recientemente establecer un fondo estatal con el propósito de invertir parte de sus reservas en activos menos líquidos y de mayor rendimiento. Esos fondos especiales de inversión pública, tradicionalmente limitados a los países con recursos no renovables (ver también el recuadro 3 sobre los países exportadores de petróleo), ya se han establecido en muchos países de Asia, además de China, así como en Rusia. El aumento de los fondos especiales de inversión pública a nivel mundial, se ha estimado que contabilizan entre USD 1,500 y 2,500 mil millones (a finales del 2006).²⁷ Si estos fondos fueran a crecer rápidamente en los países asiáticos, su acumulación de reservas podría reducirse notablemente.

No existe consenso sobre lo que significan estos acontecimientos para el funcionamiento del sistema monetario internacional. Una línea de pensamiento es que países como China están llevando a cabo políticas encaminadas a la consecución del crecimiento impulsado por las exportaciones a través de un tipo de cambio subvaluado.²⁸ Esto resulta en una acumulación de reservas a gran escala

²⁶ Los puntos de vista acerca del valor apropiado del renminbi varían ampliamente (ver Dunaway *et al.*, 2006). El alcance de esta subvaluación se estima que va desde *subvaluado no significativamente* a un 30% o más. En cuanto a varios países de mercados emergentes de Asia, debe mencionarse que sus monedas se han apreciado en forma significativa en los últimos años. Este es, especialmente, el caso de Corea del Sur, Tailandia e Indonesia, donde la cuenta corriente se ha deteriorado considerablemente.

²⁷ Ver Morgan Stanley Research y PIMCO.

²⁸ Esto a veces se refiere como mercantilismo; ver Aizenman y Lee (2006). Ver también FMI (2006b), que apela a China para que reequilibre su economía a fin de reducir su fuerte dependencia en el crecimiento impulsado por las exportaciones, que empezó a atraer la atención a partir de mediados del 2004.

y contribuye a los desequilibrios mundiales en las cuentas corrientes externas. Específicamente, se argumenta que las monedas asiáticas subvaluadas (frente al dólar estadounidense) están contribuyendo a la persistencia de los grandes déficit comerciales de los Estados Unidos, lo que desalienta la inversión en el sector comercial de los Estados Unidos, a costa de un sector transable de rápido crecimiento en Asia.²⁹ Existe una considerable preocupación de que esta tendencia, de continuar, pueda llevar a que sean adoptadas medidas proteccionistas en Estados Unidos y otros lugares. Como los grandes desequilibrios externos actuales no son sostenibles en el tiempo, de acuerdo con la mayoría de los observadores, y como la subvaluación del tipo de cambio y las grandes compras oficiales de dólar pueden provocar un sobrecalentamiento e inflación en los países que están aplicando estas políticas, el remedio es avanzar hacia una mayor flexibilidad en sus tipos de cambio.³⁰ En otras palabras, es deseable tanto desde un punto de vista global y como de los propios países permitir la apreciación de sus monedas. Este punto de vista es apoyado por los (principales) países industrializados, así como por el FMI.³¹ Mientras, tanto China y Malasia han empezado a permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio,³² existe un sentimiento generalizado de que serán necesarias medidas adicionales.

Según otra opinión, la posición política actual de los países emergentes asiáticos puede compararse con el funcionamiento del sistema Bretton Woods. Se establece un paralelo entre el comportamiento de los países europeos en el momento del sistema de la posguerra con las políticas asiáticas actuales acerca del tipo de cambio y las reservas. Dooley *et al.*,³³ argumentan que los países europeos estaban contentos bajo el sistema de Bretton Woods de acumular grandes cantidades de dólares estadounidenses como precio por mantener los tipos de cambio subvaluados, permitiéndoles gozar de un crecimiento impulsado por las

²⁹ Ver, por ejemplo, Dunaway *et al.* (2006) para una evaluación del tipo de cambio del renminbi.

³⁰ Goldstein y Lardy (2004) y, Roubini y Setser (2005), entre otros, proporcionan argumentos que sugieren que el costo de mantener un tipo de cambio fijo, especialmente para China, eventualmente se convertirá en inaceptablemente alto.

³¹ Ver comunicados recientes del Grupo de los Siete (G-7) y del Comité Monetario y Financiero Internacional (de la Junta de Gobernadores del FMI, IMFC).

³² En julio de 2005, las autoridades chinas anunciaron una revaluación de 2.1% del renminbi, y que su valor se fijará en lo sucesivo con referencia a una canasta de monedas. La composición de la canasta de referencia no se ha publicado, pero parece que se basa en la composición del comercio exterior de China.

³³ Ver Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2003, 2004 y 2005).

exportaciones.³⁴ Hoy en día, los países emergentes asiáticos están dispuestos a someterse a las desventajas de un tipo de cambio fijo, subvaluado, porque consideran que las ventajas que este brinda en términos de crecimiento económico y creación de empleo es mayor. Dooley *et al.* afirman que China tiene que crecer muy rápido, a fin de crear suficientes empleos para absorber a sus 200 millones de desempleados, o subempleados, rurales. Un tipo de cambio subvaluado permitirá que se creen suficientes puestos de trabajo, evitando así la agitación política. Al mismo tiempo, invirtiendo principalmente las reservas acumuladas en activos denominados en dólares, China contribuye a la financiación de los déficit externo y fiscal de Estados Unidos, y reduce el tono de las presiones proteccionistas estadounidenses. Según Dooley *et al.*, la realidad política y económica es tal que dicha situación podría durar muchos años.

Otros observadores están más preocupados por los riesgos a corto plazo involucrados en esta configuración. No sólo China podría (y algunos otros PME asiáticos) experimentar efectos negativos por una economía sobrecalentada, con efectos secundarios sobre otros países, sino que la acumulación masiva de derechos sobre Estados Unidos, en algún momento, podría llevar a los bancos centrales a cesar el aumento de sus tenencias denominadas en dólares.³⁵ Este hecho, manteniéndose otros asuntos sin cambio, puede causar un aumento en las tasas de interés y en la volatilidad de los principales tipos de cambio. Una gran acumulación de reservas también puede conducir a que se distorsionen las decisiones actuales de inversión y consumo, de tal forma que podrían afectar negativamente las perspectivas de crecimiento de largo plazo en los Estados Unidos.³⁶

En vista de lo anterior, los beneficios y costos de

³⁴ El argumento descuida el hecho de que varios países europeos, siendo Francia el más destacado, en el pasado convertían continuamente dólares en oro aduciendo que deseaban ofrecer incentivos para que los Estados Unidos pusiera freno a sus déficit de la balanza de pagos. Cuando el drenaje de oro se volvió demasiado grande, en 1971, los Estados Unidos dejaron de proveer oro contra dólares.

³⁵ Roubini y Setser (2005) discuten por qué el apetito de los bancos centrales asiáticos por reservas denominadas en dólares estadounidenses probablemente disminuya.

³⁶ Este punto de vista no sólo es sostenido por los funcionarios del FMI y otros observadores, sino también por parte de algunos funcionarios de los Estados Unidos. Geithner, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, hizo eco de tales advertencias, y también ha señalado que grandes aumentos en las tenencias de dólares mantenidas oficialmente “trabajan para cubrir o amortiguar los efectos sobre las primas de riesgo que de otro modo se podrían esperar estén asociadas con la trayectoria esperada de los desequilibrios externos fiscales en los Estados Unidos”, ver Geithner (2002).

las políticas asiáticas sobre el tipo de cambio y la acumulación de reservas ameritan mayor examen. En términos generales, los beneficios y costos de la subvaluación pueden ser identificados en el cuadro 2.

Cuadro 2

BENEFICIOS Y COSTOS DE LA SUBVALUACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

<i>Beneficios</i>	<i>Costos</i>
<i>Macro</i>	<i>Macro</i>
Exportaciones fuertes y crecimiento del PIB	Sobrecalentamiento e inflación
Gran creación de empleo	Medidas Proteccionistas
<i>Estratégicos</i>	<i>Financieros</i>
Mantenimiento de la estabilidad política	Costos de mantener reservas (desde una perspectiva macro)
	Costos de esterilización (enfoque de la hoja de balance)

Dooley *et al.* proponen que las autoridades chinas consideran que los beneficios, especialmente los relacionados con la estabilidad política, superan los costos de mantener un tipo de cambio demasiado bajo. A pesar de que estos factores son, en general, muy difíciles de cuantificar, parece posible, al menos aproximar los costos financieros de mantener un tipo de cambio subvaluado. Al hacer hincapié en estos costos, los formuladores de política podrían estar más concientes de los importantes efectos (potenciales) resultantes de sus políticas, que son además aquellos que se pueden identificar sólo en un sentido cualitativo. En cuanto a los costos no cuantificables, el peligro del proteccionismo parece ser el mayor, ya que no sólo perjudicaría el crecimiento en Asia emergente, y aumentaría los costos en aquellos países que inicien restricciones comerciales, sino también podría dar lugar a mayores tendencias proteccionistas y la concomitante pérdida de bienestar económico.

VI. Los costos de mantener reservas

La medición de los costos de mantener reservas es un ejercicio complicado, y la literatura existente ofrece poca orientación para la obtención de resultados operativos. En esta sección, se desarrolla un marco que intenta dar más claridad al tema. La medición de los costos de mantener reservas depende de la perspectiva adoptada: es útil distinguir una *perspectiva macroeconómica*, que no hace una distinción entre el sector privado y público (en sentido amplio), y la perspectiva de *hoja de balance*,

que se concentra exclusivamente en los efectos que tiene la tenencia de reservas en la hoja de balance del banco central. Se sostiene que, en última instancia, es el primero el que tiene una importancia fundamental.

1) Medición de los costos de mantener las reservas desde una perspectiva macro

Desde una perspectiva macroeconómica, los costos de mantener las reservas son los costos incurridos por la economía en su conjunto, independientemente de quien acumula las reservas y quien las mantiene. Existen dos formas de calcular este costo, dependiendo de la forma en que tienen lugar la acumulación: o bien se puede suponer que el país en cuestión puede *pedir prestado* (o ha pedido prestado) reservas, o se puede suponer que el país no puede pedir prestado reservas y tiene que acumularlas utilizando un superávit en cuenta corriente (es decir, *ganando* las reservas). Por lo tanto, se puede distinguir dos formas alternativas de estimar el costo de la tenencia de las reservas, dependiendo de cual proceso predomina detrás de la acumulación de éstas, el *endeudamiento* o la *ganancia*.

Como el esquema 1 muestra, para simplificar la discusión, las reservas *prestadas* se consideran en términos muy generales. Específicamente, la atención se centra no sólo en la emisión internacional de bonos soberanos del banco central o del gobierno, sino más bien en qué medida el país en su conjunto está generando superávit en las cuentas de capital y financieras (por ejemplo, mediante la atracción de inversión extranjera directa, entrada de inversión de cartera o capitales bancarios). Claramente, por una serie de razones hace una diferencia considerable si estos superávits se crearon como resultado del endeudamiento *oficial* o como resultado de la atracción de grandes sumas de inversión extranjera directa por el sector privado.³⁷ Sin embargo, dado que el objetivo es obtener una medida aproximada de los costos de mantener

³⁷ Las dos razones principales para ello son: *i*) el endeudamiento externo del banco central para incrementar las reservas brutas no resulta en una expansión de la oferta monetaria (y las posteriores operaciones de esterilización), mientras que el endeudamiento del sector privado sí, *ii*) el país que recibe las entradas de IED o de cartera no tiene un riesgo de tipo de cambio asociado con estos tipos de *endeudamiento* (mientras que el país que está invirtiendo sí lo tiene). Por el contrario, el endeudamiento bancario del gobierno y del sector privado incluye no sólo un costo de interés directo, sino también deja al país con un riesgo de tipo de cambio asociado al endeudamiento (ya que es probable que el préstamo este denominado en moneda extranjera).

reservas, una distinción entre las diferentes fuentes del endeudamiento, no se perseguirá aquí.

El supuesto subyacente en el cuadro 4 es que los países *piden prestado* para acumular reservas, como, de hecho, un gran número de países lo ha hecho en los últimos años (ver Anexo 2). Los cálculos se basan en la diferencia entre los costos para los diferentes gobiernos nacionales de tomar prestado (en dólares) en los mercados internacionales de capital y el rendimiento de la inversión de sus reservas oficiales.³⁸ El costo porcentual en términos del PIB oscila entre el 0.03% en Polonia a 0.48% en Venezuela.³⁹ El costo en dólares para China asciende a lo más a USD 2.3 mil millones anualmente, lo que equivale al 0.09% del PIB (con base en datos de mediados del 2007). Para Argentina y Venezuela, los costos de mantener reservas son alrededor del 0.5% del PIB, lo que refleja el margen relativamente alto sobre los rendimientos de los bonos de Estados Unidos que tienen que pagar. Cabe añadir que durante los últimos dos años, los costos de los préstamos para los PME estuvieron, en promedio, en un nivel históricamente bajo.

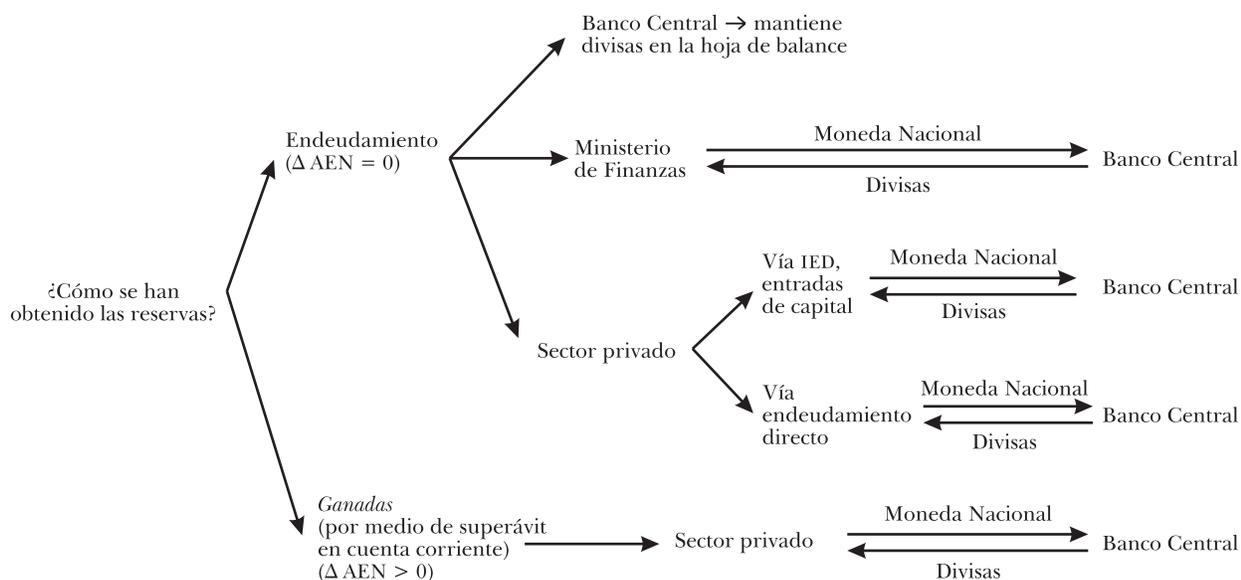
Una forma alternativa de calcular el costo de mantener reservas es enfocarse en los costos de oportunidad de la acumulación de reservas. Este enfoque, al tiempo que depende menos de cifras duras, es más coherente con los países que ganan sus reservas utilizando superávit en cuenta corriente en lugar de efectuar préstamos sobre sus reservas. Los países superavitarios experimentan un aumento en sus activos externos; en otras palabras, su posición neta de activos externos mejora. Las autoridades de estos países deben ser conscientes del rendimiento sobre la tenencia de estos activos, y a lo que renuncian por no canjear estos activos inmediatamente, es decir, eliminando el superávit en cuenta corriente.⁴⁰ Dado el nivel de ingreso per cápita relativamente bajo de los PME, sus costos de oportunidad de aplazar la inversión

³⁸ También es posible pedir prestadas reservas por medio de créditos de (consorcios de) bancos internacionales. En tanto esta forma de financiamiento ha disminuido de manera considerable para muchos países de mercados emergentes, los préstamos bancarios utilizados por las economías emergentes europeas han aumentado rápidamente en los últimos años.

³⁹ Basados en un margen muy alto citado para Argentina, su costo de mantener reservas sería de 0.7% del PIB. Debido a que no había financiamiento en el mercado externo para Argentina en el 2005, dicho cálculo sin embargo no es muy significativo.

⁴⁰ Específicamente, el país *canjea* cuando elimina el superávit en cuenta corriente a través del aumento de las importaciones (para un determinado nivel de las exportaciones). Esto es probable que suceda en tanto aumenta la inversión o el consumo.

ESQUEMA 1. CANALES DIFERENTES PARA LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS



Cuadro 3

COSTOS ANUALES DE MANTENER RESERVAS PARA PAÍSES SELECCIONADOS (HASTA JUNIO DE 2007)

	<i>Costos de endeudamiento^a</i> (%)	<i>Ganancias de inversión^b</i> (%)	<i>Diferencia</i> (%)	<i>Costos de mantenimiento^d</i> (miles de millones de USD ^c) (% del PIB)	
Venezuela	8.65	5.45	3.20	0.87	0.48
Argentina	8.35	5.45	2.90	0.90	0.42
Ucrania	6.67	5.45	1.22	0.27	0.25
Turquía	7.00	5.45	1.55	0.91	0.23
Malasia	5.85	5.45	0.40	0.33	0.22
Rusia	6.17	5.45	0.72	2.13	0.22
Filipinas	6.66	5.45	1.21	0.24	0.21
Perú	6.28	5.45	0.83	0.14	0.15
Indonesia	6.76	5.45	1.31	0.54	0.15
Brasil	6.71	5.45	1.26	1.08	0.10
Colombia	6.30	5.45	0.85	0.13	0.10
China	5.66	5.45	0.21	2.24	0.09
Chile	6.00	5.45	0.55	0.11	0.07
Hungría	5.82	5.45	0.37	0.08	0.07
México	6.21	5.45	0.76	0.58	0.07
Sudáfrica	5.97	5.45	0.52	0.12	0.05
Polonia	5.64	5.45	0.19	0.09	0.03

FUENTES: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, JP Morgan, EFI y cálculos propios.

^a Los costos son para rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (tasa de vencimiento constante de bonos del Tesoro a 10 años) más el margen país (*JP Morgan's Emerging Market Bond Index Plus*). ^b Rendimiento de los bonos de Tesoro de Estados Unidos a 6 meses más 50 puntos base (suponiendo que parte de las reservas son invertidas en papeles no gubernamentales o a vencimientos muy largos). ^c Costos porcentual por las reservas totales. ^d Costos de mantenimiento escalados por los datos de reservas y del PIB de finales del 2006.

o el consumo debería ser mucho más alto que el costo de oportunidad para una economía avanzada como, por ejemplo, Noruega, que también está utilizando grandes superávits en cuenta corriente y ahorrando las ganancias en lugar de experimentar un aumento del consumo y la inversión en el corto plazo.

Como primer paso, el costo de la tenencia de reservas se mide a través de la estimación de los costos de oportunidad de una inversión fija conocida en el cuadro 3. Los costos de oportunidad de mantener reservas a veces se han equiparado con el rendimiento de los bonos del gobierno.⁴¹ Esto parecería constituir una subestimación, ya que la productividad marginal del capital debe ser normalmente superior al costo al cual el gobierno puede pedir prestado internamente. Es una inversión previsible a través de la tenencia de reservas adicionales lo que constituye el verdadero costo de oportunidad de las reservas no prestadas. Con base en una serie de estimaciones de bajas y altas productividades marginales del capital, calculadas por el Banco Mundial en evaluaciones de los proyectos, aplicamos una estimación baja y alta de los costos de oportunidad de mantener reservas al 10 y 20%, respectivamente.⁴² Se sustrae de ésta las ganancias de reservas estimadas de la inversión (5.45%),⁴³ recogidas en el cuadro 3. Esta medida de los costos de oportunidad de mantener reservas conduce a estimaciones mucho más altas que el método en el cuadro 3. Para China, esto conduce a sumas muy grandes en dólares, equivalentes al 1.9 y 5.9% del PIB. Corea del Sur, Rusia, India y Hong Kong SAR también incurren en grandes costos, en montos absolutos.

Aunque los cálculos en los cuadros 3 y 4, se basan en una serie de aproximaciones generales, cabe señalar que, independientemente del método que se utiliza para calcular el costo de mantener reservas, los mismos cinco países aparecen en la lista de los diez principales países que incurren en

⁴¹ Ver, por ejemplo, Frenkel y Jovanovic (1981). Jeanne y Ranciere (2007) usan un enfoque similar pero más sofisticado, estimando los costos de oportunidad de mantener reservas usando dos variables: *i*) la prima a plazo de los Estados Unidos (la diferencia entre tasas a corto y largo plazos), y *ii*) la diferencia entre los rendimientos de los mercados emergentes y los papeles del Tesoro a corto plazo de los Estados Unidos.

⁴² Ver, por ejemplo, Caselli y Feyrer (2006). Hauker (2005) mide los costos de oportunidad de mantener las reservas estimando el rendimiento social sobre la inversión pública.

⁴³ Los países con relativamente grandes tenencias de reservas han recurrido cada vez más a activos con mayores rendimientos en los que invertir parte de sus reservas, que con el tiempo debería aumentar el rendimiento. Esto reducirá algo los costos de oportunidad de la tenencia de reservas.

costos anuales más altos: China, Malasia, Rusia, Tailandia y Venezuela.

Los costos de mantener reservas, como los calculados en los cuadros 3 y 4, no son directamente visibles por los formuladores de política, salvo en aquellos casos en que es el banco central o el gobierno el que está tomando prestado para aumentar las reservas. En todos los demás casos, es el sector privado la parte involucrada, ya sea *i*) directamente cuando toma prestado en el exterior, *ii*) menos directamente cuando recibe entradas de divisas por inversión extranjera directa y de cartera, tanto representando compromisos de pagar un rendimiento a no residentes en el futuro, o *iii*) cuando acepta un aumento en sus activos externos netos, retrasando así el consumo o la inversión, importando menos de lo que se exporta.

En la siguiente sección, la atención se traslada de los costos de la tenencia de las reservas desde una perspectiva macro a la perspectiva de un banco central, aplicando un enfoque de hoja de balance a los costos de tenencia de reservas.

2) *Los costos de mantener reservas: el enfoque de la hoja de balance*

Dado que los costos discutidos en la sección VI, inciso (1), son a la vez difíciles de medir y, en general, ampliamente compartidos en toda la economía, tienden a recibir poca atención en los debates de política. Aún más, hay que tener en cuenta que los beneficiarios de las entradas de divisas, ya sean prestatarios o exportadores, están realizando estas entradas de capital por razones de maximización de utilidades. Los costos y riesgos para la economía sólo se hacen obvios cuando se reconoce que, en un número de PME, las entradas de capital están sucediendo en el contexto de un régimen de tipo de cambio subvaluado, o debido a la existencia de controles de capital. Por lo tanto, al tipo de cambio no se le permite desempeñar su papel de ajuste, mientras que los controles de capital limitan las opciones disponibles para los receptores de divisas. Además, dado el tamaño relativamente pequeño de la economía de la mayoría de los PME y sus sistemas financieros a menudo mal supervisados y subdesarrollados, la enorme magnitud de las entradas de capital puede conducir a una gestión imprudente de los riesgos, tal como se ilustra en el período previo a la crisis financiera asiática. Por lo tanto, en lugar de centrarse en los costos descritos anteriormente, la mayoría de los observadores han trasladado su atención a la combinación de políticas disponibles para manejar las entradas de capital (o de los superávits en cuenta corriente), y los costos asociados con esta

Cuadro 4

COSTOS DE OPORTUNIDAD NETOS DE MANTENER RESERVAS PARA PAÍSES SELECCIONADOS

(A finales de 2005)

	Porcentaje ^a		Miles de millones de USD ^{b, c}		Como % del PIB ^c	
	Bajo	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Alto
Hong Kong SAR	4.55	14.55	6.1	19.4	3.20	10.2
Malasia	4.55	14.55	3.7	12.0	2.48	7.9
China	4.55	14.55	48.6	155.5	1.85	5.9
Tailandia	4.55	14.55	3.0	9.5	1.44	4.6
Rusia	4.55	14.55	13.4	43.0	1.37	4.4
Corea del Sur	4.55	14.55	10.3	32.8	1.16	3.7
Rumania	4.55	14.55	1.3	4.1	1.05	3.3
República Checa	4.55	14.55	1.4	4.5	1.00	3.2
Israel	4.55	14.55	1.3	4.2	0.95	3.0
Ucrania	4.55	14.55	1.0	3.2	0.94	3.0
India	4.55	14.55	7.8	24.8	0.88	2.8
Hungría	4.55	14.55	1.0	3.1	0.86	2.7
Perú	4.55	14.55	0.8	2.4	0.82	2.6
Filipinas	4.55	14.55	0.9	2.9	0.78	2.5
Venezuela	4.55	14.55	1.2	4.0	0.68	2.2
Turquía	4.55	14.55	2.7	8.5	0.68	2.2
Argentina	4.55	14.55	1.4	4.5	0.66	2.1
Polonia	4.55	14.55	2.1	6.7	0.62	2.0
Chile	4.55	14.55	0.9	2.8	0.61	1.9
Colombia	4.55	14.55	0.7	2.2	0.52	1.6
Indonesia	4.55	14.55	1.9	6.0	0.51	1.6
México	4.55	14.55	3.5	11.1	0.41	1.3
Sudáfrica	4.55	14.55	1.0	3.4	0.41	1.3
Brasil	4.55	14.55	3.9	12.4	0.36	1.2

FUENTES: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, EFI y cálculos propios.

^a El costo de oportunidad bruto de mantener reservas se basa en las puntas bajas y altas de la productividad marginal del capital en economías emergentes (10-20%). Los costos netos se encuentran sustrayendo las ganancias de inversión estimadas (ver nota 2 de el cuadro 2). ^b Costo porcentual por las reservas totales. ^c Se escala usando los datos de reservas y del PIB a finales de 2006.

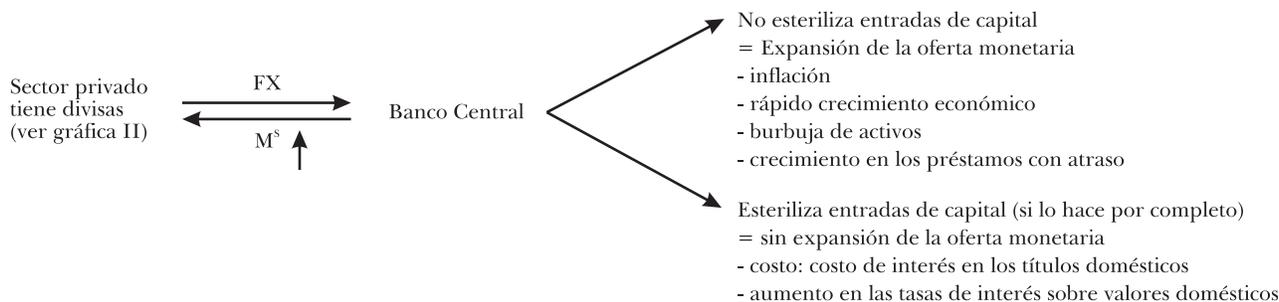
combinación de políticas. En esencia, el debate se centra en los riesgos y los costos que afrontan los formuladores de política y, en particular, los bancos centrales.

Un banco central sólo afronta a los costos financieros inmediatos cuando decide compensar (esterilizar), la expansión de la oferta monetaria asociada a la entrada de divisas, a menos de que el banco central esté actualmente tomando prestadas las reservas (por ejemplo, del FMI). Sin embargo, se enfrenta a otros costos, tales como una inflación más alta, difícil de medir en términos financieros, cuando no trata de compensar la expansión de la oferta monetaria. Además, la acumulación de reservas expone su hoja de balance a fluctuaciones del tipo de cambio. Suponiendo que es el sector privado el que está generando la entrada de divisas,

la obtención de las reservas no conlleva costos, en el sentido discutido en la sección VI, inciso (1): desde la perspectiva de un banco central no existe ni un costo de tasa de interés al cual el banco central pida prestado las divisas, ni un costo de oportunidad previsible. Como se muestra en el esquema 2, cuando el sector privado intercambia divisas por moneda nacional con el banco central, la oferta monetaria se expande. Una vez más, en términos puramente financieros, esto es libre de costos desde la perspectiva del banco central.⁴⁴

⁴⁴ Por facilidad de presentación suponemos que el sector privado es el que genera las divisas (sea a través de los superávits en cuenta corriente o de entradas de capital), y que el país tiene un régimen de tipo de cambio que no es puramente flotante. Así, como lo muestra el esquema 2, el banco central se involucra cuando el sector privado busca intercambiar sus ingresos de

ESQUEMA 2. ACUMULACIÓN DE RESERVAS DESDE LA PERSPECTIVA DEL BANCO CENTRAL



Adicionalmente, si el banco central utiliza estas divisas para comprar títulos de los Estados Unidos, generará ingresos. Esto es coherente con los cuadros 3 y 4, donde implícitamente se da por supuesto que es el banco central que genera estos ingresos, y que el sector privado es el que corre con el *costo*, ya sea medido como un costo de endeudamiento o de oportunidad. Sin embargo, el objetivo principal de los bancos centrales no es generar utilidades, sino más bien lograr la estabilidad de los precios o la estabilidad macroeconómica. Es este mandato el que se pone en riesgo por la gran entrada de capitales, y en él se encuentran los costos no monetarios que el banco central y la economía afrontan.

Si bien estos costos no monetarios no pueden ser cuantificados adecuadamente, se pueden identificar claramente en términos cualitativos. Son básicamente representados por una expansión no deseada de la oferta monetaria. Siempre que el banco central compra divisas del sector privado, inyecta liquidez en el sistema, lo que equivale a adoptar una política monetaria expansiva. Esta expansión puede ser deseable o no. Ciertamente, si la cantidad de reservas de moneda extranjera que ingresan al país es muy grande en relación con el tamaño de la economía, es muy probable que, en algún momento, la expansión de la oferta monetaria conlleve a presiones inflacionarias (como se indica en el esquema 2) y, por consiguiente, pone en peligro el objetivo del banco central.

Como consecuencia de los efectos potencialmente desestabilizadores de las grandes entradas de divisas, muchos bancos centrales intentaron esterilizar dichas entradas de capital. Por supuesto, existe un costo involucrado: el banco central intercambia efectivo (así, perdiendo ingresos por concepto de intereses) por cualquier título gubernamental (sobre el cual gana intereses), o por sus propios bonos (en los cuales tienen que pagar intereses). Por lo tanto, si el banco central decide

esterilizar las entradas de capital, todavía tendrá ingresos generados por la tenencia de títulos del gobierno de los Estados Unidos, pero renunciará a los intereses como resultado de la venta interna de los títulos domésticos del gobierno. Observe, sin embargo, que el sector privado o el gobierno tendrán ingresos por concepto de intereses correspondientes a la tenencia de bonos del banco central o de valores gubernamentales. Como resultado de ello, la esterilización no es considerada como un costo macroeconómico en la sección VI, inciso (1).

El cuadro 5 proporciona algunas estimaciones de los costos que una serie de bancos centrales incurrieron a través de la esterilización de las entradas de divisas en el 2006. La cantidad esterilizada es aproximada tomando la diferencia entre el aumento de las reservas internacionales y el incremento de la base monetaria, como se hizo en el FMI (2005).⁴⁵ Por ejemplo, las reservas internacionales aumentaron en 1.7 billones de renminbi en China en el 2005. Sin embargo, a la base monetaria no se le permitió crecer por el importe total, aumentando sólo 1.3 billones de renminbi ese año. Como una amplia aproximación, atribuimos la diferencia, aproximadamente USD 50 millones, a las operaciones de esterilización.⁴⁶

Tomando en cuenta que los bancos centrales también ganan intereses sobre sus reservas, el costo de la esterilización en el 2005 parece bastante modesto como proporción del PIB en la mayoría de los casos. En cuanto a China, el banco central podría realizar esta operación prácticamente sin costo o, de acuerdo con el FMI (2004), en realidad, generar un ingreso positivo sobre sus operaciones de esterilización.⁴⁷ Como reflejo de las altas tasas de

⁴⁵ Ver Figura 1.13 en el FMI (2005), *World Economic Outlook*, p. 34.

⁴⁶ En realidad, otros factores pueden influir en la relación entre el aumento en la base monetaria y los activos externos netos, incluidos los cambios en los requerimientos de reservas de los bancos, y la excepcional transferencia de reservas a los bancos subcapitalizados.

⁴⁷ Ver FMI (2004): "People's Republic of China: 2004 Article IV Consultation", Staff Report, noviembre.

divisas en moneda nacional. El intercambio, por ejemplo, de USD dólares por moneda nacional no tiene un impacto negativo en la hoja de balance del banco central.

Cuadro 5

ESTIMACIONES DEL COSTO DE ESTERILIZACIÓN, 2001-2006

	<i>Tasa de interés doméstica^a</i>	<i>Ganancias de inversión^b</i>	<i>Diferencia</i>	<i>Costo anual neto de esterilización (% del PIB)</i>	<i>Pérdida de capital causada por un 15% de apreciación (% del PIB)^c</i>
Turquía	43.3	3.22	40.1	1.21	2.3
Rumania	20.8	3.22	17.5	0.83	3.5
Venezuela	22.8	3.22	19.6	0.71	2.4
Rusia	10.3	3.22	7.1	0.65	4.5
Brasil	18.6	3.22	15.4	0.36	1.2
Ucrania	20.7	3.22	17.5	0.27	3.1
Argentina	20.0	3.22	16.8	0.24	2.2
Perú	23.5	3.22	20.3	0.24	2.7
India	11.4	3.22	8.2	0.17	2.9
Sudáfrica	9.7	3.22	6.5	0.13	1.4
Hungría	8.8	3.22	5.6	0.11	2.8
China	5.6	3.22	2.4	0.11	6.1
Malasia	3.7	3.22	0.5	0.11	8.2
Corea del Sur	5.5	3.22	2.3	0.11	4.0
Hong Kong SAR	4.5	3.22	1.3	0.11	10.5
Israel	6.0	3.22	2.8	0.10	3.1
Tailandia	5.1	3.22	1.8	0.07	4.7
Indonesia	16.4	3.22	13.2	0.07	1.7
México	9.5	3.22	6.2	0.04	1.4
Polonia	5.5	3.22	2.3	0.03	2.1
Colombia	15.8	3.22	12.6	0.03	1.7
Chile	7.6	3.22	4.4	0.01	2.0
República Checa	3.6	3.22	0.4	-	3.3
Filipinas	9.9	3.22	6.7	-	2.6

FUENTES: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, EFI y cálculos propios. El costo de la esterilización ha sido actualizado, comparado con el Occasional Paper, n° 73 (diciembre de 2007).

^a Tasas de los bonos del Tesoro y tasas de rendimiento del gobierno disponibles en el EFI, y sino, tasas activas comerciales; promedio 2001-2006. ^b Rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a seis meses más 50 puntos base en el período 2001-2006 (suponiendo que la parte de las reservas son invertidas en títulos no gubernamentales o a vencimientos muy largos). ^c Calculado como la diferencia entre reservas en USD a finales del 2006, convertidas en moneda doméstica al tipo de cambio moneda doméstica/USD observado (finales del 2006) y un 15% del tipo de cambio apreciado. Observe sin embargo que no todas las reservas se mantienen actualmente en USD; la pérdida potencial de capital es solo para propósitos ilustrativos.

interés domésticas y un aumento relativamente grande en las reservas en comparación con su PIB, el costo de la esterilización fue más alto en Turquía, contabilizando el 1.21% del PIB.

Si bien estos costos de esterilización parecen modestos, existen otros factores que requieren ser tomados en cuenta. En primer lugar, puede volverse cada vez más costoso para el banco central conducir las operaciones de esterilización en tanto aumenta su tamaño. Por ejemplo, es probable que los agentes económicos demanden una tasa de interés mayor para mantener títulos del gobierno o bonos del banco central.⁴⁸ Según el FMI (2004),

⁴⁸ Como Higgins y Klitgaard (2004) anotaron, este es el caso

esto es exactamente lo que ha ocurrido en China, donde el banco central ha tenido que aceptar tasas de interés un poco más altas a fin de inducir a los participantes en el mercado a comprar papeles del banco central. En la medida en que las operaciones de esterilización contribuyen a elevar las tasas de interés nacionales, pueden impulsar entradas de capital adicionales. A pesar de los controles de capital en el lugar, el hecho de que los errores y omisiones recientemente se han vuelto positivos (y están

cuando la reserva y los títulos en moneda doméstica no son perfectos sustitutos. Si lo fueran, los inversionistas locales no requerirían rendimientos muy altos sobre los títulos domésticos para desplazar sus portafolios hacia títulos domésticos.

creciendo) es un indicador de que los inversionistas, buscando mayores rendimientos y anticipando la apreciación del tipo de cambio, están cada vez más encontrando formas en torno a los controles. Además, mientras que la esterilización puede ayudar a reducir las presiones inflacionarias, no detiene las razones subyacentes para la acumulación de las reservas. Así, mientras la atención de los formuladores de política se desplaza a atender los síntomas y no las causas, los costos anuales pueden ser inicialmente modestos, pero podrían acumularse significativamente en el tiempo. Además, como el banco central acumula reservas, cada vez más se queda en una situación vulnerable ante los efectos de la apreciación del tipo de cambio.

Además de los costos de la esterilización, la hoja de balance del banco central está expuesta al riesgo del tipo de cambio cuando acumula reservas. La última columna del cuadro 4 estima estos costos.⁴⁹ Específicamente, el costo en términos de una pérdida de capital en las reservas por causa de una apreciación del 15% de la moneda doméstica frente al dólar varía entre 1.2% y 1.4% en Brasil y Sudáfrica hasta el 8.2% y el 10.5% en Malasia y Hong Kong SAR, respectivamente, con costos relativamente altos también para China, Tailandia, Rusia y Corea del Sur (también suponiendo que todas las reservas se mantienen en dólares, lo que no es el caso, como se refleja en la sección VI, inciso, 3). Esas pérdidas tienen un impacto significativo en los ingresos que recibe el gobierno a través de las utilidades del banco central. De hecho, una gran apreciación probablemente implicaría (fuertes) pérdidas del banco central⁵⁰, al menos en la medida en que esas pérdidas son reconocidas en sus libros. Puede ser, sin embargo, que muchos bancos centrales en los PME, no tomen en cuenta esas pérdidas en la forma en que los bancos centrales de los países industrializados generalmente lo hacen. Sin embargo, existe un costo financiero y, a menos que se revierta, surgirá en cualquier momento.⁵¹ La medida en que las políticas de los países emergentes asiáticos se verían influenciadas

⁴⁹ Este porcentaje ha sido escogido absolutamente para propósitos ilustrativos.

⁵⁰ Green y Torgerson (2007) anotan que un 10% de apreciación de las monedas de los tenedores de reservas de las siete economías emergentes más grandes podría acabar con el capital de sus bancos centrales excepto para un país.

⁵¹ Higgins y Klitgaard (2004) y el FMI (2004) proporcionan estimaciones de las pérdidas de capital en China, que son algo más bajas. Esto probablemente se refiere a los distintos supuestos en relación con la composición monetaria de las reservas del país. Por ejemplo, si se supone que el 80% de las reservas de China están en dólares estadounidenses, el impacto de un 15% de apreciación del renminbi con respecto al USD sólo sería 4.4% del PIB (frente al 5.5% que se refleja en el cuadro).

por esas pérdidas (potenciales) es incierta. En este sentido puede ser útil referirse brevemente a la composición de las reservas.

3) La composición de las reservas internacionales

Dados los riesgos potenciales y los costos asociados a la acumulación de reservas en dólares estadounidenses, los bancos centrales con el rápido crecimiento de las reservas podrían diversificar sus portafolios. La diversificación puede tener lugar tanto en las monedas como en los instrumentos. Estos últimos se han venido realizando durante mucho tiempo, con los bancos centrales en busca de rendimientos más altos, por ejemplo, invirtiendo también en valores de agencias estadounidenses en lugar de sólo en bonos del Tesoro de Estados Unidos. Para los países cuyas reservas cómodamente exceden el tamaño de un amortiguador de liquidez o de la intervención arsenal, de valores gubernamentales con vencimientos más largos (y mayores rendimientos), así como de cantidades relativamente pequeñas de los activos más riesgosos, se han convertido en parte de su cartera. De hecho, el consejo dado por el Banco de Pagos Internacionales a los bancos centrales en la gestión de sus reservas es el de colocarlos en *tramos* en una cartera de liquidez y una cartera de inversiones.⁵² Otra tendencia a destacar es que los países con niveles de reserva que son (mucho) más que suficientes para cubrir cualquier intervención, requieren establecer entidades independientes que gestionan reservas superabundantes con el objetivo primordial de lograr rendimientos relativamente altos en el largo plazo. Ejemplos iniciales de este tipo de fondos independientes existen en Kuwait, Singapur y Noruega. En Corea del Sur y Rusia dichas entidades se han establecido más recientemente. Si esta tendencia se hace más fuerte, importantes cantidades de exceso de reservas podrían canalizarse a través del tiempo en inversiones a más largo plazo y ya no se contarían como parte de las reservas oficiales.⁵³ Al mismo tiempo, existe la posibilidad de que un cambio de activo para separar las entidades de inversión conducirá a, aunque gradual, la diversificación independiente del dólar estadounidense.

En relación con el tema de la diversificación de las reservas monetarias, existen muchos indicios

⁵² Ver Rigaudy (2005), p. 34.

⁵³ Esto parece ser una parte importante de la explicación de la reciente limitada acumulación de reservas por los países exportadores de petróleo, a pesar del salto en sus ingresos en divisas a cuenta de los precios del petróleo mucho más altos (ver el cuadro 4).

anecdóticos, pero insuficientes y fuertes pruebas estadísticas en la actualidad en cuanto al alcance real de este proceso. Es evidente sin embargo, que varios bancos centrales en países de mercados emergentes están llevando a cabo una estrategia de una mayor diversificación de sus reservas, que a veces se ve confirmada por las declaraciones públicas de altos funcionarios. Sin embargo, las estadísticas disponibles a nivel mundial apenas reflejan este desarrollo. Esto puede deberse en parte al hecho de que la presentación de informes por los países miembros al FMI sobre la composición monetaria de sus reservas es deficiente. Más del 50% de las reservas de los países en desarrollo no están incluidas en las estadísticas del FMI sobre las estadísticas de la composición monetaria de las reservas. Los bancos centrales que no informan se encuentran situados principalmente en Asia (ver FMI, 2005, p. 110).

Debido a esta falta de datos globales, que es un importante inconveniente para el análisis y la formulación de políticas, es necesario juntar las diversas corrientes de información para obtener una imagen más confiable de la medida de la diversificación de las reservas. Si bien la diversificación más allá del dólar y en el euro es muy limitada en relación con los países industrializados, es más fuerte para los otros bancos centrales, con las reservas en euros que ascienden al 30% del total al final del tercer trimestre del 2006 (ver gráfica V).

A menudo se sugiere que la diversificación por monedas se está produciendo en gran parte, o quizás en su totalidad, en el margen, es decir, los bancos centrales están manteniendo menos de sus recién adquiridas reservas en dólares y más en euros y posiblemente en otras monedas. Algunos bancos centrales han manifestado en recientes declaraciones que este es realmente el caso. Lo que parece claro, sin embargo, es que, en general, un grado considerable de la inercia existe entre los bancos centrales en la gestión de sus reservas.

Como las gráficas IV y V muestran, la proporción del dólar estadounidense en tenencias de divisas oficiales se ha mantenido elevada, a pesar de la disminución bastante significativa en el 2002, mientras que la proporción del euro ha aumentado en casi el mismo porcentaje del total. Esto parece haber coincidido con la sustitución virtual del euro por el euro *visible* en la forma de billetes y monedas, que bien podría haber estimulado el interés general en la tenencia de euros. La participación de las demás monedas en tenencias oficiales es muy modesta.

Con la participación del euro en las reservas oficiales gradualmente en aumento, la cuestión que se ha planteado en la literatura es en qué

medida este porcentaje puede crecer aún más a expensas del dólar. En algunos casos, incluso se ha sugerido que, según ciertas condiciones, la proporción del euro podría llegar a superar la del dólar como una moneda internacional de reserva (ver Chinn y Frankel, 2005).⁵⁴ Como se dijo antes, la experiencia histórica muestra que los cambios en el comportamiento de los bancos centrales con respecto a su gestión de reservas, especialmente en relación con la composición monetaria, tiende a producirse solo en forma gradual.⁵⁵ También cabe destacar que el BCE ni alienta ni desalienta el papel internacional del euro, pero no deja de estar determinado por los participantes en el mercado.⁵⁶ No obstante, ha habido algunos debates acerca de los posibles esquemas que hacen frente a la diversificación de las reservas cuando este proceso se lleve a cabo abruptamente. Si bien esto es probable que sea un evento de baja probabilidad, podría ser perjudicial si se materializara. En este contexto, algunas posibles soluciones se han sugerido. Además de la sugerencia de que el gobierno de los Estados Unidos emita bonos denominados en moneda extranjera, como lo hizo en los años sesentas (los llamados Roosa bonos) si un dólar excedente que exista fue percibido, una cuenta de sustitución también podría ser establecida, como lo establece Kenen (2005). Esta cuenta, que sería administrada por el FMI, permitiría tenencias oficiales de dólares a ser convertidos en derechos especiales de giro. Aunque este esquema estuvo a punto de dar fruto en 1980, fracasó en recibir el apoyo de algunos de los principales accionistas del FMI.⁵⁷

VII. Temas de política y conclusiones

1) Resultados generales

La acumulación sin precedentes de reservas de

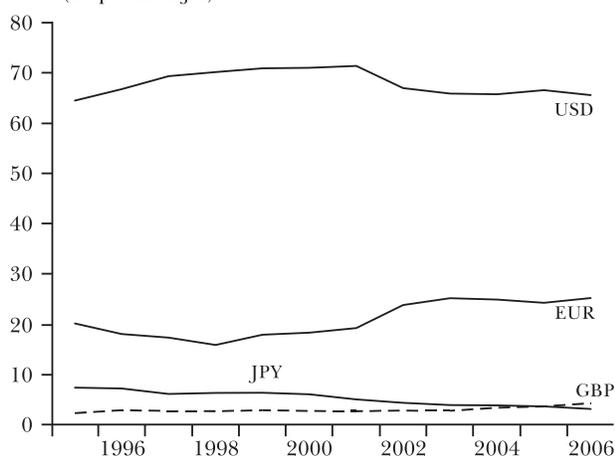
⁵⁴ En los últimos años se ha iniciado la investigación cuantitativa que se realizará con respecto a la composición monetaria óptima de las reservas internacionales; ver Papaioannou *et al.* (2006).

⁵⁵ Si bien la importancia del dólar estadounidense como moneda de reserva ha aumentado constantemente en las primeras décadas del siglo 20, solo surgió como la moneda internacional dominante después de la desaparición del patrón oro en los años 1930, y sólo se hizo cargo de la función de la libra esterlina plenamente después de la Segunda Guerra Mundial.

⁵⁶ "Review of the International Role of the Euro" (2004), p. 9. En cuanto a la estatura del euro como moneda internacional, ver también De Beaufort Wijnholds y McKay (2006).

⁵⁷ Ver Boughton (2001), pp. 936-943, sobre la historia de esta propuesta. Recientemente, Truman y Wong (2006) han propuesto un estándar de diversificación de las reservas internacionales.

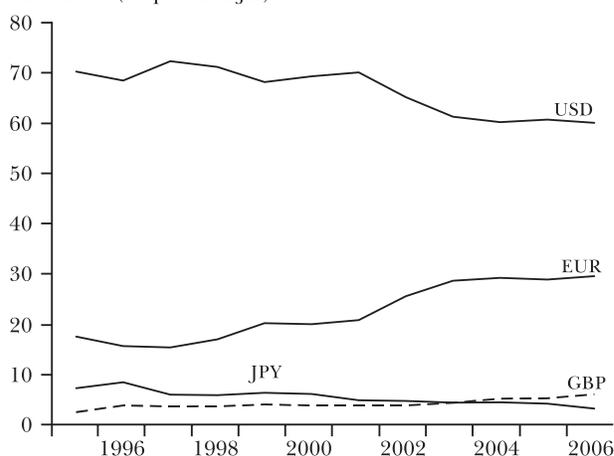
GRÁFICA IV. LA COMPOSICIÓN MONETARIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES: TODOS LOS PAÍSES, 1995-2006 (en porcentajes)



FUENTES: Composición Monetaria del FMI de las Reservas de Divisas Oficiales base de datos y cálculos del BCE.

NOTA: Observe que previo a 1999, la participación porcentual del euro incluye monedas legales en euro.

GRÁFICA V. LA COMPOSICIÓN MONETARIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES: PAÍSES EN DESARROLLO, 1995-2006 (en porcentajes)



divisas en los últimos años por las autoridades monetarias, especialmente en los PME, ha planteado una serie de temas importantes. La medida en que el rápido aumento de las reservas puede atribuirse al autoaseguramiento contra las crisis financieras, como las de México, Asia, Brasil, Rusia y Argentina que se produjeron en la segunda mitad de los noventa y principios del nuevo siglo, ha sido ya examinada. Resulta claro que a partir de estas graves crisis financieras, muchas economías emergentes han construido amortiguadores de divisas para enfrentar de manera más eficiente las potenciales corridas en sus monedas.⁵⁸ Sin embargo, un enfoque de referencia pragmático para evaluar la suficiencia de reservas proporciona fuerte evidencia de que un buen número de economías emergentes, especialmente en Asia, han alcanzado niveles de reservas de divisas que superan con mucho los niveles que serían razonables para propósitos de autoaseguramiento. El costo del mantenimiento de reservas, que puede ser sustancial cuando las tenencias de reservas son más grandes en relación con el PIB, refuerza este resultado.

Esto plantea la cuestión de los motivos detrás de la acumulación de reservas más allá de las necesidades de autoaseguramiento. Una de las principales explicaciones parece ser el deseo de varios países de mantener sus tipos de cambio apreciándolos más allá de un nivel que las autoridades estimen sean de interés para el país, en particular para sostener el crecimiento económico impulsado por las exportaciones. Esta práctica, que es generalmente

vista por los socios comerciales de estos países como el mantenimiento de un tipo de cambio subvaluado, ha llevado a la comunidad internacional a defender una mayor flexibilidad del tipo de cambio, sobre todo en algunos países asiáticos.⁵⁹ Reconociendo que una creciente flexibilidad no sólo constituye una contribución a la solución del problema mundial de los grandes desequilibrios de la cuenta corriente, pero también puede traer otros beneficios a la economía doméstica, las monedas de los países asiáticos en los últimos años han experimentado un cierto grado de apreciación, que va desde muy significativo en Corea del Sur a bastante limitado en China. Al mismo tiempo, el ritmo de acumulación de las reservas ha mostrado pocos signos de calma durante este período.

La acumulación de reservas como un subproducto del mantenimiento de un tipo de cambio subvaluado por medio de la intervención a gran escala en el mercado de divisas puede tener efectos negativos en los países que se involucran en esa estrategia. Un muy fuerte crecimiento de las exportaciones, junto con un auge de la inversión resultante de un tipo de cambio muy competitivo, puede conducir a un sobrecalentamiento de la economía y dar lugar a presiones inflacionarias, no sólo en relación con los bienes de consumo y servicios, sino también en términos de los activos reales y financieros. También existe el riesgo de medidas proteccionistas iniciadas por los socios comerciales. La solución, de acuerdo a las organizaciones internacionales y las principales potencias económicas, es que los países emergentes en Asia permitan

⁵⁸ Otra consideración puede haber sido para garantizar que en el futuro, se pueda evitar recurrir al FMI, y a la política de condicionalidad atada a sus préstamos.

⁵⁹ Ver varios comunicados del Grupo de los Siete y del Comité Monetario Internacional y Financiero del FMI.

una mayor flexibilidad del tipo de cambio, así como promover una serie de reformas internas. Blanchard y Giavazzi (2005), por ejemplo, defienden que China debe adoptar un “enfoque de tres”, consistente en la mejora de las posibilidades de los individuos para asegurarse contra los riesgos (un sistema más robusto de jubilación, la prestación de seguro de salud y algunas otras medidas), la reducción o reasignación de la inversión (lejos de la manufactura hacia una mayor inversión pública en salud y educación), así como la apreciación del renminbi. Otra vía para reducir el ritmo de la acumulación de reservas es liberalizar los movimientos de capital. Prasad y Rajan (2005) han formulado una propuesta interesante para la liberalización controlada de la cuenta de capital. Defienden la titularización de las entradas de capital mediante el establecimiento de fondos de inversión cerrados en el país receptor. Los residentes luego compran acciones en los fondos, con los fondos a su vez compran divisas y activos extranjeros. Las ventajas son que se reducen los costos de la esterilización, así como la diversificación para los inversionistas nacionales en una cartera internacional. También permitiría a los bancos centrales controlar la duración y el tamaño de las afluencias de capital.

Una apreciación más fuerte de la moneda implicará una disminución en, o incluso la cesación de, la acumulación de reservas. Esto tiene la ventaja adicional de que contiene los costos de oportunidad de la tenencia de reservas. La medición de estos costos de oportunidad no es directa, sin embargo, y varios enfoques pueden ser aplicados, dando lugar a resultados diferentes. Una forma es calcular la diferencia entre los costos de los préstamos de las reservas y los rendimientos obtenidos en la inversión de las ganancias. Otro método, teóricamente más satisfactorio, pero que reproduce sólo aproximaciones amplias, es la definición de los costos de oportunidad de mantener las reservas como un rendimiento previsible de la inversión real. Según este enfoque, las estimaciones de los costos pueden ser bastante sustanciales como porcentaje del PIB. Por último, uno de los costos financieros de la esterilización de los efectos monetarios de la entrada de divisas puede calcularse, junto con su conversión en moneda nacional a través de la intervención del banco central. En algunos casos, sin embargo, cuando las tasas de interés nacionales son (se mantienen) muy bajas, el costo de la esterilización podrá, al menos por un tiempo limitado, ser mínimo o incluso negativo.

A pesar de que una mayor apreciación de la moneda conlleva beneficios gracias a la contención de los costos de oportunidad de la tenencia de las

reservas, también implica un costo en términos de pérdidas de capital en las reservas de divisas, medido en moneda nacional. Estas pérdidas pueden ser relativamente importantes en países con grandes tenencias de reservas que experimentan una significativa apreciación. El deseo de evitar esas pérdidas es probable que contribuya a la resistencia a la apreciación de la moneda que diversos países han exhibido (y, a veces, todavía lo hacen), aunque los factores no económicos pueden ser de más importancia en este sentido. Estos factores pueden, por ejemplo, basarse en la opinión de las autoridades políticas de que no sólo o la apreciación gradual de la moneda es beneficiosa para el mantenimiento de la estabilidad política interna.

La acumulación de grandes cantidades de reservas oficiales puede conducir a un mayor grado de diversificación monetaria. La distribución de las tenencias de reservas por divisas tiende a estar basada en una serie de factores, como la diversificación del riesgo, el rendimiento efectivo, la liquidez y la diversidad de activos de los mercados financieros en las reservas monetarias de los países, la orientación geográfica del comercio exterior y las transacciones de la cuenta de capital, la composición monetaria de la deuda externa y, posiblemente, las consideraciones políticas. El dólar ha mantenido su posición como la principal moneda de reserva, al tiempo que el euro se ha consolidado como la segunda moneda de reserva mundial. Mientras que la participación del euro en la composición de las reservas mundiales se ha incrementado en un grado limitado, los cambios repentinos son poco probables en vista de la experiencia histórica de que el manejo de las reservas de los bancos centrales tiende a ser ajustado sólo gradualmente. La posición del BCE sigue siendo el de no alentar ni desalentar el papel internacional del euro.

2) Implicaciones para el Sistema Monetario Internacional

Al recurrir a las posibles consecuencias del aumento masivo en las reservas de divisas durante los últimos años para el sistema monetario internacional, los siguientes desarrollos parecen ser los más relevantes. Para empezar, los préstamos del FMI han caído a un nivel bajo en vista de la posición segura de las reservas que la mayoría de economías emergentes han alcanzado desde la crisis financiera que las afectó entre 1995 y 2001. Los principales prestatarios, en particular Argentina y Brasil, han pagado sus deudas en su totalidad y antes de la fecha prevista al FMI. Los créditos pendientes con el FMI se han reducido desde un

máximo de DEG 70 millones en el 2003 a DEG 10 millones a finales del 2006. Aunque la amortización anticipada de los grandes deudores es en sí misma un acontecimiento positivo, la disminución de la necesidad de utilizar los recursos del FMI puede tener un impacto en el proceso de ajuste internacional. Los países con relativamente grandes reservas, pero que siguen políticas macroeconómicas menos que óptimas, tales como el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevaluado o una alta tasa de inflación, podrían continuar en esta trayectoria por un largo período de tiempo sin tener que recurrir al FMI y estar sometidos a su política de condicionalidad.

Ese *desplazamiento* del FMI podría tener efectos secundarios negativos para otros países, por ejemplo a través de una falta de disciplina política en algunas PME. El FMI se basa en gran medida en los pagos de intereses que recibe de sus deudores (gastos) para financiar sus pagos de intereses a los países acreedores (remuneración), sus gastos administrativos y la acumulación de sus saldos de precaución. En el nivel relativamente bajo de crédito pendiente del FMI en la actualidad, el Fondo se enfrentará a un déficit considerable en su nivel de ingresos. Aunque esto no puede ser un desarrollo estructural, la opinión de consenso es que las medidas tienen que tomarse para garantizar la viabilidad financiera del FMI en el futuro. Un grupo de personalidades bajo la presidencia del ex Gerente General del Banco de Pagos Internacionales, Andrew Crockett, ha hecho una serie de propuestas encaminadas a lograr que el FMI dependa menos de una sola fuente de ingresos. Sus principales recomendaciones son vender una cantidad limitada del oro del Fondo y usar las ganancias para generar ingresos, así como ampliar las posibilidades de generación de ingresos adicionales mediante la ampliación de las actividades de inversión del FMI, dentro de límites estrictos para evitar un uso excesivo (ver Crockett, 2007).

Aunque el grado de facilidad de las reservas en los PME es en general alta, algunos consideran que existe una necesidad para el FMI de proporcionar una especie de facilidad de seguro a la que podría recurrir en caso de una repentina salida de capitales. Un anterior intento de proporcionar ese servicio resultó en la introducción de la LCC por el FMI en 1999. Sin embargo, este instrumento caducó sin haber sido nunca utilizado en virtud de una cláusula de caducidad en el 2003. Un nuevo instrumento de aseguramiento tendría que ser diseñado de tal manera que no sufra de las deficiencias de la LCC, tales como la falta de una estrategia clara de salida. Hay diferencias de opinión sobre la conveniencia de establecer una facilidad de aseguramiento. Algunos

consideran dicha facilidad como el de llenar un vacío en los instrumentos de crédito que el Fondo ofrece a sus miembros, mientras que otros cuestionan la necesidad de dicho instrumento separado sin condicionalidad.

Por último, los países que están acumulando reservas muy grandes, están desempeñando un papel significativo en el financiamiento de los desequilibrios externos a nivel mundial a través de la inversión de una gran parte de sus tenencias de divisas en activos financieros en la moneda de reserva de los países. La atención se ha centrado en particular en las compras de los principales tenedores de reservas, especialmente en Asia emergente y cada vez más en los países exportadores de petróleo, de los activos denominados en dólares, especialmente en valores emitidos por el gobierno de los Estados Unidos. Las estimaciones de la contribución de tales compras para el financiamiento del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos van desde una fracción relativamente modesta hasta las tres cuartas partes.⁶⁰

Este tipo de financiamiento permite una mayor duración de los grandes desequilibrios mundiales. Según un estudio realizado por el personal del FMI (2005),⁶¹ la globalización financiera ha llevado a la posibilidad de que el ajuste de los desequilibrios externos se pueda retrasar más tiempo que antes. Si el ajuste se demora demasiado, sin embargo, se pueden dar graves consecuencias cuando el financiamiento fácil de los déficit externos llega a su fin. Otra consecuencia de la inversión a gran escala de las reservas oficiales en los principales centros financieros es que las tasas de interés a largo plazo en los últimos años han permanecido en niveles históricamente bajos, a pesar de un fuerte crecimiento de la economía mundial. Las estimaciones de los efectos de tales inversiones de los bancos centrales sobre las tasas de interés de los bonos del gobierno de los Estados Unidos van desde alrededor de 40 puntos base a lo más 200 puntos base.⁶² Si bien las tasas de interés bajas del mercado de capitales favorecen el crecimiento económico, su persistencia en una fase de crecientes presiones inflacionarias puede plantear un dilema.⁶³

⁶⁰ McCauley (2005) concluye que los oficiales extranjeros compraron dólares suficientes como para haber financiado tres trimestres de déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos en el 2004. Esto incluye tenencias *offshore* de dólares. Estimaciones recientes muestran una porción muy baja pero todavía significativa.

⁶¹ Capítulo III sobre Globalización y Desequilibrios Externos, pp. 109-156.

⁶² La figura superior estimada por Roubini y Setser (2005) parece ser un valor atípico.

⁶³ El Presidente Greenspan de la Reserva Federal habla de un *dilema*.

Como se ha indicado anteriormente, las autoridades monetarias mundiales se enfrentaron a una serie de importantes retos en gran medida asociados a la continuación de los grandes desequilibrios de la cuenta corriente y la consiguiente acumulación de las reservas. La solución de estos problemas requerirá la acción por varios lados.⁶⁴

La necesidad de la acción colectiva ha sido reconocida en diversos foros. En varios de sus comunicados recientes, tanto el Grupo de los Siete y el Grupo de los Veinte destacaron la necesidad de que los principales actores en la economía mundial tomen una acción política, a fin de evitar un supuesto aterrizaje duro en el proceso de reducción de los desequilibrios mundiales. En diversos discursos y publicaciones, como el *World Economic Outlook*, el FMI ha destacado en repetidas ocasiones la necesidad de un ajuste ordenado de los desequilibrios mundiales y que los principales países desempeñen su papel en lograrlo. Además, el Comité Monetario y Financiero Internacional (IMFC) ha hecho hincapié en la necesidad de una acción simultánea en diversos comunicados. Estas exhortaciones han dado lugar a un mantra familiar de quién debe hacer qué. En resumen, los Estados Unidos deberían contribuir mediante la reducción de su déficit presupuestario y el aumento de la tasa de ahorro nacional; China debe adoptar medidas para alcanzar un mayor nivel de consumo y más flexibilidad del tipo de cambio, mientras que Europa y Japón deben fortalecer sus esfuerzos de reforma estructural a fin de aumentar sus tasas de crecimiento potenciales. Recientemente, algunas de las recomendaciones también se han dirigido a los países exportadores de petróleo, alentándolos a intensificar sus gastos de manera responsable.⁶⁵

Si bien este mantra se ha repetido periódicamente, con pequeñas variaciones, la actual acción de política a lo largo de las líneas previstas ha sido decepcionante. El reconocimiento de un déficit de implementación y la crítica de las supuestas deficiencias del FMI en su vigilancia de importantes economías condujo a una iniciativa del Director Gerente del FMI a principios del 2006, para embarcarse en un proceso de consultas multilaterales,

encaminadas a la reducción de los desequilibrios externos a nivel mundial. Esta iniciativa surgió de un debate en el que las sugerencias iniciales para las consultas especiales del FMI con China se consideraron problemáticas, ya que podrían ser vistas como el hecho de seleccionar un país miembro con una atención especial. En reconocimiento de la situación de que todos los actores económicos a nivel mundial deben contribuir a una reducción del riesgo de un aterrizaje duro, se decidió invitar a representantes de los Estados Unidos, la zona del euro, China, Japón y Arabia Saudita para participar en un debate multilateral de temas en torno a los aún crecientes desequilibrios mundiales. Para que este tipo de debates multilaterales den sus frutos, es esencial para ellos que tenga lugar de una manera totalmente confidencial.

Algunos comentaristas, entre ellos el Director Gerente del FMI⁶⁶ han hecho hincapié en que las soluciones rápidas no deben esperarse ya que estos desequilibrios han tomado mucho tiempo en acumularse, y las medidas de política generalmente necesitan tiempo para formularse y aplicarse, y menos aún conducen a los resultados deseados. Como los desequilibrios mundiales empiezan a relajarse, se puede esperar que la acumulación de reservas en curso excepcional y sus efectos relacionados también sean mitigados.

Anexo I

⁶⁴ Ver la Declaración emitida por los líderes financieros del G-7 el 3 de diciembre del 2005, que también menciona que “más riguroso, mutuamente refuerzan la acción que se necesita ahora”, y el comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional del 24 de septiembre de 2005, que “insta a la adopción de nuevas medidas “sobre estos temas.

⁶⁵ En esta declaración del 21 de abril de 2006, el Grupo de los Siete dio una visión muy detallada de las acciones de política requeridas para reducir los desequilibrios globales. Estas incluyeron una recomendación de que algunos países exportadores de petróleo deberían permitir la apreciación de sus monedas.

⁶⁶ Ver por ejemplo, De Rato (2006).

CUADRO A. 1. ECONOMÍAS EMERGENTES: RESERVAS ESTIMADAS ADECUADAS Y ACTUALES, 1999-2006 (en miles de millones de USD)

	Deuda de corto plazo		Proxy de drenaje interno		Riesgo país EIU		Reservas suficientes		Reservas reales					
	(a)		(b)		(c)		(a) + (b)*(c)/100		Brutas					
	1999	2006	1999	2006	1999	2006	1999	2006	1999	2006				
Regímenes flotantes			5%	10%	5%	10%	5%	10%						
Brasil	70.3	52.1	7.4	14.8	32.5	64.9	60	45	74.7	79.1	66.8	81.4	34.8	85.6
Chile	8.5	13.6	1.5	3.1	3.8	7.6	29	23	9.0	9.04	14.5	15.3	14.6	19.4
Corea	0.0	0.0	14.5	28.9	31.8	63.7	30	29	4.3	8.7	9.2	18.5	74.0	225.6
Filipinas	12.0	13.8	2.4	4.7	3.5	7.0	41	48	13.0	14.0	15.5	17.1	13.3	20.0
Indonesia	31.8	23.0	4.5	9.1	7.6	15.3	63	53	34.6	37.5	27.0	31.1	26.4	40.9
Israel	14.4	23.3	9.8	19.6	7.0	14.0	34	29	14.7	18.0	25.3	27.4	22.6	29.2
México	63.8	44.8	8.2	16.5	12.0	23.9	53	34	68.2	72.5	48.9	53.0	31.18	76.3
Polonia	17.6	45.6	6.4	12.7	7.0	14.1	34	34	19.7	21.9	48.0	50.4	26.4	46.4
Sudáfrica	13.2	12.7	3.8	7.6	8.1	16.349	38	16.1	15.1	16.9	15.8	18.9	6.4	23.1
Turquía	36.8	75.6	7.6	15.2	10.7	21.4	56	53	41.1	45.3	81.2	86.9	23.3	58.6
Regímenes intermedios			5%	10%	5%	10%			5%	10%	5%	10%		
Argentina	40.0	27.8	8.9	17.8	6.6	13.2	54	51	44.8	49.7	31.2	34.5	26.3	30.9
China, R.P.	27.3	217.4	146.2	292.4	443.2	886.4	42	43	88.7	150.1	408.0	598.5	157.7	1068.5
Colombia	8.7	9.9	1.0	2.1	4.9	0.8	56	42	9.3	9.8	12.0	14.0	8.0	15.3
Hong Kong	27.3	217.4	35.3	70.6	53.2	106.5	30	21	37.9	48.5	228.5	239.7	96.2	133.2
Hungría	12.9	18.4	2.1	4.2	6.6	13.1	39	55	13.7	14.5	22.1	25.7	11.0	21.5
India	12.1	22.8	11.7	23.3	65.5	130.9	41	39	16.8	21.6	48.4	73.9	32.7	170.7
Malaysia	10.2	19.8	8.0	16.0	20.1	40.2	33	35	12.9	15.5	26.8	33.9	30.6	82.1
Perú	6.8	4.5	0.9	1.7	2.6	5.3	46	34	7.1	7.5	5.4	6.3	8.7	16.7
Rep. Checa	21.1	37.6	3.5	6.9	11.0	22.0	33	37	22.3	23.4	41.7	45.7	12.8	31.2
Rumania	1.4	21.0	0.7	1.5	5.0	9.9	64	42	1.9	2.4	23.1	25.2	1.5	28.1
Rusia	54.4	67.7	1.8	3.7	0.0	0.1	76	41	55.8	57.2	67.7	67.7	8.5	295.6
Tailandia	28.4	33.9	6.7	13.4	22.6	45.3	40	45	31.0	33.7	44.1	54.3	34.1	65.3
Ucrania	4.0	1.5	0.4	0.8	5.1	10.3	68	50	4.3	4.6	4.1	6.6	1.0	21.8
Venezuela	11.8	17.8	1.8	3.6	3.8	7.5	51	56	12.7	13.6	19.9	22.0	12.3	27.2

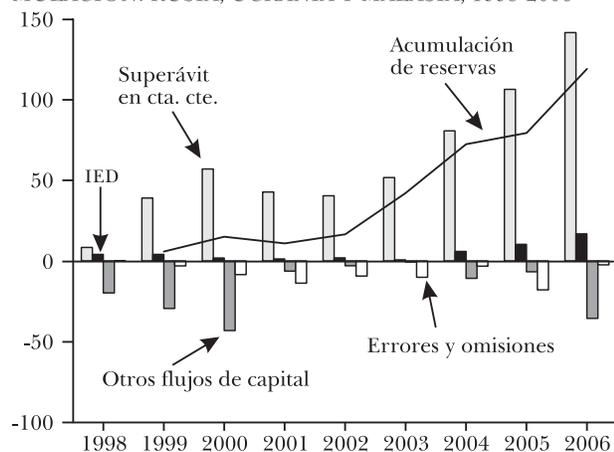
FUENTES: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales* (reservas, dinero), WEO (deuda externa de corto plazo), Unidad de Inteligencia de The Economist (EIU) (índice riesgo país).

NOTAS: La clasificación del tipo de cambio se basa en el Informe Anual sobre Acuerdos de Intercambio del FMI (1999 y 2006), donde se ha realizado una clasificación de facto. India, Indonesia, Perú, Rusia y Tailandia fueron clasificados como flotantes en 1999, mientras que Israel, Polonia y Turquía fueron clasificados como regímenes intermedios. Proxy de drenaje interno: fracción del M2 que se considera para ser movilizada por salidas de capital inmediatas: 5-10% para flotantes, y 10-20% para regímenes inmediatos y fijos-duros.

Los canales de la acumulación de reservas

En este anexo se describen los canales a través de los cuales las reservas se han acumulado entre 1999 y 2003.

GRÁFICA A.I. CUENTA CORRIENTE BASADA EN LA ACUMULACIÓN: RUSIA, UCRANIA Y MALASIA, 1998-2006



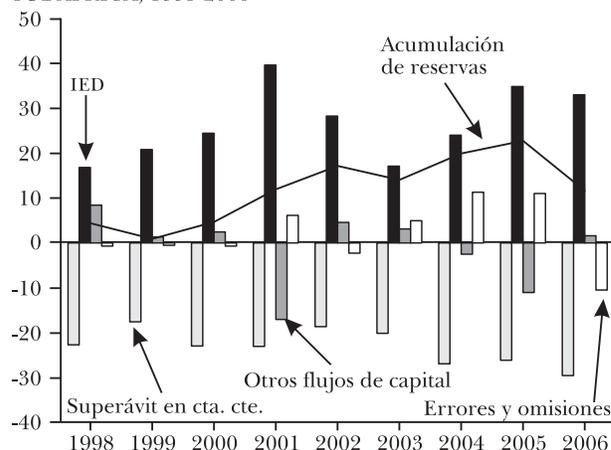
FUENTE: FMI, WEO, septiembre de 2006.

Concentrándose en las diez PME que duplicaron sus reservas desde 1999, se pueden distinguir tres grupos diferentes, como lo muestra el esquema 1: *i*) países con superávit en cuenta corriente (Rusia, Ucrania y Malasia), *ii*) países con superávit en la cuenta de capital (República Checa, México, Rumania y Sudáfrica), y *iii*) países que han experimentado ambos superávit, en cuenta corriente y de capital (China, India y Corea del Sur).⁶⁷ La división de acumuladores rápidos en grupos es útil para estructurar la discusión sobre los motivos subyacentes para la acumulación. Hay que tener en cuenta que no existe una relación causal directa entre los grandes superávit en cuenta corriente y la acumulación de las reservas; los superávit en cuenta corriente resultarán en acumulación de reservas cuando se combine con la intervención del banco central en los mercados de divisas, por ejemplo, para prevenir o mitigar una apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, también cabe destacar la diversidad de los países que utilizan superávit de cuenta corriente: el superávit en cuenta corriente de Rusia es claramente impulsado

⁶⁷ Los diez países son: República Checa, India, México, Rusia, Sudáfrica, Corea del Sur, China, Malasia, Rumania y Ucrania. Alternativamente, podríamos haber estudiado los acumuladores más grandes en términos absolutos. Si lo hiciéramos, habría implicado la sustitución de Sudáfrica y Ucrania (que empezaron a acumular desde un nivel muy bajo) con Tailandia y Brasil.

por el petróleo, mientras que los de Malasia (Tailandia y Corea del Sur) se remontan a la crisis asiática de 1997-1998, y, en un principio, reflejaron el colapso de la inversión interna y aumentaron el ahorro por precaución.

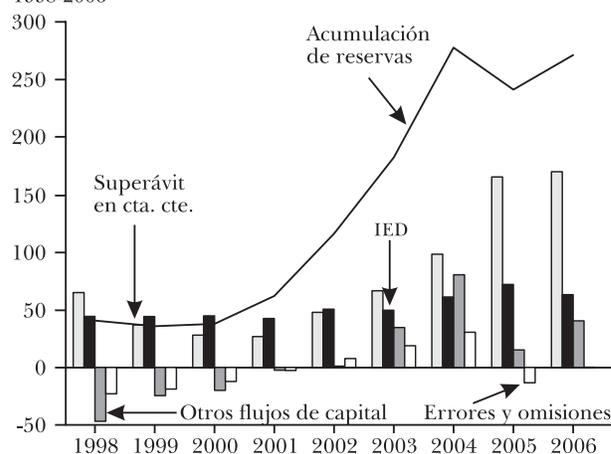
GRÁFICA A.II. CUENTA DE CAPITAL BASADA EN LA ACUMULACIÓN: REPÚBLICA CHECA, MÉXICO, RUMANIA Y SUDÁFRICA, 1998-2006



FUENTE: FMI, WEO, septiembre de 2006.

Descomposición de los Factores que contribuyen a la Acumulación de Reservas.

GRÁFICA A.III. PAÍSES CON SUPERÁVIT EN CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL: CHINA, INDIA Y COREA DEL SUR, 1998-2006



FUENTE: FMI, WEO, septiembre de 2006.

Referencias

Aizenman, Joshua, y Yaewoo Lee (2006), *Financial versus Monetary Mercantilism: Long Run View of Large International Reserve Hoarding*, FMI (Working Paper, n° 06/280).
 Aizenman, Joshua, Yeonho Lee y Yeongseop Rhee (2004), *International Reserves Management and Capi-*

- tal Mobility in a Volatile World: Policy Considerations y a Case Study of Korea*, NBER, junio (Working Papers, n° 10534).
- Banco Central de Venezuela (2004), *Informe Sobre los Niveles de las Reservas Internacionales en Venezuela*, Caracas.
- Banco de la República, de Colombia (2003), *Análisis del Nivel Adecuado de Reservas Internacionales*, Bogotá.
- Beaufort Wijnholds, J. Onno de (2003), "Five Financial Crises: Lessons for Prevention y Resolution", en A. P. Ros y H. R. T. Vollebergh (eds.), *Ontwikkeling en Overheid*, SDU, The Hague.
- Beaufort Wijnholds, J. Onno de, y Arend Kapteyn (2001), *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*, FMI (Working Paper, n° 01/143).
- Beaufort Wijnholds, J. Onno de, y Julie McKay (2006), "Living up to Expectations? Taking Stock of the International Role of the Euro", en Joaquim Roy (ed.), *The Euro y the Dollar in a Globalized Economy*, de próxima edición.
- Bergsten, Fred (2005), "An Action Plan to Stop the Market Manipulators Now", *Financial Times*, 15 de marzo.
- Bird, Graham, y Ramkishen Rajan (2003), "Too Much of a Good Thing? The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crises", *World Economy*, vol. 26, n° 6, pp. 873-91.
- BIS Quarterly Review (2005), "International Banking y Financial Market Developments", marzo.
- Blanchard, Olivier, y Francesco Giavazzi (2005), *Rebalancing Growth in China: A Three-handed Approach*, MIT Department of Economics (Working Paper, n° 05-32).
- Boughton, James B. (2001), *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C.
- Caselli, Francesco, y James Feyrer (2006), *The Marginal Product of Capital*, Paper presented at the IMF 7th Jacques Polak anual Research Conference – Capital Flows, 9-10 de noviembre.
- Chinn, Menzie, y Jeffrey Frankel (2005), *Will the Euro Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, Paper presented at NBER Conference on G-7 Current Account Imbalances, junio.
- Clark, Peter B., y Jacques J. Polak (2004), "International Liquidity y the Role of the DEG in the International Monetary System", *IMF Staff Papers*, vol. 51, n° 1, pp. 49-91.
- Crockett, Andrew (2007), *Report by the Committee to Study Sustainable Long-term Financing of the IMF*.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2003), *An Essay on the Revised Bretton Woods System*, NBER, septiembre (Working Paper, n° 9971).
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2004), *The Revised Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention y Reserve Management on Interest Rates y Exchange Rates in Center Countries*, NBER, marzo (Working Paper, n° 10332).
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2005), *Savings Gluts y Interest Rates: The Missing Link to Europe*, NBER, agosto (Working Paper, n° 11520).
- Dunaway, Steven V., Lamin Leigh y Xiangming Li (2006), *How Robust Are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China*, FMI (Working Paper, n° 06/220).
- European Central Bank (2005), "Financial Flows to Emerging Market Economies: Changing Patterns y Recent Developments", *Monthly Bulletin*, enero, pp. 59-73.
- European Central Bank (2005), *Review of the International Role of the Euro*, diciembre.
- European Central Bank (2006), *The Accumulation of Foreign Reserves*, febrero (Occasional Paper, n° 43).
- Fondo Monetario Internacional (2003), *Mexico: Selected Issues Papers: Reserve Adequacy in Mexico*, FMI (Staff Country Report, SM/04/250).
- Fondo Monetario Internacional (2004), *Liquidity Management*, FMI (Staff Memorandum, SM/04/149).
- Fondo Monetario Internacional (2004), *People's Republic of China: 2004 Article IV Consultation*, FMI, noviembre (Staff Report).
- Fondo Monetario Internacional (2005), *An Evaluation of IMF Support to Jordan, 1989-2004*, Independent Evaluation Office, diciembre.
- Fondo Monetario Internacional (2005), *World Economic Outlook*, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2006), *People's Republic of China: 2006 Article IV Consultation*, 31 de octubre (Staff Report).
- Frankel, Jeffrey (2004), *On the Renminbi: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate y Adjustment under a Flexible Rate*, texto mimeografiado, Harvard University.
- Frenkel, Jacob, y Boyan Jovanovic (1981), "Optimal International Stochastic Framework", *Economic Journal*, vol. 91, junio, pp. 507-14.
- Geithner, Timothy F. (2007), *Developments in the Global Economy y Implications for the United States*, Remarks at the Council on Foreign Relations, Nueva York, 11 de enero.
- Genberg, Hans, Robert McCauley, Yung Chul Park y Avinash Persaud (2005), *Official Reserves y Currency Management in Asia: Myth, Reality y the Future*, Centre For Economic Policy Research (Geneva Reports on the World Economy, n° 7).

- Goldstein, Morris (2004), "China y the Renminbi Exchange Rate", en Fred Bergsten y John Williamson (eds.), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, Institute for International Economics, pp. 197-230.
- Goldstein, Morris, y Nicholas Lardy (2004), *What Kind of Landing for the Chinese Economy?*, Policy Briefs in International Economics, Institute for International Economics, noviembre.
- Green, Russell, y Tom Torgerson (2007), *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?*, United States Treasury, Office of International Affairs, marzo (Occasional Paper, n° 6).
- Grupo de los siete (nd), *Comunicados*, varios.
- Guzmán Calafell, Javier, y Rodolfo Padilla del Bosque (2003), "International Reserves to Short-term External Debt as an Indicator of External Vulnerability: The Experience of Mexico y Other Emerging Economies", en Ariel Buira (ed.), *Challenges to the World Bank y IMF: Developing Country Perspectives*, Group of Twenty-Four, Washington, D. C.
- Hauner, David (2005), *A Fiscal Price Tag for International Reserves*, FMI (Working Paper, n° 05/81).
- Higgins, Matthew y Thomas Klitgaard (2004), "Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows y Financial Markets", *Current Issues* (Federal Reserve Bank of New York), vol. 10, n° 10, septiembre-octubre.
- Jeanne, Olivier, y Romain Rancière (2006), *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas y Applications*, FMI (Working Paper, n° 06/229).
- Jeanne, Olivier, y Romain Rancière (2007), "Self-insurance through International Reserves", en Törbjörn Becker *et al.* (eds.), *Country Insurance: The Role of Domestic Policies* (Occasional Paper, n° 254, pp. 14-21).
- Kenen, Peter (2005), *Stabilizing the International Monetary System*, texto mimeografiado, Princeton University, Contribution to the Roundtable on "The Dollar, the Euro, y the International Monetary System" at the annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, 8 de enero.
- Keynes, John Maynard (1930), *A Treatise on Money*, Macmillan, Londres.
- McCauley, Robert (2005), "Distinguishing Global Dollar Reserves from Official Holdings in the United States", *BIS Quarterly Review*, pp. 57-72.
- Papaioannou, Elias, Richard Portes y Gregoriou Siourounis (2006), *Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro y the Prospects for the Dollar*, European Central Bank (Working Paper, n° 694).
- Prasad, Eswar, y Raghuram Rajan (2005), *Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal*, FMI (Discussion Paper, n° 05/07).
- Pringle, Robert, y Nick Carver (2005), "Trends in Reserve Management – Results of a Survey of Central Banks", en *RBS Reserve Management Trends 2005*, Central Banking Publications.
- Rato, Rodrigo de (2006), *Progress in Implementing the Fund's Medium-term Strategy*, Speech at the Foreign Correspondents Club, Tokio, 3 de agosto.
- Redrado, Martin (2006), *International Reserve Accumulation as a State Policy*, Presentation, Buenos Aires, septiembre.
- Rigaudy, Jean-François (2005), "Ten Years of Reserve Management", en *RBS Reserve Management Trends 2005*, Central Banking Publications, pp. 29-44.
- Roubini, Nouriel, y Brad Setser (2005), *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon?*, Symposium on the "Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?".
- Truman, Edwin, y Anna Wong (2006), *The Case for an International Reserve Diversification Standard*, Institute for International Economics, Washington, D. C.

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

ASOCIADOS

CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

JUNTA MONETARIA. *Gobernadora*: Wendy M. Craigg; *Miembros*: Gregory Cleare, Lennox McCartney y Duane Sands. PERSONAL EJECUTIVO. *Gobernadora*: Wendy M. Craigg; *Subgobernador*: Michael Lightbourne; *Inspector de Bancos y Compañías Fiduciarias*: Stanislaw Bereza; *Gerentes*: Bert Sherman (Oficina de la Gobernadora); Keith Jones (Contabilidad), Ian Fernander (Administración), Cassandra Nottage (Supervisión Bancaria), John Rolle (Investigaciones), Cecile M. Sherman (Operaciones de Banco), Errol Bodie (Computación), Gerard Horton (Control de Cambios) y Sylvia Carey (Recursos Humanos); y *Consejero Legal*: Rochelle A. Deleveaux.

(Información oficial, octubre de 2008)

BANK OF JAMAICA

Governor: Derick Latibeaudière. *Senior Deputy Governor*: Audrey Anderson. *Deputy Governors*: Rudolph Muir (General Counsel and Bank Secretary), Myrtle Halsall (Research & Economic Programming and Banking & Market Operations Divisions), Gayon Hosin (Financial Institutions Supervisory Division) and Livingstone Morrison (Finance & Technology and Payments System, Investment and Risk Management Division). *General*

Manager: Kenloy Peart. *Division Chiefs*: Natalie Haynes (Banking & Market Operations), John Robinson (Research & Economic Programming), *Financial Controller*: Herbert Hylton, *Deputy General Manager*: Calvin Brown, *Chief Internal Auditor*: Horace Lowers. *Deputy General Counsel*: Randolph Dandy.

(Información oficial, octubre de 2008)

COLABORADORES

BANQUE DE FRANCE

Gobernador: Christian Noyer. *Primer Subgobernador*: Jean-Paul Redouin. *Segundo Subgobernador*: Jean-Pierre Landau. *Auditor General*: Alain Armand. *Directores Generales*: Didier Bruneel (Operaciones), Pierre Jaillet (Economía y Relaciones Internacionales) y Hervé Queva (Recursos Humanos). *Directores*: Hervé Le Guen (Asuntos Legales), George Peiffer (Organización y Sistemas de Información), Bruno Cabrillac (Internacional y Relaciones Europeas), Gerard Beduneau (Banca Internacional e Instituto de Finanzas), Jean Claude Huyssen (Contabilidad), Aline Lunel (Auditoría Interna), Yvon Lucas (Sistema de Pagos), François Haas (Operaciones de Mercado) y Pierre Sicsic (Balanza de Pagos).

(Información oficial, noviembre de 2008)

Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2008

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Estabilidad Financiera e Indicadores Micro y Macro Prudenciales	México, D. F., 8 – 12 de septiembre
Taller Nacional de Análisis de Actualización de Estrategia de Deuda y Nuevo Financiamiento	Banco Central de Honduras Tegucigalpa, 22 – 29 de septiembre
Mercados Financieros y Curvas de Rendimiento	Consejo Monetario Centroamericano San José, 24 – 26 de septiembre
Mercados Financieros y Curvas de Rendimiento	Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas y Fondo Monetario Internacional México, D. F., 6 – 10 de octubre
Riesgo Operativo	Banco de España Madrid, 7 – 10 de octubre
Estadísticas de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional	México, D. F., 20 – 31 de octubre
Aspectos Legales de Banca Central	México, D. F., 10 – 14 de noviembre
Sistema de Cuentas Nacionales	Banco Central de Chile Santiago, 17 – 28 de noviembre
<i>Seminarios</i>	
Meeting of Experts of the Western Hemisphere Payments and Securities Settlement Forum	Banco de Pagos Internacionales (Committee on Payments and Settlements System), Arab Monetary Fund y Banco Mundial Viena, 9 – 12 de septiembre
Regulación y Supervisión de Cooperativas de Ahorro y Crédito	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V., Deutsche Bundesbank (Eurosystem) Organização das Cooperativas Brasileiras y Banco Central de Brasil São Paulo, 10 – 11 de septiembre

Macroeconomic and Inflation Projection	Centre for Technical Central Bank Cooperation (Banco Central de Alemania) México, D. F., 23 – 25 de septiembre
IV Seminario Anual: Programa de Mejora de la Información y Procedimientos de los Bancos Centrales en el Área de Remesas	Banco Central de Bolivia La Paz, 24 – 26 de septiembre
Monetary Policy Forecasting and Modelling	Centre for Central Banking Studies (Banco de Inglaterra) y Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 29 de septiembre – 1º de octubre
Tecnologías web y Comunicaciones de Banca Central	Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 24 – 25 de noviembre
Desarrollos Recientes en Temas Selectos de Estabilidad Financiera para Bancos Centrales y Supervisores Bancarios	Instituto de Estabilidad Financiera San José, 25 – 28 de noviembre

Reuniones

Comité de Tesoreros de Banca Central	Banco de la República (Colombia) Bogotá, 1º de septiembre
IX Reunión de Tesoreros de Banca Central	Banco de la República (Colombia) Bogotá, 2 – 5 de septiembre
Meeting Working Group on Payment System Issues of Latin America and the Caribbean	Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo Viena, 9 – 11 de septiembre
XI Reunión sobre Aspectos Contables y Presupuestales de Banca Central	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 1 – 3 de octubre
XLIV Reunión de Gobernadores de América Latina, España y Filipinas ante el FMI-BIRF	Washington, D. C., 9 de octubre
III Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de Asia, América Latina y el Caribe	Banco Central de Reserva del Perú Washington, D. C., 9 de octubre
Junta de Gobierno del CEMLA	Washington, D. C., 10 de octubre
LXXXVI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España	Washington, D. C., 10 de octubre
Asamblea del CEMLA	Washington, D. C., 10 de octubre
XIII Reunión Anual de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano	México, D. F., 5 – 7 de noviembre
XIII Reunión de Comunicación de Banca Central	Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 26 – 28 de noviembre

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”

Resultados del Certamen 2008

El jurado calificador del certamen “Premio de Banca Central ‘Rodrigo Gómez’”, integrado por los presidentes de los bancos centrales de Argentina, Brasil, Honduras, Perú y Venezuela, así como por los gobernadores de los bancos centrales de Jamaica y México, decidió conceder el primer lugar al trabajo “Riesgo de fondeo, riesgo de liquidez y relación de solvencia en un modelo de espirales de liquidez”, del economista colombiano Daniel Esteban Osorio Rodríguez.

Convocatoria para 2009

Para honrar la memoria de don Rodrigo Gómez (1897-1970), director general del Banco de México (1952-1970), los gobernadores de los bancos centrales latinoamericanos establecieron un premio anual para estimular la elaboración de estudios, trabajos o análisis que tengan interés para los bancos centrales.

Publicamos a continuación la convocatoria con las bases para el premio que se otorgará para el año 2009:

1. El autor o autores de los estudios que se presenten a concurso deberán ser personas físicas nacionales de los países de los bancos centrales de la región.¹ No podrá concursar el personal del

¹ Antillas Holandesas, Argentina, Aruba, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Caribe Oriental (Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas), Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Islas Caimán, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Re-

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

2. Los temas de los estudios deben ser afines a las funciones y aspectos de interés directo de la banca central regional. Entre otros, podrán presentarse al Premio estudios sobre: política monetaria, estabilidad macroeconómica, estabilidad financiera, operaciones de banca central, cooperación financiera entre países latinoamericanos y del Caribe o repercusiones del comportamiento financiero internacional en la región.

3. Los estudios que se presenten deberán ser originales e inéditos, y deben ser versiones finales. Es decir, no deben haber sido publicados en forma impresa o electrónica, tanto en forma individual o como parte de una revista, libro o compilación. Los estudios que en su etapa de elaboración hayan sido circulados en forma impresa o electrónica (en sitios Web de acceso restringido) para consulta entre expertos, podrán ser presentados al Premio. Las tesis de grado universitario y estudios presentados en las conferencias anuales de la Red de Investigadores de los Bancos Centrales del Continente Americano, también podrán presentarse al Premio, siempre que cumplan con las características antes citadas.

4. Los estudios podrán presentarse en español, francés, inglés o portugués, acompañados, de ser posible, de una traducción al inglés o al español, lo que facilitará la labor del jurado calificador. Los estudios no podrán tener una extensión mayor de 20,000 palabras o 50 páginas (lo que suceda

pública Dominicana, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

primero), incluyendo portada, abstracto, introducción, desarrollo, conclusiones y apéndices o anexos.

5. No podrán ser presentados estudios que hayan participado en ediciones anteriores del Premio Rodrigo Gómez. Asimismo, los estudios que estén en concurso no podrán ser presentados a otros premios o a otras publicaciones como pueden ser revistas especializadas, libros o compilaciones.

6. Los autores conceden en forma implícita su autorización para reproducir los estudios presentados al Premio de Banca Central Rodrigo Gómez, en las revistas de CEMLA (*Monetaria*, *Money Affairs* o *Boletín*). La autorización no implica que efectivamente se irán a publicar, ya que esto queda a discreción del Comité Editorial de CEMLA, una vez sean revisados y calificados los estudios presentados al Premio. En el caso de que algún estudio sea publicado por CEMLA en alguna de sus revistas, se haría la mención específica de que el trabajo se publica por haber participado en el certamen.

7. El jurado calificador estará integrado por los gobernadores de bancos centrales miembros asociados de la Junta de Gobierno del CEMLA, o por sus representantes. El CEMLA, en su calidad de Secretaría permanente de las reuniones de gobernadores, actuará como organismo asesor del jurado en la forma en que éste lo determine y estará a cargo de los aspectos administrativos del concurso.

8. Al remitir los estudios a los miembros del ju-

rado, el CEMLA suprimirá los nombres de los autores y asignará a cada estudio presentado un seudónimo que será el único medio de identificación de que disponga el jurado para comunicar las calificaciones respectivas.

9. La calificación de los estudios de acuerdo a criterios objetivos y mecanismos definidos por el jurado. Una vez realizada la revisión de los estudios, la Junta de Gobierno declara el resultado y autorizará al CEMLA a notificar la decisión al autor o autores del estudio o estudios favorecidos.

10. Habrá un solo premio, consistente en la cantidad de diez mil dólares de Estados Unidos, que se adjudicará al estudio o estudios merecedores de tal distinción, según el criterio del jurado calificador. En caso de empate en el primer lugar declarado entre dos o más estudios concursantes, el premio se dividirá en partes iguales a los estudios, y para cada uno de ellos, entre partes iguales a sus autores. El fallo será inapelable y el jurado podrá declarar desierto el premio, si así lo estima pertinente.

11. El autor o autores del estudio o estudios merecedores del premio cederán implícitamente los derechos de autor al CEMLA, el cual realizará la edición y publicación del libro respectivo.

12. Los participantes deberán enviar un archivo en Word o en PDF (en las versiones más recientes disponibles) por correo electrónico a las direcciones: <rodrigo_gomez@cemla.org> o <demaria@cemla.org>, a más tardar el 31 de enero de 2009.

Índice 2008

I. ARTÍCULOS

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Banco Central Europeo, La titulización en la zona del euro ...	3	136
Beaufort Wijnholds, J. Onno de, y Lars Søndergaard, ¿Acumulación de reservas: objetivo o subproducto?	4	175
Braun, Michele, James McAndrews, William Roberds y Richard Sullivan, Comprendiendo la administración de riesgos en los pagos minoristas emergentes	1	29
CEMLA, Edward M. Gramlich	1	2
Coates, Kenneth, El nuevo dilema monetario para la región .	4	165
Dattoli, José Clovis Batista, y Henrique Flávio Rodrigues da Silveira, El sistema de costeo del Banco Central de Brasil: cuatro años en funcionamiento, una evaluación	4	171
Gimeno, Ricardo, y José Manuel Marqués Sevillano, Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria	2	84
Gramlich, Edward M., Auges y quiebras: el caso de las hipotecas <i>subprime</i>	1	6
Nieto, María J., y Garry J. Schinasi, El marco para salvaguardar la estabilidad financiera en la Unión Europea: hacia una referencia analítica para evaluar su eficacia	3	115
Sengupta, Rajdeep, y Craig P. Aubuchon, La revolución de las microfinanzas: una visión general	2	64
Sidaoui Dib, José, Los efectos de la crisis del <i>subprime</i> en los mercados emergentes	2	59
Sullivan, Kenneth, Presentación proactiva del desempeño	3	130
Tobaruela de Blas, Ana Belén, Presentación e información sobre instrumentos financieros	2	90
Turrent Díaz, Eduardo, Las tres etapas de la autonomía del banco central en México	1	11

II. AUTORIDADES DE LAS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, ASÍ COMO DE OTRAS INSTITUCIONES COLABORADORAS DEL CEMLA

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	1	53
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	2	107

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	3	150
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	4	204

III. ACTIVIDADES DEL CEMLA

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2007-febrero de 2008	1	56
Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2008	2	111
Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2008	3	158
Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2008	4	205

IV. PREMIO DE BANCA CENTRAL “RODRIGO GÓMEZ”

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2009	3	160
Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”	4	207

Luis J. Álvarez

¿Qué es lo que nos dicen los datos de los precios microeconómicos sobre la validez de la curva de Phillips neokeynesiana?

Luisa Zanforlin
Marco Espinosa

Financiamiento de la vivienda y valores respaldados con hipotecas en México

Dale Gray
James P. Walsh

Modelo de factores para pruebas de tensión con un modelo de derechos contingentes del sistema bancario chileno

CEMLA (ed.)

*Estimación y uso de variables no observables
en la región*

Serie PROGRAMA DE INVESTIGACIÓN CONJUNTA

Emilio Fernández-Corugedo

Teoría del consumo

Serie ENSAYOS

Rodolfo de Jesús Haro García

*Metodologías para la estimación matemática
de la matriz de insumo-producto simétrica:
a partir de las matrices de oferta y
utilización asimétricas en una
economía abierta*

Serie ESTUDIOS



El *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos* es una asociación regional de bancos centrales de América Latina y el Caribe. Además participan, como miembros colaboradores, bancos centrales extrarregionales, organismos supervisores y entidades financieras regionales. El propósito principal de la Institución es, desde 1952, la cooperación entre sus miembros para promover un mejor conocimiento de temas monetarios y financieros en la región. Entre sus modalidades de acción el Centro realiza actividades de capacitación, divulgación y estudios, así como programas plurianuales de asistencia técnica en áreas de infraestructura del sector financiero. Asimismo, el CEMLA actúa como secretaría técnica en las reuniones de gobernadores y técnicos de banca central de nuestra región.

El CEMLA ofrece regularmente desde 1955 publicaciones periódicas que, al cabo del año, pasan revista y analizan los principales temas financieros y monetarios que ocupan la atención de los bancos centrales de América Latina y el Caribe. En el *Boletín* se presentan temas actuales de interés general que reúnen a una amplia audiencia para mantenerla a la vanguardia en los principales debates en materia de teoría y política económica, monetaria y financiera. *Monetaria* y *Money Affairs* (publicaciones bilingüe y en inglés, respectivamente) difunden estudios elaborados por investigadores de bancos centrales, instituciones financieras internacionales, universidades y otras entidades académicas. En los artículos publicados predomina un enfoque teórico o cuantitativo sobre temas especializados en los campos financiero y monetario.

BOLETÍN

Suscripción anual: 80.00 dólares (América Latina y el Caribe: 50.00 dólares; estudiantes y maestros: 40.00 dólares). Ejemplar suelto: 22.00 dólares (América Latina y el Caribe: 15.00 dólares; estudiantes y maestros: 11.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

Aida Salinas Domínguez

CEMLA

Durango nº 54, México, D. F., 06700, México

Teléfono: (5255) 5061-6651

Telefax: (5255) 5061-6659

E-mail: publicaciones@cemla.org

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