

EL PROCESO DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS DE DIVISAS:
POSIBLES RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL

Enrique Alberola Ila y Santiago Fernández de Lis (*)

(*) Enrique Alberola Ila es el jefe de la División de Economía Internacional. Santiago Fernández de Lis dirige el Departamento de Economía y Relaciones Internacionales. Los autores agradecen el apoyo de José M.^a Serena en las discusiones y preparación del artículo, y la asistencia técnica de Jaime de Frutos y de Teresa Molina. Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riesgos para la estabilidad financiera internacional

El rápido aumento de las reservas de divisas en las economías emergentes se explica por estrategias de autoaseguramiento ante posibles crisis futuras y por el deseo de mantener tipos de cambio competitivos. Al mismo tiempo, el papel singular que desempeñan los bancos centrales en los mercados financieros internacionales y la concentración en sus balances de una porción significativa de los activos globales pueden estar generando ciertos desequilibrios y riesgos desde el punto de vista de la estabilidad financiera internacional. La asimetría entre la escasa percepción de los costes internos derivados de un volumen elevado de reservas, y sus beneficios palpables, se ve agudizada por los costes externos, por lo que es difícil atisbar un límite al proceso. Por todo ello, resulta aconsejable que la comunidad financiera internacional mantenga una actitud vigilante respecto a este problema.

1 Introducción

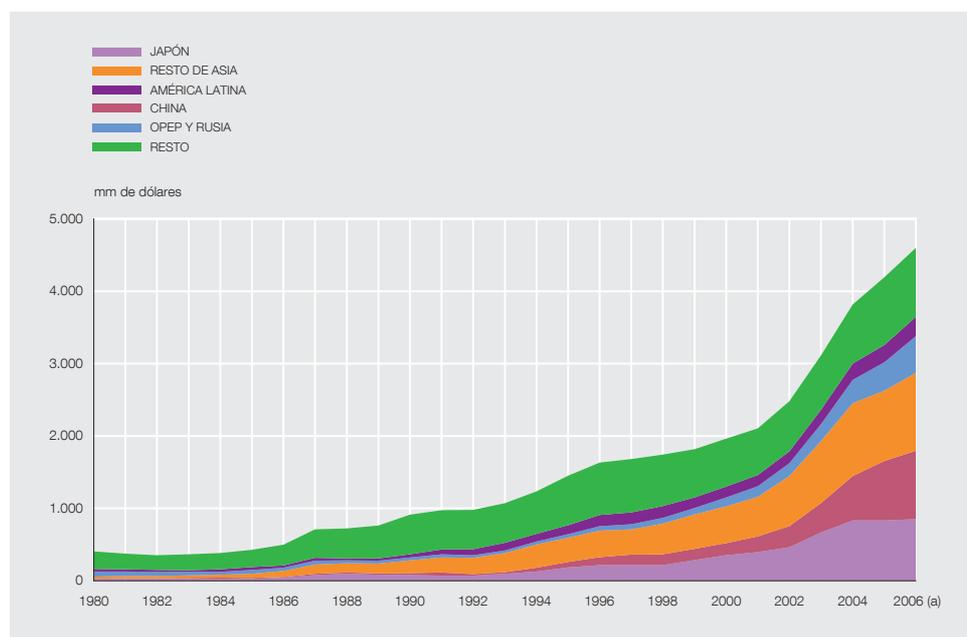
Uno de los rasgos más destacables de la evolución económica internacional en los últimos años es el notable crecimiento de las reservas exteriores de las economías emergentes, en especial las de Asia y, más recientemente, los países exportadores de petróleo. En general este proceso fue valorado en su inicio de forma positiva, en la medida en que reforzaba la capacidad de estas economías de hacer frente a las crisis que pudieran surgir en el futuro. Sin embargo, a medida que se ha ido constatando la dimensión y la fuerte inercia de esta tendencia, ha ido surgiendo una cierta preocupación entre la comunidad financiera internacional, acentuada por una sensación de que no existen límites obvios a este proceso en tanto en cuanto los países que lo protagonizan solo perciban sus beneficios y no sus posibles costes. Tradicionalmente, los riesgos ligados a la acumulación de reservas se han vinculado a los costes internos para el país en cuestión, relacionados sobre todo con la gestión de la política monetaria y con las pérdidas latentes en los balances de los bancos centrales.

Desde el punto de vista del resto del mundo, los costes considerados tradicionalmente han sido de tipo comercial, derivados del mantenimiento de un tipo de cambio artificialmente depreciado por parte de los países que intervienen sistemáticamente en los mercados comprando moneda extranjera y vendiendo moneda nacional. Pero la magnitud y generalización de este fenómeno en los últimos años han revelado otro tipo de costes y riesgos poco explorados por la literatura, que tienen que ver con el efecto que la acumulación de reservas por parte de estos bancos centrales puede tener sobre la estabilidad financiera internacional. En la medida en que los bancos centrales actúen con criterios distintos de los del resto de agentes en los mercados financieros, el impacto de la concentración de los activos financieros internacionales en sus manos puede tener ciertos efectos desestabilizadores. En efecto, diversos análisis han vinculado el proceso de acumulación de reservas con dos fenómenos característicos —y que han generado cierta inquietud— de la evolución económica internacional en los últimos años: el anormalmente bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo a nivel mundial y los desequilibrios globales. Además, existen otros elementos potenciales de riesgo, menos evidentes, pero sobre los que es conveniente indagar.

En el segundo epígrafe de este artículo se describe el proceso de acumulación de reservas y sus principales características; en el epígrafe tercero se abordan los rasgos distintivos de la actuación de los bancos centrales en los mercados financieros internacionales; en el epígrafe cuarto se exploran sus implicaciones, y en el último se presentan algunas conclusiones.

2 El proceso de acumulación de reservas

En los gráficos 1 y 2 puede observarse el rápido aumento de las reservas internacionales de divisas, cuyo crecimiento medio anual en el período 1999-2005 ha sido del 15%, muy superior



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (International Financial Statistics).

a. Segundo trimestre de 2006.

al de episodios pasados, y con tendencia a acelerarse en los tres últimos años. De este modo, el valor de las reservas mundiales se ha más que duplicado respecto al año 2000 y alcanzó en el año 2005 los 4.354 mm de dólares. China es el principal tenedor de reservas internacionales, por encima del billón de dólares a finales de 2006. La ratio de reservas sobre PIB ha superado el 10% en muchos de estos países —el 30% en China y el 20% en los exportadores de petróleo—, frente a ratios de apenas el 2% en los países de la UE y en Estados Unidos (véase gráfico 3).

¿Qué elementos han determinado este extraordinario proceso de acumulación de reservas en los países emergentes? Cabe distinguir entre los factores externos, que se analizan en primer lugar, y los internos, que, en cierta medida, se han reforzado mutuamente.

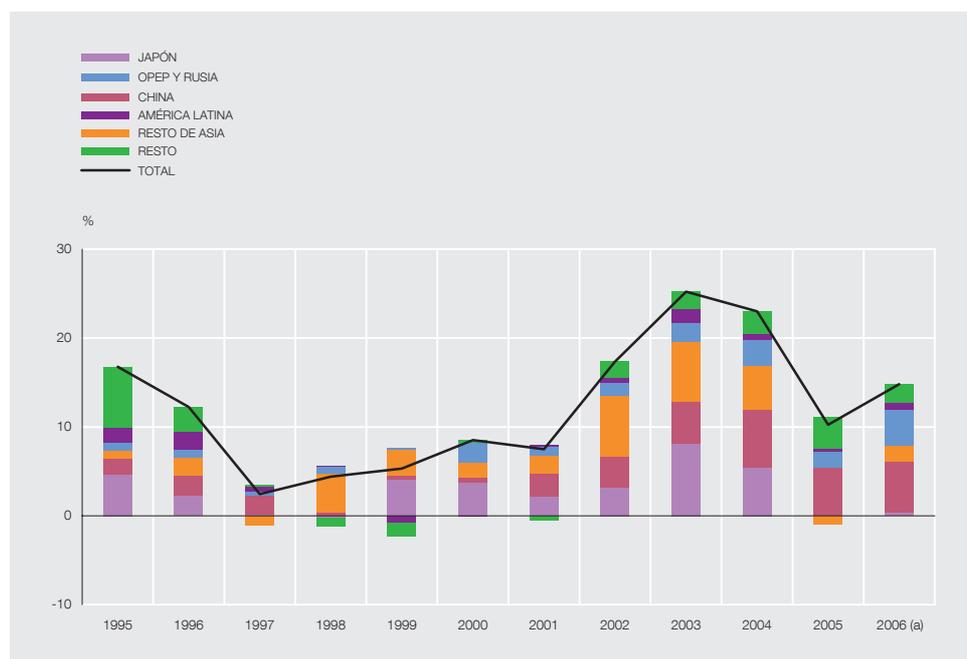
El contexto internacional de los últimos años, caracterizado por un notable dinamismo de la economía global y unas condiciones holgadas de liquidez, ha sido un factor explicativo fundamental. A estos elementos se suma un entorno de baja inflación que, sin ser un factor determinante del proceso, ha facilitado que el aumento de reservas no haya generado, por lo general, presiones inflacionistas significativas en los países que lo han protagonizado.

Para observar cómo los dos primeros elementos han influido en el proceso de acumulación de reservas resulta útil considerar la identidad de la balanza de pagos, de la que resulta que el aumento de reservas es aproximadamente igual a los influjos netos de capitales más el superávit por cuenta corriente.

Las buenas condiciones económicas y financieras han favorecido la entrada de capitales en algunos países emergentes, en tanto que los superávits por cuenta corriente han tendido a ampliarse por la intensa subida del precio de las materias primas —en particular el petróleo— y la creciente demanda de exportaciones procedentes de los países emergentes. Como se observa en el gráfico 4, ambos factores se han traducido en una fuerte acumulación de reservas.

**CRECIMIENTO DE LAS RESERVAS Y CONTRIBUCIÓN
POR ÁREAS GEOGRÁFICAS**

GRÁFICO 2



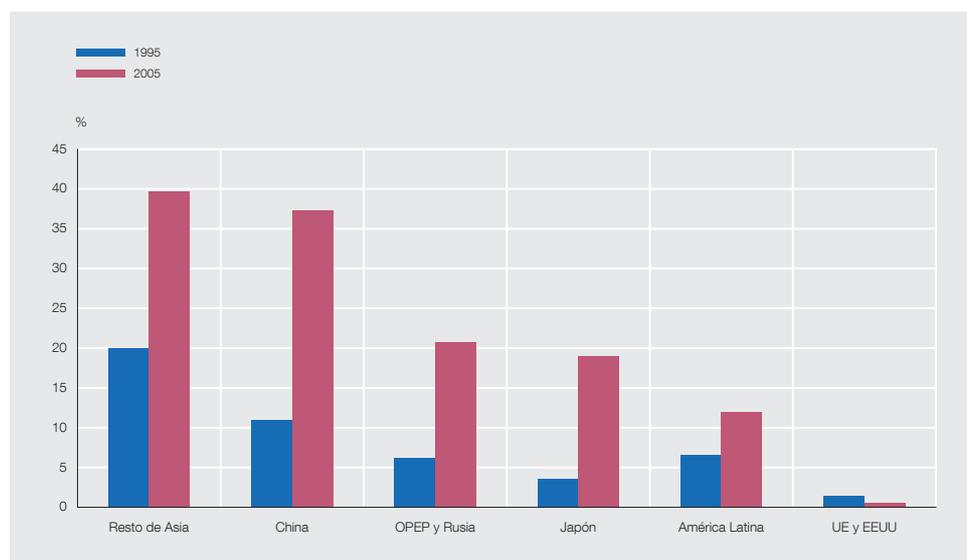
FUENTE: Fondo Monetario Internacional (International Financial Statistics).

a. Segundo trimestre de 2006.

Sin embargo, un proceso tan intenso y persistente requiere una política deliberada por parte de las autoridades, pues de lo contrario —en un contexto de flotación de las divisas mundiales—, estas tendencias se hubieran reflejado en una apreciación efectiva de sus tipos de cambio. Por ello, hay que apelar a los factores internos para completar la explicación. Dos son los principales motivos para que la mayoría de los países emergentes hayan optado por el aumento de reservas frente a la apreciación de los tipos de cambio: i) el deseo de protegerse frente a una posible reversión de las benignas condiciones financieras actuales, y evitar o mitigar así la probabilidad de futuras crisis financieras (motivo precaución o autoaseguramiento), y ii) el objetivo de mantener el tipo de cambio en un determinado nivel o rango de fluctuación, que ha sido denominado motivo mercantilista. Cada uno de estos factores tiene mayor o menor importancia relativa según los países y el momento, pero son complementarios en muchos casos.

El motivo precaución es especialmente relevante para los países con mercados emergentes, donde confluyen unos flujos de capitales externos volátiles, una elevada vulnerabilidad financiera y unos sistemas financieros poco desarrollados. Sin embargo, los indicadores que se utilizan para determinar el nivel óptimo de reservas por este motivo (según cuya interpretación más habitual las reservas deberían cubrir al menos cuatro meses de importaciones y el 100% de la deuda externa a corto plazo) sugieren que el volumen alcanzado supera desde hace tiempo —y muy holgadamente en algunos casos— estos niveles de prudencia, incluso teniendo en cuenta la creciente globalización financiera y la mayor volatilidad potencial de los flujos de capitales. Tampoco el deseo de depender en menor grado del recurso a las instituciones financieras internacionales (como el Fondo Monetario Internacional) en caso de crisis [Aizenman y Marion (2002)] parece justificar completamente la magnitud de las tenencias de reservas que se observa en estos países.

Da la impresión, por tanto, de que el objetivo de impedir o atenuar la apreciación del tipo de cambio se ha ido consolidando con el tiempo como el principal factor explicativo del aumento

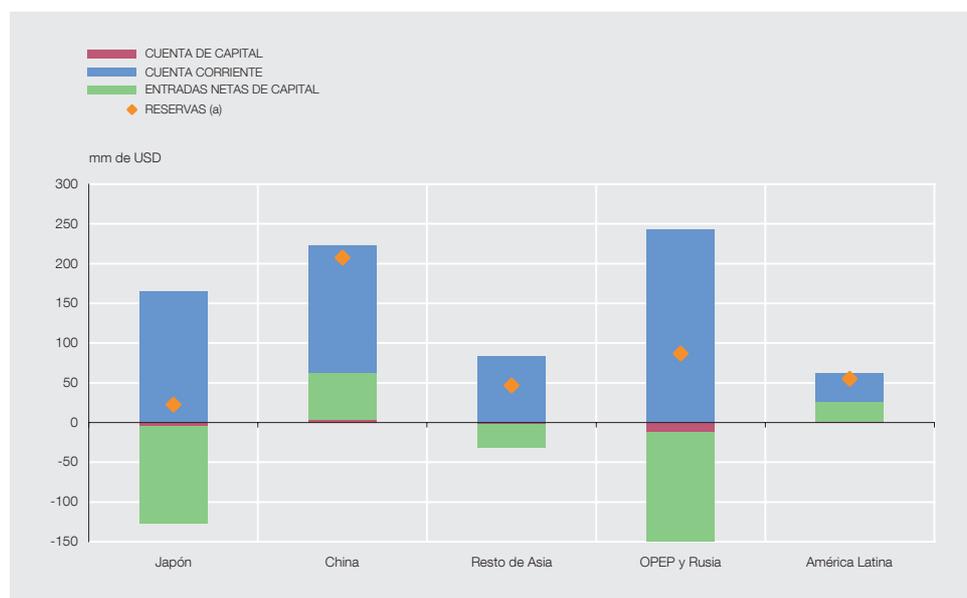


FUENTE: Fondo Monetario Internacional (International Financial Statistics).

de reservas. Esto resulta en cierto modo paradójico, cuando el número de regímenes de tipo de cambio fijos de iure —es decir, con un ancla cambiaria explícita y oficialmente anunciada— se ha reducido drásticamente en los países emergentes, al tiempo que ha ido aumentando el número de monedas sometidas teóricamente a un régimen de flotación. Las autoridades de estos países no renuncian a influir directamente sobre el tipo de cambio, sino que lo hacen de un modo más discrecional y menos transparente que en períodos precedentes, en los que predominaban las anclas cambiarias explícitas.

Para los países asiáticos —y algunos latinoamericanos de modo incipiente—, el aumento continuado de las reservas refleja, según algunos autores [Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2005)], una estrategia de promoción del sector exportador a través de un tipo de cambio competitivo. El paradigma de esta estrategia es China, que ha arrastrado en cierta medida a los países de su entorno. El subdesarrollo y fragilidad del sector financiero doméstico y la falta de apertura de la cuenta de capital refuerzan, en el caso de China, el papel estratégico que tanto la acumulación de reservas como la gestión del tipo de cambio tienen en la transición hacia una economía más integrada y abierta al exterior, tanto en el ámbito comercial como en el financiero. En el caso de los países exportadores de materias primas, la rápida acumulación de reservas de los últimos años se asocia a la conveniencia de acomodar la bonanza del sector exportador, limitando el impacto que una apreciación fuerte del tipo de cambio pudiera tener sobre el resto de la economía (la llamada «enfermedad holandesa»), así como un cierto componente de aseguramiento para próximos ciclos bajistas del precio de las materias primas. Por último, cabe destacar el caso de Japón, donde el aumento de las reservas fue notable desde los años noventa hasta el año 2004, en un contexto de notable debilidad económica, y se ha interrumpido desde entonces.

Sin embargo, la acumulación de reservas también genera *costes*, cuya dimensión más inmediata se manifiesta en su impacto sobre la *política monetaria*. El incremento de las reservas internacionales del banco central se traslada, *ceteris paribus*, a un incremento de igual magnitud en la base monetaria, con los problemas que ello puede ocasionar sobre el control de la inflación, el crecimiento del crédito —con el consecuente deterioro de la calidad de la cartera crediticia— y el riesgo de burbujas en los precios de los activos financieros e inmobiliarios.



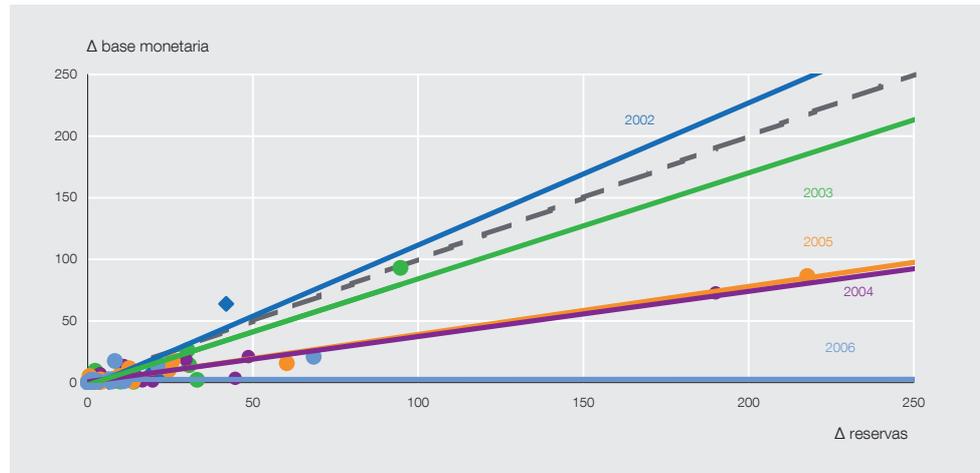
FUENTE: Fondo Monetario Internacional (International Financial Statistics).

a. Para América Latina se han utilizado datos de activos exteriores netos, que recogen tanto variaciones de reservas como operaciones con organismos multilaterales.

Para limitar estos problemas, las autoridades monetarias pueden impedir o atenuar la traslación del aumento de reservas hacia la expansión de la liquidez, mediante operaciones de esterilización. En el gráfico 5 se presentan los cambios en las reservas y su relación con el incremento de la base monetaria para un grupo amplio de países emergentes desde 2002. Las observaciones por debajo de la diagonal, en las que la base monetaria aumenta menos que las reservas, son indicativas de esterilización. Las líneas de regresión promedio de los países representados, calculadas año a año, sugieren que la esterilización ha sido cada vez más acusada, hasta ser casi completa el último año. La esterilización tampoco está exenta de problemas, puesto que implica la emisión de instrumentos que pueden distorsionar el comportamiento de los mercados financieros, en particular los de deuda pública, induciendo incrementos en los tipos de interés y una estructura distorsionada de los precios de los activos financieros. En todo caso, estos costes no han sido percibidos como excesivamente elevados. Las presiones inflacionistas, salvo excepciones, han permanecido relativamente controladas —en un contexto global de baja inflación—, mientras que la esterilización ha podido ser gestionada hasta el momento, con dificultades relativamente menores.

Otro tipo de costes derivados de las tenencias de reservas, subrayados por la literatura, son los fiscales, asociados al coste de oportunidad de mantenerlas inmovilizadas en el banco central, frente a usos alternativos. Estos costes, sin embargo, son relativamente poco visibles, resultan difíciles de medir y solo tienden a manifestarse a muy largo plazo, por lo que en general apenas imponen una restricción efectiva a las políticas de las autoridades, si bien en los últimos años se detecta una mayor preocupación por la rentabilidad de las reservas, que ha llevado a políticas de gestión cada vez más activas, como se describirá en la siguiente sección.

El fenómeno de acumulación de reservas, a diferencia del proceso contrario —el de su agotamiento—, no tiene un límite bien definido. En la medida en que se trata de una estrategia deliberada de las autoridades, sus límites vienen dados por la percepción de que los costes superan a los beneficios. El beneficio marginal de seguir acumulando reservas está determi-



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (International Financial Statistics).

a. Segundo trimestre de 2006.

nado por los aspectos mencionados más arriba, y cabe esperar que sea decreciente: una vez alcanzado un grado deseado de autoaseguramiento la ganancia marginal se reduce, mientras que también cabe esperar que cada vez haya que invertir cantidades mayores de reservas para mantener un tipo de cambio deseado, ya que una paridad infravalorada refuerza las expectativas de apreciación futura. Por el contrario, cabe esperar que los costes marginales sean crecientes, pero la evidencia muestra que siguen siendo percibidos como reducidos y los bancos centrales con elevados niveles de reservas han podido mitigarlos o enmascararlos, de manera que no han actuado como un límite efectivo al proceso. Si acaso, la reducción de la capacidad de esterilización por el agotamiento del margen para emitir nuevos instrumentos podría llegar a ralentizar el proceso [Alberola y Serena (2007)], pero, dadas las prioridades de política económica de estos países, no parece que se vayan a producir cambios drásticos a corto y medio plazo.

3 Los bancos centrales como agentes singulares en los mercados financieros internacionales

Como se ha señalado en el epígrafe anterior, la asimetría entre unos beneficios tangibles y unos costes más difusos parece estar favoreciendo que el aumento de reservas continúe indefinidamente, sin que se vean muy claros sus límites. Este problema se agudiza por la existencia de costes y riesgos externos (es decir, para el resto del mundo), cuya identificación y, sobre todo, internalización son todavía más complicadas, en comparación con los costes internos.

Los costes y riesgos externos tienen que ver, en primer lugar, con la naturaleza y forma de actuar de los bancos centrales en los mercados financieros internacionales, que presentan ciertas diferencias respecto a las pautas de actuación típicas de los agentes privados. La gestión de las reservas internacionales de divisas se caracteriza por ser relativamente conservadora y con importantes elementos de inercia. Los bancos centrales, al invertir sus reservas de divisas, buscan en general, por este orden: seguridad, de manera que los recursos públicos estén a salvo de posibles pérdidas como resultado de movimientos adversos de los mercados financieros internacionales; liquidez, que permita al banco central utilizar estos recursos para intervenir en los mercados de divisas en caso de presiones hacia la depreciación de la moneda nacional, que es, al fin y al cabo, el principal propósito de estas reservas; y rentabilidad, de modo que el banco central mantenga una situación saneada y produzca beneficios para el Tesoro, lo que a su vez refuerza su independencia frente a los poderes públicos, sobre todo en el caso de los países emergentes [véase Truman y Wong (2006)].

Ahora bien, esta gestión conservadora de las reservas de los bancos centrales puede ser un elemento de riesgo para los mercados financieros internacionales. Puede resultar poco intuitivo que agentes económicos cuya gestión se caracteriza por la prudencia puedan introducir inestabilidad a nivel global. Además, en la medida en que las reservas acumuladas proporcionen autoaseguramiento a las economías con mercados emergentes, tradicionalmente vulnerables, contribuirían, en principio, a la estabilidad financiera; por último, los bancos centrales se caracterizan por ser operadores que actúan «contra corriente» en los mercados financieros (lo que en la literatura tradicional se denomina *leaning against the wind*), por lo que cabe esperar de ellos un papel estabilizador de las fluctuaciones. Este tipo de actuación tiende, en principio, a suavizar la volatilidad de los tipos de cambio, y los países emergentes parecen haber tenido éxito respecto a este objetivo en los últimos tiempos [BIS (2005)].

¿Por qué, entonces, la preocupación por una acumulación de reservas excesiva, si el impacto que cabe esperar de la actuación de los bancos centrales es estabilizador? En primer lugar, algunas características y aparentes impactos del proceso de acumulación de reservas arrojan algunas dudas sobre este efecto estabilizador de las intervenciones (y, por tanto, en la medida en que un mayor volumen de reservas permita anticipar una mayor capacidad de intervenir, también del volumen de reservas per se). En las últimas décadas se han producido con frecuencia casos de regímenes de tipo de cambio fijo o semifijo en los que las intervenciones del banco central, en presencia de un desajuste profundo entre el régimen cambiario y los fundamentos macroeconómicos del país, solo han servido para retrasar el ajuste y aumentar, a la larga, su coste. El caso paradigmático reciente es el de Argentina, como han señalado autores como Mussa (2002). La actuación del banco central, en estos casos, ha podido dificultar el funcionamiento de la disciplina de mercado, elemento crucial del sistema de incentivos que liga los mercados financieros internacionales con las políticas económicas nacionales.

Adicionalmente, ciertas características específicas de la tendencia reciente al aumento de las reservas de los bancos centrales suscitan preocupación desde el punto de vista de la estabilidad financiera internacional:

- La mera magnitud del proceso y su carácter generalizado entre las economías emergentes.
- La similitud de las estrategias de gestión de estas reservas por parte de los bancos centrales, la mayoría muy sesgadas hacia la inversión en activos públicos a corto plazo denominados en dólares.
- En conjunción con estos factores, la ausencia de elementos que sugieran límites a este proceso e, incluso, la existencia de incentivos a su prolongación.

El mero *tamaño* de la posición de reservas exteriores entraña, en efecto, una concentración de los activos financieros internacionales en unas pocas manos, con el consiguiente riesgo de que decisiones discrecionales y discontinuas por parte de los bancos centrales tengan un impacto significativo sobre los precios y cantidades negociadas. En febrero de 2005 el banco central de Corea anunció que se disponía a diversificar sus reservas hacia monedas diferentes del dólar. Este anuncio provocó confusión en los mercados financieros y una rápida depreciación de la divisa norteamericana frente al euro y el yen, y los desmentidos posteriores, también rodeados de confusión en la interpretación de la política de comunicación del banco central, indujeron una acusada volatilidad de las cotizaciones entre las principales monedas. Este ejemplo ilustra la sensibilidad de los mercados de divisas ante cambios —reales o percibidos— en las estrategias de gestión de reservas de los bancos centrales.

Más allá del impacto desestabilizador de posibles ajustes bruscos en la composición de las reservas de divisas, una cuestión clave es en qué medida la acumulación de reservas puede por sí misma erosionar la disciplina de mercado. En la medida en que esta descansa en una correcta valoración de la rentabilidad y riesgo de toda la gama de activos financieros, la actuación de los bancos centrales, al concentrarse en los activos de bajo riesgo (y en muchos casos con preferencia por los denominados en dólares), puede introducir desajustes en los precios relativos de estos activos y dar señales distorsionadas a los participantes en los mercados.

La similitud e interrelación de las estrategias cambiarias y de gestión de reservas de los países emergentes es un elemento adicional de preocupación. Es probable que, en las circunstancias actuales, las variaciones en estas políticas se lleven a cabo de manera relativamente simultánea en varios bancos centrales; cambios súbitos y simultáneos en la composición de sus reservas podrían amplificar sus efectos sobre los mercados financieros internacionales.

Los bancos centrales han diversificado sus carteras en los últimos años hacia otras monedas y otros activos financieros, de mayor riesgo y sofisticación, en busca de una mayor rentabilidad [véase Central Bank Publications (2007)], si bien este proceso de diversificación ha sido, en todo caso, limitado. Cabe destacar en este sentido dos tipos de desarrollos: por una parte, el uso de las reservas para sustentar políticas gubernamentales de financiación de proyectos de inversión (Taiwán), recapitalización de bancos públicos con problemas (China) o amortización de deuda externa (Argentina y Brasil); por otra parte, la creación de agencias o fondos de inversión para gestionar las reservas, al margen de los bancos centrales.

La creación de estos fondos persigue objetivos diversos: constituir una reserva de cara al problema fiscal ligado al envejecimiento de la población u otra contingencia, o bien proporcionar un mecanismo estabilizador de los ingresos fiscales derivados de la exportación de materias primas, para evitar que se gasten los excesos transitorios sobre su precio de equilibrio y favorecer que los excedentes se acumulen para contingencias futuras. En todo caso, estos fondos se gestionan con un grado de rigor y transparencia muy variable, lo que ha generado cierta preocupación. Mientras que los bancos centrales, bien es cierto que de forma voluntaria, siguen pautas de transparencia en sus datos de reservas relativamente exigentes, dentro del Estándar Estadístico de Diseminación de Datos —SDDS— del FMI, este tipo de fondos apenas están sometidos a estándares internacionales. La pérdida de transparencia potencial como resultado de la proliferación de fondos de estabilización es, no obstante, menor en el caso de los países cuyo banco central presenta también una transparencia limitada.

En todo caso, independientemente de sus efectos sobre la estabilidad financiera internacional, la acumulación de reservas como estrategia individual de cada país es más costosa que el aseguramiento multilateral (proporcionado tradicionalmente por el FMI, pero en entredicho en los últimos años por las dudas sobre el papel de esta institución en las crisis en economías emergentes) o las opciones de puesta en común de estas reservas (*pooling*) a nivel regional (como el ERM-II en Europa o la iniciativa Chiang Mai en Asia). En este sentido, hay costes globales ligados a este proceso, desde un punto de vista de estricta eficiencia en la gestión de los recursos, que cada país difícilmente puede internalizar. El potencial efecto multiplicador de estas estrategias subóptimas representa un elemento de preocupación adicional.

Una característica peculiar de los balances de los bancos centrales es el intrínseco descalce de moneda que supone la presencia en su activo de una proporción importante de posiciones denominadas en moneda extranjera, frente a un pasivo denominado en moneda nacional. Esta situación da lugar a la paradoja de que instituciones cuyo objetivo es preservar el valor

de la moneda (internamente, mediante el control de la inflación, y externamente, garantizando un nivel adecuado del tipo de cambio) tienden a registrar beneficios (pérdidas) contables cuando su moneda se deprecia (aprecia). Cuanto mayor es el nivel de reservas mayor es el incentivo del banco central, desde este punto de vista, para evitar la apreciación de su divisa, ya que generaría una desvalorización del activo y unas pérdidas de capital muy elevadas. Esto refuerza el aliciente del banco central para seguir acumulando reservas, incluso si los beneficios para el resto de la economía han dejado de ser evidentes.

En definitiva, todos los argumentos expuestos más arriba sugieren que puede haber costes y riesgos de naturaleza sistémica asociados al proceso de acumulación de reservas, más allá de los propios de cada país. A pesar de la prudencia que suele caracterizar a los bancos centrales en su gestión de activos y de los elementos de estabilización que tales actuaciones generan, las distorsiones en las señales que el mercado recibe pueden reducir su disciplina y ocasionan problemas que, además, son crecientes a medida que el proceso se acelera. La cuestión clave, sumamente difícil de dilucidar, es en qué momento los costes superan a los elementos estabilizadores.

4 Implicaciones financieras globales de la acumulación de reservas

La evaluación de las implicaciones financieras globales del proceso de acumulación de reservas puede abordarse a través de su impacto sobre los precios de los activos financieros y sobre la composición de los flujos financieros globales.

Respecto a los precios de los activos financieros, los más evidentemente afectados son el tipo de cambio y los tipos de interés de los activos de reserva, en particular los títulos del Tesoro estadounidense a largo plazo. Las intervenciones sistemáticas para frenar la apreciación de las monedas asiáticas se han asociado a la persistencia de los desalineamientos de algunos tipos de cambio, que quizás ya se habrían corregido en un mercado donde todos los agentes respondieran a consideraciones de riesgo-rentabilidad. En el caso más prominente, la estabilidad del renminbi (o su muy gradual apreciación frente al dólar, para ser precisos) debe verse en el contexto de un sistema bancario débil y con limitaciones a la libre circulación de capitales en China. Los factores apuntados en el epígrafe anterior —expectativas de apreciación futura y fuertes pérdidas de capital del banco central en caso de un cambio de estrategia— se conjugan para realimentar el proceso.

La inversión de las reservas predominantemente en títulos del Tesoro de Estados Unidos parece haber contribuido a mantener reducidos los tipos de interés de estos activos, por debajo de lo que sugeriría la situación reciente de la economía estadounidense, y habría inducido, a través del arbitraje internacional, unos tipos de interés globales más bajos. El impacto cuantitativo sobre los tipos a largo plazo de Estados Unidos ha sido estudiado empíricamente de modo extensivo, aunque las estimaciones oscilan entre los 30 y los 200 puntos básicos [BCE (2006) y Gavilá y González-Mota (2006)].

El aumento de las reservas en los países emergentes incide también sobre las condiciones financieras internacionales a través de su impacto sobre la liquidez global. Este efecto depende fundamentalmente del grado en que se esterilicen los aumentos de reservas. Si el aumento de reservas no se esteriliza, tiende a aumentar la liquidez de la economía y se contribuye al incremento de la liquidez global.

Por último, la estrategia seguida por estos países emergentes incide también sobre el resto de precios de la economía. En particular, es importante subrayar el contraste entre el efecto inflacionista sobre los activos financieros y el efecto deflacionista sobre los precios de los bienes que puede tener la estrategia de mantenimiento de tipos de cambio depreciados en las eco-

nomías asiáticas. Las distorsiones sobre los tipos de interés y el incremento de la liquidez global también afectarían a las decisiones de los inversores financieros privados. La reducción de los tipos de interés de la renta fija pública, en un contexto de alta liquidez, podría haber arrastrado al resto de precios de los activos de renta fija y de otros mercados de mayor riesgo. En este sentido es notable la reorientación de los mercados financieros hacia activos de mayor riesgo, bien en términos de instrumentos —renta variable, mercados inmobiliarios—, bien en términos geográficos, como sugiere la fuerte compresión de los diferenciales soberanos en las economías emergentes.

En definitiva, los efectos de la acumulación de reservas sobre la economía internacional se manifiestan en cambios en la asignación internacional de bienes, factores y flujos financieros, que podrían contribuir a explicar los desequilibrios globales que se observan actualmente en la economía internacional, cuya manifestación más evidente es el acusado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

Esta conjunción de factores debilita la disciplina del mercado, que actúa a través del requerimiento de intereses mayores para financiar el déficit corriente. Aunque en el caso de Estados Unidos este efecto es posiblemente pequeño, la menor efectividad de la disciplina de mercado podría también afectar en alguna medida al componente público del déficit corriente.

Junto a las distorsiones que la acumulación de reservas puede estar produciendo en los desequilibrios globales, este proceso genera otros impactos sobre la estabilidad financiera internacional. No todos son negativos, pues, como se ha señalado, las cuantiosas reservas mitigan la vulnerabilidad de estos países, que ha sido tradicionalmente una amenaza para la estabilidad global, y cuyo potencial impacto desestabilizador podría estar aumentando, dado el creciente peso de estos países en la economía mundial y su mayor integración financiera con el resto del mundo.

Aparte de estos efectos ampliamente estudiados, hay otros elementos para pensar que la acumulación de reservas puede haber aumentado los riesgos latentes del sistema financiero internacional. Las razones de esta afirmación han sido apuntadas en el resto del artículo. En primer lugar, la acumulación y persistencia de desalineamientos de precios y desequilibrios de cantidades aumentan el riesgo de un ajuste brusco. En segundo lugar, el entorno de alta liquidez global puede haber favorecido una actitud de menor aversión al riesgo y una mayor búsqueda de rentabilidad. Esto expone a los mercados, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, a correcciones más drásticas en el caso de una reversión del sentimiento de los mercados. Por último, las posibles señales distorsionadas derivadas de la acumulación de reservas proyectan una imagen de fortaleza económica del país que puede ser engañosa y que genera incentivos para tomas de posiciones de los inversores que, a posteriori, pueden revelarse inadecuadas.

A estos riesgos se añaden, como se ha señalado, las propias consecuencias que tendría la alteración del patrón de acumulación de reservas para la estabilidad financiera internacional, dada la conjunción de desequilibrios globales, tipos de cambio desalineados y elevadas posiciones de riesgo en el sistema financiero global. Los cambios de patrón no solo se refieren a la reducción o frenazo de la acumulación de reservas, sino también, dada la magnitud de los activos afectados, a los procesos de diversificación o los cambios en el modelo de gestión hacia fondos de inversión o agencias fuera del banco central. No obstante, esta clase de repercusiones son sin duda valoradas por las autoridades de los países que están acumulando reservas, sobre todo aquellos que tienen un peso mayor en el proceso, por lo que es probable que este tipo de cambios, cuando ocurran de modo voluntario y discrecio-

nal, sean instrumentados de modo gradual para limitar su impacto, tanto doméstico como global.

5 Conclusiones

- 1 El rápido aumento de las reservas de divisas en un número significativo de economías emergentes tiene costes internos —de esterilización, fiscales y de otro tipo— que, aunque conocidos, son poco valorados por estos países, frente a los beneficios de autoaseguramiento y de mantenimiento de tipos de cambio sumamente competitivos. El entorno internacional de baja inflación ha podido contribuir, en particular, a una infravaloración de los costes derivados del mantenimiento de tipos de cambio artificialmente depreciados. Este contraste entre beneficios palpables y costes difusos hace que no se vean límites claros al proceso.
- 2 Estos problemas se agudizan cuando se toman en consideración otro tipo de costes externos, desde el punto de vista de la estabilidad financiera internacional, que hasta hora apenas se habían considerado. Estos costes externos son aún más difíciles de internalizar por parte de los países que vienen protagonizando los aumentos de reservas.
- 3 En parte, estos costes externos se derivan de la actuación atípica de los bancos centrales en los mercados financieros internacionales. Al no responder a las consideraciones típicas de rentabilidad y riesgo, es posible que la concentración de una porción significativa de los activos financieros internacionales en sus manos entrañe ciertos riesgos, aunque se trata de agentes que siguen estrategias prudentes y en general estabilizadoras.
- 4 La combinación de una porción creciente de los activos del banco central denominada en moneda extranjera y una moneda infravalorada respecto a su valor de equilibrio a largo plazo supone pérdidas latentes para el banco central, tanto más onerosas cuanto mayor sea el descalce de su balance. Esta situación puede realimentar estrategias de intervención cada vez más agresivas, por el riesgo de que, en caso contrario, estas pérdidas se materialicen.
- 5 Diversos análisis han vinculado el aumento de las posiciones en moneda extranjera de los bancos centrales con dos de los rasgos más característicos (y en cierto modo preocupantes) de la evolución económica internacional de los últimos años: el aumento de los desequilibrios globales y el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo. Aunque la cuantificación empírica de estos impactos es sumamente difícil —y las estimaciones realizadas arrojan resultados muy diversos—, estas conexiones parecen confirmar el efecto potencialmente distorsionador de los aumentos de reservas sobre la economía mundial.
- 6 La similitud de las estrategias de los bancos centrales asiáticos añade un elemento de preocupación sistémica adicional, derivada de la simultaneidad de los posibles cambios que puedan producirse en el futuro, con la consiguiente amplificación de sus efectos sobre los mercados financieros internacionales. La sensibilidad que estos vienen mostrando frente a los anuncios de una posible diversificación de las carteras de los bancos centrales asiáticos confirma esta preocupación.
- 7 La proliferación de fondos de estabilización, que manejan recursos públicos en moneda extranjera al margen de los bancos centrales, podría suponer una pérdi-

da de transparencia en la información disponible sobre la gestión de la posición neta del sector público en moneda extranjera.

- 8 En definitiva, aunque las reservas de divisas tienen un papel de autoaseguramiento muy importante, sobre todo en los países emergentes, y permiten al banco central realizar políticas en general estabilizadoras, el tamaño alcanzado por estas posiciones en los últimos años y la generalización de estas estrategias en un número creciente de países emergentes suscitan cierta inquietud desde el punto de vista de la estabilidad financiera internacional —al margen de las posibles distorsiones sobre los tipos de cambio—, que aconseja una actitud vigilante por parte de la comunidad financiera internacional.

BIBLIOGRAFÍA

- AIZENMAN, J., y N. MARION (2002). *International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection*, NBER Working Paper 9154.
- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA (2007). «Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies», *Moneda y Crédito* (en imprenta).
- BCE (2006). *The Accumulation of Foreign Reserves*, ECB Occasional Paper Series, n.º 43.
- BIS (2005). *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper n.º 24.
- CENTRAL BANK PUBLICATIONS (2007). *RBS reserve management trends*.
- DOOLEY, M., D. FOLKERTS-LANDAU y P. GARBER (2005). *International Financial Stability*, Deutsche Bank Global Market Research.
- GAVILÁ, S., y E. GONZÁLEZ-MOTA (2006). «La acumulación de divisas por los bancos centrales asiáticos y su impacto sobre los tipos a largo plazo en Estados Unidos», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- MUSSA, M. (2002). «Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy», *Policy Analyses in International Economics*, 67, Institute for International Economics, Washington, D. C.
- TRUMAN, E. M., y A. WONG (2006). *The Case for an International Reserve Diversification Standard*, Institute for International Economics Working Paper n.º 06-2.