

# Ensayos Económicos

---

**¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?**

José Antonio Ocampo

**Reformas financieras e inestabilidad financiera**

Pablo Gluzmann, Martín Guzman

**Diversificación de las reservas internacionales**

Ousmène Mandeng

**Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007)**

Florencia Médici

***Apuntes de la crisis global***

**Crisis de la deuda en la Eurozona y situación de los bancos europeos | José Manuel Duarte Inchausti**

**Política monetaria de los principales bancos centrales durante la crisis 2007-2011 | Nerina Reyna, Carlos F. Suárez Dóriga, Matías Vicens**

***Premio Raúl Prebisch 2010***

**Banco Central, una institución indispensable para el desarrollo | Federico Tassara, Pablo Borio**

**Raúl Prebisch, entre la teoría y la práctica | Guillermo E. Nakhlé**

61

62

Enero - Junio de 2011



*ie* | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

# Diversificación de las reservas internacionales\*

**Ousmène Mandeng**

UBS

## Resumen

Las reservas internacionales de los bancos centrales han crecido con un ritmo extraordinario y han alcanzando niveles sin precedentes. La elevada concentración de las tenencias de reservas en determinadas monedas expone al sistema monetario internacional a riesgos idiosincrásicos y representa una fuente de riesgo sistémico para la estabilidad económica y monetaria global. El sistema monetario internacional estaría entonces mejor si reflejara una mayor diversificación de sus reservas internacionales. Esto también representaría más adecuadamente la creciente diversificación de la economía internacional, y en particular, la creciente importancia económica de los mercados emergentes. La presente nota propone un enfoque pragmático basado en un fondo de diversificación de reservas internacionales que promueva la gradual adopción de monedas de mercados emergentes en los portafolios de reservas internacionales como un esquema de transición hacia un sistema de múltiples monedas. Dicho fondo también sería una respuesta directa a las recientes propuestas de China y Rusia de establecer una mayor diversificación de las monedas de reserva y de Francia de promover una internacionalización de las monedas de los mercados emergentes. Lograr un acuerdo sobre este fondo u otorgar una mayor consideración al mismo sería una importante respuesta a las preocupaciones de los mercados emergentes acerca de la estabilidad del sistema y un resultado crítico de la gestión de Francia en la presidencia del G20.

---

\* Este trabajo es una versión modificada de un documento que fue preparado para el seminario del G20 realizado en Nanjing, China, el 31 de marzo 2011, y se presentó en la 9na. Reunión sobre Administración de las Reservas Internacionales: "El papel de las divisas y los activos no tradicionales después de la reciente crisis", CEMLA, Buenos Aires, 27 al 29 de abril de 2011. Las opiniones vertidas en el presente documento son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades, ni con las de UBS AG. UBS AG y sus afiliadas no aceptan responsabilidad alguna por las opiniones o declaraciones vertidas en este artículo ni por las consecuencias que pudieran derivar de que alguna persona confíe en dichas opiniones o declaraciones. Email: [ousmene.mandeng@ubs.com](mailto:ousmene.mandeng@ubs.com).

*Clasificación JEL:* E58, F31, F33.

*Palabras clave:* bancos centrales, dólar, reservas internacionales, sistema monetario internacional.

# International Reserve Diversification

**Ousmène Mandeng**

UBS

## Summary

Central bank reserves have increased at an extraordinary pace and to unprecedented levels. The high concentration of reserve holdings by currency exposes the international monetary system to significant idiosyncratic risks and represents a source of systemic risk for overall international economic and monetary stability. The international monetary system would therefore be better off adopting greater currency diversification. This would also be a more adequate representation of the increasing diversification of the international economy and in particular the rising economic importance of emerging markets. The present note proposes a pragmatic approach based on an international reserve diversification fund to promote the gradual adoption of emerging markets currencies in central bank international reserve portfolios as a transition framework towards a multiple-currency system. Such fund would also respond directly to recent proposals by the Chinese and Russian authorities to establish greater reserve currency diversification and by France to promote the internationalisation of emerging markets currencies. Agreement on or giving further considerations to such fund is seen as an important response to emerging markets concerns about the stability of the system and a possible critical deliverable for France's G20 presidency.

*JEL:* E58, F31, F33.

*Key words:* central banks, dollar, international monetary system, international reserves.

## I. Introducción

En ejercicio de la presidencia del G20, Francia planteó como prioridad del Grupo la reforma del sistema monetario internacional. En el seminario internacional sobre el tema celebrado en Nanjing, China, el 31 de marzo, el presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, reiteró su visión de que “un mundo multipolar requiere un sistema monetario de divisas múltiples”. Otros participantes del seminario coincidieron en que la adopción de un sistema monetario internacional de divisas múltiples y, en particular, la integración de las monedas de los mercados emergentes, representa un resultado deseable de la reforma.<sup>1</sup> Este documento propone un enfoque pragmático basado en un fondo de diversificación de las reservas internacionales para promover la integración gradual de las divisas de los mercados emergentes a las carteras de reservas internacionales de los bancos centrales como esquema de transición hacia un sistema de divisas múltiples. Además, este fondo respondería de manera directa a las propuestas recientes de las autoridades de China y Rusia, que procuran establecer una diversificación mayor de las divisas de reserva, y de Francia, que busca promover la internacionalización de las monedas de los mercados emergentes.<sup>2</sup> Llegar a un acuerdo respecto de este fondo o considerarlo en profundidad es una respuesta importante a las preocupaciones de los mercados emergentes sobre la estabilidad del sistema y un posible resultado crítico para la presidencia del G20 en manos de Francia.

La adopción de divisas múltiples que integrarían la cartera de reservas de los bancos centrales sigue los lineamientos de propuestas realizadas por el Subsecretario de Finanzas de Estados Unidos, Robert Roosa, a principios de los años sesenta en respuesta a las preocupaciones de ese entonces por la estabilidad del sistema monetario internacional. Roosa sugería que Estados Unidos debía empezar a acumular monedas de otros países líderes para controlar la oferta de dólares para los requisitos de liquidez internacional. Creía que esto haría que otras divisas “compartieran parte de las responsabilidades inherentes al sistema

---

<sup>1</sup> Discurso de Apertura de Nicolas Sarkozy, Presidente de Francia, en el seminario de alto nivel sobre el sistema monetario internacional, celebrado en Nanjing, China, el 31 de marzo de 2011 (<http://www.g20-g8.com/g8-g20/g20/francais/pour-la-presse/discours/ouverture-du-seminaire-sur-la-reforme-du-smi.202.html>).

<sup>2</sup> Xiaochuan Zhou (2009), “Reform of the international monetary system”, sitio web del Banco de la República Popular China, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>, 23 de marzo; Presidente de Rusia (2009), “Russian proposals to the London Summit (April 2009)”, sitio Web del Presidente de Rusia, <http://eng.kremlin.ru/text/docs/2009/03/213995.shtml>, 16 de marzo; Présidence de la République, Priorités de la présidence française du G20 en 2011, Dossier de presse de présentation de la présidence française du G20 et du G8.

de reservas internacionales” y mitigaría las potenciales presiones que podría generar la pérdida de confianza en el dólar. Roosa sostenía que si bien las otras monedas no serían “igualmente capaces de cumplir con la multiplicidad de funciones inherentes a una divisa de reserva”, podían ser complementarias.<sup>3</sup> También afirmaba que la adopción de un sistema de divisas múltiples debía basarse fundamentalmente en la premisa de la complementariedad y no de la sustituibilidad. Este enfoque suponía además que los bancos centrales pueden ser importantes catalizadores de la diversificación de monedas.

El principio de responsabilidades compartidas presupone que otros países desean que sus monedas desempeñen un papel a nivel internacional pero, sobre todo, que sería óptimo para la economía internacional que lo hicieran. Al rol de China se lo considera clave, mientras que otros países como Brasil, India, Corea, México, Rusia, Arabia Saudita y Sudáfrica pueden cumplir una función importante sobre la base de consideraciones regionales y de otra naturaleza. La profundidad de los mercados cambiarios y el desarrollo de fortaleza crediticia, de un sólido régimen cambiario y de mercados de renta fija en moneda doméstica determinarán en gran medida, naturalmente, las oportunidades reales para la adopción de esas monedas como monedas de reserva. Sin embargo, se cree también que la capacidad de una moneda para transformarse en activo de reserva es endógena a la forma en que los bancos centrales asignan su portafolio de reservas internacionales. Muchos mercados de activos de reserva son relevantes debido a las asignaciones de portafolio que realizan los bancos centrales. El Tesoro de los Estados Unidos es hoy el mercado de activos de reserva más elegido en buena medida porque el Banco de la República Popular China ha decidido tener títulos del Tesoro de Estados Unidos.<sup>4</sup>

La propuesta de un fondo de diversificación de reservas internacionales se basa en la premisa de que los patrones pasados de reasignación de reservas, sobre todo la caída de la libra esterlina y el surgimiento del marco, estuvieron acompañados de arreglos institucionales que los apoyaron. La gran cantidad de reservas internacionales de la actualidad también implica que hace falta una mayor coordinación respecto de los cambios en las reservas para impedir disrupciones del mercado.

---

<sup>3</sup> Roosa, R. (1962), “Assuring the free world’s liquidity”, Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, Business Review Supplement, septiembre.

<sup>4</sup> Esto supone que dado que la acumulación de grandes desequilibrios externos puede adjudicarse al financiamiento de los bancos centrales, los cambios en el patrón de asignación de reservas pueden ayudar a corregir estos desequilibrios.

Al mismo tiempo, el fondo planteado como una iniciativa común ayudaría a superar los importantes obstáculos que existen hoy en día para lograr una mayor diversificación de las reservas internacionales, asociados a las posibles externalidades negativas de la adopción de nuevas monedas por primera vez. El fondo responde de manera directa a los que se supone que son los principales defectos del sistema monetario internacional y a las limitaciones de los patrones predominantes de asignación de reservas: vulnerabilidades inherentemente sistémicas debido a la alta exposición a los riesgos de determinados países, falta de disciplina de pagos, riesgo de concentración del mercado de reservas, falta de representatividad e inequidad.

El enfoque basado en este fondo supone que el énfasis de la reforma debe estar en la composición y gestión de la liquidez internacional y no en la provisión de liquidez adicional y la creación de crédito neto, como ocurriría con un sistema basado en los DEG o en la expansión de redes de seguridad financiera. A pesar de ello, los DEG, como componentes de las reservas internacionales, podrían cumplir un rol en un sistema más diversificado. Se supone que la economía política prevaleciente limita de forma considerable la viabilidad de opciones de reforma que dependan de cambios institucionales amplios, como sería una reforma del Acta Constitutiva del FMI, la creación de nuevas instituciones internacionales o cualquier renuncia significativa a la soberanía en el manejo de la política económica.

## **II. Justificación de un sistema monetario internacional de divisas múltiples**

Los defectos del sistema monetario internacional se asocian desde hace largo tiempo al llamado dilema de Triffin, formulado como producto de la preocupación por la escasez de oro bajo el sistema de Bretton Woods, aunque se lo considera igualmente válido bajo un sistema de dinero fiduciario. Triffin subrayó la “vulnerabilidad de un sistema monetario mundial cuyo funcionamiento depende cada vez más de una o unas pocas monedas *nacionales* como principales componentes de las reservas *internacionales*”.<sup>5</sup> Lo que quiso decir Triffin es que la liquidez internacional depende de la provisión de liquidez de determinados países y que esos países no pueden aumentar la emisión de reservas internacionales sin que se deteriore el ratio de sus pasivos, lo que con el tiempo minará la confianza en dichos activos de reserva (dilema de Triffin):

---

<sup>5</sup> Triffin, R. (1961), “Gold and the dollar crisis”, edición revisada, Yale University Press, New Haven. Las palabras están en itálicas como aparecen en el documento original.

i) **Exposición al riesgo de determinados países:** el sistema monetario internacional sufre la dependencia a monedas emitidas por determinados países, sobre todo al dólar. Esta dependencia al dólar significa que la economía internacional está muy expuesta a los riesgos inherentes a la política económica norteamericana. Al ser el dólar una moneda nacional, es muy poco probable que las autoridades de Estados Unidos subordinen sus objetivos de políticas domésticas a las necesidades de la economía internacional. Esto es importante actualmente dado que la economía norteamericana tiene problemas. El sistema actual, al ser un sistema de reservas basado en el crédito, depende sobre todo de que el deudor, el país que emite la moneda de reserva, tenga suficiente fortaleza crediticia a los ojos del acreedor, el país que acumula las reservas.

ii) **Falta de disciplina de pagos:** el *status* de divisa de reserva que tiene el dólar también significa que Estados Unidos no tiene restricciones en sus pagos externos dado que otros países financian su déficit mediante la acumulación de reservas en moneda extranjera. Por esta razón, Estados Unidos no tiene incentivo alguno para ajustar.

iii) **Falta de representatividad:** el sistema monetario internacional excluye a muchos países que son cada vez más importantes en términos políticos y económicos. Los mercados emergentes van camino a ser 20 de las 40 economías más grandes del mundo para el 2015 en términos del PIB a precios de mercado y representarán la mitad del PIB mundial a precios de mercado para el 2020. Han aportado en promedio la mitad del crecimiento del PIB mundial en el período 2005-2010 y las proyecciones indican que aportarán tres quintas partes del crecimiento del PIB mundial en el período 2011-2015. Los fundamentales económicos de los mercados emergentes han mejorado considerablemente y hoy su deuda pública es mucho más baja que la de los principales países emisores de moneda de reserva. China y Rusia se han propuesto facilitar el uso internacional de sus monedas. La historia económica reciente sugiere que un mayor peso económico suele estar acompañado por una mayor proliferación de la moneda.<sup>6</sup>

iv) **Riesgo de concentración del mercado de reservas y la prociclicidad de la asignación de reservas:** la masiva acumulación de reservas internacionales y la asignación de ellas en un número reducido de activos, en particular los títulos del

---

<sup>6</sup> El poder económico suele estar acompañado de proliferación monetaria internacional; Mundell, R. (1983), "International monetary options", *Cato Journal*, pp. 189-210.



Tesoro de Estados Unidos, generó una concentración importante del mercado que potencialmente podría desestabilizar a los mercados de capitales. Por lo tanto, no parece factible una expansión adicional de las tenencias oficiales sin un riesgo indebido de creciente concentración, particularmente en el mercado de títulos del Tesoro de Estados Unidos, que posiblemente dificultaría la formación de precios y aumentaría el riesgo de mercado frente a cambios súbitos en la composición de las reservas.<sup>7</sup> El riesgo de concentración podría ser excesivamente magnificado por la potencial naturaleza procíclica de la asignación de reservas. Durante 2008, los bancos centrales retiraron un monto significativo de depósitos bancarios a medida que se incrementaba el riesgo crediticio de los bancos, lo que puede haber exacerbado el fuerte déficit de liquidez que algunas instituciones experimentaron.

v) **Inequidad:** la acumulación de reservas internacionales se corresponde con una transferencia masiva de recursos por medio de la cual los países relativamente pobres terminan financiando barato a un país rico como Estados Unidos.

El plan de Triffin ha quedado asociado históricamente, entre otras cosas, a la adopción de un sistema monetario internacional de divisas múltiples; por ejemplo, Lutz expresó lo siguiente: “En el plan de Triffin es claro que el énfasis no está puesto tanto en el aumento de la capacidad de endeudamiento de los países participantes sino en la creación de más unidades de moneda internacional, como consecuencia de lo cual los países prestatarios hacen uso de esta capacidad [...]. El deseo de diversificar el riesgo distribuyendo las reservas internacionales entre varios países sería suficiente motivo para adoptar el patrón de divisas múltiples”.<sup>8</sup> Del mismo modo, Malkiel señaló: “[...] cuanto mayor sea el número de centros (países emisores de moneda de reserva), mayor será el potencial para elevar el ratio entre reservas monetarias y deuda de corto plazo [...]. Dado que la confianza depositada en cualquier moneda es, como mínimo, en parte, una función de ese ratio, puede deducirse que, [...], ese sistema sería menos sensible a las crisis de confianza. [...] Deberíamos [...] subrayar que esta solución contiene los elementos esenciales del plan de Triffin”.<sup>9,10</sup>

---

<sup>7</sup> Por ejemplo, el Financial Times del 7 de Julio de 2010 dijo en su titular “China rules out ‘nuclear option’ on T-bills” (“China descarta la ‘opción nuclear’ sobre los bonos del Tesoro”) lo que significa que China no tiene planeado reducir significativamente sus tenencias en títulos públicos de EE.UU.

<sup>8</sup> Lutz, F. (1963), “The problem of international liquidity and the multiple-currency standard”, Essays in International Finance, N° 41, International Finance Section, Princeton University.

<sup>9</sup> Malkiel, B. (1963), “The rejection of the Triffin plan and the alternative accepted”, Journal of Finance, pp. 511-536.

La adopción de un sistema de divisas múltiples permitiría, en esencia, mitigar los riesgos resultantes de utilizar pocas monedas y reduciría, en consecuencia, el riesgo idiosincrásico del sistema. Morigeraría la dependencia y la carga que pesa sobre las divisas individuales y daría lugar a un sistema más equilibrado. La migración a un sistema de estas características ayudaría también a reducir el riesgo de concentración del mercado de reservas porque ampliaría la variedad de activos que pueden utilizarse como reservas internacionales. La integración de las monedas de los mercados emergentes crearía un sistema más representativo de la economía internacional y mitigaría las preocupaciones por la inequidad en la medida en que los mercados emergentes, que son los mayores tenedores de reservas, financiarían también a otros mercados emergentes. Pero, además, las divisas múltiples mejorarían la disciplina de pagos debido a que las mayores oportunidades de asignación de reservas y, por consiguiente, las oportunidades alternativas de financiamiento, deberían mejorar los incentivos para que los países adopten políticas de mayor respaldo a la fortaleza crediticia por miedo a perder participación de mercado ante nuevas divisas de reserva como producto de la competencia entre las monedas.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> El riesgo de la concentración de divisas ha sido sostenido: "los riesgos llegaron a ser demasiado grandes al depender de una sola divisa como reserva de valor o para resolver los ingresos o salidas de divisas de la balanza de pagos", vea, por ejemplo, Roosa, R. (1982), "The multiple reserve currency system", en Group of Thirty, Reserve currencies in transition, New York.

<sup>11</sup> La noción de la diversificación de divisas también puede asociarse al concepto de competencia entre las monedas. Esta competencia ha sido asociada sobre todo a Friedrich Hayek en Hayek, F. (1978), "Denationalisation of Money", Hobart Paper 70 (segunda edición), Institute of Economic Affairs London. Hayek se focaliza predominantemente en las emisiones domésticas pero ofrece sugerencias también para el contexto internacional. En los años setenta, Hayek propuso la suspensión de los monopolios de divisas para permitir la competencia entre ellas y brindar la disciplina necesaria para la estabilidad monetaria. Hayek, gran defensor de los tipos de cambio fijos, consideraba a la competencia entre las divisas, en línea con los atributos generalizados de la estructura del mercado, como el mecanismo más confiable y vinculante para instaurar la disciplina y evitar que las agencias gubernamentales individuales emitieran dinero en exceso. Hayek era esencialmente escéptico respecto de las capacidades de los hacedores de política para poner en práctica políticas compatibles con la estabilidad de precios y, por consiguiente, se opuso a otorgarle al sector público el monopolio de la emisión de moneda, al que caracterizó como proclive al abuso dado los incentivos del sector público para incurrir en inflación. Hayek extendió su propuesta al sistema monetario internacional presentando a la competencia entre divisas como un sustituto de la disciplina impuesta por el oro hasta esa fecha. Sostuvo que el oro había servido como fuerza disciplinadora pero que ya no podía seguir considerándose un ancla adecuada dado que, sencillamente, no había suficiente oro para atender la demanda implícita sustancial de oro: "La convertibilidad [del oro] es la salvaguarda necesaria que debe imponerse a un monopolista pero resulta innecesaria cuando hay proveedores que compiten y que no pueden seguir siendo parte del negocio si no proporcionan dinero de una manera que sea al menos tan ventajosa para los usuarios como la que ofrece cualquier otro". Hayek vislumbró que la competencia entre las divisas en el contexto internacional derivaría en un proceso de selección que dejaría sólo a unas pocas monedas pero que la amenaza continua del ingreso de otras proporcionaría la disciplina necesaria. Hayek reconoció el factor de externalidad y, por consiguiente, las ventajas de utilizar sólo

### III. Asignación de reservas internacionales

Las reservas internacionales de los bancos centrales ascienden a alrededor de USD 9,2 billones y se caracterizan por una alta concentración de monedas y activos. La composición de las reservas internacionales ha cambiado de forma significativa desde los años sesenta y pasaron de estar constituidas predominantemente por el oro a estar cada vez más dominadas por las divisas. El dólar y la libra esterlina representaron el grueso de las divisas de reserva bajo el sistema de Bretton Woods, tras lo cual hubo primero una asignación a un número más amplio de monedas y luego, con la adopción del euro, nuevamente una asignación a un número más reducido de monedas. Más recientemente, la composición de las reservas por activo cambió de tenencias constituidas principalmente por depósitos bancarios a asignaciones en títulos del Tesoro y, en los últimos tiempos, a asignaciones limitadas a instrumentos de crédito.

Las principales características actuales de las tenencias de reservas internacionales son las siguientes (ver Tabla 1):

i) **Monto:** el *stock* de reservas internacionales totales de los bancos centrales menos el oro aumentó alrededor de USD 0,7 billones durante el 2010 hasta ubicarse aproximadamente en USD 9,2 billones (de USD 2,0 billones en el año 2000).<sup>12</sup> Las reservas constituyen en promedio alrededor del 14% del PIB para todos los países y el 27% del PIB para los mercados emergentes. Las tenencias de reservas internacionales siguen estando muy concentradas, de manera tal que los 3 tenedores principales (China, Japón y Rusia) representan aproximadamente el 50% de las tenencias totales, mientras que los 10 países más grandes representan el 70%; además, hay 25 países con reservas en divisas superiores a los USD 50.000 millones.

---

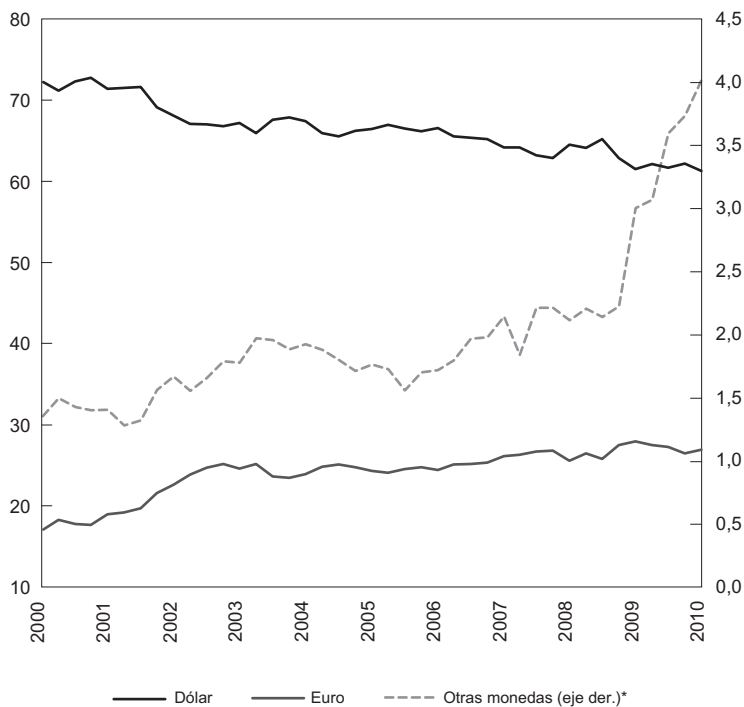
algunas y no muchas divisas: "No me sorprendería encontrar que en algunas áreas se utilice una sola moneda en las operaciones comunes, siempre que la competencia potencial haga que el emisor la mantenga estable". Vea también las ventajas de la competencia entre las divisas en Eichengreen, B. (2009), "The dollar dilemma", *Foreign Affairs*, septiembre/octubre: "Pero, como mínimo, la lección es que la competencia entre las divisas de reserva mejora la disciplina de mercado que sienten los hacedores de política. Cuantas más alternativas tengan los bancos centrales y otros inversores internacionales, más presión sentirán los hacedores de política para dar los pasos necesarios para mantener la confianza de esos inversores", p. 68. Si desea un resumen de las ideas de Hayek sobre la competencia entre las divisas en un contexto internacional, vea, por ejemplo, Mandeng, O. (2010), "The case for reserve currency competition", *Central Banking*, mayo, pp. 73-77.

<sup>12</sup> El monto de las reservas excluye en muchos casos las tenencias de otras instituciones financieras del sector público, como los fondos soberanos.

ii) **Divisas:** el dólar tenía una participación del 61% y el euro una participación del 26% en 2010, en comparación con el 71% y 18%, respectivamente, en el año 2000 (sobre la base de los portafolios declarados). Otras monedas, excluyendo la libra esterlina, el yen y el franco suizo, aumentaron de menos del 2% en el período 2000-2008 al 4% en 2010 (ver Gráfico 1). La composición de las reservas por divisa ha estado sujeta a continuos cambios (en parte debido a las fluctuaciones del tipo de cambio).

iii) **Títulos (títulos de EE.UU.):**<sup>13</sup> las reservas internacionales están compuestas predominantemente por títulos. Los títulos del Tesoro representan aproximadamente

**Gráfico 1 / Composición de las reservas internacionales (% de las reservas internacionales en poder de bancos centrales)**



Fuente: FMI.

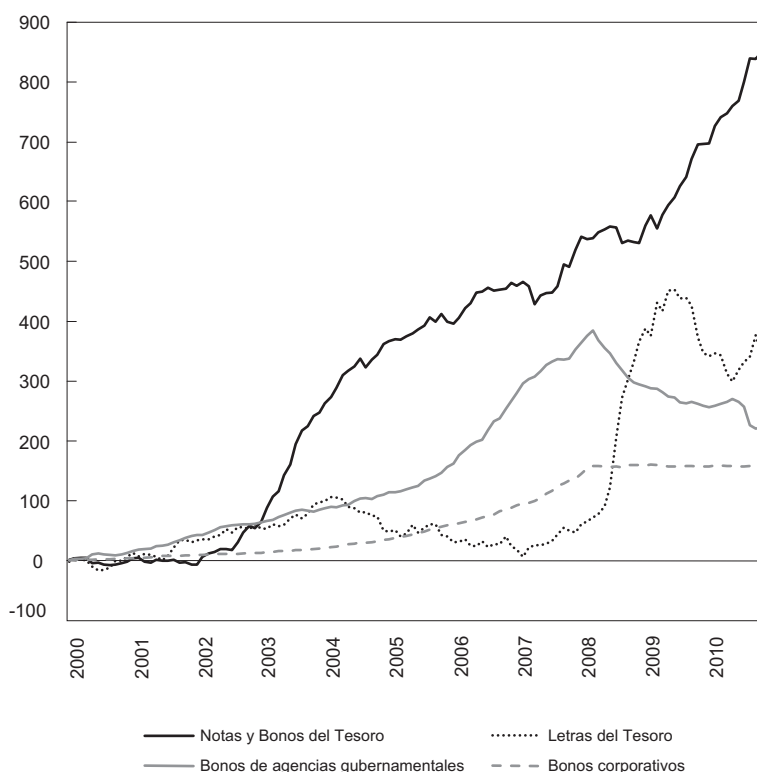
\* Excluyen la libra esterlina, el yen japonés y el franco suizo.

<sup>13</sup> Los datos se refieren solamente a las tenencias de títulos de Estados Unidos debido a la disponibilidad de datos.

el 63% del total de títulos de los bancos centrales. Las compras de títulos de agencias gubernamentales se aceleraron hasta el año 2008 pero declinaron desde entonces. Las compras de letras del Tesoro (bills), que representaban sólo una pequeña proporción del total de compras de títulos del Tesoro, se aceleraron significativamente desde agosto de 2008 hasta agosto de 2009, pasando a representar el 100% de las compras totales de títulos del Tesoro (ver Gráfico 2).

iv) **Oro:** los bancos centrales acumulan grandes tenencias de oro pero están concentradas en un número pequeño de economías avanzadas (Estados Unidos, Alemania, Italia y Francia tienen más del 50% del total de reservas de oro). Las reservas de oro a precio de mercado representaban alrededor del 11% de las

**Gráfico 2 / Compras netas oficiales de títulos de Estados Unidos (USD miles de millones, compras netas acumuladas)**



Fuente: Tesoro de los Estados Unidos.

reservas totales en 2010, en comparación con el 12% en 2000. La cantidad de oro en reserva en los bancos centrales ha declinado marcadamente de un pico de 34.179 toneladas métricas en 1965 a 23.249 toneladas en 2008, para luego aumentar a 24.150 toneladas en 2010.

v) **Derechos Especiales de Giro (DEG):** el total de DEG asciende a USD 314.000 millones, alrededor del 3% de las reservas internacionales totales después de la asignación realizada en agosto de 2009.

vi) **Depósitos bancarios:** los depósitos bancarios vienen declinando con firmeza como porcentaje del total de reservas.

vii) **Concentración del mercado:** en 2009, los bancos centrales (y otras instituciones financieras oficiales) tenían alrededor del 45% del total de notas y bonos del Tesoro en circulación, en comparación con el 19% de 2000.

viii) **Costos cuasifiscales:** se estima que el costo de las tenencias de reservas internacionales aumentó significativamente debido a las tasas de interés domésticas más altas y a la creciente acumulación de reservas (ver Gráfico 3). El costo puede medirse calculando la diferencia entre el retorno total de las reservas internacionales y los costos totales del financiamiento. Pueden producirse pérdidas significativas adicionales si se aprecia la moneda doméstica contra las tenencias en divisas que conforman las reservas.

Las proyecciones indican que las reservas seguirían aumentando de forma significativa. Las proyecciones basadas en las necesidades futuras, aproximadas por las medidas estándar de cobertura de reservas incluyendo importaciones, deuda externa de corto plazo y agregados monetarios, y el mantenimiento de los esquemas de política cambiaria predominantes sugieren que las reservas internacionales podrían crecer a un ritmo similar al de los últimos años, de USD 0,8 billones a USD 1,2 billones por año. Esto implica que las reservas totales menos el oro podrían llegar a los USD 10 billones en 2011.

### Gráfico 3 / Costos cuasifiscales(\*) (En puntos básicos)



Fuente: JP Morgan.

(\*) Diferencia entre el índice de bonos del gobierno de mercados emergentes de JP Morgan (GBI EM Broad) y del índice global de bonos del gobierno de JP Morgan (GBI Global) de 1 a 3 años sin Japón.

**Tabla 1 / Composición de las reservas internacionales**

	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2010 <sup>(1)</sup>
Composición de las reservas por moneda (porcentaje) <sup>(2)</sup>							
Dólar de EE.UU.	42,0	53,1	75,9	66,7	50,6	71,1	61,4
Libra esterlina	58,0	33,5	12,5	3,0	3,0	2,8	4,0
Marco alemán	...	...	1,5	15,1	16,8	...	...
Yen japonés	...	...	...	4,2	8,0	6,1	3,8
Franco suizo	...	...	...	3,2	1,2	0,3	0,1
Franco francés	...	...	0,4	1,7	2,4	...	...
ECU/euro <sup>(3)</sup>	...	...	...	...	9,7	18,3	26,3
Otras	...	13,4	9,7	6,1	8,3	1,5	4,4
<b>Total de reservas (USD MM)</b>	<b>48</b>	<b>60</b>	<b>94</b>	<b>987</b>	<b>1.271</b>	<b>2.228</b>	<b>10.236</b>
<b>Total de reservas menos oro (USD MM)</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>56</b>	<b>398</b>	<b>913</b>	<b>1.971</b>	<b>9.153</b>
Mercados emergentes (USD MM)	7	6	16	159	251	1.050	6.738
% de reservas menos oro	45,7	29,2	27,9	39,8	27,5	53,2	73,6
DEG (USD MM)	...	...	3	22	30	28	314
Mercados emergentes (USD MM)	...	...	1	7	9	9	117
% de reservas menos oro	...	...	6,1	5,6	3,3	1,4	3,4
Reservas de oro (USD MM) <sup>(5)</sup>	33	38	39	589	358	256	1.083
% de reservas totales	69,3	63,8	41,0	59,7	28,2	11,5	10,6
Mercados emergentes (USD MM)	3	3	4	83	49	37	220
Información adicional							
Depósitos bancarios (USD MM)	...	...	...	171	251	400	851
% de reservas totales menos oro	...	...	...	43,0	27,5	20,3	9,3
Composición de los títulos de EE.UU. (% de tenencias oficiales externas totales de títulos de EE.UU.)							
Títulos del Tesoro de EE.UU.	...	...	...	...	84,1 <sup>(4)</sup>	71,4	62,9 <sup>(6)</sup>
Títulos de agencias gubernamentales de EE.UU.	...	...	...	...	3,6 <sup>(4)</sup>	13,5	24,3 <sup>(6)</sup>
Tenencias oficiales externas de títulos de EE.UU. (% de títulos de EE.UU.)							
Títulos del Tesoro de EE.UU.	...	...	...	...	10,9 <sup>(4)</sup>	18,5	44,7 <sup>(6)</sup>
Títulos de agencias gubernamentales de EE.UU.	...	...	...	...	0,6 <sup>(4)</sup>	2,5	11,0 <sup>(6)</sup>

Fuente: BPI, FMI; Tesoro de EE.UU.

(1) septiembre de 2010; (2) diciembre de 2010; (3) 1999, introducción del euro; (4) 1994; (5) a precios de mercado (precio del oro de Londres); (6) junio de 2009; ... no disponible. (USD MM: miles de millones de dólares).



#### IV. Mercados domésticos de renta fija de los países emergentes

Los mercados domésticos de renta fija de los países emergentes representan un abanico de oportunidades de inversión en términos de capitalización de mercado, calificación crediticia y variedad de instrumentos transables. Las propiedades de los mercados de renta fija de muchos países emergentes clave son similares, o incluso superan, a las de las economías avanzadas más pequeñas. Sigue habiendo diferencias importantes entre los mercados emergentes con respecto a la convertibilidad de la moneda y al desarrollo de sus mercados de títulos. Se estima que la incorporación creciente de las mejores prácticas en términos de infraestructura de mercado, como pagos, liquidación y custodia, seguirá mejorando en promedio las condiciones del mercado y de las operaciones. Los fondos de inversión en activos de renta fija en moneda doméstica figuran entre los fondos de inversión de más rápido crecimiento en los mercados emergentes y ofrecen bonos del gobierno en moneda local, bonos ajustados por inflación y otros instrumentos financieros de corto plazo (*money market*).

El rápido desarrollo de los mercados de moneda doméstica de los países emergentes puede aproximarse con índices del mercado de bonos del gobierno. Los mercados de bonos del gobierno en moneda doméstica de los países emergentes tienen una capitalización de alrededor de USD 1,5 billones (Índice de Bonos del Gobierno de Mercados Emergentes de JP Morgan [GBI-EM Broad]) en comparación con los USD 0,2 billones que tenían en 2002 (año de creación del índice) (ver Gráfico 4). El universo de inversión de referencia es USD 0,8 billones si se excluye a los países de difícil acceso (Argentina, China e India) debido a las restricciones existentes en la cuenta financiera y de capital (Índice Diversificado Global de JP Morgan [GBI-EM GD]). Por lo tanto, el índice GBI-EM GD representa alrededor del 15% del índice de bonos del gobierno de referencia equivalentes de Estados Unidos (GBI Estados Unidos de JP Morgan). El rápido aumento de la capitalización de mercado demuestra la profundización creciente de los mercados en moneda doméstica (ver Tabla 2).<sup>14</sup> Las calificaciones crediticias promedio de los índices GBI-EM Broad y GBI-EM GD son de grado de inversión y el 85% de los países que lo forman tienen una calificación de grado de inversión. Sin embargo, los índices de bonos pueden no ser totalmente representativos de las oportunidades actuales de inversión en bonos. El *stock* total de títulos de entidades públicas de

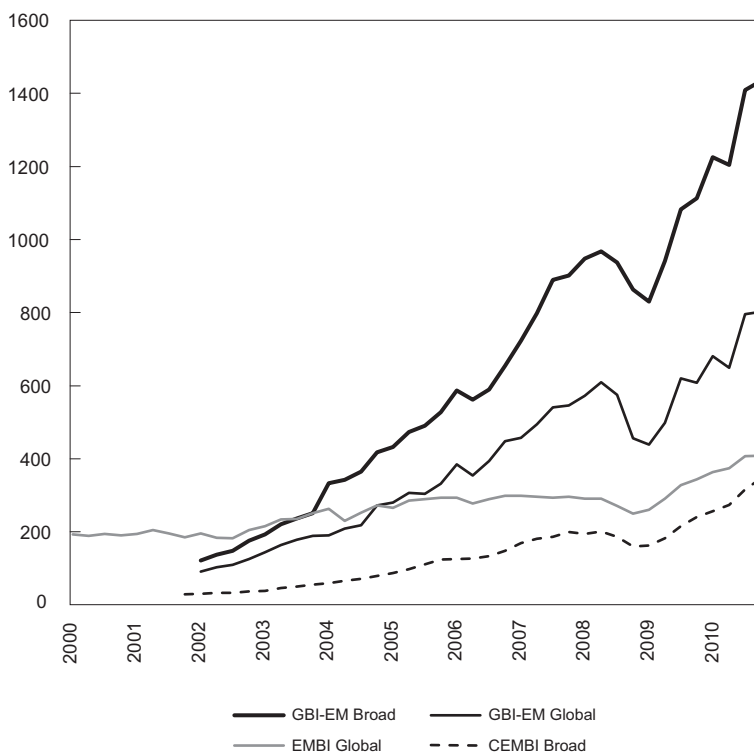
---

<sup>14</sup> La inclusión de instrumentos para los índices GBI de JP Morgan se basa en la liquidez, por lo que muestran las oportunidades reales de asignación y operación.

los mercados emergentes asciende a USD 5,8 billones (de los cuales China e India representan USD 2,2 billones) y, por consiguiente, ofrece otras oportunidades de inversión en títulos que no son de referencia. Los títulos públicos de los mercados emergentes representan en promedio alrededor del 15% del total de títulos públicos.

Los volúmenes de operaciones cambiarias indican que los mercados emergentes desempeñan un papel cada vez más relevante en las transacciones internacionales. En 2010, de las 20 divisas más importantes por volumen de operaciones, 10 pertenecían a los mercados emergentes (ver Tabla 2). Los mercados cambiarios

**Gráfico 4 / Bonos de mercados emergentes (Valor de capitalización de los índices de JP Morgan, en USD miles de millones)**



Fuente: JP Morgan.

GBI: índice de bonos del gobierno de mercados emergentes del JP Morgan (índice de bonos del gobierno en moneda local).

EMBI: Índice de bonos de mercados emergentes del JP Morgan (índice de deuda externa de los gobiernos y de bonos de agencias gubernamentales).

CEMBI: Índice de bonos corporativos de mercados emergentes del JP Morgan (índice de deuda externa corporativa).

**Tabla 2 / Mercados de activos de reservas internacionales - Títulos públicos líquidos**

	2002	2007	2011 <sup>(5)</sup>
	Capitalización de mercado (USD MM) <sup>(1)</sup>		
GBI Global de JP Morgan			
Japón	1.822	3.125	5.678
Estados Unidos	1.754	2.330	5.578
Alemania	636	1.071	1.193
Reino Unido	334	669	1.132
China <sup>(2)</sup>	...	205	377
Canadá	150	216	347
Holanda	168	254	304
Corea <sup>(4)</sup>	35	195	266
India <sup>(2)</sup>	49	108	228
Brasil <sup>(3)</sup>	0	109	200
Australia	27	37	139
México <sup>(3)(4)</sup>	18	75	115
Dinamarca	78	73	108
Suecia	62	77	89
Sudáfrica <sup>(3)(4)</sup>	36	50	73
Rusia <sup>(3)</sup>	...	5	31
GBI-EM Broad de JP Morgan	174	899	1.473
GBI-EM Global de JP Morgan	125	545	826
Información adicional			
Títulos domésticos de mercados emergentes	2.315	6.501	9.011 <sup>(6)</sup>
Títulos públicos	1.465	4.448	5.786 <sup>(6)</sup>
% de títulos públicos a nivel mundial	9%	17%	15% <sup>(6)</sup>
Distribución de las divisas en el volumen global de operaciones del mercado cambiario <sup>(7)</sup>			
Divisas de los mercados emergentes	9% <sup>(8)</sup>	12%	14% <sup>(8)</sup>

Fuente: BPI; JP Morgan.

(1) La inclusión en los índices GBI de JP Morgan se basa en la liquidez medida por diferentes *proxies* de liquidez; vea JP Morgan, Índices de Bonos del Gobierno de JP Morgan, enero de 2002; JP Morgan, Introducción de la familia de índices (GBI-EM) de bonos del gobierno de los mercados emergentes, diciembre de 2009.

(2) GBI-EM Broad de JP Morgan. No es fácilmente accesible para los inversores externos.

(3) GBI-EM Global de JP Morgan.

(4) GBI Broad de JP Morgan.

(5) Febrero de 2011.

(6) septiembre de 2010.

(7) Estudio trienal del BPI: dado que dos divisas participan de cada transacción, la suma de las participaciones porcentuales de las divisas individuales totaliza 200% en lugar de 100%. Ajustado para evitar doble contabilidad de transacciones locales y extranjeras entre *dealers* (es decir, base "net-net").

(8) 2001 y 2010, respectivamente.

y de instrumentos de corto plazo relacionados (*money markets*) de los países emergentes ofrecen oportunidades alternativas de inversión que, por lo general, superan con creces a las de los mercados de bonos. Los mercados de divisas y los instrumentos de corto plazo, como los contratos de *forwards* y otros instrumentos de *money markets*, son activos líquidos bien desarrollados y de corto plazo que permiten grandes oportunidades de inversión en instrumentos que también pueden calificar como activos aptos para utilizarse como reservas internacionales.

## V. Fondo de diversificación de reservas internacionales: un esquema de transición

El fondo de diversificación de reservas de los mercados emergentes (EMRDF, por sus siglas en inglés) aquí propuesto sigue, en principio, las disposiciones que sirvieron de guía a los arreglos del Grupo de Basilea de los bancos centrales del G10 más Suiza, la “red de seguridad” de la libra esterlina de los años sesenta y setenta para permitir una reversión ordenada de las tenencias no deseadas de libras esterlinas.<sup>15,16</sup> Se cree que la introducción ordenada de nuevas monedas depende, en gran medida, de la existencia de un esquema institucional favorable más que de las fuerzas de mercado solamente. Esto es consistente con los patrones históricos del surgimiento de la libra esterlina en la zona colonial de la libra, del dólar por su papel central bajo el sistema de Bretton Woods de tipos de cambio

---

<sup>15</sup> The Banker comentó que “los arreglos [de Basilea] son simbólicamente importantes como primer paso concreto para ayudar a poner fin gradualmente al prolongado rol de la libra esterlina como divisa de reserva”, The Banker, “Sterling policy now”, febrero de 1977, p. 15.

El Primer Ministro británico James Callaghan acuñó la frase “red de seguridad” dentro del contexto del paquete de respaldo financiero para la libra esterlina del año 1977. The Times (12 enero de 1977) señaló que Callaghan anunció un “servicio de financiamiento [...] como red de seguridad para las tenencias de libras esterlinas”. The Times (7 de febrero de 1977) dijo en uno de sus titulares “*Safety net if reserves drop below US\$6750 million*” (Red de seguridad si las reservas caen por debajo de los USD 6.750 millones) para describir el mecanismo de respaldo a la libra británica recién creado.

El informe del Artículo VIII de 1977 del FMI dijo sobre las medidas que “cumplen con uno de los principales propósitos del arreglo para permitir una disminución ordenada de las tenencias oficiales de libras hasta llevarlas a niveles operativos [...]. El representante del Reino Unido señaló que se proponían seguir alentando a los tenedores oficiales a reducir sus tenencias a niveles operativos [...]”, FMI (1977), Reino Unido —Informe del personal ejecutivo para la consulta sobre el Artículo VIII de 1977, Washington D.C., 30 de junio de 1977 (SM/77/155).

<sup>16</sup> Si desea un estudio sobre las modalidades de declinación de la libra esterlina como divisa de reserva, vea Schenk, C. (2009), “The retirement of sterling as a reserve currency after 1945: Lessons for the US Dollar?”, copia mimeografiada, Universidad de Glasgow, mayo.

fijos y del marco con la adopción del Sistema Monetario Europeo. El tamaño actual de las reservas en relación con los mercados subyacentes sugiere también que cualquier cambio en la composición de las reservas será mucho más disruptivo que en el pasado. Del mismo modo, mientras que los arreglos del Grupo de Basilea estuvieron condicionados en parte por el hecho de que los países miembros de la zona de la libra se vieron obligados, hasta un cierto punto, a mantener sus tenencias en libras, la inexistencia de arreglos explícitos plantea hoy la posibilidad de reasignaciones de reservas más abruptas y desordenadas. Por consiguiente, se considera que la adopción de un fondo es esencial para guiar las expectativas del mercado de que la diversificación de reservas de los bancos centrales será gradual y colaborará con la estabilización de los mercados cambiarios.

La introducción de nuevas monedas al sistema se materializaría, como es lógico, en cambios en la composición de las reservas internacionales de los bancos centrales. Para facilitar esta introducción, el EMRDF canjearía las principales divisas de reserva por un conjunto específico de nuevas monedas. Un esquema común permitiría la coordinación de las compras de estas nuevas divisas y reduciría al mínimo cualquier impacto adverso en el mercado y la balanza de pagos. También ayudaría a superar las potenciales externalidades negativas derivadas de la adopción y resolvería los problemas internos de los bancos centrales poco familiarizados con las monedas de los mercados emergentes. Las preocupaciones por la reputación y el riesgo asociado con la rendición de cuentas de los bancos centrales también pueden mitigarse si las inversiones se realizan dentro de una iniciativa internacional común.

Cabe esperar que el EMRDF colabore en la profundización de los mercados de capitales domésticos para promover el desarrollo de activos aptos para ser utilizados como reservas internacionales. El fondo podría convertirse en un vehículo clave para alentar la demanda de títulos de más largo plazo, promover las mejores prácticas de mercado y, por consiguiente, respaldar a los gobiernos en la extensión de los vencimientos y la construcción de curvas de rendimiento de referencia líquidas. Por lo tanto, el fondo favorecería las condiciones para la internacionalización de las divisas de los mercados emergentes.

El EMRDF se basa en las siguientes premisas:

i) **Varias divisas de reserva:** un sistema de divisas múltiples otorga beneficios cuando participan varias (y no unas pocas) divisas. Se considera que la diver-

sificación depende, sobre todo, de la noción de complementariedad y no de sustituibilidad. Las divisas diferirán en su capacidad de aporte al sistema; las responsabilidades primarias recaerán en las principales divisas de reserva mientras que las divisas secundarias podrían asumir funciones complementarias a medida que responden gradualmente a funciones de mayor envergadura. Las divisas de los mercados emergentes representan la meta principal de integración.

ii) **Oferta de activos aptos para ser utilizados como reserva:** se supone que las divisas más pequeñas pueden desempeñar un papel útil en el sistema de reservas internacionales sin tener que cumplir con las propiedades más estrictas de los activos de reserva. La apertura completa de la cuenta financiera y de capital no se considera esencial para la adopción del fondo, pero deberán satisfacerse naturalmente algunas condiciones mínimas para facilitar el acceso a los instrumentos subyacentes. Cuando el marco y el yen fueron adoptados como divisas de reserva durante las décadas de 1970 y 1980, estas monedas no eran totalmente convertibles para las transacciones de la cuenta de financiera y de capital. Tampoco se estima que será esencial la flotación completa; el franco francés era una divisa de reserva menor cuando estaba atado al marco alemán antes de la introducción del euro. Tampoco será necesario contraer un déficit externo para suministrar los activos de reserva; basta recordar que el surgimiento del marco, el yen y el euro como divisas de reserva se produjo cuando Alemania, Japón y la Zona del Euro tenían excedentes de cuenta corriente.

iii) **Tamaño del fondo:** el tamaño de los activos administrados tiene que ser grande para que realicen un aporte significativo.

iv) **Realineamiento del tipo de cambio:** a igualdad de las restantes condiciones, la adopción de nuevas divisas provocaría una apreciación del tipo de cambio contra las principales divisas de reserva existentes dado que la asignación se correspondería con un ingreso de capitales. La naturaleza multilateral de la apreciación del tipo de cambio mitigaría las preocupaciones de los países individuales por una posible pérdida de competitividad.

v) **Enfoque basado en reglas:** el fondo seguiría un enfoque de inversión transparente y basado en reglas apoyado en los criterios de participación del G20 y de calificación crediticia. Se supone que los intentos anteriores, como la cuenta de sustitución de los DEG del FMI y el Fondo Asiático de Bonos (Asian Bond

Fund), fracasaron o no fueron exitosos en parte por las interferencias políticas indebidas en su creación, supervisión y operaciones.<sup>17,18</sup>

El objetivo del EMRDF es ofrecer una exposición diversificada a las divisas de los mercados emergentes más importantes y a sus instrumentos subyacentes como solución integral para la asignación de reservas. Las divisas elegidas incluirían a las divisas de alta calificación de los mercados emergentes del G20. Las asignaciones dependerían de las ponderaciones del PBI de los países emisores de las monedas –las ponderaciones de los países estarían limitadas al 20% como máximo de la cartera total y el excedente se distribuiría proporcionalmente– corregidas por filtros de accesibilidad a la moneda y de calificación crediticia para permitir una adecuada diversificación (ver Tabla 3).

El EMRDF se basa en tres principios fundamentales:

- i) **Universo de inversión:** se invertiría sólo en las divisas de países que cumplan con el criterio de inclusión basado en reglas que representen a los países del G20 con una calificación crediticia de inversión.
  
- ii) **Bancos centrales solamente:** el fondo estaría disponible sólo para bancos centrales y sería administrado estrictamente bajo criterios de asignación de reservas basados en seguridad, liquidez y retorno.

---

<sup>17</sup> Otras iniciativas destinadas a facilitar el canje de reservas de los bancos centrales por nuevos activos han sido menos exitosas. La cuenta de sustitución de DEG del FMI no pudo crearse en 1974 y 1980, en parte debido a la debilidad inherente de los DEG en sí pero, en especial, por la incapacidad para asignar pérdidas cambiarias posibles resultantes de las tenencias de DEG. Si desea información sobre la cuenta de sustitución, vea por ejemplo Kenen, P. (2010), "The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, marzo.

El BPI lanzó el Fondo Asiático de Bonos en 2003 como respuesta a una propuesta de la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales del Sudeste Asiático y el Pacífico (EMEAP) destinada a facilitar la reinversión de una pequeña porción de las reservas de Asia nuevamente en la región y a colaborar simultáneamente con el desarrollo de los mercados de capitales regionales. El Fondo Asiático de Bonos respaldado por el BPI, lanzado en 2003, sigue siendo insignificante en términos de activos administrados. Se estima que esto se debe al hecho de que su estrategia amplia de inversión, que incluye divisas con atributos de crédito débiles que es poco probable que cumplan un rol internacional significativo en el futuro cercano, ha hecho que los bancos centrales sean renuentes a asumir una exposición al fondo. Las consideraciones políticas que orientan la inclusión también frustraron una iniciativa similar reciente del BPI para América Latina.

<sup>18</sup> Si desea una propuesta más reciente de un esquema común para la diversificación de reservas, vea Truman, E. y Wong, A. (2006), "The case for an international reserve diversification standard", Institute for International Economics, Documento de Trabajo 06-02, Washington D.C.

iii) **Pérdidas de las operaciones:** los bancos centrales asumirían todas las pérdidas de capital y cambiarias resultantes de su exposición al fondo. A pesar de ello, el fondo sería un vehículo para alentar una mayor diversificación de las divisas y, por lo tanto, daría respaldo a una mayor inmunización contra las pérdidas de capital y cambiarias.

El fondo procuraría obtener un *status* especial para quedar exento de los controles existentes sobre la cuenta financiera y de capital en los países donde existan restricciones. Este objetivo es consistente con los regímenes de exención de los bancos centrales bajo el Fondo Asiático de Bonos y el Sistema Monetario Europeo. El tamaño real del fondo dependería de la obtención de regímenes de exención en los respectivos países. Donde no pudieran obtenerse estas exenciones, se podrían ajustar las ponderaciones del país hacia abajo. Las reservas se asignarían sobre todo a instrumentos monetarios de corto plazo, incluyendo contratos de futuros sobre una base no entregable y títulos de gobiernos y bancos centrales. La disponibilidad de títulos también puede restringir las inversiones aun cuando no existan restricciones explícitas. El fondo puede procurar la obtención de emisiones especiales de títulos de los países relevantes para poder asumir asignaciones determinadas.

**Tabla 3 / Asignaciones del fondo de diversificación de reservas internacionales<sup>(1)</sup>**

<b>G20</b>	<b>Divisa</b>	<b>Calificación crediticia externa a largo plazo (S&amp;P/Moody's)</b>	<b>PIB (participación porcentual en el total)<sup>(2)</sup></b>	<b>Asignación (participación porcentual en el total)<sup>(2)</sup></b>
Brasil	Accesible	BBB-/Baa3	15,0	20,0
China	Acceso limitado	AA-/Aa3	42,7	20,0
India	Acceso limitado	BBB-/Baa3	10,6	15,1
Corea	Accesible	A/A1	7,3	10,4
México	Accesible	BBB/Baa1	7,5	10,6
Rusia	Accesible	BBB/Baa1	11,0	15,6
Arabia Saudita	Accesible	AA-/Aa3	3,2	4,6
Sudáfrica	Accesible	BBB+/A3	2,6	3,7

Fuente: FMI.

(1) Indicativo.

(2) FMI (Perspectivas Económicas Mundiales - octubre de 2010). Ponderaciones en proporción al PIB real. Participación del PIB con un tope del 20%; el exceso se distribuye proporcionalmente según el PIB.



Los bancos centrales adquirirían acciones del fondo denominadas en las principales divisas de reserva. Habría una valuación diaria de las acciones sobre la base de los retornos totales expresados en las principales monedas de reserva. La adquisición de las acciones del fondo implicaría una sustitución de los activos de reserva y alteraría la composición pero no el nivel de las reservas. Las inversiones domésticas implicarían un ingreso de capitales y, si el banco central decide intervenir, incrementarían las reservas internacionales en la cantidad del monto invertido. El fondo buscaría realizar inversiones de manera directa con los tesoros locales para adquirir títulos del tesoro o instrumentos equivalentes. Esto permitiría evitar a los mercados locales de divisas y de títulos públicos y esterilizar el ingreso de capitales suponiendo que los tesoros domésticos depositarían los fondos recibidos en sus bancos centrales. La naturaleza de la composición de la inversión del fondo implica que los bancos centrales participantes pueden tener una exposición parcial a los títulos de sus propios países dado el universo de inversión. Algunos bancos centrales podrían optar por una cobertura para esta exposición.

El EMRDF podría apuntar a una inversión inicial de USD 0,5 billones que se financiaría e invertiría gradualmente en el transcurso de 5 años. En esas condiciones, el fondo representaría alrededor del 5% de las actuales tenencias de reservas en divisas de los bancos centrales. Las inversiones realizadas por el fondo serían coordinadas de cerca con los gobiernos locales.

Las estructuras administrativas, legales y de custodia del EMRDF se basarían en los más altos estándares de la industria (podría ser listado en Luxemburgo bajo la estructura SICAV UCITS III). El fondo permitiría la negociación diaria y cumpliría con la definición del FMI sobre reservas internacionales y las disposiciones relativas a *pools* de activos de la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI.

## **VI. Comentarios finales**

Se estima que el fondo de diversificación de las reservas internacionales representa una propuesta concreta para crear un esquema de transición para una migración ordenada hacia un sistema de divisas múltiples. Podría implementarse fácilmente y dependería, en esencia, de acuerdos entre los bancos centrales. Además, no requiere cambios en los arreglos institucionales internacionales existentes. El enfoque supone que si bien no existe un sustituto para las principales divisas de

reserva, hoy podrían instaurarse condiciones para que surjan sustitutos en el futuro. Esto se basa también en la presunción de que los bancos centrales pueden actuar como catalizadores efectivos para el proceso de migración, en línea con los patrones históricos de divisas de reserva. Sin embargo, la integración de nuevas monedas va a depender, en buena medida, de que los nuevos países emisores de divisas de reserva estén dispuestos a adoptar políticas consistentes con la condición de divisa de reserva.

El fondo resuelve las limitaciones de los actuales patrones de asignación de reservas y ofrece una plataforma para darle un enfoque ordenado y coordinado a los cambios necesarios en la composición de las reservas:

i) **Preocupaciones por la sustentabilidad de los patrones de distribución de reservas:** la alta concentración de reservas por divisa e instrumento sugiere que los patrones actuales de distribución ya no resultan sustentables. Las asignaciones de reserva procíclicas y los cambios sorpresivos del pasado en las reservas requieren coordinación.

ii) **Integración de las divisas de los mercados emergentes:** las monedas de muchos mercados emergentes ya ofrecen propiedades suficientes como para asumir una función complementaria. Los patrones históricos indican que la adopción de divisas y sus instrumentos subyacentes es factible incluso con una liquidez limitada, sin que se establezca una convertibilidad plena de la moneda, sin que las divisas floten totalmente y sin la necesidad de que los países incurran en déficit externo. La naturaleza multilateral del fondo permite superar la preocupación por la adopción de monedas de los mercados emergentes cuando falta experiencia en la administración de las reservas, existe preocupación por la reputación y otros obstáculos.

iii) **Riesgo de una salida desordenada de las principales divisas:** el esquema común ayudaría a respaldar con firmeza la expectativa del mercado de que cualquier reducción de tenencias de las principales divisas de reserva será gradual y ordenada, y por lo tanto, no desestabilizaría el mercado cambiario.

Se considera que el fondo de diversificación de reservas internacionales representa el enfoque más efectivo para garantizar la adopción ordenada de nuevas monedas. Sin embargo, un enfoque alternativo podría consistir en la adopción de las nuevas monedas bajo un acuerdo más flexible de diversificación de reservas en línea

con las disposiciones que orientan los acuerdos de venta de oro de los bancos centrales.<sup>19</sup> Este acuerdo podría consistir en que los bancos centrales se comprometan a hacer asignaciones en las nuevas monedas que no superen, por ejemplo, el 5% de las reservas totales durante los próximos 5 años. Esto implicaría que los bancos centrales van a realizar por sí solos o con la ayuda de administradores externos asignaciones a nuevas divisas pero dentro de los límites establecidos por el acuerdo.

---

<sup>19</sup> El tercer Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales en vigencia cubre las ventas de oro de los bancos centrales del sistema del euro, Suecia y Suiza durante un período de 5 años (27 de septiembre de 2009 al 26 de septiembre de 2014). El acuerdo estipula que las ventas anuales de oro no superarán las 400 toneladas y que las ventas totales durante el período del acuerdo no superarán las 2.000 toneladas. Esto respondió a acuerdos similares de los años 1999 y 2004. El Primer Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales (también conocido como Acuerdo de Washington sobre el Oro) fue anunciado el 26 de septiembre de 1999 y respondió a las crecientes preocupaciones de que las ventas de oro de los bancos centrales sin coordinación alguna desestabilizaran al mercado, generando una caída abrupta del precio del oro. En ese momento, los bancos centrales tenían casi un 25% de todo el oro que se estimaba que existía en la superficie, de manera tal que sus acciones eran de interés vital para el mercado del oro (Consejo del Oro).

## Referencias

**Eichengreen, B. (2009)**; “The dollar dilemma”, *Foreign Affairs*, septiembre/octubre.

**FMI (1977)**; “Reino Unido —Informe del personal ejecutivo para la consulta sobre el Artículo VIII de 1977”, Washington D.C., 30 de junio (SM/77/155).

**Hayek, F. (1978)**; “Denationalisation of Money”, *Hobart Paper*, 70 (segunda edición), Institute of Economic Affairs London.

**Kenen, P. (2010)**; “The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system”, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, marzo.

**Lutz, F. (1963)**; “The problem of international liquidity and the multiple-currency standard”, *Essays in International Finance*, N° 41, International Finance Section, Princeton University.

**Malkiel, B. (1963)**; “The rejection of the Triffin plan and the alternative accepted”, *Journal of Finance*, Vol. 18, pp. 511-536.

**Mandeng, O. (2010)**; “The case for reserve currency competition”, *Central Banking*, mayo, pp. 73-77.

**Mundell, R. (1983)**; “International monetary options”, *Cato Journal*, 3:1, pp. 189-210.

**Roosa, R. (1962)**; “Assuring the free world’s liquidity”, Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, *Business Review Supplement*, septiembre.

**Roosa, R. (1982)**; “The multiple reserve currency system”, en Group of Thirty, *Reserve currencies in transition*, Nueva York.

**Schenk, C. (2009)**; “The retirement of sterling as a reserve currency after 1945: Lessons for the US Dollar?”, copia mimeografiada, Universidad de Glasgow, mayo.

**Triffin, R. (1961)**; *Gold and the dollar crisis*, edición revisada, Yale University Press, New Haven.

**Truman, E. y A. Wong (2006)**; “The case for an international reserve diversification standard”, Institute for International Economics, Documento de Trabajo 06-02, Washington D.C.