

Diversificación de reservas



El proceso de diversificación de reservas por parte de los bancos centrales continúa su curso, aunque a un ritmo muy gradual, en los últimos trimestres. Los avances que economías como China experimenten en materia de liberalización de sus mercados financieros resultarán claves para que este cambio no produzca alteraciones dramáticas en el comportamiento de los activos financieros.

Pablo Guijarro

SE MANTIENE LA TENDENCIA

Desde el inicio de la presente década, los bancos centrales mundiales han mantenido un ritmo de diversificación de sus reservas de divisa constante y gradual. El proceso ha cobrado dinamismo con la introducción del euro, si bien el estallido de la crisis financiera ha supuesto un pequeño freno al comportamiento de las autoridades monetarias.

El dólar continúa perdiendo peso sobre el total de reservas de los bancos centrales

De los últimos registros ofrecidos por el FMI, destacamos los siguientes elementos:

- El dólar sigue siendo el principal activo de reserva, con un peso sobre el total que roza el 61,5%. Su cuota se ha reducido en más de 10 puntos desde 2000. En emergentes, la reducción es más acusada: 11 puntos hasta el 58%.
- El euro representa en la actualidad un 27,2% de las reservas totales de los bancos centrales; la reducción de la cuota del dólar ha sido recogida

GUERRA DE DIVISAS: LOS RIESGOS DE LA PASIVIDAD CHINA

Uno de los puntos de atención principales de la actualidad en el mercado de divisas es la evolución del renminbi. La divisa china se ha apreciado muy tímidamente en el año: no hay cambios y, de entrada, no podemos apostar porque las autoridades chinas opten por dejar flotar con mayor libertad su divisa (pondría en peligro un modelo de crecimiento exitoso basado en exportaciones fuertemente competitivas y acentuaría posibles pérdidas sobre el contravalor en moneda local de las reservas en dólares del banco central). Pero la evolución que están siguiendo otras divisas de la región (todas se están apreciando con fuerza frente al dólar) está intensificando el riesgo de establecimiento de controles de capital en la región (los más recientes en Asia han sido los adoptados por Tailandia y Corea del Sur; antes, en Latinoamérica, Brasil había vuelto a elevar los impuestos sobre la entrada de inversión en renta fija), con el riesgo añadido de que los mismos, de resultar insuficientes, puedan derivar en medidas de proteccionismo, que podrían tener efectos muy negativos sobre el comercio internacional y retrasar aún más la recuperación.



CUOTA QUE REPRESENTA CADA DIVISA SOBRE EL TOTAL DE RESERVAS DE LOS BANCOS CENTRALES (%)

	2000	2005	2007	2008	2009	2010 (1T)
Dólar	70,9	66,6	64,3	64,0	62,1	61,5
Euro	18,4	24,3	26,2	26,5	27,4	27,2
Libra	2,8	3,7	4,7	4,1	4,3	4,3
Yen	6,1	3,6	2,9	3,3	3,0	3,1

Fuente: elaboración propia, FMI (COFER: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves. Composición de las reservas de divisas oficiales).

prácticamente en su totalidad por la divisa europea, que ha incrementado su peso en nueve puntos desde el inicio de la década. En emergentes, el patrón es similar: la cuota se ha incrementado en prácticamente 10 puntos hasta el 29,5%.

- Las reservas denominadas en libra esterlina se han incrementado en 1,5 puntos hasta alcanzar el 4,3%.
- El yen ha perdido tres puntos de importancia relativa hasta representar, en el primer trimestre de 2010, apenas un 3% del total de reservas de los bancos centrales.

La dinámica de cambios en la composición de las reservas de los bancos centrales está teniendo menor reflejo en la dinámica de negociación en los mercados de divisas. El volumen de negociación diario en dólares supera el 42%, una caída de apenas tres puntos con respecto a 2001. Por su

CUOTA QUE REPRESENTA CADA DIVISA SOBRE EL TOTAL DE RESERVAS DE LOS BANCOS CENTRALES EMERGENTES (%)

	2000	2005	2007	2008	2009	2010 (1T)
Dólar	69,3	60,7	61,3	59,8	58,2	58,0
Euro	19,8	28,7	29,6	31,1	30,8	29,5
Libra	3,5	5,0	5,8	5,3	5,9	6,1
Yen	5,8	3,8	1,7	1,9	1,7	1,9

Fuente: elaboración propia, FMI (COFER: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves. Composición de las reservas de divisas oficiales).

parte, la negociación en euros supera el 19,5% del total, apenas un punto superior a la que se registraba en 2001, según los datos ofrecidos por la encuesta sobre negociación en el mercado de divisas del BIS. Libra esterlina y yen han desempeñado un papel secundario a lo largo de la década y el volumen de negociación en ambas se sitúa, respectivamente, en el 6,5 y 9,5%.

Para apuntalar el proceso de diversificación, son absolutamente necesarios avances en la liberalización de los mercados financieros de las economías emergentes

El contrapunto hemos de buscarlo en la evolución de la negociación en divisas emergentes y, en particular, de aquellas cuyas economías tienen un mayor protagonismo a nivel internacional. Nos encontramos, en este sentido, con que la mayor



Edificio de la Reserva Federal de EEUU en Washington.

relevancia adquirida en términos de crecimiento no se ha trasladado a la negociación en sus divisas; así, la rotación diaria en yuanes apenas alcanza un 0,1% del total negociado en el mercado de divisas; en reales brasileños, la rotación se sitúa actualmente en el 0,3%, mientras que, en el caso del rublo ruso y de la rupia india, alcanza el 0,5%.

Si bien es cierto que la negociación diaria en el mercado de divisas está muy condicionada no sólo por el peso de la economía en la escena mundial, sino también por factores tales como el comercio de materias primas (en su mayor parte denominado en dólares), no es menos cierto que el mayor grado con el que las autoridades de determinadas economías emergentes intervienen en el funcionamiento de los mercados, las limitaciones a la convertibilidad de sus divisas y la falta de desarrollo de determinados instrumentos financieros (por ejemplo, los derivados de cobertura de riesgo de tipo de cambio no están disponibles en todas las monedas) condicionan la evolución de la importancia relativa de las divisas emergentes en el mercado a nivel global.

El desarrollo de los mercados y la introducción de herramientas de cobertura del riesgo de tipo de cambio pueden contribuir a incrementar la negociación en las divisas emergentes

PERSPECTIVAS

Los avances efectuados por los bancos centrales emergentes en la liberalización de sus regímenes cambiarios y en la apertura de sus sistemas financieros resultan claves para apuntalar el proceso de diversificación a medio plazo.

No obstante, hay que tener muy presente que el movimiento, lejos de ser acelerado, continuará siendo muy gradual, en aras de evitar distorsiones dramáticas en el comportamiento de los activos financieros, en general, y del mercado de divisas, en particular.

Así, no debemos olvidar que el total de reservas del Banco Central de China, por ejemplo, rebasa los

dos billones de dólares, prácticamente dos tercios de la rotación diaria del mercado de divisas. En este sentido, además del impacto sobre los mercados financieros, es preciso tener muy presente el efecto que pueda tener la decisión de diversificar reservas sobre el contravalor en moneda local de las mismas. Un movimiento acelerado por parte de China para vender sus reservas en dólares, por ejemplo, podría motivar una depreciación del dólar que se traduzca en una pérdida de valor del *stock* de reservas acumuladas por esta economía. Por todos estos factores, la reversión del proceso de acumulación observado a lo largo de la última década es complicado y, sin duda, seguirá siendo muy lento.

La negociación diaria en el mercado de divisas sigue concentrada en dólares y en euros, sin apenas cambios en los últimos años

Como decimos, ese proceso de diversificación no puede aislarse del mayor grado de desarrollo de los mercados financieros y de la menor intervención de las autoridades en el funcionamiento de los mismos. Es razonable pensar que, a medio plazo, la negociación en divisas emergentes vaya ganando cuota con respecto a las divisas de economías desarrolladas, que acompañe la mayor importancia relativa de las economías emergentes en la escena del crecimiento mundial. La oferta de herramientas de cobertura para proteger el riesgo de tipo de cambio asociado a flujos de caja originados o destinados a estos países será, sin duda, un elemento que potencie la confianza de los inversores y los incentivos para desarrollar negocios en estos países.

En cualquier caso, es deseable que la tendencia a la diversificación se mantenga. Por una parte, porque reducirá la vulnerabilidad de las economías emergentes a la evolución de una sola moneda (en este caso, el dólar) y su política económica y, adicionalmente, porque también reducirá la generación de desequilibrios por cuenta corriente que, en esencia, subyacen al estallido de la presente crisis económica y financiera ::