

El papel de las reservas internacionales en la actualidad

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR
.....

En el contexto actual de globalización económica mundial, la integración de los mercados financieros y de capitales plantea la cuestión de si tiene o no sentido que los bancos centrales mantengan reservas internacionales y en caso afirmativo cuál debe ser su volumen y composición óptimos. La pregunta es relevante no sólo para aquellos países que sufren déficit transitorios de balanza de pagos e intentan subsanarlos con el recurso a las reservas internacionales, sino también para aquellas economías que experimentan superávit en la balanza por cuenta corriente y/o una capacidad de financiación frente al resto del mundo, en cuyo caso un elevado volumen de reservas internacionales implica un coste de oportunidad nada despreciable.

¿Qué son y para qué sirven las reservas internacionales?

Las reservas internacionales oficiales son los activos del exterior en manos de los bancos centrales que se utilizan como mecanismo amortiguador ante la aparición de crisis económicas.

Las funciones más destacadas de las reservas internacionales, que justifican su demanda por parte de los bancos centrales, son las siguientes:

- *Primero*, servir de medio de pago en las transacciones comerciales y financieras con otros países, para lo cual han de ser aceptadas internacionalmente. Otra vertiente de esta función es la de servir de respaldo a la circulación monetaria interna, garantizando la convertibilidad fluida y plena de los medios de pago nacionales en internacionales de acuerdo con las necesidades de la economía del país.

- *Segundo*, constituir una forma de mantener riqueza en un país, compitiendo con otras alternativas como la inversión en bienes de capital.

- *Tercero*, ser un instrumento clave para las intervenciones de las autoridades monetarias en los mercados de divisas a la hora de defender la paridad de la moneda (si el país se halla en un sistema de tipos de cambios fijos o en un sistema de flotación sucia o intervenida) y/o acelerar los reajustes de las cuentas exteriores cuando las fuerzas del mercado operan lentamente.

- *Por último*, permiten sufragar las cuotas de participación en los fondos de reservas de organismos internacionales como el FMI, el Banco Mundial o los Bancos de Desarrollo Regional.

Los dos primeros objetivos se corresponden con dos de las tres funciones que tradicionalmente se le asignan al dinero (medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor) lo cual no debe sorprendernos puesto que las reservas internacionales no dejan de ser un medio de pago internacional. En parte por esta similitud entre la demanda de dinero y la demanda de reservas internacionales, las motivaciones por las que la autoridad monetaria de un país demanda reservas internacionales pueden sintetizarse en un «motivo transacción» y un «motivo precaución».

El «motivo transacción» se refiere a la disposición de recursos en divisas necesarios para la cobertura de los pagos exteriores en concepto de servicio de la deuda y de importaciones de bienes y servicios.

El «motivo precaución», por su parte, atiende a las circunstancias eventuales de salidas o fugas de capitales que pueda sufrir el país debido a ataques especulativos contra su propia moneda.



EN PORTADA

En cualquier caso, la trascendencia de estos motivos dependerá del acceso a la financiación externa puesto que cuanto más fácil sea la captación de recursos en los mercados financieros internacionales y menor sea la prima de riesgo incorporada en los tipos de interés reales, menor será la necesidad de mantener un elevado volumen de reservas internacionales para hacer frente a las obligaciones contraídas con el resto del mundo.

Composición de las reservas internacionales

Cuando los bancos centrales definen sus recursos en divisas seleccionarán aquellos instrumentos financieros que cumplan con las características de seguridad, liquidez y rentabilidad sin menoscabo de los objetivos externos que siempre deberán garantizar: asegurar la continuidad de los pagos internacionales y la estabilidad del tipo de cambio de la moneda.

La composición, por tipo de divisas, de las reservas internacionales suele reflejar los vínculos comerciales y financieros más estrechos que mantiene un país con otras economías. Además, en el caso de países con problemas de deuda externa, la composición por divisas suele indicar el origen de los principales acreedores.

Los componentes de las reservas internacionales son las tenencias oficiales de oro, la posición crediticia ante el FMI y las reservas líquidas en divisas, es decir, reservas operativas que reflejan los requerimientos del país para hacer frente a posibles *shocks* internos o externos.

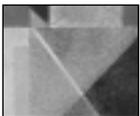
Aunque inicialmente las reservas internacionales estaban compuestas fundamentalmente por oro, en la actualidad el grueso de las reservas internacionales está constituido por activos denominados en moneda distinta de la del banco central que estamos analizando, existiendo un claro predominio del dólar estadounidense frente a otras monedas que también actúan como reservas internacionales tales como el yen japonés, la libra esterlina, el franco suizo o más recientemente el euro. En efecto, si nos fijamos en los datos ofrecidos por el FMI en su Informe Anual del año 2001 (Cuadro 1) se observa cómo la proporción de

dólares estadounidenses (la moneda de reserva internacional predominante) en el total de reservas mundiales alcanzó el 68 por 100 al finalizar el año 2000, frente a una proporción del 51 por 100 nueve años atrás. El euro, tras su creación el 1 de enero de 1999, fue la segunda moneda de reserva en importancia, con una proporción del 13 por 100 en el total de divisas. La proporción del yen japonés ha disminuido progresivamente en el último decenio, pasando del 8,5 por 100 a finales de 1991 al 5,3 por 100 del año 2000. La libra esterlina ha fluctuado en una horquilla comprendida entre el 3 por 100 y el 4 por 100 mientras que el franco suizo ha venido representando el 1 por 100 de las reservas mundiales en la última década. Por último, la proporción de monedas no especificadas, que comprenden las monedas no enumeradas en el cuadro 1, fue del 9 por 100 a finales de 2000.

Esta distribución varía en función del grado de desarrollo de las economías. Así, en el grupo de países industrializados, la proporción de dólares estadounidenses ha aumentado durante todo el decenio de los 90, hasta llegar a un máximo del 74 por 100 en 1999; a finales de 2000, la proporción era del 73 por 100. El euro, por su parte, ha disminuido su participación en 0,5 puntos porcentuales, pasando de representar el 10,7 por 100 en 1999 al 10,2 por 100 en 2000. Por último, las participaciones del yen japonés, la libra esterlina y el franco suizo apenas si se modificaron en 1999 y 2000.

En los países en desarrollo, la proporción del dólar estadounidense en las tenencias de divisas fue del 64 por 100 en 2000, nivel que se ha mantenido relativamente constante durante el último decenio. Desde 1999, la participación del euro ha aumentado casi un punto porcentual, hasta llegar al 14,6 por 100. Finalmente, las participaciones del yen japonés, la libra esterlina y el franco suizo se mantuvieron en 2000 en niveles cercanos a los de años anteriores: 4 por 100, 5 por 100 y 1 por 100 respectivamente.

La coyuntura internacional incide claramente sobre las tenencias de reservas internacionales de los países, máxime cuando éstos tienen un determinado sesgo exportador o han de hacer frente a ataques especulativos contra sus monedas que



EN PORTADA

CUADRO 1
PROPORCIÓN DE LAS PRINCIPALES MONEDAS EN EL TOTAL DE RESERVAS OFICIALES: AL 31 DE DICIEMBRE DE CADA AÑO
(Porcentaje)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Todos los países										
Dólar de EE.UU.....	51,3	55,3	56,7	56,6	57,0	60,3	62,4	65,9	68,4	68,2
Yen japonés	8,5	7,6	7,7	7,9	6,8	6,0	5,2	5,4	5,5	5,3
Libra esterlina	3,3	3,1	3,0	3,3	3,2	3,4	3,7	3,9	4,0	3,9
Franco suizo	1,2	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Euro	—	—	—	—	—	—	—	—	12,5	12,7
Marco alemán	15,4	13,3	13,7	14,2	13,7	13,1	12,9	12,2	—	—
Franco francés	3,0	2,7	2,3	2,4	2,3	1,9	1,4	1,4	—	—
Florín neerlandés	1,1	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	—	—
Ecu	10,2	9,7	8,2	7,7	6,8	5,9	5,0	0,8	—	—
Monedas no especificadas	6,2	6,6	6,6	6,5	8,9	8,3	8,4	9,3	8,9	9,2
Países industrializados										
Dólar de EE.UU.....	43,6	48,8	50,2	50,8	51,8	56,1	57,9	66,7	73,5	73,3
Yen japonés	9,7	7,6	7,8	8,2	6,6	5,6	5,8	6,6	6,5	6,5
Libra esterlina	1,8	2,4	2,2	2,3	2,1	2,0	1,9	2,2	2,3	2,0
Franco suizo	0,8	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Euro	—	—	—	—	—	—	—	—	10,7	10,2
Marco alemán	18,3	15,1	16,4	16,3	16,4	15,6	15,9	13,4	—	—
Franco francés	3,1	2,9	2,6	2,4	2,3	1,7	0,9	1,3	—	—
Florín neerlandés	1,1	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	—	—
Ecu	16,6	16,7	15,2	14,6	13,4	12,0	10,9	1,9	—	—
Monedas no especificadas	4,9	5,7	4,8	5,0	7,0	6,7	6,4	7,4	6,9	7,6
Países en desarrollo										
Dólar de EE.UU.....	63,3	64,4	64,3	63,0	62,4	64,4	66,2	65,3	64,6	64,3
Yen japonés	6,7	7,7	7,5	7,6	7,0	6,5	4,7	4,5	4,7	4,4
Libra esterlina	5,5	4,1	4,0	4,4	4,4	4,8	5,1	5,2	5,3	5,2
Franco suizo	1,8	1,9	2,0	1,7	1,5	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1
Euro	—	—	—	—	—	—	—	—	13,9	14,6
Marco alemán	10,8	10,8	10,5	11,9	11,0	10,6	10,3	11,3	—	—
Franco francés	2,7	2,3	2,0	2,4	2,3	2,0	1,8	1,5	—	—
Florín neerlandés	1,0	1,0	1,0	0,8	0,6	0,5	0,6	0,5	—	—
Ecu	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Monedas no especificadas	8,2	7,7	8,7	8,1	10,9	9,8	10,1	10,7	10,4	10,4

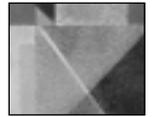
Fuente: FMI; Informe Anual 2001.

intentan contrarrestar con intervenciones masivas en los mercados de divisas. Resulta ilustrativo, en este sentido, observar la evolución de las reservas internacionales de los países en desarrollo exportadores de petróleo ya que normalmente representan alrededor del 10 por 100 de las reservas en divisas de todos los países en desarrollo, pero en el año 2000 llegaron hasta el 22 por 100 como consecuencia del fuerte incremento en la cotización del barril de brendt en los mercados internacionales.

Siguiendo la información contenida en el Cuadro 2 se observa que en 2000, el total de reservas internacionales, incluido el oro, aumentó un 11 por 100, mientras que el total de reservas, excluido el oro, creció un 12 por 100 debido a que las reservas internacionales en divisas (el mayor componente de las reservas oficiales) aumentó un 14 por 100, mientras que los activos relacionados con el FMI disminuyeron un 10 por 100. Por su parte, el valor de mercado del oro en manos de las autoridades monetarias se redujo un 2 por 100.

Las reservas de divisas, al concluir dicho año, representaron el 96 por 100 de los activos excluido el oro. Las reservas de divisas de los países industrializados aumentaron un 13 por 100, alcanzando un total de 595.000 millones de DEG mientras que las de los países en desarrollo aumentaron un 14 por 100, hasta llegar a los 876.000 millones de DEG. Además, la proporción de reservas de divisas en manos de los países en desarrollo ha venido registrando un crecimiento continuo, y al concluir 2000 representaba el 60 por 100 de total de las reservas mundiales.

El total de tenencias de activos relacionados con el FMI (es decir, las posiciones de reserva en el FMI y los DEG) disminuyó un 10 por 100, siguiendo así la tendencia del año anterior. Esta reducción se explica por la caída de un 14 por 100 en las posiciones de reserva de los países miembros del FMI (que comprenden el tramo de reserva y el saldo acreedor de cada país). También se comprueba cómo los países industrializados siguen siendo los que concentran la mayor parte

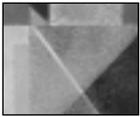


EN PORTADA

CUADRO 2
TENENCIAS OFICIALES DE ACTIVOS DE RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de millones de DEG)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001(*)
Todos los países							
Activos relacionados con el FMI							
Posición de reserva en el FMI	36,7	38,0	47,1	60,6	54,8	47,4	47,3
DEG.....	19,8	18,5	20,5	20,4	18,5	18,5	18,7
Subtotal, activos relacionados con el FMI	56,4	56,5	67,6	81,0	73,2	65,9	66,0
Divisas	932,0	1.085,7	1.193,7	1.162,8	1.295,2	1.471,8	1.519,3
Total de reservas, excluido el oro	988,4	1.142,2	1.261,3	1.243,8	1.368,4	1.537,7	1.585,3
Oro							
Valor al precio del mercado en Londres.....	236,0	232,4	190,8	197,6	204,0	200,3	193,4
Total de reservas, incluido el oro	1.224,4	1.374,6	1.452,0	1.441,3	1.572,4	1.737,9	1.778,7
Países industrializados							
Activos relacionados con el FMI							
Posición de reserva en el FMI	31,6	32,6	41,3	53,9	46,8	39,7	38,9
DEG.....	15,0	14,5	15,5	15,8	14,7	14,4	15,0
Subtotal, activos relacionados con el FMI	46,6	47,1	56,8	69,8	61,5	54,1	53,9
Divisas	441,1	501,7	520,9	475,8	524,8	595,4	598,8
Total de reservas, excluido el oro	487,7	548,8	577,7	545,6	586,3	649,5	652,7
Oro							
Valor al precio del mercado en Londres.....	196,4	192,1	157,5	165,3	171,4	167,8	162,0
Total de reservas, incluido el oro	684,1	740,9	735,2	710,9	757,7	817,3	814,7
Países en desarrollo							
Activos relacionados con el FMI							
Posición de reserva en el FMI	5,0	5,4	5,7	6,7	8,0	7,7	8,4
DEG.....	4,8	4,0	5,0	4,5	3,7	4,1	3,7
Subtotal, activos relacionados con el FMI	9,8	9,4	10,8	11,2	11,7	11,8	12,1
Divisas	490,9	584,1	672,8	687,0	770,4	876,4	920,5
Total de reservas, excluido el oro	500,7	593,4	683,6	698,2	782,1	888,1	932,6
Oro							
Valor al precio del mercado en Londres.....	39,6	40,2	33,3	32,3	32,6	32,5	31,4
Total de reservas, incluido el oro	540,3	633,6	716,9	730,5	814,7	920,6	964,0

(*) A fecha de marzo de 2001.
Fuente: FMI, Informe Anual 2001.



EN PORTADA

de los activos relacionados con el FMI, en concreto, el 82 por 100 a finales del 2000.

Finalmente, el valor de mercado de las reservas de oro se redujo un 2 por 100 en 2000 debido esencialmente a la disminución de las existencias físicas de oro, ya que el precio del oro en DEG sólo registró un ligero descenso. Las tenencias de oro como proporción de las reservas oficiales han ido disminuyendo gradualmente a lo largo de los últimos 20 años hasta llegar al 12 por 100 a finales de 2000, frente a un porcentaje cercano al 50 por 100 a finales de 1980. La mayor parte de las reservas de oro (el 84 por 100) está en manos de los países industrializados, constituyendo el 21 por 100 del total de las reservas de estos países a finales de 2000.

¿Cuál es el nivel óptimo de reservas internacionales que debe mantener un banco central?

Habiendo analizado las razones que justifican el mantenimiento de reservas internacionales por

parte de los bancos centrales, cabe plantearse si existe un nivel óptimo de reservas, es decir un nivel que minimice los costes de mantener reservas en los balances de los bancos centrales. Existirá un nivel óptimo de divisas en la medida en que éste intente conciliar el objetivo de prevenir desequilibrios transitorios de balanza de pagos con el de soportar un coste mínimo por el mantenimiento de reservas internacionales. Recordemos, a este respecto, que mantener divisas implica dos tipos de costes para un banco central:

- Por un lado, un coste de oportunidad derivado de la no percepción de ingresos en concepto de pago de intereses, de haberse invertido una parte de estas reservas en activos internacionalmente menos líquidos.

- Por otro lado, cuando la tenencia de reservas internacionales líquidas (1) es insuficiente para

(1) Entendemos por reservas internacionales líquidas billetes y depósitos a la vista en moneda extranjera frente al concepto de reservas menos líquidas, constituidas por depósitos a plazo en el exterior.

cubrir déficit transitorios de balanza de pagos, las autoridades monetarias cuentan con dos alternativas, que implican un mayor o menor coste para las arcas públicas: o bien transformar parte de las reservas no líquidas en reservas líquidas, operación que supondrá un coste de realización cuando los mercados no sean suficientemente amplios, profundos y transparentes, o bien obtener créditos de instituciones financieras internacionales por un montante igual al exceso de déficit sobre las disponibilidades de recursos líquidos. De nuevo aquí el coste será diferente según la calidad crediticia del país deudor.

En definitiva, el nivel óptimo de reservas que debe mantener un banco central estará condicionado por la probabilidad de sufrir frecuentes desequilibrios en sus cuentas exteriores, por el grado de liquidez, profundidad y transparencia de sus mercados financieros y por la calidad crediticia de la que goce el país en los mercados financieros internacionales. No existe por lo tanto una respuesta única sobre cuál debe ser el nivel óptimo de reservas internacionales.

Consideraciones finales

Aun cuando el resquebrajamiento del sistema de Bretton-Woods y la adopción generalizada de regímenes cambiarios basados en tipos de cambios flexibles hizo presagiar una reducción de la demanda de reservas internacionales por parte de los bancos centrales, éstas han experimentado un continuo aumento en los últimos 29 años, tanto en el caso de los países industrializados como en el caso de los países en desarrollo (en mayor medida en el caso de estos últimos). Las razones de este aumento residen por un lado en la instrumentación de políticas económicas que han favorecido la captación de capitales foráneos en un marco de expansión del comercio internacional y de integración creciente de los mercados financieros y por otro, en la mayor frecuencia de crisis financieras y cambiarias de gravedad y alcance imprevisibles, que han inducido a los bancos centrales a disponer de un nivel adecuado de reservas internacionales.



EN PORTADA



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

SERVICIO DE ATENCIÓN AL SUScriptor

El Boletín Económico de ICE pone a disposición de sus suscriptores un servicio telefónico y de fax, a fin de solucionar cualquier incidencia relacionada con la recepción, contenido, impresión e información de nuestra publicación

Teléfono: 91 349 39 65 - Fax: 91 349 36 34

E-mail: pilar.malaga@sscc.mcx.es

*No dude en llamarnos,
le atenderemos personalmente*