

POLÍTICAS PARA LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN MÉXICO Y AMÉRICA LATINA

GERMÁN ALARCO TOSONI*

INTRODUCCIÓN

Un fenómeno reciente en México y América Latina ha sido la acumulación creciente de reservas internacionales por parte de las respectivas autoridades monetarias. Es una circunstancia nueva vinculada con una orientación más exportadora y saldos positivos en la balanza de pagos. Aun en las circunstancias de la reciente crisis económica internacional, la evidencia empírica muestra que, con diferencias entre nuestras economías, fuimos capaces de resistir las reducciones de los flujos comerciales y financieros internacionales. Sin embargo, no todo es bueno en relación con la acumulación intensiva de reservas, tienen un costo: si son excesivas tienen su contrapartida en menores niveles de crédito interno, entre otros elementos.

La disposición de amplios niveles de reservas internacionales es un elemento positivo para la autoridad monetaria y la economía de un país en particular. Son un indicador de la solvencia; sirven como garantía de que se tiene la capacidad de cumplir con los compromisos cotidianos asociados al comercio exterior, la cuenta de capitales y honrar las obligaciones existentes. Los motivos para mantenerlas se agrupan en tres categorías principales: liquidez, seguridad (hacer frente a *shocks* externos) y rentabilidad, pero también son útiles para intervenir en los mercados cambiarios evitando volatilidad excesiva y como efecto demostración para reducir la percepción de riesgo país, por tanto los costos de endeudamiento, en los mercados financieros internacionales (Palacios, 2007:115).

Las ventajas asociadas a la disponibilidad de reservas internacionales tienen como contrapartida que los recursos mantenidos como reservas tienen un costo de oportunidad si éstas se hubieran canalizado a otras opera-

* Centro de Negocios (Centrum Católica) de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Se agradece el apoyo estadístico de Malcolm Stewart y de Enver Vargas. Asimismo, se agradecen los comentarios de Patricia del Hierro Carrillo y de los dictaminadores anónimos de esta revista, aunque la responsabilidad es exclusiva del autor.

ciones a través de la autoridad monetaria y el sistema bancario o financiero. No sólo se trata del diferencial entre las tasas de interés por obtener recursos en el mercado internacional y las cobradas a las instituciones donde depositamos o colocamos nuestras reservas. Hay un costo adicional por esterilizarlas para contrarrestar la expansión de la oferta de dinero cuando se adquieren del sector privado. Sin embargo, lo más importante es que la magnitud de las reservas puede exceder nuestras necesidades, disponiendo de un recurso que no es aprovechado plenamente por nuestra economía. Lo anterior omite toda la discusión más reciente sobre cómo la acumulación mundial de reservas puede generar problemas en la liquidez internacional, valoración de riesgos y en las tasas de interés a nivel global.

Los objetivos de este artículo son múltiples. En primer lugar, se pretende analizar qué tanto del proceso de acumulación de las reservas internacionales son una particularidad de México y América Latina o un fenómeno global. También se muestra evidencia empírica para discutir si los niveles de reservas son o no adecuados. En segundo lugar, se presenta una revisión bibliográfica sobre las variables explicativas, el balance de los aspectos positivos y los negativos de acumular reservas internacionales. En tercer lugar, se muestran algunas estimaciones sobre los niveles necesarios, “excesos” y costos de acumular reservas internacionales. Por último, se proponen algunas modalidades de aprovechamiento de esos excedentes de reservas internacionales netas, si se identifican.

En lo formal, el artículo tiene cuatro secciones y las reflexiones finales. En la primera parte se analiza la evolución de las reservas internacionales de México y América Latina entre 1950 y 2007,¹ su participación respecto de las reservas mundiales y sus vinculaciones en relación con el producto y el comercio internacional. En la segunda sección se exponen brevemente algunas de las teorías para determinar los niveles necesarios de reservas internacionales y a partir de ahí presentar el balance de los beneficios y costos de acumularlas. La tercera sección muestra los resultados preliminares de las mediciones de los niveles necesarios, excesos y costos asociados de mantenerlas. Por último, se presentan y comentan algunas opciones para aprovechar estos excedentes.

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE AMÉRICA LATINA EN UNA PERSPECTIVA COMPARADA

La información básica sobre las reservas internacionales de esta sección se obtiene del *International Financial Statistics* del International Monetary Fund

¹ En algunos casos se incorpora y analiza la información hasta 2008.

(FMI, por sus siglas en español). Al respecto, se optó por obtenerlas de las tablas mundiales, en lugar de las que se reportan para cada país. A pesar de que existe información para muchos países hasta diciembre de 2008, sólo se considera la existente hasta 2007.² El concepto que se está tomando en cuenta es el de las reservas totales, incluyendo el oro valuado a SDR 35 por onza. Las reservas totales se refieren a los activos externos netos de las autoridades monetarias de cada país y las cuentas externas de las otras instituciones financieras. En la tabla 1 estos activos externos netos se expresan en dólares estadounidenses al multiplicar los tipos de cambio US\$/SDR de fin de periodo.

Se ha clasificado al mundo en cinco regiones. La región de América Latina comprende los países más importantes del área: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú y Venezuela.³ Las economías avanzadas comprenden Estados Unidos, los países europeos avanzados y asiáticos de acuerdo con la clasificación del FMI, excluyendo a China, que se incluye en la de Asia en vías de desarrollo.⁴ Europa en vías de desarrollo incluye los países del centro, Este de Europa y el Medio Oriente. La última región comprende África y otros países, incluyendo los del hemisferio occidental no comprendidos en las regiones anteriores.

En la tabla 1 se observa que en todo el periodo bajo análisis los activos externos netos mundiales han crecido a 8.9% anual, con una mayor expansión entre 1980-2007 respecto de lo ocurrido entre 1950-1980. En términos absolutos, éstas crecieron de casi 50 a 6 497 billones de dólares estadounidenses⁵ entre 1950-2007, y para 2008 fueron equivalentes a 8.6 trillones de dólares, incorporando las reservas de China equivalentes a dos trillones de dólares estadounidenses. Por regiones principales, destacan los mayores niveles de las reservas de las economías avanzadas, seguidas por las economías asiáticas (incluyendo China). Los activos externos netos de América Latina son el grupo de menor importancia. En términos de tasas de crecimiento, las regiones con mayor dinamismo fueron Europa en vías de desarrollo y Medio Oriente, Asia y en tercer lugar América Latina, mientras que el menor dinamismo fue de África y las economías avanzadas. El crecimen-

² En 2008 se omite la información de China, de muchos países africanos, de algunos países asiáticos en vías de desarrollo, europeos como la República Checa y, en el caso de América Latina, Honduras y Panamá.

³ Por falta de información no se incluyeron El Salvador, Nicaragua y Uruguay.

⁴ Se pretendió diferenciar a China del resto de países asiáticos, pero no se cuenta con información pormenorizada de China antes de 1980.

⁵ En la nomenclatura americana, un billón es equivalente a mil millones y un trillón a mil billones o un millón de millones.

TABLA 1
EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES POR REGIÓN
(MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES Y %)

Regiones	Valores						Tasa de crecimiento promedio anual (%)		
	1950	1980	2000	2007	1950-1980	1980-2008	1950-2007		
Economías avanzadas (excepto China)	38 243.30	273 605.34	1 204 359.29	2 319 206.71	6.8	8.6	7.5		
América Latina	2 241.96	36 159.87	147 605.71	425 951.14	9.7	10.0	9.6		
Asia (incluso China)	4 081.36	39 548.76	432 257.82	2 294 010.52	7.9	16.9	11.7		
Europa en vías de desarrollo	241.76	6 828.42	118 105.17	833 147.39	11.8	20.3	15.4		
África y resto del mundo	5 186.63	96 270.70	163 247.70	624 768.67	10.2	7.5	8.8		
Mundo	49 995.00	452 413.08	2 065 575.69	6 497 084.43	7.6	10.8	8.9		

FUENTE: elaboración propia con datos de *International Financial Statistics*, FMI (2009).

to de los activos internacionales de América Latina no es un fenómeno diferente al del resto de regiones del mundo, pero es de menor dinamismo respecto de Europa en vías de desarrollo y Asia.

Sobre el total de las reservas internacionales a nivel mundial, el grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006) señala que la acumulación de reservas en la mayoría de los países ha rebasado los niveles de garantía que recomiendan los indicadores convencionales, sugiriendo que el aumento se explica por un deseo de autoasegurarse contra crisis financieras, la búsqueda de crecimiento con base en la exportación y algunas características vinculadas con los sistemas financieros de las economías emergentes, mercados de coberturas caros y/o ineficientes, exceso de ahorro interno sobre inversión o una ausencia de inversión.

Las evidencias relativas a que los activos externos netos (RIN) de América Latina se ubican actualmente por encima de los estándares internacionales pueden encontrarse cuando comparamos los resultados de las razones RIN/Exportaciones, RIN/Importaciones y RIN/PIB mundiales y de América Latina en particular. En todos los casos se refiere a las sumatorias de las RIN y de las exportaciones, importaciones y PIB mundial y de América Latina, multiplicados por cien. Una última evaluación empírica consiste en determinar si las reservas internacionales han sido suficientes o no para hacer frente a los *shocks* externos. En Alarco (2011) se muestran los resultados positivos de estas evaluaciones.

BALANCE DE BENEFICIOS Y COSTOS DE MANTENER RESERVAS INTERNACIONALES

Nugée (2004:2-5) señala que las razones para mantener reservas⁶ pueden ser diversas: proveer fondos para el servicio de los pasivos en moneda extranjera y las obligaciones de la deuda, como instrumento de tipo de cambio o política monetaria, fuente de fondos para pagar gastos en ultramar, defensa contra emergencias o desastres, como fondo de inversión (para evitar que ganancias imprevistas puedan desorganizar la economía interna, para poder implantar una política anticíclica y para obtener ganancias financieras) y, antiguamente, como respaldo formal de la moneda.

⁶ Las reservas pueden obtenerse mediante préstamos, acuerdos de intercambio de divisas (*swapping*), compras directas de divisas en el mercado local y a través de encajes en la autoridad monetaria a propósito de los depósitos del público en moneda extranjera en la banca comercial y de depósito.

En otra perspectiva, Williams (2004:1-2) señala que hay dos motivos probables para mantener divisas: transaccional y precautorio. Las reservas de los bancos centrales se caracterizan primordialmente por ser un último recurso para afrontar flujos impredecibles. Las tenencias de divisas pretenden ofrecer alguna protección en contra de las fluctuaciones económicas de corto plazo, así como en contra de *shocks* externos o internos (guerras o desastres provocados por la naturaleza, por el hombre o fracasos financieros). El manejo de las reservas debe asegurar un alto nivel de confianza en las políticas monetaria y cambiaria (particularmente en regímenes de tipo de cambio fijo), mantener divisas líquidas durante el ataque de los *shocks* externos, darle confianza a la comunidad internacional de que la economía es capaz de cumplir con sus obligaciones externas y permitirle al gobierno cumplir sus obligaciones en divisas.

En una perspectiva más reciente, existe un conjunto de autores para quienes la acumulación creciente de reservas internacionales de los países en desarrollo podría ser el síntoma de una nueva arquitectura financiera global que combina gran independencia monetaria, profunda integración financiera y administración flexible del tipo de cambio. Lo anterior, en la medida en que esta abundante disponibilidad de reservas permite hacer frente a movimientos drásticos de los capitales a corto plazo, mitiga el impacto de los *shocks* como resultado de modificaciones de los términos de intercambio y del tipo de cambio real; asimismo, es un estabilizador de la producción⁷ que posibilitaría suavizar los ajustes ante un deterioro persistente de la cuenta corriente de la balanza de pagos, a diferencia de lo que ocurre cuando las reservas son reducidas. En particular, es útil para las economías exportadoras de recursos naturales (Aizenman, 2007:2 y 7).

Sin embargo, en otro estudio, Aizenman y Riera-Crichton (2006:6 y 8) señalan que un mayor nivel de profundidad financiera disminuye el rol de las reservas al momento de absorber los *shocks* externos. La mejora de los términos de intercambio, asociadas a retornos domésticos más elevados, podría inducir la entrada de capitales y la apreciación de la moneda, mientras que el deterioro podría generar el efecto contrario y la salida desordenada de capitales.

La información sobre el manejo de las reservas internacionales durante la crisis 2008-2009 sugiere que los países que han acumulado RIN están cosechando los beneficios de hacerlo. A juicio de Aizenman (2009:16-17), esta situación está demostrando que la preocupación de muchas economías sobre

⁷ Una administración activa de las reservas internacionales puede reducir la volatilidad del tipo de cambio real que afecta negativamente el crecimiento económico en países con menores niveles de desarrollo financiero (Aizenman, 2006:3).

el tema está demostrando ser exagerada. Las tasas de cambio y las tasas de interés se han ajustado como resultado de la crisis, haciendo uso limitado de las reservas internacionales. Sin ser la panacea, el mantenimiento de reservas sustanciales podría ser la diferencia entre un aterrizaje brusco o suave. Por otra parte, los países parecen estar dispuestos a temer más la pérdida de reservas internacionales que a la flotación cambiaria, ya que la primera puede constituir una señal de deterioro de su solvencia.

Obstfeld *et al.* (2009:2-3 y 12), citando al FMI, señalan que en respuesta a las importantes salidas de capital de la crisis actual, los países necesitarían responder rápidamente para asegurar una adecuada liquidez y hacer frente a problemas emergentes, a pesar de contar con instituciones débiles. El tipo de cambio debe absorber parte de la presión, pero las existencias de reservas internacionales deberían posibilitar espacios para la intervención, evitando que se desordenen las condiciones del mercado. Cuando hay integración financiera internacional, las monedas de los países cuyas RIN/M2 son más elevadas han tendido a apreciarse en la crisis, mientras que las otras monedas han tendido depreciarse, ya que se trataría de que el nivel de las reservas internacionales se establezca en función⁸ de la profundidad –tamaño– del sistema financiero. Las líneas *swap* otorgadas por la Reserva Federal estadounidense y el Banco Central Europeo a diferentes economías hasta el momento sólo son simbólicas.

Varios autores plantean que la acumulación de reservas internacionales permite hacer frente no sólo a las fluctuaciones de las paridades cambiarias, sino también puede, con otros instrumentos de política, hacer frente a la apreciación de las monedas nacionales (Reinhart y Reinhart, 2009). En la misma dirección, Aizenman y Lee (2006:2), retomando a Dooley *et al.* (2005), señalan que la acumulación de reservas internacionales podría ser parte de una estrategia de desarrollo deliberada que facilita el crecimiento con un tipo de cambio real muy depreciado (evitando que éste se aprecie cuando no hay acumulación de reservas). Para estos autores, la estrategia de los países del este de Asia vincula el mercantilismo, el crecimiento económico y la acumulación de las reservas internacionales desde los años noventa.

Aizenman (2009:10-11 y 17) reafirma que, acorde con la visión mercantilista, la acumulación de reservas es el resultado de promover las exportaciones a través de la intervención en el tipo de cambio. Esa perspectiva sugiere que la masiva acumulación de reservas de China es una combinación de argumentos mercantilistas y motivo de precaución para obtener seguridad. Asimismo, los motivos mercantilistas podrían inducir a que otras economías compitan por mantener mayores niveles de reservas internacionales

⁸ No se señala la magnitud de esas proporciones entre las reservas internacionales y el total de los depósitos en el sistema financiero.

con el objetivo de hacer frente a la ventaja competitiva obtenida por la primera economía. Sin embargo, en la actual crisis internacional, una adecuada coordinación de políticas podría ayudar a que se minimicen las depreciaciones competitivas y a elevar continuamente los niveles de reservas.

Antes de iniciar la presentación de nuestro balance de costos y beneficios de mantener reservas internacionales a nivel de una economía cualquiera tomada aisladamente, es importante señalar que la acumulación de reservas en una perspectiva internacional, para el conjunto de los países, puede generar problemas y riesgos. Alberola y Fernández de Lis (2007:119-124) señalan que ha ido surgiendo una cierta preocupación en la comunidad financiera internacional por la dimensión y fuerte inercia de la tendencia en cuanto a estos activos netos, por la similitud de las estrategias de gestión de las reservas por parte de los bancos centrales (la mayoría muy sesgadas hacia la inversión en activos públicos a corto plazo denominados en dólares estadounidenses) y la existencia de incentivos a su prolongación como contrapartida de la inexistencia de elementos que sugieran límites a éstas.

Es difícil señalar si se trata de una discusión técnica o de una política estratégica,⁹ pero Alberola y Fernández señalan que el tamaño de los participantes, las posibilidades de coordinación entre ellos y la concentración de activos en pocas manos puede conducir a decisiones discrecionales y discontinuas que tengan impacto significativo sobre los precios y las cantidades negociadas, cambios súbitos y simultáneos, induciendo a señales distorsionadas en los mercados. También se preocupan de la reciente creación de fondos de estabilización u otros de inversión para apoyar las políticas gubernamentales (incluyendo la financiación de proyectos de inversión) que “se gestionan con un grado de rigor y transparencia muy variable, lo que ha generado cierta preocupación” (Alberola y Fernández, 2007:120).

La otra preocupación es que la inversión en las reservas se ha orientado hacia títulos del Tesoro de Estados Unidos, lo que parece haber contribuido a mantener los tipos de interés reducidos para estos activos por debajo de lo que sugeriría la situación de la economía estadounidense, e induciría por el arbitraje a unos tipos de interés globales más bajos que “debilitan la disciplina del mercado” (Alberola y Fernández, 2007:122). Este factor, junto con un entorno de mayor liquidez internacional, favorecería una menor aversión al riesgo que expone a los mercados a correcciones más drásticas, en caso de que se revierta esta percepción, y a decisiones de inversión, que en las verdaderas pero ocultas circunstancias pueden revelarse como inadecuadas.

⁹ Más vinculada a fortalecer la posición de un conjunto de países, frente a otros denominados como emergentes que recientemente ganan posiciones en los mercados económicos y financieros internacionales.

Para este autor, como para Winjholds y Søndergaard (2008:177-178), cuanto más alto es el nivel de reservas, mayor es el incentivo del banco central para evitar la apreciación de sus monedas. A juicio de estos autores, la disponibilidad de reservas les permite proseguir con las estrategias de crecimiento económico a partir de las exportaciones con un tipo de cambio depreciado. Se sostiene también que el incremento de las reservas eleva la liquidez internacional generando presiones inflacionarias, aunque limitadas por la expansión de la oferta de dinero (base monetaria) en los países con grandes volúmenes de reservas. Para Alberola y Fernández (2007:121-122) este efecto inflacionista se podría producir sobre los activos financieros, mientras que coexiste con un efecto deflacionista sobre los precios de los bienes como resultado del mantenimiento de tipos de cambio depreciados en las economías asiáticas.

El grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006) presenta un balance de los riesgos y costos potenciales de la acumulación de reservas para cualquier país. En este balance destaca el conflicto entre la estabilidad del tipo de cambio y una relajación inapropiada de las condiciones monetarias, las dificultades de los bancos centrales para manejar el mercado de dinero y más generalmente para implementar política monetaria, los riesgos de mercado (por moneda y tasas de interés) que pueden resultar en pérdidas de capital potencialmente considerables en los balances de la autoridad monetaria y los costos de esterilización de las divisas adquiridas en el mercado local, que usualmente exceden los rendimientos que se reciben por el aprovechamiento de las reservas en los mercados internacionales.

En la tabla 2 se muestra un resumen de los costos y beneficios de mantener reservas internacionales. Dentro de los beneficios destacan el poder hacer frente a los *shocks* en los términos de intercambio y financieros y minimizar los riesgos cambiarios y de fuga de capitales de los depósitos en el sistema financiero local. En el caso de las economías que han acumulado abundantes reservas internacionales, o por encima de los niveles necesarios, se posibilita un manejo cambiario autónomo e implementar una estrategia de crecimiento con base en las exportaciones (si el tipo de cambio se encuentra en la partida muy depreciado). También hacen posible la utilización de las reservas para otros usos productivos (por ejemplo, fondos de inversión física de China o de Corea del Sur), fondos de estabilización u otros usos “estratégicos”,¹⁰ los cuales ahora parecen perturbar al FMI.

¹⁰ De acuerdo con el Grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006:186), estos fondos especiales de inversión ascenderían a finales

TABLA 2
COSTOS Y BENEFICIOS DE MANTENER RESERVAS INTERNACIONALES

<i>Costos</i>	<i>Beneficios</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Costo de oportunidad de mantener reservas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Permite hacer frente a <i>shocks</i> negativos de términos de intercambio y financieros.
<ul style="list-style-type: none"> • Costo de esterilizar la expansión de oferta de dinero. 	<ul style="list-style-type: none"> • Minimiza el riesgo cambiario y de fuga de capitales desde el sistema financiero.
<ul style="list-style-type: none"> • Riesgos del tipo de cambio por pérdidas de capital (pérdidas cambiarias). 	<ul style="list-style-type: none"> • Posibilita el manejo cambiario autónomo y estrategias de crecimiento con base en las exportaciones.
<ul style="list-style-type: none"> • Filtración de ingresos por encajes cuando el origen de las divisas son depósitos del público en el sistema financiero. 	<ul style="list-style-type: none"> • Permite la creación de fondos de inversión, estabilización y especiales.
	<ul style="list-style-type: none"> • Útiles para mejorar presencia en los mercados y organismos internacionales

FUENTE: elaboración propia.

Los costos de oportunidad de mantener reservas internacionales corresponden a la diferencia entre el costo de obtener recursos financieros en los mercados internacionales y los beneficios que obtiene la autoridad monetaria por canalizar dichas reservas para obtener un rendimiento razonable.¹¹ Los costos de esterilización se producen al retirar la liquidez generada por las compras de divisas, evitando que éstas generen presiones inflacionarias y burbujas en los precios de los activos reales y financieros.¹² Se puede producir otro costo de mantener reservas cuando la o las monedas en que se expresan estas reservas se deprecian, generando una pérdida cambiaria para el banco central.¹³ Por último, se puede reducir el nivel de profundización financiera, por el lado de los créditos, por la filtración de los flujos de ingreso que se generan por los encajes que se realizan en el banco central a

de 2006 a entre 1 500 y 2 500 billones de dólares a nivel mundial. Por otra parte, a mediados de junio, Brasil y Rusia anunciaron que se preparan para reducir sus tenencias de bonos del Tesoro estadounidense para adquirir participaciones de 10 mil millones de dólares cada uno en el FMI (<WSJAmericas.com>, recuperado el 11 de junio de 2009).

¹¹ Generalmente los costos de obtener recursos en los mercados financieros internacionales son la prima de riesgo país, mientras que la rentabilidad mínima por las reservas internacionales sería la tasa de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (Grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo, 2006:191-194).

¹² Normalmente equivalen a las diferencias entre las tasas de interés locales de los instrumentos del mercado monetario ofrecidas por cada banco central y los costos internacionales de obtener recursos financieros (prima de riesgo y rendimientos de los Bonos del Tesoro estadounidense a diez años).

¹³ No analizado cuantitativamente en el presente documento.

propósito de los depósitos del público en moneda extranjera en el sistema financiero.

Es interesante anotar que una política de incrementar las reservas internacionales puede evitar el surgimiento de presiones inflacionarias, si es que la autoridad monetaria lleva a cabo las políticas de esterilización adecuadas. Asimismo, con estas políticas y otras se puede contrarrestar el surgimiento de burbujas en los precios de los activos reales y en los financieros.

NIVELES NECESARIOS, EXCEDENTES Y COSTOS EN AMÉRICA LATINA

La discusión sobre las diferentes modalidades de medición de las reservas óptimas puede encontrarse en Wijnholds y Kapteyn (2001:5-11), Mendoza (2004:63-67) y Palacios (2007:117-124). Se identifican al menos tres grandes perspectivas. La primera determina los niveles necesarios u óptimos a partir de los diferentes motivos o razones para demandar reservas internacionales, vinculando éstas a los niveles de importaciones (Triffin), niveles de endeudamiento externo, oferta de dinero, entre otros elementos (Guidotti/Greenspan, por ejemplo). La segunda perspectiva considera las reservas a partir de las teorías de los inventarios (Frenkel y Jovanovic). La tercera visión, iniciada por Heller, determina los niveles óptimos a partir de una decisión racional de optimización que debe igualar los beneficios de mantener reservas respecto a sus costos. Una versión muy utilizada en nuestros países fue la metodología de Ben-Bassat y Gottlieb.

La regla Guidotti/Greenspan, ubicada en la primera perspectiva, establece el nivel de reservas óptimas a partir de los saldos para la amortización de la deuda externa y la posición de activos y pasivos externos, garantizando 95% de los pagos sin necesidad de endeudarse por lo menos en un año. Wijnholds y Kapteyn (2001:11-12 y 27) la reformularon tomando en cuenta el régimen cambiario: flotación, tasas fijas o administradas o *currency boards*. En concreto, señalan que el nivel de reservas debe considerar todos los pasivos —deuda externa de corto plazo— y una fracción de la oferta de dinero (dinero más cuasidinero), dependiendo del régimen monetario y de los niveles de riesgo-país que permitirían hacer frente a las fugas de capital de los residentes.

Existen diferentes estudios que discuten si diversos países de América Latina están por encima o por debajo de los niveles óptimos de reservas internacionales. Las investigaciones realizadas con diferentes metodologías y para diferentes fechas corresponden a Chile, Colombia, México, Uruguay, Venezuela y una nota sobre Perú. Palacios (2007:117-125) señala que el

nivel en que se encuentran las reservas internacionales en México en ese momento parece óptimo; sin embargo, éstas se acercan más a su rango superior.

Se ha procedido a determinar los niveles óptimos de las reservas internacionales de acuerdo con la metodología propuesta por Wijnholds *et al.* (2001, 2008), quienes establecen que las mismas deben permitir, como se mencionaba antes, hacer frente a toda la deuda externa de corto plazo (pública y privada, incluyendo la autoridad monetaria y los bancos de depósito) y a las fugas de capital de los ahorros del sistema financiero (entre 10 y 20% del total de los depósitos, dependiendo de la modalidad de fijación del tipo de cambio¹⁴) multiplicado por una prima de riesgo.

En la literatura internacional hay mayor consenso en utilizar este tipo de modelos, en particular el seleccionado, no sólo por la mayor facilidad para estimarlos, sino también porque engloban las diferentes explicaciones para determinar los niveles de reservas internacionales óptimos o necesarios. Son más intuitivos. En cuanto a la información para América Latina, la correspondiente a la deuda externa proviene del *Joint External Debt Hub* del Banco Mundial (The World Bank, 2009b), seleccionando la trimestral más elevada por año.¹⁵ Se ha considerado la definición de oferta de dinero más amplia proporcionada en el *International Financial Statistics* del FMI (2009)¹⁶ convertida a dólares estadounidenses de fin de periodo de la misma fuente de información. La prima de riesgo por país corresponde al cociente del *country risk premium* del país seleccionado respecto del correspondiente al del país más elevado, proporcionado para cada año de la base de datos de Damodaran.¹⁷

En la tabla 3 se muestran los resultados para el periodo 2005-2008, considerando dos opciones, equivalentes a 15 y 20% del total de la oferta de dinero. Con la excepción de Argentina, por los abultados niveles de deuda de corto plazo, Brasil en 2005 y otros países como Bolivia, Ecuador y Costa Rica en años particulares, las reservas observadas serían claramente superiores a las óptimas. Para 2008 éstas serían entre 170 mil-200 mil millones de dólares superiores a los niveles óptimos, equivalentes a casi 44% del total de las reservas acumuladas al cierre del año. La conclusión es aplicable

¹⁴ De 5 a 10% de la oferta de dinero en los regímenes de flotación o de *currency boards* y de 10 a 20% en los regímenes de tipo de cambio fijo o administrado.

¹⁵ Para el caso de Bolivia y Venezuela se utilizó la información agregada proporcionada por sus respectivas autoridades monetarias.

¹⁶ Considerando los niveles más elevados de la oferta monetaria, se elevan los montos de las reservas internacionales necesarias; nuestras estimaciones son más conservadoras.

¹⁷ Esta fuente, de acuerdo con los expertos financieros, es sustituta del Emerging Market Bond Index (EMBIG) elaborado por J. P. Morgan, mismo que no es accesible de manera gratuita.

TABLA 3
 DETERMINACIÓN DE LOS NIVELES ÓPTIMOS DE RESERVAS INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA 2005-2008
 (MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES)

Pais	Variable	2005	2006	2007	2008
Argentina	Deuda de corto plazo	73 231	31 265	27 619	56 253
	Oferta monetaria	59 019	72 997	86 268	89 559
	Fracción oferta monetaria (15%)	8853	10 950	12 940	13 434
	Fracción oferta monetaria (20%)	11 804	14 599	17 254	17 912
	Reservas óptimas (15%)	80 819	37 835	37 324	66 329
	Reservas óptimas (20%)	83 349	40 025	40 559	69 687
	Reservas observadas	27 267	30 996	44 779	44 950
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-53 552	-6 839	7 455	-21 379
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-56 082	-9 029	4 220	-24 738
Bolivia	Deuda de corto plazo	1 325	651	608	514
	Oferta monetaria	1 287	2 143	3 947	6 071
	Fracción oferta monetaria (15%)	193	321	592	911
	Fracción oferta monetaria (20%)	257	429	789	1 214
	Reservas óptimas (15%)	1 490	844	1 052	1 197
	Reservas óptimas (20%)	1 546	908	1 200	1 425
	Reservas observadas	1 373	2 663	4 604	6 976
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-117	1 819	3 552	5 779
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-172	1 755	3 404	5 552
Ecuador	Deuda de corto plazo	1 861	1 897	1 733	-
	Oferta monetaria	8 829	10 182	11 872	12 366
	Fracción oferta monetaria (15%)	1 324	1 527	1 781	1 855
	Fracción oferta monetaria (20%)	1 766	2 036	2 374	2 473
	Reservas óptimas (15%)	2 996	2 814	3 069	-
	Reservas óptimas (20%)	3 375	3 119	3 514	-
	Reservas observadas	1 757	1 534	2 863	2 273
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-1 240	-1 280	-205	2 273
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-1 618	-1 585	-651	2 273
México	Deuda de corto plazo	22 347	22 182	24 889	28 679
	Oferta monetaria	420 101	475 176	524 919	482 312
	Fracción oferta monetaria (15%)	63 015	71 276	78 738	72 347
	Fracción oferta monetaria (20%)	84 020	95 035	104 984	96 462
	Reservas óptimas (15%)	32 250	31 685	38 012	40 737
	Reservas óptimas (20%)	35 551	34 853	42 386	44 756
	Reservas observadas	74 059	76 275	87 116	95 137
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	41 810	44 590	49 104	54 400
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	38 509	41 422	44 730	50 381

TABLA 3 (CONTINUACIÓN)

País	Variable	2005	2006	2007	2008	
Brasil	Deuda de corto plazo	20 461	20 323	45 905	47 507	
	Oferta monetaria	560 879	729 277	1 064 586	948 660	
	Fracción oferta monetaria (15%)	84 132	109 391	159 688	142 299	
	Fracción oferta monetaria (20%)	112 176	145 855	212 917	189 732	
	Reservas óptimas (15%)	63 729	56 786	99 135	83 082	
	Reservas óptimas (20%)	78 151	68 941	116 878	94 940	
	Reservas observadas	53 299	85 213	179 493	192 902	
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-10 430	28 426	80 359	109 820	
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-24 852	16 272	62 615	97 961	
	Deuda de corto plazo	7 457	9 079	10 778	18 616	
Chile	Oferta monetaria	111 926	121 009	150 285	140 960	
	Fracción oferta monetaria (15%)	16 789	18 151	22 543	21 144	
	Fracción oferta monetaria (20%)	22 385	24 202	30 057	28 192	
	Reservas óptimas (15%)	8 896	10 773	13 408	21 083	
	Reservas óptimas (20%)	9 376	11 338	14 285	21 905	
	Reservas observadas	16 930	19 392	16 837	23 073	
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	8 034	8 619	3 429	1 990	
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	7 554	8 054	2 553	1 168	
	Paraguay	Deuda de corto plazo	485	479	516	735
		Oferta monetaria	2 077	2 704	3 781	4 683
Fracción oferta monetaria (15%)		312	406	567	702	
Fracción oferta monetaria (20%)		415	541	756	937	
Reservas óptimas (15%)		796	803	1 083	1 262	
Reservas óptimas (20%)		900	912	1 272	1 437	
Reservas observadas		1 297	1 702	2 462	2 846	
Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)		501	898	1 379	1 584	
Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)		397	790	1 190	1 408	
Deuda de corto plazo		3 208	3 070	5 778	9 890	
Perú	Oferta monetaria	22 017	26 411	34 659	40 753	
	Fracción oferta monetaria (15%)	3 303	3 962	5 199	6 113	
	Fracción oferta monetaria (20%)	4 403	5 282	6 932	8 151	
	Reservas óptimas (15%)	3 847	3 785	6 950	11 215	
	Reservas óptimas (20%)	4 060	4 023	7 341	11 656	
	Reservas observadas	13 655	16 792	26 918	30 332	
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	9 808	13 007	19 968	19 117	
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	9 596	12 769	19 577	18 675	

TABLA 3 (CONTINUACIÓN)

País	Variable	2005	2006	2007	2008	País	Variable	2005	2006	2007	2008
Colombia	Deuda de corto plazo	5 530	3 472	4 702	3 152	Venezuela	Deuda de corto plazo	10 103	11 846	15 353	17 007
	Oferta monetaria	49 666	59 638	78 892	83 464		Oferta monetaria	11 846	15 353	17 007	31 989
	Fracción oferta monetaria (15%)	7 450	8 946	11 834	12 520		Fracción oferta monetaria (15%)	4 798	8 417	10 837	13 660
	Fracción oferta monetaria (20%)	9 933	11 928	15 778	16 693		Fracción oferta monetaria (20%)	6 398	11 223	14 449	18 214
	Reservas óptimas (15%)	6 807	5 086	7 371	5 865		Reservas óptimas (15%)	12 845	15 774	21 674	24 406
	Reservas óptimas (20%)	7 233	5 624	8 260	6 769		Reservas óptimas (20%)	13 759	17 083	23 782	26 873
	Reservas observadas	14 803	15 308	20 780	23 491		Reservas observadas	24 402	30 022	24 831	33 716
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	7 996	10 222	13 409	17 626		Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	11 648	14 248	3 156	9 310
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	7 570	9 683	12 519	16 721		Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	10 734	12 938	1 049	6 843
Costa Rica	Deuda de corto plazo	2 098	2 367	3 224	3 607	Total	Deuda de corto plazo	148 107	106 631	141 104	185 962
	Oferta monetaria	9 197	10 829	13 292	14 672		Oferta monetaria	1 276 987	1 566 479	2 044 745	1 914 569
	Fracción oferta monetaria (15%)	1 380	1 624	1 994	2 201		Fracción oferta monetaria (15%)	191 548	234 972	306 712	287 185
	Fracción oferta monetaria (20%)	1 839	2 166	2 658	2 934		Fracción oferta monetaria (20%)	255 397	313 296	408 949	382 914
	Reservas óptimas (15%)	2 542	2 800	3 888	4 157		Reservas óptimas (15%)	217 018	168 986	232 966	259 333
	Reservas óptimas (20%)	2 690	2 945	4 110	4 341		Reservas óptimas (20%)	239 988	189 771	263 587	283 790
	Reservas observadas	2 313	3 115	4 114	3 799		Reservas observadas	231 245	283 011	414 797	459 493
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-229	314	225	-359		Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	14 227	114 024	181 831	200 160
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-378	170	4	-542		Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-8 743	93 239	151 210	175 703

FUENTE: elaboración propia con base en *International Financial Statistics*, FMI (2009); *External Debt HUB*, Joint BIS-IMF-OECD-WB (2009); *Boletín Estadístico*, Banco Central de Bolivia (marzo 2009) e *Información Estadística*, Banco Central de Venezuela (2009).

a todos los países de la submuestra latinoamericana,¹⁸ destacando entre las mayores contribuciones a las reservas excedentes las de Brasil y México.¹⁹

En la tabla 4 se presenta un estimado del costo de mantener reservas internacionales considerando el costo de oportunidad de las reservas totales y de las excedentes, y del costo de esterilizar la oferta de dinero. El costo de oportunidad se determina al aplicar al saldo de las reservas los puntos base de la prima de riesgo para el país²⁰ y año que corresponda de acuerdo con la información de Damodaram (2009). El costo de la esterilización reflejaría la diferencia entre las tasas que la autoridad monetaria debe pagar para esterilizar la expansión de la oferta de dinero y el costo de obtenerlo en el exterior (rendimiento de los bonos del tesoro más los puntos base por prima de riesgo).

Los costos de mantener reservas internacionales netas ascendieron en 2008 a poco más de 29 918 millones de dólares, agregando los costos de oportunidad y los costos de la esterilización, siendo los primeros superiores a los segundos.²¹ Estos costos no son despreciables, ya que son equivalentes a poco menos de 0.8 y 0.4% del PIB cuando se refieren a todas las reservas o sólo a las excedentes determinadas en la tabla 3, respectivamente. En ambos casos la contribución a estos costos se genera en los países con mayores niveles de reservas, como Argentina, Brasil, México y Venezuela. En los casos de Argentina y Venezuela los costos son positivos cuando se habla de las reservas totales, debido a que las primas de riesgo que se aplican a estos países son altas. En el caso de Brasil, al ser la prima de riesgo más reducida, el costo de oportunidad es menor y, en cambio, el costo de la esterilización es muy elevado en virtud de la diferencia entre la tasa de interés local de los instrumentos del mercado monetario y el costo de obtener recursos en el mercado internacional. Los costos para México son menores, aunque equivalentes a 0.4% del PBI por las menores diferencias entre las tasas de interés.

¹⁸ Winjholds y Sondergaard (2008) presentan estimados de las “reservas suficientes” para 2006 de Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela. Estos resultados coinciden con los nuestros, a excepción de Argentina, donde ellos consignan un nivel de la deuda externa de corto plazo menor que el reportado recientemente por el Banco Mundial.

¹⁹ Lamentablemente no existen otras estimaciones recientes e integradas para América Latina que permitan una comparación al respecto.

²⁰ La prima de riesgo-país puede ser endógena en la medida en que al reducirse drásticamente el nivel de las reservas internacionales ésta se eleva.

²¹ No se considera la evaluación de los costos por pérdidas cambiarias que se suscitarían al mantener reservas internacionales en monedas que se deprecian. Éste podría ser el caso de reservas con alta composición en dólares estadounidenses cuando esta moneda se deprecia respecto al euro y a otras monedas internacionales.

TABLA 4
 COSTO DE OPORTUNIDAD DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y DE ESTERILIZAR LA EXPANSIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA 2008
 (MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES %)

País	Reservas totales	Reservas excedentes a 20%	Costo de oportunidad reservas totales	Costo de oportunidad reservas excedentes	Costo total de esterilización	Suma de costo total (reservas totales)	Suma de costo total (reservas excedentes % PIB)	Suma de costo total (reservas excedentes)	Suma de costo total (reservas excedentes % PIB)
Argentina	44 950	-24 738	4 045	-2 226	-1 166	2 879	0.87	-3 393	-1.03
Bolivia	6 976	5 552	628	500	-348	280	1.63	152	0.88
Brasil	192 902	97 961	5 787	2 939	10 973	16 760	1.06	13 912	0.88
Chile	23 073	1 168	323	16	471	794	0.43	487	0.26
Colombia	23 491	16 721	611	435	812	1 423	0.73	1 247	0.64
México	95 137	50 381	1 903	1 008	2 482	4 385	0.40	3 490	0.32
Paraguay	2 846	1 408	256	127	-233	24	0.15	-106	-0.66
Perú	30 332	18 675	789	486	82	870	0.68	567	0.44
Venezuela	33 716	6 843	2 192	445	312	2 503	0.77	757	0.23
Total	453 421	173 972	16 533	3 728	13 385	29 918	0.78	17 113	0.44

FUENTE: elaboración propia con base en *International Financial Statistics*, FMI (2009); *World Development Indicators*, World Bank (2008); *UN Data*, United Nations Statistics Division (2008); *External Debt HUB*, Joint BIS –IMF–OECD–WB (2009); *Boletín Estadístico*, Banco Central de Bolivia (marzo 2009); *Información Estadística*, Banco Central de Venezuela (2009) y *The Data Page*, <www.damodaran.com> (2009).

PROPUESTAS DE APROVECHAMIENTO DE LOS EXCEDENTES
DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

En las secciones anteriores se muestra que desde la década de los noventa los niveles de reservas internacionales de México y América Latina, como conjunto, parecen haber sido suficientes para enfrentar los *shocks* externos. Existen niveles excedentes a los necesarios y costos de acumularlas. En forma somera, una estrategia para el mejor aprovechamiento de estas reservas excedentes requeriría discutir si se realiza desde la autoridad monetaria o del ministerio o desde la secretaría de hacienda respectiva. En el primer caso, el procedimiento es directo, mientras que en el segundo, su disposición implicaría necesariamente que sean adquiridas por el tesoro público, que ante ingresos públicos limitados competirían con otras opciones de gasto público.

Esta última opción no sólo implicaría menor gasto público en otros rubros, también afectaría negativamente la demanda interna al tratarse de recursos provenientes de una filtración de ingresos (impuestos) y su probable esterilización por parte de la autoridad monetaria. El camino desde la autoridad monetaria es menos problemático, pero implica el acuerdo de su consejo de administración o directorio, en circunstancias en las que son generalmente autónomos del gobierno.

Una alternativa que han utilizado algunos países, ante reservas internacionales por encima de los niveles necesarios, es la de prepagar deuda pública externa. Sin embargo, si se trata de deuda del gobierno y no de la autoridad monetaria, tienen que adquirirla de acuerdo con el procedimiento anterior y con los efectos antes señalados. Para evitar la reducción del gasto público interno, México, en 2004-2005, redujo la deuda externa a cambio de incrementar la deuda interna. Sin embargo, esta operación puede resultar innecesaria en la medida en que los estándares deuda externa/PIB vienen siendo reducidos desde la década de los noventa y, por el contrario, los de la deuda interna/PIB se incrementan, con el peligro de generar un efecto *crowding out*, ante las mayores tasas de interés locales que el gobierno debe ofrecer para colocarla internamente.

Cruz (2006:121-123) señala, a través de las identidades de las cuentas nacionales, que la contrapartida de una mayor acumulación de reservas internacionales podría ser un menor nivel de inversión. De esta forma, la acumulación de reservas por encima de los niveles necesarios generaría un menor nivel de inversión y menor crecimiento potencial del producto. Sugiere para México, en dirección contraria, que las reservas excedentes acumuladas podrían orientarse hacia la inversión productiva (en proyectos rentables) para contribuir al crecimiento económico. Frente a la problemática del incremento de la oferta de dinero por la adquisición de las divisas,

este autor señala que podría generarse algún efecto inflacionario que, sin embargo, se mitigaría por los niveles elevados de la capacidad instalada ociosa de la economía mexicana.

Una alternativa menos radical que la anterior es la que han aplicado muchos países a través de la creación de fondos de inversión, aprovechando parte de las reservas internacionales, mediante los cuales se realizan aportaciones a fondos o instituciones específicas, que a su vez realizan operaciones de crédito o aportaciones de capital a proyectos de inversión propios o de terceros. El Grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006:187-188) hace un recuento de algunas de estas operaciones y señala positivamente que estas modalidades crean un puente entre el tipo de cambio, la política monetaria y la fiscal, convirtiendo activos de corto plazo en tenencias de riqueza a largo plazo. Asimismo, pueden proporcionar a ciertos países un vehículo significativo para diversificar su exposición al riesgo en activos en dólares estadounidenses de una manera gradual y ordenada. Sin embargo, para Alberola y Fernández de Lis (2007:120), generan los problemas señalados en la tercera sección de este documento.

En el caso concreto del financiamiento de algunos programas de inversión anticíclicos a propósito de la crisis financiera internacional 2008-2009, Alarco (2009:231-232) propone, para el caso peruano, utilizar créditos externos triangulados por una institución financiera internacional; se pensó en la Corporación Andina de Fomento u otras, originados en las propias reservas internacionales de la autoridad monetaria peruana. Se trataría que unos mil-tres mil millones de dólares de las reservas internacionales sean depositados en una institución financiera internacional para que después ésta los canalice como créditos al gobierno peruano (entre 80-100% de dichos fondos) para el financiamiento de proyectos específicos del programa de inversión pública o de otros para proyectos en asociaciones públicas-privadas. La recanalización de estos recursos permitiría aprovechar los excedentes de reservas. Esta política articulada entre varios países es un camino interesante que se debe considerar. Asimismo, si la composición de las reservas tiene un elevado sesgo a favor de instrumentos denominados en dólares estadounidenses, se estaría haciendo un uso de éstas, frente a la alternativa simple de que se erosionen por efecto de la depreciación de esta moneda respecto de otras internacionales.

CONCLUSIONES Y ALGUNAS REFLEXIONES FINALES

La acumulación creciente e intensa de reservas internacionales es una circunstancia internacional, mayor en los países asiáticos, de Europa del Este

y Medio Oriente, y en tercera instancia de América Latina.²² Sólo recién desde los años noventa parece más evidente que la región latinoamericana supera los estándares internacionales, ya que previamente se vio afectada por la crisis de la deuda de inicios de los ochenta y los problemas particulares de ciertos países como México, Perú y Venezuela entre 1986-1989.

Es evidente que el mantenimiento de amplios niveles de reservas internacionales de los diferentes países de América Latina ha contribuido a la estabilidad macroeconómica de la zona. Sin embargo, es difícil evaluar cuánto de ésta es resultado de dicha política respecto de otras y de circunstancias diferentes. Por otra parte, este artículo abona la dirección a que los niveles actuales de reservas internacionales se ubican por encima de los estándares necesarios. Existe consenso en que, a nivel global, la acumulación de reservas no sólo genera ventajas, sino que puede causar problemas y riesgos. México y América Latina no son ajenos a este fenómeno de reservas internacionales excedentes, aunque debe señalarse que algunos países de la región tienen un comportamiento particular, diferente al conjunto. Las reservas excedentes totales para América Latina ascienden en 2008 a entre 170 mil-200 mil millones de dólares. La última información disponible para México, hasta mayo de 2011, refleja niveles de reservas internacionales ligeramente superiores a 12% del PIB, mayores al estándar de 10% establecido por Jeanne y Ranciere (2006).

La evidencia y el análisis en relación con los niveles de reservas internacionales de las distintas regiones del mundo, incluida América Latina, en las circunstancias de la crisis financiera internacional 2008-2009, parecen demostrar –a la fecha– que éstas han permitido hacer frente a los *shocks* externos: comercial y financiero. Las líneas *swap* proporcionadas por la Reserva Federal estadounidense y el Banco Central Europeo han sido simbólicas.

La administración de las reservas internacionales en México y América Latina al parecer se realiza dentro de los parámetros convencionales. No se han desarrollado aún fondos especiales de inversión u otros, como lo han establecido varios países asiáticos para aprovechar mejor estas reservas excedentes. Nuestra región, a diferencia de algunas economías asiáticas como China, no ha podido utilizar las reservas como parte de una estrategia de promoción de las exportaciones para el crecimiento económico. Los niveles de partida de los tipos de cambio real marcan la diferencia.

La ruta del prepagó de los compromisos de la deuda externa existe. Sin embargo, puede ser innecesaria en la medida en que muchos países de la región ya están por debajo de los estándares convencionales y que la acción

²² Nos referimos al periodo de análisis abordado en el estudio.

de la inflación internacional erosiona lentamente el valor de estas deudas. Además, es conveniente afinar los mecanismos existentes para evitar que se reduzca la demanda interna o se produzca un incremento de la deuda interna cuando ésta se intercambia con la externa.

México y América Latina enfrentan el reto de aprovechar una circunstancia inédita varias décadas atrás. Las reservas internacionales ahora son abundantes. Los mercados financieros todavía no están en calma y la tendencia más clara es que la divisa estadounidense tienda a depreciarse de aquí en adelante. Las posibilidades de aprovechar los excedentes de las reservas son múltiples. Se abre la posibilidad de que las reservas internacionales no sólo sean una garantía para la estabilidad macroeconómica, sino que se puedan vincular con la política cambiaria, fiscal y monetaria, y transformar instrumentos financieros en tenencias directas o indirectas de activos de largo plazo que contribuyan a la inversión y la expansión de la capacidad productiva del continente.

BIBLIOGRAFÍA

- Alarco, G. (2009), “¿Contracción o crecimiento económico del Perú para 2009? Una revisión de escenarios posibles”, en G. Alarco (comp.), *Crisis, análisis y perspectivas de la crisis económica mundial desde el Perú*, Lima, Perú, Grupo Editorial Norma/CENTRUM Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Alarco, G. (2011), “Niveles necesarios, costos y políticas para las reservas internacionales en América Latina”, en *Economía Mexicana*, vol. XX, núm. 1, primer semestre, México, Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE).
- Alberola, E. y S. Fernández de Lis (2007), *El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riegos para la estabilidad financiera internacional*, Madrid, Estabilidad Financiera 12, Banco de España.
- Aizenman, J. (2006), “International Reserves Management and the Current Account”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 12734, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Aizenman, J. (2007), “Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 13277, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Aizenman, J. (2009), “On the Paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy; International Reserves and the Crisis: A Reassessment”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 14779, marzo, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

- Aizenman, J. y J. Lee (2005), "International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", en *NBER Working Paper Series*, núm. 11366, mayo, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Aizenman, J. y J. Lee (2006), "Financial Versus Monetary Mercantilism-Long-Run View of Large International Hoarding", en *NBER Working Paper Series*, núm. 12718, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Aizenman, J. y J. Fernández-Ruiz (2006), "Signaling Credibility-Choosing Optimal Debt and International Reserves", en *Working Paper Series*, núm. 12407, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Aizenman, J. y D. Riera-Crichton (2006), "Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration", en *NBER Working Paper Series*, núm. 12363, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Banco Central de Bolivia (2009), "Boletín estadístico" (marzo), consultado el 1 junio, disponible en <<http://www.bcb.gov.bo/webdocs/Marzo2009/Estadistico/estadisticomarzo09.pdf>>.
- Banco Central de Venezuela (2009), "Información estadística", consultado el 1 de junio, disponible en <<http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp>>.
- Blanco, E. y A. Córdoba (1996), "El nivel óptimo de reservas internacionales, el caso venezolano", en *Serie Documentos de Trabajo*, núm. 2, agosto, Caracas-Venezuela, Gerencia de Investigaciones Económicas-Banco Central de Venezuela.
- Caballero, R. y S. Panageas (2004), "Contingent Reserves Management an Applied Framework", en *NBER Working Paper Series*, núm. 10786, septiembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Chinn, M. y J. Frankel (2005), "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?", en *Working Paper Series*, núm. 11510, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Chinn, M. y J. Frankel (2008), "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency", en *Working Paper Series*, núm. 13909, abril, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Cruz, M. (2006), "¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento económico?", en *Economía UNAM*, vol. 3, núm. 8, mayo-agosto, Facultad de Economía-UNAM.
- Damodaran Online (2009), The Data Page, consultado el 3 de junio, disponible en <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>>.
- Dooley, M.; D. Folkerts-Landau y P. Garber (2005), *International Financial Stability*, Deutsche Bank Global Market Research.
- Eichengreen, B. y M. Flandreau (2008), "The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Cu-

- rency”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 14154, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Goldberg, L. (2008), “Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 13820, febrero, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Goldberg, L. y C. Tille (2006), “The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 12495, agosto, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Grupo Especial de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006), “La acumulación de reservas de divisas”, en *Boletín del CEMLA*, vol. LII, núm. 4, octubre-diciembre, CEMLA.
- Illanes, J. (1999), “Nivel óptimo de reservas internacionales en Uruguay”, Banco Central de Uruguay.
- International Monetary Fund (FMI) (2009), “International Financial Statistics”, consultado el 11 de mayo, disponible en <<http://www.imfstatistics.org/imf/>>.
- Jallath-Coria, E. y T. Mukhopadhyay (2002), “How Well do Banks Manage the Reserves?”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 9388, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Jeanne, O. y R. Ranciere (2006), “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries; Formulas and Applications”, en *IMF Working Paper 06/229*, octubre, Washington, International Monetary Fund.
- McKinnon, R. (2009), “El patrón dólar y su periferia propensa a la crisis: nuevas reglas de juego”, México, CEMLA, septiembre.
- Mendoza, R. (2004), *International Reserve Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Phone Era?*, Emerging Markets Review No. 5.
- Mishkin, F. (2008), “Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 13498, abril, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Nugée, J. (2004), “Manejo de las reservas de oro y divisas”, México, CEMLA.
- Obstfeld, M. et al. (2008), “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 14217, agosto, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Obstfeld, M. et al. (2009), “Financial Instability, Reserves, Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 14826, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Oliveros, H. y C. Varela (1994), *Consideraciones sobre el nivel óptimo de reservas internacionales*, Bogotá, Borradores Semanales de Economía, núm. 5, Banco de la República.

- Özdemir, K. (2004), “Optimal Reserves Behavior for Turkey: The Central Bank of the Republic of Turkey”, en *Working Paper*, núm. 4/10, Turquía, Banco Central de Turquía-Research Department.
- Palacios, Ó. (2007), “El nivel óptimo de las reservas internacionales”, en *Comercio Exterior*, vol. 57, núm. 2, México.
- Papaioannou, E. *et al.* (2006), “Optimal Currency Shares in International Reserves: the Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 12333, junio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Ramon-Ballester, F y T. Wezel (2007), “International Financial Linkages of Latin American Banks: The Effect of Political Risk and Deposit, Dollarization”, en *Working Paper Series*, núm. 744, marzo, European Central Bank.
- Reinhart, C. y V. Reinhart (2009), “Capital Inflows and Reserve Accumulation: The Recent Evidence”, en *NBER Working Paper Series*, núm. 13842, marzo, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Soto, C. *et al.* (2004), “Acerca del nivel adecuado de las reservas internacionales: el caso de Chile”, en *Economía Chilena*, vol. 7, núm. 3, diciembre, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.
- Suárez, G. (2000), “El papel de las reservas internacionales”, en *Boletín del CEMLA*, núm. 4, julio-agosto, CEMLA.
- The World Bank (2009a), Data base, disponible en <<http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/member.do?method=getMembers&userid=1&queryId=135>>.
- The World Bank (2009b), Joint External Debt Hub, consultado el 27 de mayo, disponible en <http://devdata.worldbank.org/sdmx/jedh/jedh_dbase.html>.
- Triffin, R. (1947), “National Central Banking and the International Economy”, en *The Review of Economic Studies*, vol. 14, núm. 2.
- United Nations (2009), United Nations Statistics Division, consultado el 15 de mayo, disponible en <<http://data.un.org/Browse.aspx?d=SNA>>.
- Werner, A. *et al.* (1998), “Acumulación de reservas internacionales a través de la venta de opciones: el caso mexicano”, en *Documentos de Investigación*, núm. 9801, abril, México, Banco de México.
- Williams, M. (2004), “La administración de las reservas internacionales”, en *Boletín del CEMLA*, núm. 2, abril-junio, CEMLA.
- Winjholds, J. y L. Sondergaard (2008), “¿Acumulación de reservas: objetivo o subproducto?”, en *Boletín del CEMLA*, vol. LIV, núm. 4, octubre-diciembre, México, CEMLA.
- Winjholds, J. y A. Kapteyn (2001), “Reserve Adequacy in Emerging Market Economies”, en *IMF Working Paper*, WP/01/143, septiembre, International Monetary Fund.

