

Las líneas swap refuerzan el rol mundial del dólar

Cuando los mercados financieros mundiales tienen problemas, los bancos centrales establecen acuerdos de líneas swap para aliviar esos momentos difíciles. Dado el rol central que juega el dólar estadounidense en el comercio internacional, estos swaps han tenido un rol importante promoviendo el funcionamiento de los mercados financieros.

La recuperación de la situación económica estadounidense no está libre de obstáculos. Uno de los mayores riesgos es la actual crisis de la deuda soberana europea que ha estado convulsionando los mercados financieros mundiales durante dos años, ha desacelerado el crecimiento mundial y ha afectado partes de la economía estadounidense, particularmente el sector exportador.

En realidad, dos temas relacionados son los que están sucediendo en Europa: uno es la crisis de la deuda soberana causada por el alto peso de la deuda de los gobiernos, y el otro es la presión que tiene sobre las instituciones financieras europeas, debido a la gran participación de la deuda en las carteras de inversión de las mismas.



Respecto a esto último, los bancos europeos, así como otras instituciones similares en otras partes del mundo, a menudo obtienen préstamos para financiar sus actividades. Sin embargo, cuando la situación de los bancos europeos se deterioró debido a su exposición a países fiscalmente débiles en la eurozona, les fue realmente difícil obtener préstamos, inclusive en dólares estadounidenses. Los bancos europeos que estaban en dificultades enfrentaron una escasez de dólares al igual que otras instituciones financieras que se volvieron renuentes a prestarles dólares, así como por ejemplo, los *money market funds*. Esta situación es realmente significativa porque una de las mayores líneas de negocios de los bancos europeos es brindar financiamiento en dólares a nivel mundial, ya sea para el comercio, la compra de activos valorizados, o para préstamos sindicados a corporaciones. En la práctica, los bancos en todo el mundo necesitan dólares ya que la mayor parte del comercio mundial, inversiones, y préstamos se llevan a cabo en moneda estadounidense.

Los acuerdo swap alivian las presiones

Debido a la importancia del dólar en todo el mundo, es fundamental garantizar que su uso como medio de cambio a nivel mundial esté libre de obstáculos. A fin de evitar que los problemas de

financiamiento de dólares en Europa se extiendan a otras partes del mundo y perjudicando así al sistema financiero estadounidense, en mayo de 2010, el Banco de la Reserva Federal abrió temporalmente líneas swap de liquidez (también llamadas acuerdos recíprocos de divisas) con una serie de bancos centrales extranjeros. Las líneas swap fueron usadas extensamente durante la última crisis financiera, hace pocos años. Las líneas swap temporales son consistentes con el mandato y la responsabilidad de la Reserva Federal de proporcionar liquidez al sistema financiero en tiempos de dificultades a fin de proteger la economía de Estados Unidos de los efectos de la inestabilidad financiera, sin importar su origen.

Línea de tiempo de las Líneas Swap		
	Fecha	Banco
Crisis Financiera Global 2007/2008	12-dic-2007	Banco Central Europeo, Banco Nacional Suizo
	18-sep-2008	Banco de Japón, Banco de Inglaterra, Banco de Canadá
	24-sep-2008	Banco de la Reserva de Australia, Sveriges Riksbank, Norges Bank, Danmarks
	28-oct-2008	Banco de la Reserva de Nueva Zelandia
	29-oct-2008	Banco Central de Brasil, Banco de México, Banco de Korea, Autoridad Monetaria de Singapur
Crisis Europea	Mayo 2010	En respuesta a la crisis europea, las líneas swap fueron reestablecidas con el Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco Nacional Suizo, Banco de Canadá, y Banco de Japón
	21-dic-2010	Los swaps se ampliaron hasta enero de 2011
	29-jun-2011	Los swaps se ampliaron hasta agosto de 2011
	30-nov-2011	Los swaps se ampliaron hasta febrero de 2013 y disminuyeron el precio

Las líneas swap requieren dos pasos. El primero consiste en realizar una venta de dólares estadounidenses por moneda extranjera entre el Banco de la Reserva Federal y el banco central de un país extranjero. La venta se hace en base a la tipo de cambio del mercado al momento de la transacción. El Banco de la Reserva Federal mantiene el dinero en moneda extranjera en una cuenta bancaria en el banco central extranjero, mientras que éste último deposita los dólares

proporcionados por el Banco de la Reserva Federal en una cuenta en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Ambos bancos centrales acuerdan volver a comprar las divisas al mismo tipo de cambio, evitando así el riesgo cambiario para la Reserva Federal. Este proceso de compra y venta de divisas puede darse en un plazo tan corto como al día siguiente o hasta un máximo de tres meses después de iniciada la transacción.

El segundo paso consiste en que el banco central extranjero preste dólares a los bancos comerciales dentro de su jurisdicción. Dicho banco central determinará que instituciones pueden acceder a estos préstamos, así como los requisitos que estas deben cumplir. El banco central extranjero asume el riesgo crediticio de prestar a los bancos comerciales, quedando obligado a devolver los dólares a la Reserva Federal (en un plazo máximo de tres meses). Al terminar el swap, el banco central extranjero deberá pagar a la Reserva Federal intereses por el préstamo de la Reserva Federal, mismo que será igual a la suma de lo que el banco central recibe a través de sus préstamos a los bancos comerciales. La tasa de interés para las líneas swap se determina de común acuerdo entre la Reserva Federal y los bancos centrales extranjeros.

Paula Tkac, vice presidente y economista senior del Departamento de Investigación Económica del Banco de la Reserva Federal de Atlanta, describe las líneas swap en términos de accesibilidad de la siguiente manera: "Piensen en las monedas como si fueran tickets de diferentes colores: a ustedes no les gustaría que ocurra una crisis solo porque algunas instituciones necesitan tickets verdes, representando a los dólares, cuando esas instituciones solo tienen acceso a los tickets azules, representando a los euros. Casi siempre los mercados permiten que las instituciones intercambien verdes por azules y viceversa, pero en períodos en que el mercado pasa por dificultades, y existen preocupaciones por el riesgo de sus contrapartes, las líneas swap temporales pueden garantizar que tickets de todos los colores sean accesibles.

Un programa con precedentes

El programa swap de dólares, que se inició en mayo de 2010 para evitar la caída del sistema financiero ante la inestable situación del mercado europeo, fue ampliado en noviembre de 2011. Éste no es un programa novedoso. Las líneas swap fueron creadas en el 2001 inmediatamente después de los ataques terroristas del 11 de septiembre para atender cualquier posible escasez de dólares que pudiera haber afectado a los mercados financieros como consecuencia de una alta preocupación sobre la economía de Estados Unidos. Las líneas swap también fueron utilizadas ampliamente durante la crisis financiera del 2008 cuando se presentó una escasez de dólares en algunos países. En el punto más álgido de la crisis, fue muy difícil obtener préstamos en dólares, especialmente a partir de octubre de 2008. Esta escasez elevó las tasas de interés para todos aquellos que necesitaban préstamos en dólares y, a su vez, aumentó el tipo de cambio del dólar en el extranjero.

Esta escasez estuvo directamente relacionada con la gran expansión de balances offshore desde el



año 2000, especialmente en los bancos europeos. Por ejemplo, los activos extranjeros de bancos suizos aumentaron de aproximadamente cinco veces el valor del PIB suizo en el año 2000 a más de siete veces a mediados del 2007. Los bancos extranjeros salieron desenfrenadamente a comprar activos en dólares tales como préstamos minoristas o corporativos, préstamos a fondos de cobertura, títulos respaldados por activos estadounidenses, e incluso, títulos respaldados por hipotecas. Dado que la cantidad de activos que esos bancos adquirieron sobrepasó en exceso sus depósitos en dólares, los bancos decidieron buscar préstamos en el mercado interbancario y en otros mercados mayoristas. Hacia mediados del 2007, los bancos europeos necesitaban un enorme financiamiento de dólares a corto plazo, entre 1 y 2.2 billones de dólares, según las estimaciones del Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés).

Los bancos extranjeros pueden obtener dólares de diversas fuentes. Obviamente, ellos pueden tomar préstamos a corto plazo de otros bancos. Los bancos extranjeros también pueden conseguir financiamiento en dólares a través de swaps de moneda extranjera (FX swaps), los cuales son generalmente de un plazo mucho menor – de hecho la mayoría maduran en menos de una semana. Estos bancos pueden tener acceso a dólares de otras entidades financieras no bancarias o de otras fuentes, incluyendo entre ellas los depósitos de eurodólares de empresas o individuos, depósitos de bancos centrales, y fondos en dólares en el mercado de dinero. (El eurodólar no tiene relación con el euro, es solo un término que se refiere a un depósito realizado en dólares estadounidenses en un banco fuera de los Estados Unidos). Un informe del Banco de Pagos Internacionales (BIS) muestra que, por ejemplo, antes de la crisis financiera mundial los bancos europeos más importantes solicitaron préstamos alrededor de \$400 mil millones en el mercado interbancario y aproximadamente \$400 mil millones de bancos centrales, y que utilizaron cerca de \$300 mil millones en swaps de divisas (FX swaps) para convertir temporalmente sus monedas nacionales a dólares.

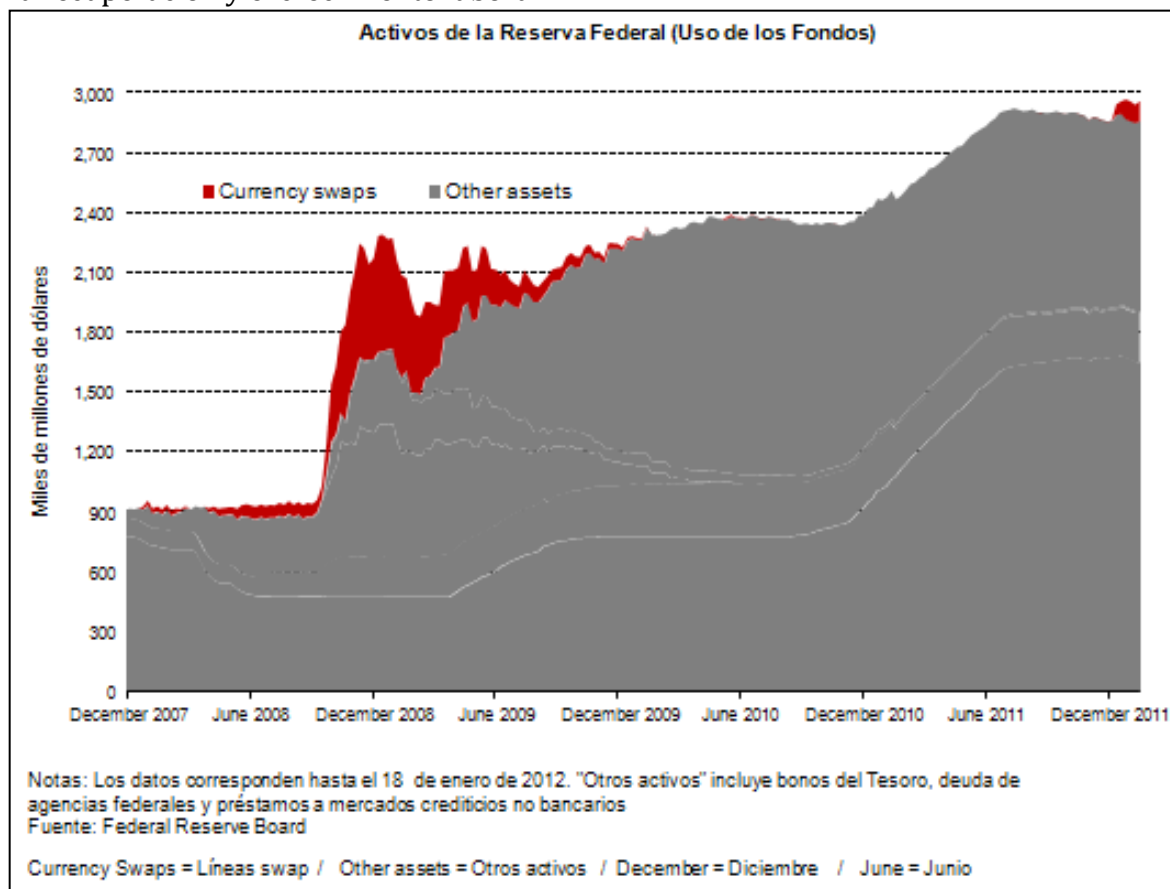
Demanda de dólares

En agosto de 2007, los mercados de financiamiento de dólares a corto plazo comenzaron a mostrar signos de estrés. La turbulencia financiera se intensificó después de la quiebra de Lehman Brothers en setiembre del 2008. El mercado interbancario de dólares offshore quedó efectivamente congelado y muchas entidades financieras se encontraron que resultaba sumamente caro obtener préstamos en dólares. Además de eso, fue mucho más difícil para los bancos solicitar préstamos de intermediarios financieros no bancarios, por ejemplo, de los fondos del mercado de dinero. Y como si todos estos factores no fueran desafío suficiente, los bancos centrales extranjeros que mantenían sus reservas en bancos comerciales comenzaron a retirar su dinero, ya sea para depositarlo en lugares "más seguros," tales como el Banco de Pagos Internacionales, o venderlos en el mercado de divisas para ayudar a sus depreciadas monedas.

En respuesta a la crisis crediticia

La fuerte escasez de dólares en los sistemas bancarios extranjeros necesitaba una respuesta a nivel de política internacional, y por eso la Reserva Federal estableció toda una red de líneas swap temporales con diversos bancos centrales para incrementar la disponibilidad de dólares estadounidenses en el extranjero. Además de aliviar el problema en el extranjero, la Reserva Federal introdujo las líneas swap para disminuir el costo del financiamiento de dólares en Estados Unidos durante la crisis financiera. Asimismo, la gran demanda de dólares estadounidenses de los bancos comerciales extranjeros no solo ejercía presión sobre los mercados financieros mundiales sino

también sobre los mercados financieros estadounidenses, elevando las tasas de interés interbancaria y reduciendo aun más la disponibilidad de créditos en Estados Unidos. Las líneas swap también contribuyeron a disminuir las ventas de emergencia de varios tipos de activos financieros estadounidenses. Al surgir problemas en los mercados financieros mundiales debido a la crisis de la deuda soberana europea, el Presidente del Banco de la Reserva Federal de Atlanta, Dennis Lockhart, en su discurso del 9 de enero de 2012, mostró las implicancias de esas ventas de emergencia: "Una venta forzada de activos en dólares en Europa podría elevar las tasas de interés comercial y del consumidor en Estados Unidos, además de obstaculizar el flujo de crédito que está contribuyendo con la recuperación y el crecimiento laboral."



En este caso, la Reserva Federal se convirtió en el prestamista internacional de dólares de última instancia, otorgando préstamos en dólares a bancos centrales a nivel mundial, cuyos colaterales eran las propias monedas de esos bancos centrales. Así, los bancos centrales extranjeros fueron capaces de proporcionar dólares a sus instituciones financieras nacionales. El mecanismo swap hizo que los bancos comerciales tengan acceso a dólares estadounidenses en todo el mundo, incluso en aquellos bancos que no tenían sucursales en Estados Unidos o no contaban con un colateral elegible que les permitiera solicitar un préstamo directamente a la Reserva Federal.

La Reserva Federal estableció un conjunto de líneas swap en diciembre de 2007 y anunció que proporcionaría hasta 20 mil millones de dólares al Banco Central Europeo (ECB) y 4 mil millones de dólares al Banco Nacional Suizo (SNB) por un plazo de hasta seis meses. La Reserva Federal extendió sus líneas swap a otros bancos centrales y por cantidades mayores – en marzo, mayo y

setiembre-octubre de 2008 (ver tabla). La más reciente ampliación proporcionó la mayor cantidad de dólares debido a que la Reserva Federal retiró los límites para las líneas swap con el ECB y el SNB así como también con los bancos centrales del Reino Unido y de Japón.

El uso de las líneas swap también refleja la extensión de la escasez de dólares en los sistemas bancarios extranjeros. De acuerdo a algunos estimados, la zona euro, el Reino Unido, Canadá y Brasil sufrieron la más grande escasez de dólares. Entre las 15 naciones cuyas economías experimentaron una significativa escasez de dólares, nueve recibieron líneas swap de la Reserva Federal, con la excepción de: Rusia, Turquía, India, Chile, Hungría e Islandia. Estos países utilizaron otros medios para solucionar su escasez de dólares. Por ejemplo, Rusia tenía una buena reserva de divisas; India recibió una línea swap de dólares proveniente del banco central de Japón; y Hungría e Islandia, recibieron inyecciones del Fondo Monetario Internacional.

A medida que la crisis se disipa, las líneas swap disminuyen

El volumen de dólares canalizado hacia el exterior a través de las líneas swap de la Reserva Federal aumentó considerablemente en octubre de 2008 y alcanzó su pico con 583 mil millones de dólares en diciembre de 2008. El volumen de dólares de las líneas swap se redujo gradualmente a 50 mil millones de dólares en octubre de 2009, y todas las líneas expiraron en febrero de 2010. El uso de las líneas swap que fueron reabiertas pocos meses después fue muy leve durante más de un año; sin embargo, a medida que la situación financiera europea empeoraba y que era cada vez más difícil para los bancos de la zona euro adquirir préstamos en dólares en el mercado financiero, un número importante de instituciones financieras europeas se dirigieron a sus bancos centrales para solicitar dólares. El uso de las líneas swap aumentó rápidamente en diciembre de 2011 después de que la Reserva Federal disminuyó la tasa de interés que los bancos centrales extranjeros deberían pagar por el uso de estas líneas swap, aunque sus niveles permanecieron muy por debajo de aquellos vistos a fines de 2008 (ver gráfico).

El programa swap de dólares refleja tanto el rol del dólar estadounidense como la principal moneda internacional así como la interrelación del sistema financiero mundial. La demanda de dólares por parte de bancos fuera de Estados Unidos está basada en la utilización del dólar para el financiamiento del comercio e inversión alrededor del mundo. Al mismo tiempo, aquellas instituciones financieras que tienen sus oficinas centrales fuera de los Estados Unidos proporcionan cientos de miles de millones de dólares en operaciones financieras *dentro* de los Estados Unidos. La escasez de dólares en el extranjero restringe el comercio internacional y la oferta de crédito a los negocios, gobiernos, y consumidores fuera de los Estados Unidos, desacelerando de esa manera el crecimiento económico global. Esta escasez también trae como consecuencia que los bancos no estadounidenses estén menos dispuestos a prestar dinero a sus clientes en los Estados Unidos, lo cual podría llevar a una elevación de los costos de préstamos para los comercios y hogares estadounidenses y una reducción del crecimiento económico en el país. Las líneas swap han apoyado tanto el rol internacional del dólar, así como han protegido a la economía estadounidense de la turbulencia financiera en el extranjero.

El presente artículo fue escrito por Galina Alexeenko, directora de la Red de Información Económica Regional del Banco de la Reserva Federal de Atlanta; Sandra Kollen, analista del Departamento de Investigación Económica de la misma institución; y Charles Davidson, colaborador para el EconSouth.