

V. Evolución de los mercados de divisas

Aspectos más destacados

La fortaleza del yen, la debilidad del euro y la situación intermedia del dólar de Estados Unidos fueron los rasgos más destacados en los principales mercados de divisas en 1999 y a principios del año 2000. Las variaciones de los principales tipos de cambio parece que se debieron principalmente a la interrelación de la posición cíclica relativa actual y la prevista, así como a factores técnicos y a los movimientos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa (IED). Es posible que también desempeñaran un papel importante las impresiones del mercado sobre las características estructurales subyacentes de las tres economías principales. En las economías de mercado emergentes, los mercados de divisas volvieron a la calma tras los periodos de convulsiones de 1997, 1998 y principios de 1999. La evolución de los mercados bursátiles locales fue muy similar a la de los precios de los activos estadounidenses y del tipo de cambio de la moneda nacional frente al dólar.

En los dos últimos años, los mercados de divisas se han visto afectados por notables cambios estructurales, entre los que se encuentran la introducción del euro, la tendencia de los operadores a la concentración y el creciente papel de las transacciones electrónicas. Aunque estos cambios también han ido acompañados de una reducción general del volumen de operaciones, es demasiado pronto para saber cómo han influido en las pautas generales de volatilidad de los tipos de cambio.

El precio del oro tendió a bajar durante los tres primeros trimestres de 1999, pero subió vertiginosamente a finales de septiembre tras un acuerdo por el que iban a limitarse las ventas oficiales de oro durante los próximos cinco años. Aunque hubo ocasiones en las que pareció que las noticias sobre las ventas de oro de los bancos centrales influían en su precio, esta relación no fue en modo alguno sistemática.

El dólar, el yen y el euro

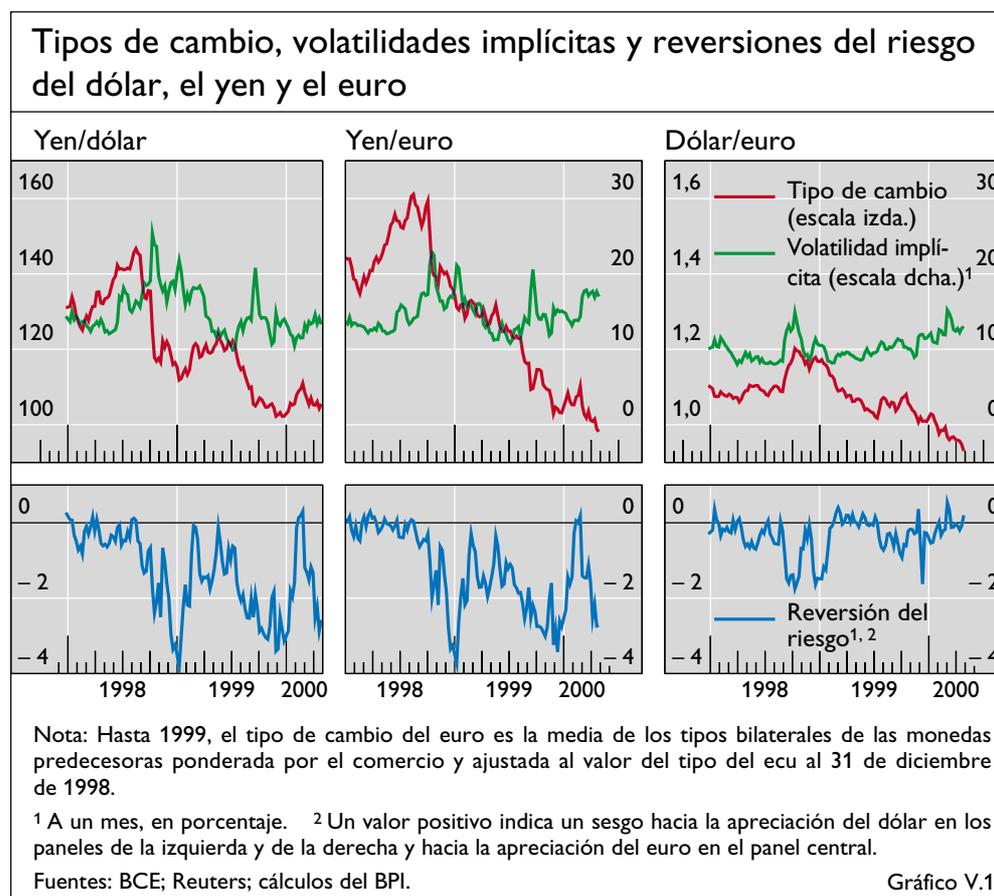
En las variaciones experimentadas por las principales monedas en 1999 y a principios del año 2000 influyeron factores cíclicos y las correspondientes expectativas de ajuste de la política monetaria en Estados Unidos, Japón y la zona del euro, pero también factores técnicos y los movimientos de inversión de cartera y de IED. Es posible que en el tipo de cambio del euro también influyeran las impresiones del mercado basadas en la opinión de que estaban retrasándose los ajustes estructurales en Europa continental.

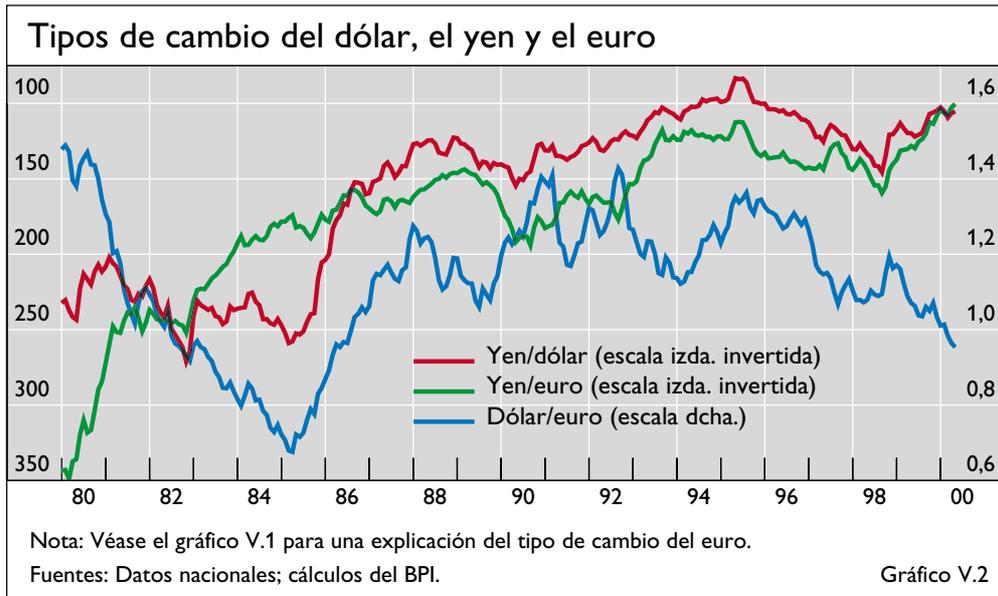
Acontecimientos clave y perspectivas a largo plazo

Grandes oscilaciones de los tipos de cambio

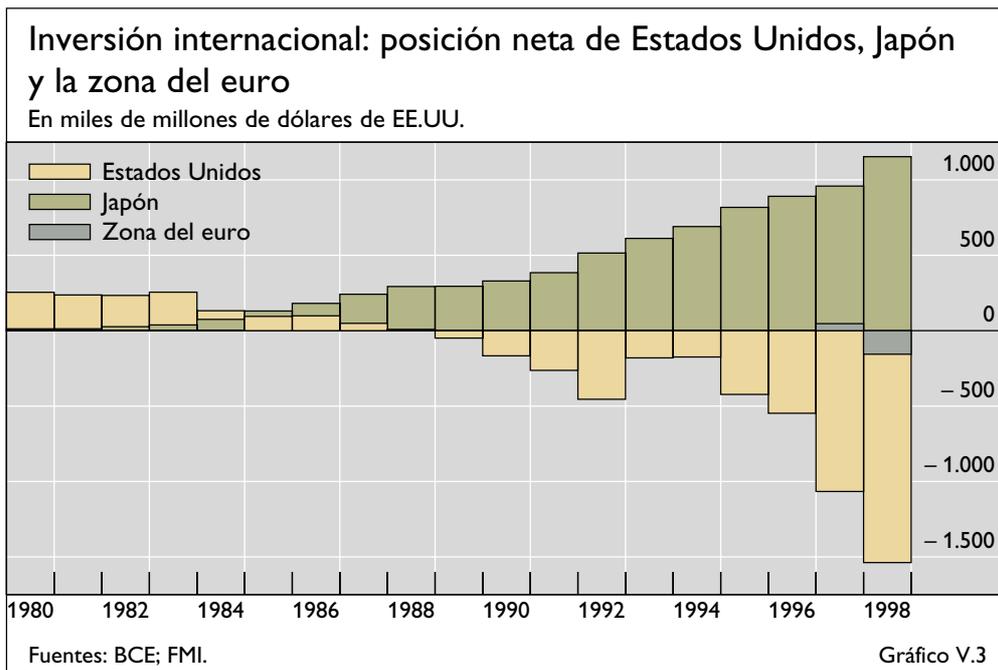
Los principales tipos de cambio oscilaron considerablemente durante el periodo examinado (gráfico V.1). En el primer semestre de 1999, el dólar se fortaleció alrededor de un 14% frente al yen (de 109 ¥ a 124 ¥) y frente al euro (de 1,18 \$ a 1,03 \$). En cambio, fue el yen el que se apreció considerablemente durante el segundo semestre de 1999, alcanzando los 102,30 ¥ por dólar y 102,70 ¥ por euro a finales de año. Aunque el euro recuperó parte del terreno perdido frente al dólar entre junio y septiembre, se debilitó de nuevo durante el último trimestre de 1999. En los cuatro primeros meses de 2000, la tendencia del yen a apreciarse se debilitó, mientras que el euro cayó muy por debajo de la paridad con el dólar. La debilidad del euro durante todo el periodo echó por tierra la creencia general anterior de que tendería a subir. Por otra parte, las reversiones del riesgo inducen a pensar que, incluso durante la mayor parte de 1999, los operadores de opciones estuvieron dispuestos a pagar más por la exposición a (o por el seguro contra) una apreciación del euro frente al dólar que por la exposición a una depreciación (gráfico V.1, panel inferior).

Desde los mínimos registrados en 1998 hasta los máximos alcanzados a principios del año 2000, el yen registró una ganancia de casi un 45% frente al dólar y una apreciación del 65% frente al euro. La magnitud de estas oscilaciones de los principales tipos de cambio fue notable, pero no carecía de precedentes. Tras los niveles alcanzados a principios del año 2000, pareció





que el yen estaba muy fuerte para los patrones históricos, al alcanzar valores frente al dólar sólo sobrepasados en 1995. Por otra parte, si se toma un euro “sintético” como referencia, el yen registró un máximo histórico frente al euro (gráfico V.2). Aplicando esta misma referencia, en marzo de 2000 el euro alcanzó el nivel más bajo frente al dólar desde hacía 13 años, aunque siguió intercambiándose muy por encima del mínimo histórico de mediados de los años 80. La última vez que se observó una situación intermedia del dólar —una depreciación frente al yen acompañada de una apreciación frente a la principal moneda europea— fue en el verano de 1997, cuando el yen subió significativamente frente al dólar e incluso más aún frente al marco tras el cambio de opinión en los mercados (erróneamente, como habría de verse) de que la economía japonesa se recuperaría.



Desde el punto de vista de la redistribución de la demanda agregada mundial de la economía de Estados Unidos, en fuerte crecimiento, hacia las economías en las que la demanda era insuficiente, la continua apreciación del dólar frente al euro y, durante el primer semestre de 1999, frente al yen era deseable para la economía mundial. En cambio, el fortalecimiento del yen a partir de junio de 1999 probablemente limitó la demanda de productos japoneses en un momento en el que la economía aún no mostraba indicios de que el crecimiento hubiera adquirido una dinámica propia.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y su acumulación de pasivos externos (gráfico V.3) indujeron a preguntarse si podrían mantenerse los tipos de cambio en los niveles en los que se encontraban. A falta de estimaciones precisas de los tipos de cambio de equilibrio a largo plazo, suele ser difícil saber si los niveles de los tipos de cambio son apropiados a más largo plazo. Si se consideran los tipos de cambio efectivos reales del dólar y del yen, en 1999 estas monedas fueron, respectivamente, un 11% y un 4% superiores a sus medias de la última década, mientras que el del euro parece haber sido alrededor de un 4% inferior a la media de los años 90.

Las estimaciones del tipo de cambio de equilibrio fundamental, que tratan de identificar el nivel del tipo de cambio real compatible con una relación estable entre la deuda externa y la producción a largo plazo, pueden variar considerablemente y, por lo tanto, suministrar una información sólo muy provisional. Según los cálculos del tipo de cambio de equilibrio fundamental, el tipo de cambio entre el yen y el dólar observado en abril de 2000 era

Reservas oficiales de divisas					
	1996	1997	1998	1999	Cantidades existentes a finales de 1999
En miles de millones de dólares de EE.UU.					
Variaciones, a los tipos de cambio vigentes					
Total	172,3	62,4	58,4	127,5	1.746,0
Países industrializados	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asia ¹	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
América Latina ²	18,4	16,5	- 8,4	-8,0	124,7
Europa oriental ³	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Otros países	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
Variaciones, a tipos de cambio constantes ⁴					
Total	200,3	121,2	21,0	159,4	1.746,0
Reservas en dólares	161,7	87,6	40,2	191,1	1.358,9
Reservas en otras monedas	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1

Nota: Los movimientos correspondientes a 1999 no comprenden la reducción de las reservas debida a la desaparición de las tenencias de reservas de monedas predecesoras de los países miembros de la UEM.

¹ China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela. ³ Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Rusia. ⁴ Algunas cifras son estimaciones; valoradas a los tipos de cambio de finales de año.

Fuentes: FMI; datos nacionales; BPI.

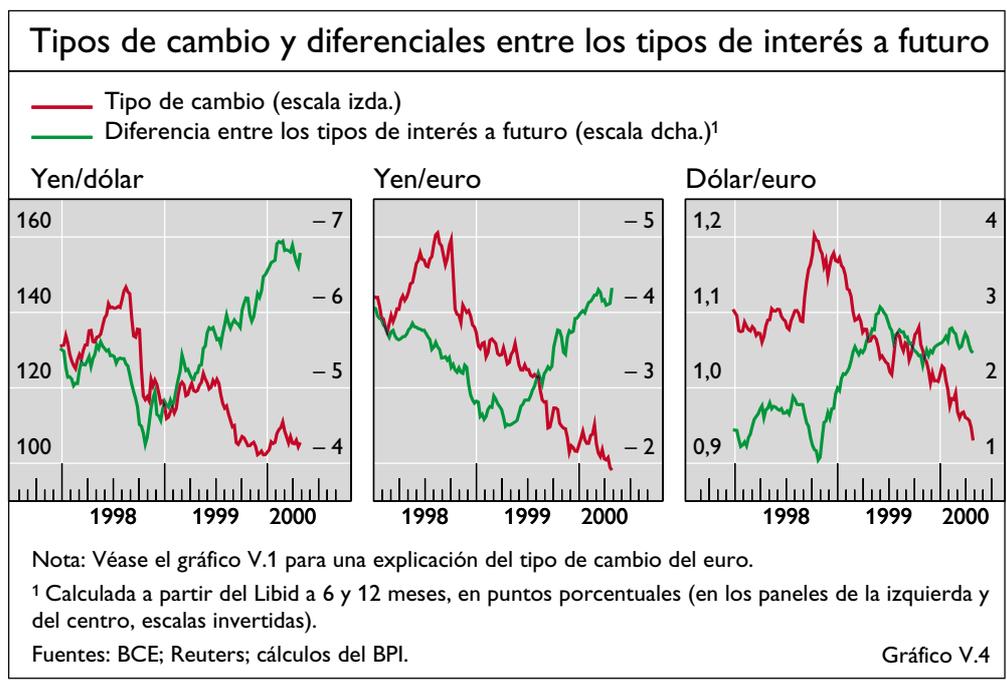
Cuadro V.1

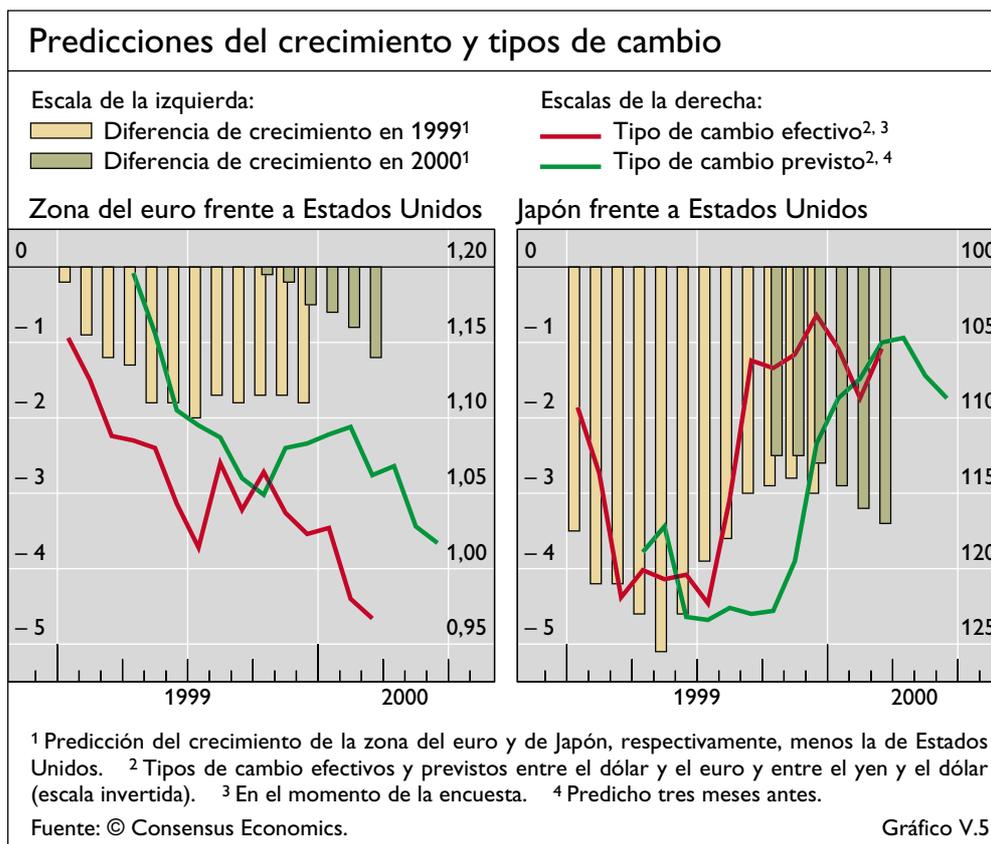
cercano a su nivel de equilibrio a largo plazo, mientras que el dólar parecía estar considerablemente sobrevaluado frente al euro. Sin embargo, este último dato debe matizarse más, en el sentido de que la renta neta asociada a la posición externa de Estados Unidos sólo se ha vuelto negativa en los últimos años y sigue siendo muy pequeña en relación con el PIB, ya que las inversiones de este país en el extranjero han generado tradicionalmente más rendimientos que la inversión extranjera en Estados Unidos.

Los inversionistas privados y oficiales continuaron aparentemente dispuestos a financiar el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, que aumentó a 339.000 millones de dólares en 1999. Las reservas oficiales de divisas en dólares experimentaron un notable aumento, sobre todo en Asia (cuadro V.1). Las entradas de inversión privada en Estados Unidos también se dispararon (véase el capítulo II): la IED representaba alrededor de un 40% del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, lo que redujo la dependencia global del país de las entradas de inversión de cartera. Sin embargo, el enorme aumento de las entradas internacionales en los mercados de acciones de Estados Unidos hace temer por las consecuencias de la posible aparición de tensiones en estos mercados para la futura financiación del déficit externo (véase más adelante).

Factores que provocaron las variaciones de los tipos de cambio

La fortaleza del dólar frente al euro y su apreciación frente al yen durante el primer semestre de 1999 eran coherentes con la buena marcha de la economía de Estados Unidos, en comparación con el crecimiento más lento de las otras zonas. Por otra parte, las continuas sorpresas positivas sobre el crecimiento de Estados Unidos en 1999 contrastaron con las señales más ambiguas de la zona del euro y de Japón, y contribuyeron al aumento de las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo en favor del dólar (gráfico V.4).





Cambios de opinión acerca del ciclo

La enorme subida que experimentó el yen a partir de junio de 1999 puede atribuirse en cierta medida a la reducción de las diferencias esperadas entre el crecimiento de Estados Unidos y el de Japón (gráfico V.5). En cambio, el euro continuó debilitándose a finales de 1999, a pesar de que no variaron las expectativas sobre las diferencias entre el crecimiento de la zona del euro y el de Estados Unidos. También es cierto que, especialmente en el segundo semestre, parecía que el euro no respondía de una manera sistemática a las noticias positivas sobre los acontecimientos macroeconómicos. Es posible que se debiera en parte a la persistente y excesiva atención de los operadores de los mercados de cambios, así como de los gestores de carteras, por la marcha de la economía alemana, en la que han tendido a fijarse tradicionalmente. El 28 de enero de 2000, por ejemplo, el euro cayó varios céntimos y rompió la paridad con el dólar, a pesar de que ese mismo día se dieron a conocer varios datos macroeconómicos positivos en otros países de la zona del euro. Desde enero hasta marzo de 2000, el euro se debilitó aún más, a pesar de la disminución de las diferencias entre los tipos a futuro de la zona del euro y de Estados Unidos.

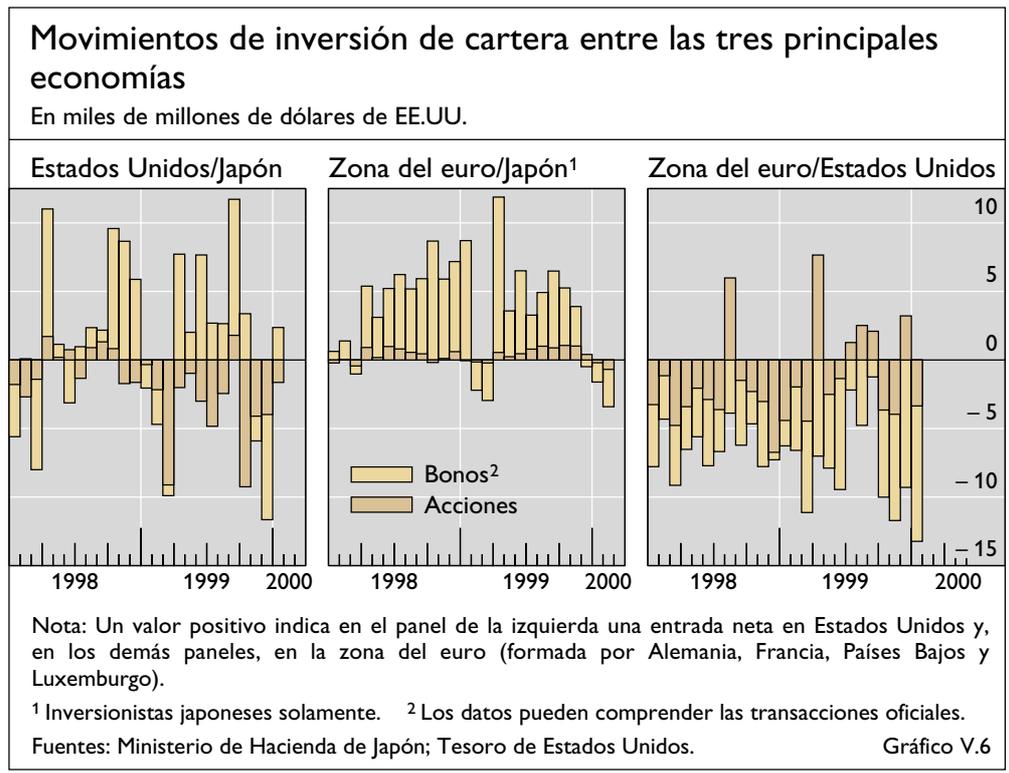
Los factores técnicos influyen en la dinámica a corto plazo

Los factores técnicos también podrían ayudar a explicar en parte la dinámica de los tipos de cambio de las tres monedas principales durante el periodo examinado. Cabe que las liquidaciones de posiciones cortas en yenes (*yen carry trades*), posiblemente por los fondos de cobertura, al tender a subir el yen a partir de junio de 1999, intensificaran a veces la apreciación de la moneda japonesa. Las órdenes de *stop-loss* en torno a niveles simbólicos como la paridad entre el euro y el dólar o un tipo de cambio implícito entre el

marco y el dólar de 2,00 DM aparentemente contribuyeron a la depreciación del euro. Es posible que la dinámica de las expectativas de los operadores desempeñara de vez en cuando un papel importante a principios del año 2000. Las reversiones del riesgo entre el dólar y el euro constituyen un indicador de la opinión de los operadores del mercado de opciones sobre si el euro se va a fortalecer mucho o a debilitar considerablemente en relación con el tipo a futuro. Estas reversiones del riesgo parecen indicar un temor extrapolado por el euro en los momentos en los que la moneda cayó vertiginosamente (gráfico V.1). Es posible que la repatriación de fondos por parte de las instituciones japonesas antes de que acabara el año fiscal en marzo de 2000 también reforzara el yen. El 28 de febrero de 2000, el reducido tamaño y liquidez del mercado entre el euro y el yen magnificó el repentino aumento del valor del yen frente al euro, provocando en unas pocas horas una variación temporal del tipo de cambio del orden de 3 ¥.

Aunque esos factores técnicos pueden influir notablemente en la dinámica de los tipos de cambio a corto plazo, su influencia suele ser breve. Es probable, por consiguiente, que las oscilaciones a medio plazo de los principales tipos de cambio obedecieran a otros determinantes, como la dinámica de los movimientos internacionales de inversión, que sólo estaban parcialmente relacionados con consideraciones cíclicas. Es posible que las grandes compras netas de acciones japonesas por parte de inversionistas estadounidenses en 1999, superiores a las compras netas de bonos estadounidenses por parte de inversionistas japoneses, contribuyeran a la depreciación del dólar frente al yen (gráfico V.6). Asimismo, la fortaleza del dólar frente al euro es coherente con las considerables entradas de

Papel de los movimientos de inversión de cartera y de IED



inversión de cartera en Estados Unidos en 1999 y a principios del año 2000 provenientes de la zona del euro. Estos movimientos fueron el resultado de compras netas de bonos y acciones estadounidenses por parte de inversionistas de la zona del euro, así como de ventas netas de activos denominados en euros por parte de inversionistas estadounidenses. La influencia de los movimientos de inversión de cartera en el euro se vio reforzada por el movimiento aún mayor de inversión extranjera directa: en 1999, las entradas de IED en Estados Unidos ascendieron a 130.000 millones de dólares, en comparación con unas salidas de 147.000 millones de euros de la zona del euro (véase también el capítulo II). Sin embargo, aunque el sentido de los movimientos netos relacionados con fusiones y adquisiciones de empresas estadounidenses y europeas es coherente con la debilidad del euro frente al dólar, no parece que el anuncio de estas operaciones o la información sobre transacciones en efectivo influyeran sistemáticamente en el tipo de cambio.

Es posible que en las grandes variaciones de la inversión internacional no sólo influyeran las consideraciones cíclicas, sino también, sobre todo en el caso de la IED, la impresión de que los cambios estructurales eran más rápidos en unas zonas monetarias que en otras. Las salidas netas de inversión de cartera de Europa continental a Japón es coherente con las opiniones optimistas de los operadores sobre la reestructuración de las empresas japonesas. Estas opiniones contrastan con la valoración más escéptica de los mercados del ritmo al que avanzaban las reformas estructurales en la zona del euro. Cabe que las salidas de inversión de cartera de la zona del euro también se debieran en parte a la decepción de los inversionistas estadounidenses por las pérdidas provocadas en 1999 por los activos denominados en euro y por las sorprendentes ganancias generadas por los activos japoneses. Por otra parte, los inversionistas japoneses compraron activos denominados en euros durante todo el periodo examinado, salvo unos meses antes de que acabara el año fiscal.

En el caso del euro, la influencia de los movimientos internacionales de inversión se vio reforzada por la actitud de los gestores de pasivos. En 1999, tanto en el sector privado como en el oficial pudo observarse un enorme aumento de las emisiones en euros en comparación con las emisiones en sus monedas predecesoras (véase el gráfico VII.4 de la pág. 148). Aunque la falta de información sobre la cobertura por parte de los gestores de pasivos dificulta las deducciones de esta emisión sobre las variaciones de los tipos de cambio, es posible que el desequilibrio entre las respuestas de los prestatarios y las de los prestamistas a la introducción del euro fuera otro de los factores que influyeron en la nueva moneda.

Bolsas de valores y tipos de cambio

La covariación ...

La influencia de los flujos de inversión de cartera en las recientes variaciones de los tipos de cambio coincide con un desplazamiento de la inversión internacional de los mercados de bonos a los de acciones (cuadro V.2). Este desplazamiento plantea una cuestión más general, a saber: la relación

Operaciones transfronterizas en bonos y acciones ¹								
	1975-79	1980-89	1990-94	1995	1996	1997	1998	1999 p
En porcentaje del PIB								
Estados Unidos								
Bonos	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Acciones	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Japón								
Bonos	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Acciones	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Alemania								
Bonos	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Acciones	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

¹ Compras y ventas brutas de títulos entre residentes y no residentes.
Fuente: Datos nacionales. Cuadro V.2

entre los mercados de acciones y los tipos de cambio, dado el temor de que una caída de los mercados de acciones de Estados Unidos, unida a un debilitamiento del dólar, pudiera ejercer una influencia deflacionaria en el resto del mundo.

La correlación entre los mercados de valores y los tipos de cambio varía mucho de unos países a otros. En los últimos 25 años, la correlación entre los rendimientos mensuales de los índices bursátiles y las variaciones del valor de la moneda nacional, medidos por medio del tipo de cambio efectivo nominal, es positiva en Australia, Canadá, Japón, Italia y el Reino Unido, pero negativa en Estados Unidos, Alemania y algunos otros países de Europa continental (cuadro V.3). En este horizonte, los rendimientos del mercado de valores explican generalmente entre el 5% y el 20% de los rendimientos mensuales de los tipos de cambio en los países examinados.

... varía de unos países a otros ...

El sentido y la fuerza de la relación estadística entre los rendimientos del mercado de valores y las variaciones de los tipos de cambio también varían notablemente con el paso del tiempo (gráfico V.7). Los rendimientos diarios del mercado de valores de Estados Unidos evolucionaron de una forma muy similar a las variaciones del valor del dólar con respecto al yen y al marco a mediados de la década de 1990. La covariación de los mercados de acciones de Estados Unidos y el dólar se intensificó de nuevo durante 1999, cuando cerca de la mitad de las variaciones diarias de los precios de las

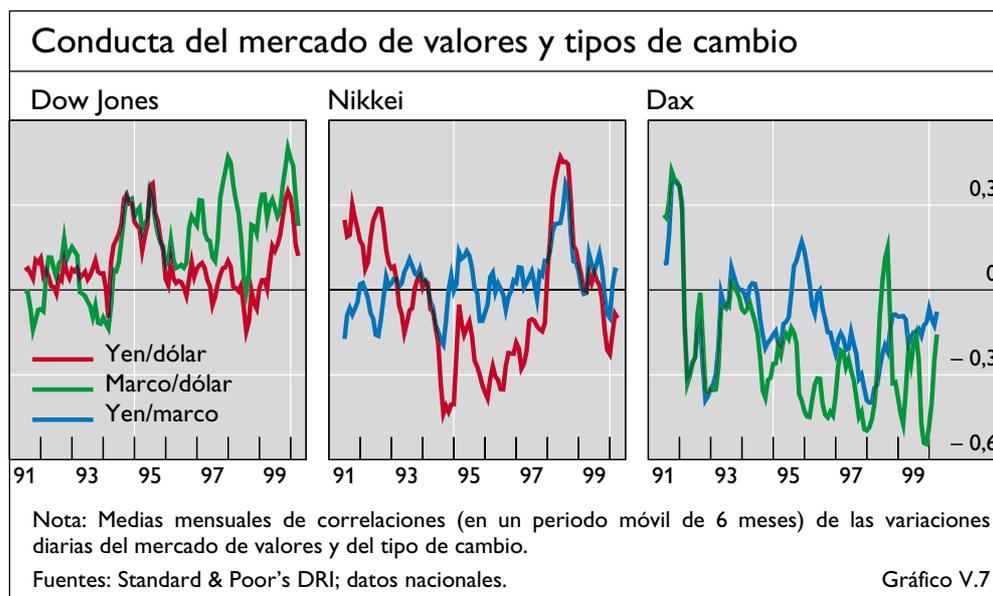
... y con el paso del tiempo

Mercados de valores y tipos de cambio en algunos países industrializados ¹									
AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Nota: Para una explicación de los códigos de los países, véase el gráfico II.2. * y ** significan estadísticamente significativo al nivel del 95% y el 99%, respectivamente.

¹ Coeficientes de correlación en el periodo 1975-2000 de los rendimientos mensuales de los índices bursátiles y tipos de cambio nominales efectivos definidos como diferencias logarítmicas.

Fuentes: Datos nacionales; BPI; cálculos del BPI. Cuadro V.3



acciones estadounidenses fueron acompañadas de variaciones en los tipos de cambio yen/dólar y marco/dólar. Sin embargo, esta correlación disminuyó considerablemente a principios del año 2000, cuando los episodios de descenso de los precios de las acciones no se acompañaron de una depreciación del dólar. Merece la pena señalar que la pauta que muestra el índice Dow Jones en el gráfico V.7 también es observable en el caso del índice S&P más general y del índice Nasdaq, que otorga más peso a las acciones del sector de alta tecnología.

La pauta de correlaciones entre las variaciones diarias de los mercados de valores de Japón y Alemania y el yen y el marco (o el euro) parece diferente. Las variaciones de los rendimientos del Nikkei y del yen frente al dólar fueron similares en 1996 y 1997, años en los que la tendencia a la baja de los mercados de acciones japoneses se acompañó de un debilitamiento del yen. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con el Dow Jones y el dólar, las variaciones diarias del Nikkei y del yen no estuvieron estrechamente correlacionadas en 1999. Los resultados son incluso menos claros en el caso del mercado de valores alemán y el marco, ya que las subidas del Dax registradas durante los últimos cinco años a menudo han estado correlacionadas positivamente con las variaciones del marco frente al dólar, pero no frente al yen. Por otra parte, la depreciación del euro en 1999 contrasta con las subidas del Dax (y de otros índices bursátiles de la zona del euro).

En conjunto, estos resultados inducen a pensar que la relación entre las oscilaciones de los tipos de cambio y los rendimientos de la bolsa de valores es débil. No parece que en las variaciones de los principales tipos de cambio bilaterales influya significativamente el comportamiento (absoluto o relativo) de los mercados de valores de Estados Unidos, Japón y Alemania. Por otra parte, la pauta temporal de estas correlaciones no confirma la conclusión de que obedecieron, en general, a variables macroeconómicas fundamentales, como los factores cíclicos, o a la orientación relativa de la política monetaria.

En conjunto, la relación es débil

Evolución de otros mercados de divisas

Las oscilaciones de las principales monedas europeas ajenas a la zona del euro obedecieron en gran medida a factores cíclicos. Las monedas de otros países industrializados respondieron, además, a los cambios de tendencia de los precios de los productos básicos. En las economías de mercado emergentes, las monedas se mantuvieron bastante estables, como consecuencia de la mejora de la situación interna, la subida de los precios de los productos básicos y las condiciones globales de liquidez. En estos países, los mercados bursátiles locales evolucionaron de una forma bastante parecida a la de los mercados de acciones de Estados Unidos y del tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar.

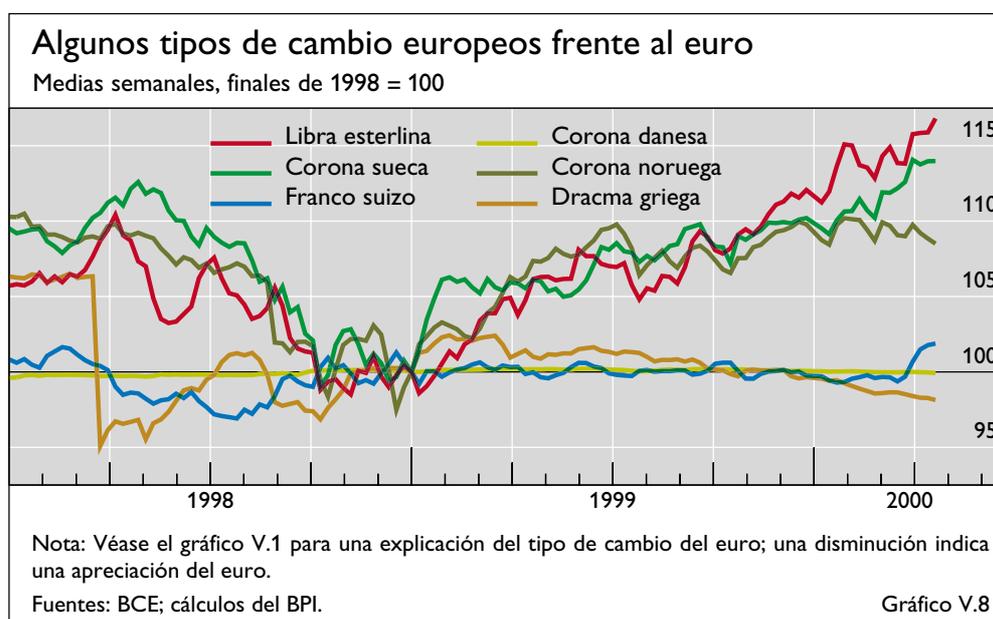
Las monedas europeas

La libra esterlina ha atravesado un largo periodo de fortaleza, en una economía que funcionaba casi a plena capacidad, con unos tipos de interés a corto plazo altos en relación con los de otras economías industrializadas. Entre enero de 1999 y marzo de 2000, la moneda se apreció alrededor de un 15% frente al euro (gráfico V.8), pero se mantuvo bastante estable frente al dólar; en términos efectivos reales, se acercó al máximo histórico de 1980. Tanto por sus oscilaciones generales como por sus variaciones diarias, la libra se mantiene en una posición intermedia entre el dólar y el euro, al igual que ocurrió en relación con el marco en el pasado, en el que la libra tendía a compartir alrededor de la mitad de las variaciones diarias del dólar frente al marco.

Los factores cíclicos apoyaron a la libra ...

La corona sueca, casi al igual que la libra, se apreció ininterrumpidamente frente al euro durante el periodo examinado, en un contexto en el que las diferencias de crecimiento entre Suecia y la zona del euro eran positivas (véase el capítulo II). En conjunto, la covariación de la corona y el euro parece similar a su antigua relación con el marco. En promedio, por cada 1% de

... y a la corona sueca



Cambio de la relación entre el franco suizo y el euro

depreciación del euro frente al dólar, la corona tendió en 1999 a depreciarse alrededor de un 0,7% frente al dólar.

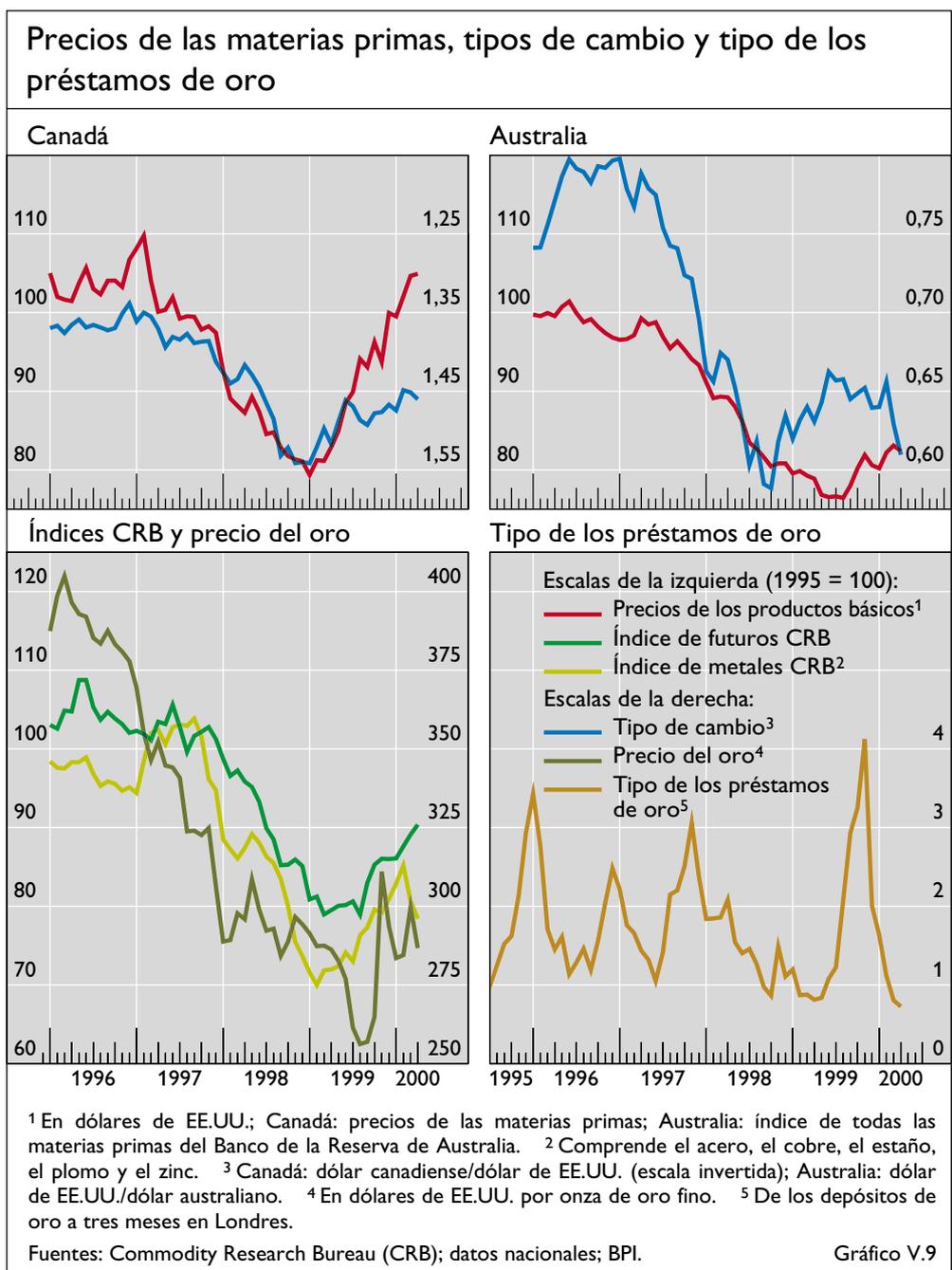
En 1999, el franco suizo se movió principalmente dentro de una estrecha banda de 1,59–1,61 frente al euro, y, en promedio, respondió a las variaciones diarias del euro frente al dólar. El hecho de que la covariación del franco suizo y el euro fuera más estrecha estuvo relacionada con la adopción de medidas monetarias muy similares durante el año. Esta conducta del franco suizo contrastó con la observada en el pasado, tendente a depreciarse (apreciarse) frente al marco cuando la moneda alemana se debilitaba (fortalecía) frente al dólar. El gran desplazamiento de los volúmenes de transacciones de la moneda predecesora del euro más intercambiada, el marco, hacia el dólar confirmó la opinión de los operadores de los mercados de cambios de que el aumento de la relación entre el franco suizo y el euro había reducido las oportunidades de obtener beneficios en este mercado. Sin embargo, a finales de marzo de 2000, las autoridades suizas endurecieron la política monetaria mucho más que el BCE, y durante las semanas siguientes el franco suizo recuperó un 2,5% frente al euro.

Las monedas de otros países industrializados

Sendas divergentes del dólar australiano y el dólar canadiense

Los precios de los productos básicos se han considerado tradicionalmente un importante determinante del dólar canadiense y, en mayor medida todavía, del dólar australiano. Suele creerse que los operadores de los mercados de cambios situados fuera de esos dos países relacionan ambas monedas con el índice del Commodity Research Bureau (CRB), que ha subido un 10% desde mediados de 1999. Esta relación parece que disminuyó el año pasado. Al recuperarse los precios de los productos básicos durante el verano después de haber bajado durante varios años, el dólar canadiense se fortaleció, mientras que el dólar australiano se depreció frente al dólar de Estados Unidos (gráfico V.9). Esta divergencia puede atribuirse en parte a que los operadores comenzaron a prestar más atención a la composición diferente de las exportaciones de mercancías australianas y canadienses, ya que el índice de precios de los productos básicos que es relevante para Canadá subió antes y mucho más que el correspondiente índice australiano. También puede haberse debido a que se esperaba que el crecimiento fuera más lento en Australia, en comparación con los indicios de continua y fuerte expansión de Canadá.

Los analistas del mercado atribuyeron la debilidad mostrada por los mercados de divisas y de valores de Australia durante los primeros meses del año 2000 a que los inversionistas de otros países se habían fijado en el modesto peso que tenían las acciones del sector de alta tecnología en el mercado bursátil local. En comparación con Canadá, se tendía a considerar a Australia como “vieja” economía más que como “nueva”. Sin embargo, es demasiado pronto para evaluar la repercusión del sector de alta tecnología en los mercados de divisas. Por otra parte, aunque la economía australiana no participa mucho en la producción de alta tecnología, el elevado crecimiento de la productividad australiana induce a pensar que la utiliza mucho.



Las monedas de los mercados emergentes

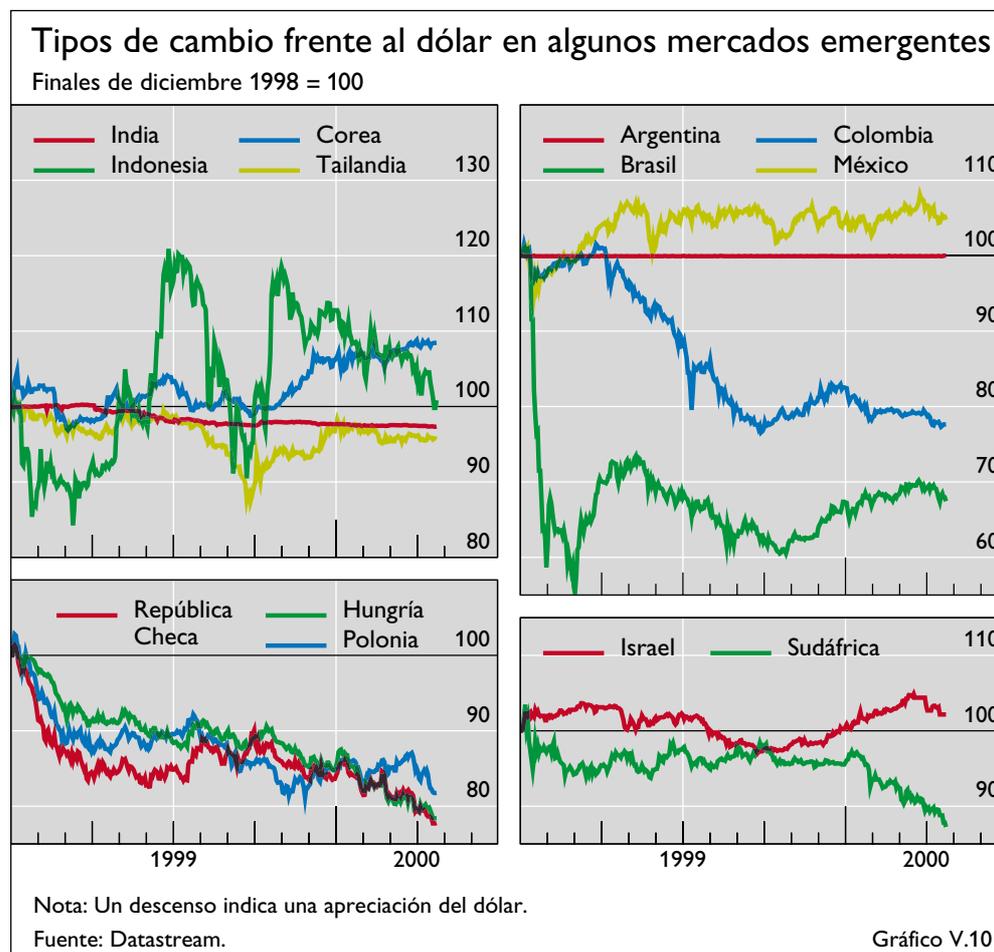
A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, durante el periodo examinado prevaleció, en general, la calma en los mercados de divisas de las economías de mercado emergentes. La mayoría de las monedas asiáticas se mantuvieron bastante estables o se fortalecieron en 1999 y a principios del año 2000 (gráfico V.10). Durante el segundo semestre de 1999, el won se apreció alrededor de un 7% frente al dólar, mientras que el baht y la rupia primero se depreciaron y después recuperaron el terreno perdido. Tras el ataque especulativo sufrido por el real y su fluctuación posterior, los mercados latinoamericanos sufrieron durante unos meses algunas presiones, especialmente en Colombia, donde el peso cayó de forma pronunciada entre abril y julio de 1999,

Los mercados se mantuvieron en general en calma

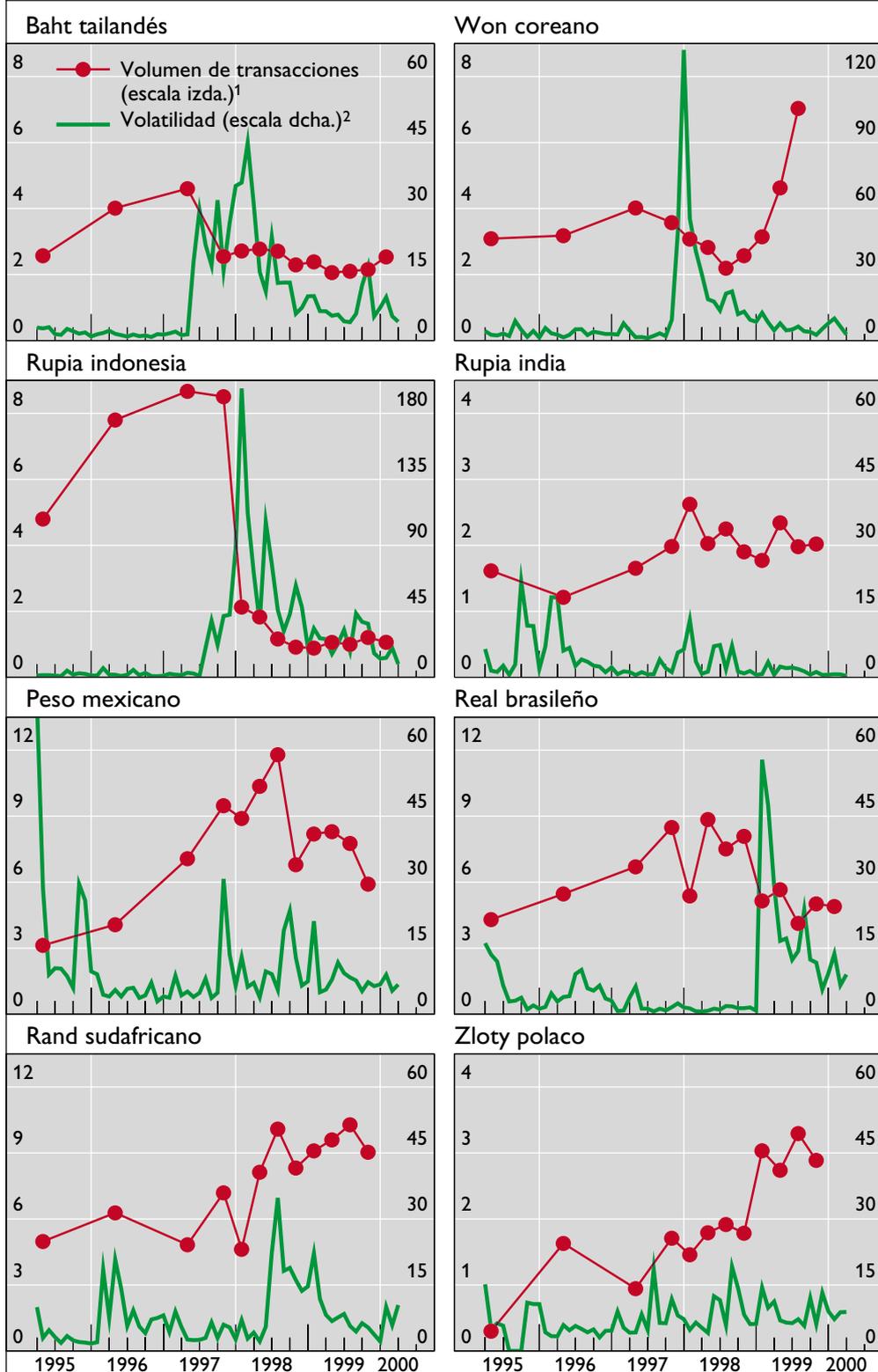
y en Ecuador, donde se introdujo oficialmente la dolarización a principios del año 2000. Sin embargo, los mercados de divisas de la región no sufrieron convulsiones dramáticas. Las monedas de Europa oriental se mantuvieron, en general, estables frente al euro y se debilitaron alrededor de un 20% frente al dólar. Por otra parte, el rand sufrió algunas presiones a principios de 1999 y de nuevo en enero de 2000, al suavizarse la política monetaria.

La volatilidad de los tipos de cambio en los mercados asiáticos y algunos mercados latinoamericanos prosiguió, en general, su descenso, pero en algunos países continuó siendo mayor que antes de la crisis asiática de 1997 y 1998 (gráfico V.11). Los volúmenes locales de operaciones se mantuvieron estables o aumentaron, si bien en muchos casos fueron muy inferiores a los niveles alcanzados a mediados de los años 90. El mercado de divisas de Corea fue una notable excepción: el volumen de transacciones experimentó un repentino aumento en 1999, coincidiendo con un fuerte crecimiento de los mercados bursátiles locales, que recibieron una entrada de 5.200 millones de dólares del extranjero en 1999 y una nueva entrada de más de 6.000 millones entre enero y mediados de marzo de 2000.

Esta mejora general de la situación se debió en gran medida a factores internos, como la recuperación del crecimiento. En algunos países asiáticos, los considerables superávits por cuenta corriente, unidos a las entradas de capitales, presionaron al alza sobre el tipo de cambio, y en algunos casos las



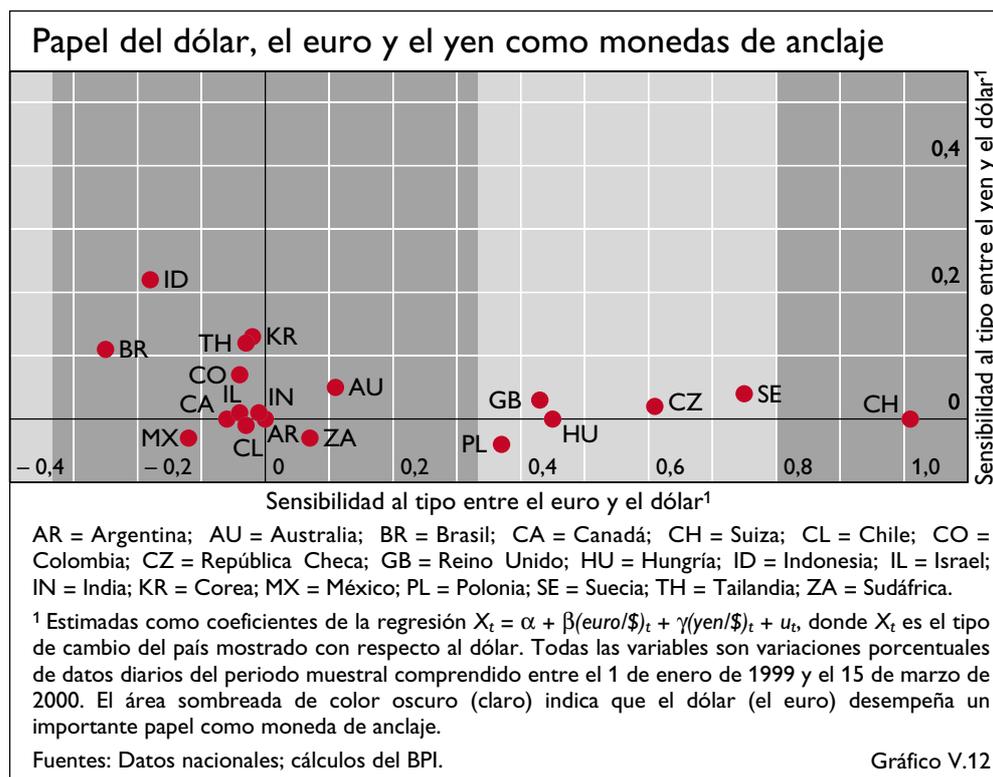
Volumen de transacciones y volatilidad en algunos mercados emergentes



¹ Estimaciones realizadas por los respectivos bancos centrales del volumen local de transacciones en la moneda nacional, una vez deducida la doble contabilización, por sesión en el mes indicado (en miles de millones de dólares de EE.UU.), salvo en el caso de México, Brasil y Sudáfrica, que incluyen otras monedas; Indonesia y Polonia: importes brutos; Tailandia: medias anuales del segundo semestre de 1995 y 1996; Indonesia: medias anuales de 1995 y 1996. ² Desviación estándar en un mes anualizada de las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio frente al dólar de EE.UU.

Fuentes: Bancos centrales; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico V.11



autoridades monetarias intervinieron en el mercado de divisas para frenar la apreciación de la moneda nacional.

El papel del dólar ...

Durante el periodo examinado, las monedas de Asia y América Latina continuaron sintiendo la influencia de la conducta del dólar y tendieron a responder muy de cerca a sus variaciones frente al yen y al euro (gráfico V.12). En cambio, el yen siguió desempeñando un papel secundario, incluso en la región asiática, mientras que la influencia del euro fue muy parecida a la del marco.

... y de los mercados de valores de Estados Unidos

Otro factor que posiblemente influyó en la mejora del comportamiento de las monedas de los mercados emergentes fue la recuperación de los mercados bursátiles estadounidenses, que parecieron ejercer una notable influencia positiva en los mercados bursátiles locales. Aunque es posible que los bajos tipos de interés de estos países favorecieran la compra de acciones por parte de inversionistas nacionales, también es cierto que los mercados bursátiles locales han seguido muy de cerca a los mercados de acciones de Estados Unidos en los últimos años (gráfico V.13). Por otra parte, parece que las oscilaciones de los mercados bursátiles locales y del tipo de cambio de la moneda nacional frente al dólar han estado estrechamente correlacionadas durante ese mismo periodo. Dada la estrecha relación entre las monedas de los mercados emergentes de Asia y América Latina con el dólar, parece que la correlación se debe en parte a la notable influencia de los cambios en la política monetaria de Estados Unidos.

Algunos otros factores externos también influyeron positivamente en las monedas de los mercados emergentes en 1999 y a principios del año 2000. La recuperación de los precios de los productos básicos durante el verano de 1999 benefició a las monedas de los países que dependen tradicionalmente de



las exportaciones de materias primas. Y, lo que es más importante, la continua y abundante liquidez en los mercados financieros internacionales (véase el área sombreada del gráfico V.13) fue beneficiosa, en general, para los mercados emergentes.

Cambios estructurales y volumen de transacciones en los mercados de divisas

El periodo examinado se caracterizó por una moderada actividad general en los mercados de divisas. Según las estimaciones informales realizadas por los operadores, el volumen de transacciones experimentó un considerable descenso en los principales centros desde el otoño de 1998, cuando la actividad disminuyó vertiginosamente en respuesta a las grandes convulsiones de los mercados financieros y a la correspondiente disminución mundial de la liquidez. Aunque es posible que el volumen de operaciones fuera bajo debido a los acontecimientos a corto plazo, también cabe que influyeran los grandes cambios estructurales que han afectado a los mercados de divisas en los últimos años. Una cuestión importante es saber si la disminución

Actividad global moderada ...

del volumen de operaciones también se tradujo en un nivel de liquidez permanentemente bajo.

... influida por la UEM ...

Los mercados europeos comenzaron a contraerse varios años antes de la introducción de la UEM. Las cifras de las encuestas trienales de los bancos centrales en los mercados de divisas y derivados realizadas en 1995 y 1998 inducen a pensar que la llegada de la UEM provocó una reducción gradual del volumen total de operaciones de divisas del orden del 8%. Este descenso no se invirtió en 1999, ya que el volumen de operaciones en euros no fue mayor que el de operaciones en las monedas predecesoras. En 1999, la proporción de operaciones en euros con respecto al dólar fue más o menos igual que la de operaciones en marcos, francos franceses y liras con respecto al dólar en abril de 1998. Por otra parte, parece que el mercado entre el euro y el yen era tan pequeño como el mercado entre el marco y el yen en 1998. El deseo de los bancos comerciales de compensar las pérdidas de ingresos previstas en las operaciones europeas había contribuido al rápido crecimiento de los mercados de divisas en las economías de mercado emergentes. Sin embargo, al estallar la crisis asiática, la actividad también disminuyó en estos mercados y, por lo tanto, no contrarrestó la disminución del volumen de transacciones en Europa.

La introducción del euro, además de provocar la desaparición de las operaciones intraeuropeas, también parece haber influido indirectamente en el nivel de actividad de los mercados de divisas, al estimular la concentración del sector bancario en Europa continental (véase el capítulo VII) y la consiguiente reducción del número de operadores. A este factor vino a sumarse el aumento de las fusiones y adquisiciones en los sectores bancarios de Estados Unidos y el Reino Unido durante los últimos años.

... y el creciente papel de la contratación electrónica

Otra de las razones por las que disminuyó el volumen de operaciones durante 1999 posiblemente fuera la aceleración de la tendencia hacia la concentración de los operadores en los mercados de divisas. Durante el curso del año, las transacciones electrónicas aumentaron aún más en el mercado al contado, en detrimento de los medios tradicionales como la contratación a viva voz o la contratación directa. Entre 1995 y 1998, aumentó la proporción de transacciones electrónicas en la actividad del mercado de divisas al contado, pasando de alrededor del 10% a un 15% aproximadamente. En los dos años siguientes se duplicó, y en algunos segmentos del mercado, como en aquellos en los que intervienen las principales monedas, se dice que las transacciones electrónicas representaron entre el 50% y el 80% del mercado.

El avance de las transacciones electrónicas se debe en gran medida a sus costos más bajos, su más alta eficiencia y, lo que es más importante, su mayor transparencia en comparación con los medios convencionales. Tradicionalmente, los mercados de divisas al contado han sido opacos, dada la dificultad de difundir la información sobre los precios en ausencia de bolsas centralizadas. Antes de que llegara la contratación electrónica, los operadores normalmente tenían que realizar una serie de transacciones para obtener información sobre los precios vigentes en el mercado. Con la contratación electrónica, sin embargo, los operadores pueden saber de inmediato cuál es el "mejor" precio existente en el mercado y para ellos, según sus límites de

crédito y los de sus contrapartes, sin tener que pasar por un proceso incierto de conocimiento de los precios. Esto significa que, por lo general, necesitan realizar un número significativamente menor de transacciones cuando utilizan la contratación electrónica que cuando recurren a los medios tradicionales. Por lo tanto, un mismo nivel de liquidez del mercado puede ser compatible con un volumen menor de operaciones. Otra consecuencia es que las diferencias entre el precio de compra y el de venta en los principales tipos de cambio han disminuido espectacularmente, llegando a ser del orden de dos o tres centésimas de centavo de dólar estadounidense.

Aunque la expansión de la contratación electrónica ha influido negativamente en el volumen de operaciones, no es en absoluto evidente por los datos disponibles que la liquidez haya disminuido, puesto que alterar las posiciones utilizando la contratación electrónica es fácil y tiene un costo bajo. Tampoco es evidente que los demás cambios estructurales antes descritos hayan influido en la liquidez. En los últimos años, la volatilidad ha aumentado en comparación con la media de las dos últimas décadas, sobre todo en los mercados entre el dólar y el yen y entre el euro (marco) y el yen (cuadro V.4). La caída sin precedentes del 10% que sufrió el dólar frente al yen durante dos días a principios de octubre de 1998 demuestra que la magnitud de las variaciones registradas en un mismo día también ha sido a veces mayor. Por otra parte, existen indicios de que ha aumentado la frecuencia con que los tipos de cambio experimentan bruscas oscilaciones en un mismo día, como la caída del euro en 3 ¥ en unas pocas horas el 28 de febrero de 2000. Sin embargo, no existen pruebas de que la persistencia de los picos de la volatilidad variara en 1999. En conjunto, pues, es demasiado pronto para saber si las pautas de la volatilidad han cambiado significativamente.

Una cierta
repercusión en la
volatilidad

Volatilidad de los principales mercados de divisas			
	Yen/dólar	Yen/euro ¹	Dólar/euro ¹
Volatilidad histórica ²			
1980–89	10,1	7,3	11,4
1990–98	10,9	10,4	10,3
Volatilidad implícita ³			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
1T 2000	13,6	16,5	13,5
Diferencia entre el máximo y el mínimo ⁴			
1997	6,9
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
1T 2000	4,6	16,9	21,5

¹ Hasta 1999, yen/marco y dólar/marco. ² Desviaciones estándar anualizadas de los rendimientos diarios calculados por meses naturales. ³ A un mes. ⁴ Frecuencia de días, en porcentaje, en los que la diferencia entre el máximo y el mínimo fue superior al 2% en un mismo día.

Fuentes: BCE; Standard & Poor's DRI; cálculos del BPI. Cuadro V.4

Evolución del mercado del oro

El periodo examinado estuvo lleno de acontecimientos para el mercado del oro. Durante los tres primeros trimestres de 1999, el precio del oro tendió a bajar, pasando de alrededor de 291 \$ la onza en enero a un mínimo de 254 \$ a finales de agosto (gráfico V.9). El resto del periodo estuvo marcado por dos grandes acontecimientos. El primero ocurrió durante las dos semanas posteriores a la declaración conjunta de los bancos centrales del 26 de septiembre de 1999, en las que el precio del oro subió alrededor de una cuarta parte. Durante las semanas siguientes, perdió parte de las ganancias en un mercado muy volátil. El segundo tuvo lugar el 7 de febrero de 2000, cuando subió la onza alrededor de 20 \$ en unas pocas horas, tras la decisión de una importante mina de oro de modificar sus estrategias de cobertura. Sin embargo, este cambio se invirtió en los días siguientes.

Fueron factores de largo plazo, cíclicos y más técnicos los que influyeron en el precio del oro durante el periodo examinado. La disminución mundial de las expectativas inflacionarias había reducido el atractivo del oro como depósito de valor, así como su precio durante la década anterior. En los últimos años, al precio del oro le ha perjudicado, además, el descenso general de los precios de los productos básicos y de la demanda en la región asiática. La considerable caída de 1999 también puede atribuirse a un repentino aumento de las ventas a futuro por parte de los productores de oro. Con el fin de protegerse de los futuros descensos de los precios, las minas de oro elevaron sus ventas de cobertura más de un 400% durante los tres primeros trimestres del año, aumento equivalente a alrededor de un 10% de la oferta anual total de oro. La brusca subida del tipo de los préstamos de oro en el verano de 1999 presionó a los bancos que normalmente habrían comprado oro a futuro a los productores de oro a largos vencimientos y habrían cubierto su exposición pidiendo prestado oro a cortos vencimientos y vendiéndolo en el mercado al contado. Parece que en 1999 los productores de oro comenzaron a asegurar los precios de su producción a vencimientos más largos (10–15 años en lugar de 5–10), mientras que los bancos respondieron tratando de alargar el vencimiento de los préstamos de oro recibidos más allá de los tres a seis meses. Aunque la situación mejoró en el mercado de préstamos de oro durante el otoño, también parece que el volumen de cobertura ha sido la causa del aumento temporal de la volatilidad en octubre de 1999 y de la enorme subida del precio del oro del 7 de febrero de 2000, cuando pasó de 294 \$ a 313 \$.

La declaración conjunta apoyó el precio del oro

La declaración conjunta sobre el oro, que hizo subir su precio a finales de septiembre de 1999, fue realizada por los bancos centrales del Eurosistema, el Banco de Inglaterra, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional Suizo, que tenían conjuntamente alrededor de la mitad de las reservas totales oficiales de oro (cuadro V.5). Los firmantes acordaron limitar las ventas de oro a un máximo de alrededor de 400 toneladas al año y a 2.000 toneladas durante un periodo de cinco años. También declararon que el oro continuaría siendo un importante elemento de las reservas oficiales, que sólo podrían realizarse las ventas ya decididas y que los firmantes no aumentarían su actividad en los mercados de

préstamos de oro y de derivados en oro. Parece que el acuerdo de los bancos centrales rompió la tendencia descendente del precio de este metal. Tras el anuncio, el precio del oro se recuperó, pasando de alrededor de 260 \$ a más de 330 \$ a principios de octubre. En conjunto, el mercado del oro ha vuelto a la calma desde entonces.

También se ha considerado que las noticias sobre las ventas de tenencias oficiales de oro por los bancos fueron otro de los factores que afectaron al precio del oro durante el periodo examinado. Aunque este argumento podría justificarse alegando que tales ventas alteran el equilibrio entre la demanda actual de oro y la oferta, su volumen fue relativamente pequeño en comparación con las dimensiones del mercado del oro. Por ejemplo, una venta de 100 toneladas equivale a alrededor de un 4% de la producción anual mundial estimada y representa en torno a un 10% del volumen diario medio estimado de transacciones en el mercado londinense del oro al contado. Otra explicación de la influencia de las ventas oficiales de oro es que, a pesar de su volumen relativo, transmiten importantes señales sobre las futuras intenciones. Los bancos centrales constituyen el grupo que tiene más oro, junto con el FMI: sus reservas oficiales de oro ascienden a alrededor

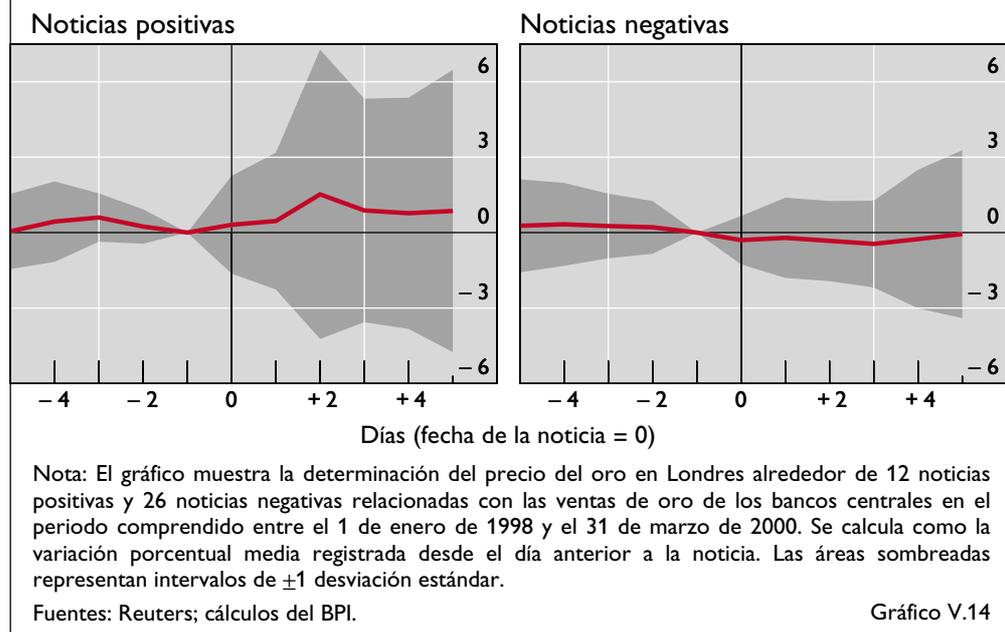
Tenencias oficiales de oro ¹		
	Toneladas	Porcentaje del total
Firmantes ²	15.998	47,6
Alemania	3.469	10,3
Francia	3.024	9,0
Suiza	2.590	7,7
Italia	2.452	7,3
Países Bajos	1.012	3,0
BCE	747	2,2
Reino Unido	665	2,0
Portugal	607	1,8
España	523	1,6
Austria	407	1,2
Bélgica	258	0,8
Suecia	185	0,6
Finlandia	49	0,1
Irlanda	6	–
Luxemburgo	2	–
Otros	17.623	52,4
<i>de los cuales:</i>		
Estados Unidos	8.138	24,2
FMI	3.217	9,6
Japón	754	2,2
BPI	192	0,6
Sudáfrica	124	0,4
Australia	80	0,2

¹ A finales de septiembre de 1999. ² Firmantes de la declaración conjunta sobre el oro del 26 de septiembre de 1999.

Fuentes: FMI; Consejo Mundial del Oro; BPI.

Cuadro V.5

Noticias sobre las ventas de oro de los bancos centrales y precio del oro



de 33.000 toneladas, el equivalente a 13 años de producción; de ahí que, si el mercado comenzara a prever futuras ventas, ello probablemente afectaría a los precios actuales.

En promedio, el efecto de las noticias sobre las ventas de oro de los bancos centrales ...

Dada la repercusión del acuerdo de los bancos centrales en el precio del oro, es instructivo analizar su conducta durante los días en los que llegaron al mercado noticias sobre ventas oficiales en el periodo comprendido entre enero de 1998 y marzo de 2000. Aunque debe señalarse que este análisis se basa en las noticias sobre las ventas oficiales de oro que llegaron a los operadores y no en las cifras reales de ventas, sería coherente con el argumento anterior de las señales, según el cual las primeras influyen más en la reacción del mercado y, por lo tanto, en el precio del oro. Las noticias pueden clasificarse según que puedan producir *ex ante* un efecto positivo o negativo en el precio del oro. Entre las noticias positivas se encuentran las decisiones de no realizar ventas de oro previamente planeadas y los comentarios oficiales oponiéndose a las ventas de oro. Entre las noticias negativas figuran los informes de ventas oficiales realizadas o sobre un aumento de las perspectivas de ventas en el futuro. Evidentemente, esta clasificación no es indiscutible. Las noticias sobre una venta anterior que sólo se anuncia *ex post* podrían tener un efecto positivo en el precio del oro, ya que el mercado se alentaría al enterarse de que se ha absorbido una venta.

... no fue significativo

En promedio, el precio del oro bajó los días en los que aparecieron noticias negativas sobre ventas de oro (gráfico V.14). Sin embargo, la bajada fue muy pequeña (no sobrepasó el 0,25%) y revirtió casi por completo durante los días siguientes. En el caso de las noticias positivas, el precio del oro subió en promedio, pero de nuevo sólo temporalmente. Debe señalarse que este último resultado parece obedecer principalmente al acuerdo de los bancos centrales

del 26 de septiembre de 1999. Cuando se excluye este único caso de la lista de acontecimientos positivos, éstos suelen ir seguidos de un pequeño descenso del precio del oro.

Teniendo presentes las salvedades antedichas, el análisis sugiere que durante los dos últimos años, aunque las noticias sobre las ventas oficiales de oro han influido significativamente en el precio de este metal en algunas ocasiones, su repercusión promedio no ha sido significativa. Una interpretación de este aparente enigma es que, durante el periodo 1998–principios de 2000, la mayor parte de estas noticias se refirió al pasado. Es decir, suministró a los operadores información sobre ventas ya realizadas.