

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

Una de las características más destacadas que presentaron los mercados de divisas en el 2000 fue la persistente fortaleza del dólar de Estados Unidos respecto de la mayoría de las monedas, y particularmente en relación con el euro. La relativa estabilidad del yen, que se mantuvo en el nivel sorprendentemente alto alcanzado el año pasado frente al dólar, y la debilidad general del euro fueron una prolongación de las tendencias iniciadas en 1999. En los últimos trimestres, la depreciación del yen y una ligera recuperación del euro han supuesto una inversión parcial de estos patrones anteriores.

Parece que las fluctuaciones de las principales monedas obedecieron sobre todo a las diferencias de crecimiento previstas y a los movimientos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa (IED). Las intervenciones oficiales en el mercado de divisas llevadas a cabo durante el otoño dieron cierto impulso al euro. El nuevo fortalecimiento del dólar frente al euro a principios del 2001 resultó especialmente sorprendente, teniendo en cuenta la desaceleración inesperadamente brusca de Estados Unidos y la consiguiente relajación de la política monetaria de este país, y pareció reflejar unas expectativas del mercado muy arraigadas sobre las perspectivas de crecimiento a medio plazo de las dos zonas económicas. De hecho, en marcado contraste con lo observado en los años ochenta y durante la mayor parte de los noventa, parece que los diferenciales de tipos de interés influyeron en los tipos de cambio principalmente a través de su efecto en las expectativas sobre el crecimiento.

La magnitud de las fluctuaciones de otros tipos de cambio también fue en cierto modo excepcional, en comparación con las pautas históricas. El dólar australiano y el dólar neozelandés cayeron hasta alcanzar mínimos históricos y el dólar canadiense se depreció considerablemente. El franco suizo se alejó asimismo de su pauta anterior, reforzándose frente al euro cuando éste se depreció frente al dólar de Estados Unidos.

Tras un periodo de relativa estabilidad en 1999, las monedas de algunos mercados emergentes comenzaron a debilitarse frente al dólar durante el 2000, en un contexto de desaceleración de la demanda mundial y de descenso de los precios de las acciones en Estados Unidos. No obstante, a pesar de algunos episodios aislados de tensiones, los mercados de divisas se mantuvieron, por lo general, en calma.

La actividad de los mercados de divisas a escala mundial permaneció en niveles muy inferiores a los registrados en 1998. Al mismo tiempo, los diferenciales entre el precio de compra y el de venta de los pares de las principales monedas se mantuvieron bajos. Aunque la volatilidad a corto plazo aumentó en algunos segmentos del mercado, la liquidez global no empeoró al parecer en términos generales.

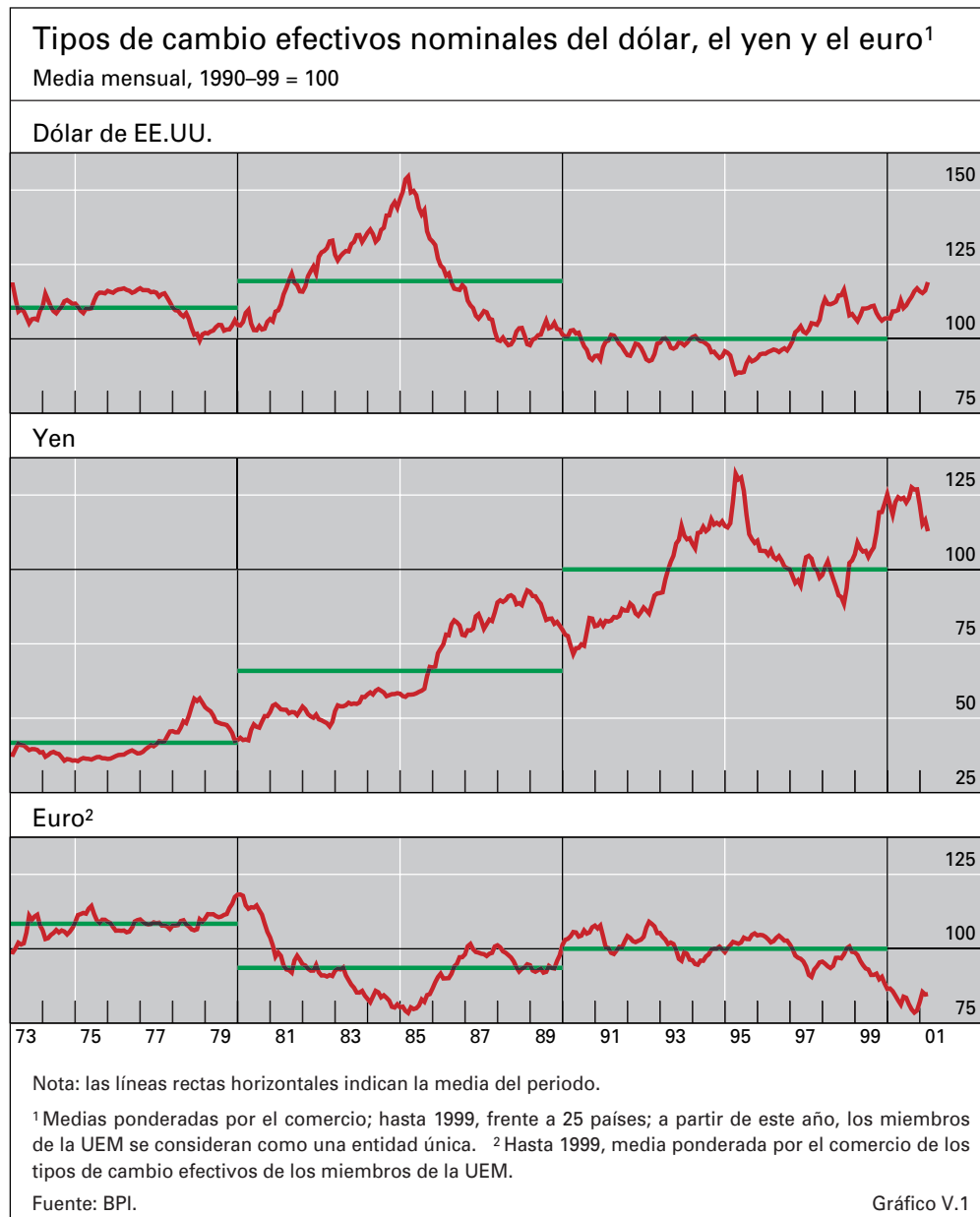
El dólar, el yen y el euro

Acontecimientos clave y perspectivas de largo plazo

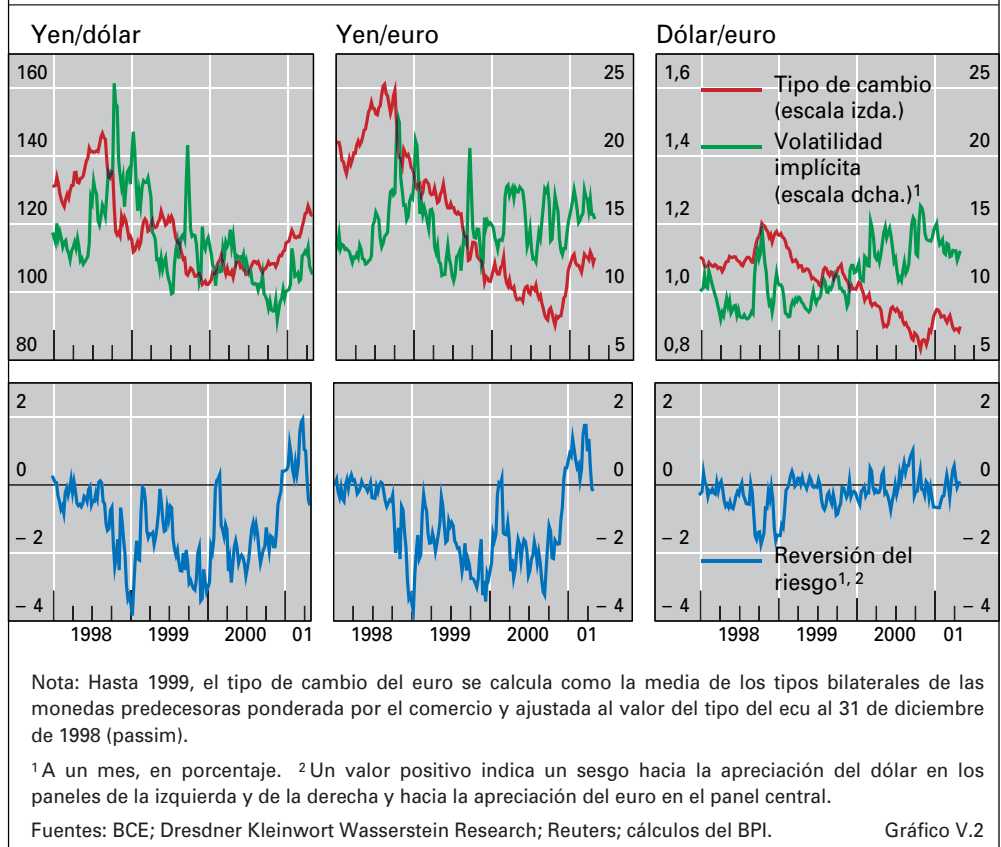
Durante el 2000 y a principios del 2001, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar se apreció alrededor de un 11% alcanzando un nivel registrado por última vez en 1986 (gráfico V.1), mientras que, por el contrario, el del euro cayó un 4% hasta un mínimo histórico, un 16% inferior a la media del euro “sintético” de los años noventa. El yen se mantuvo estable en términos efectivos entre enero y noviembre del 2000, pero a principios de abril del 2001 se había depreciado un 13%.

El periodo examinado se caracterizó por una permanente fortaleza del dólar frente al euro y, en menor medida, frente al yen. La tendencia del dólar a apreciarse frente al euro continuó, a pesar de los breves episodios de recuperación de esta moneda en el periodo de mayo–junio del 2000 y noviembre del 2000–enero del 2001 (gráfico V.2). El euro alcanzó su nivel

Persistente
fortaleza del dólar



Tipos de cambio, volatilidad implícita y reversión del riesgo del dólar, el yen y el euro

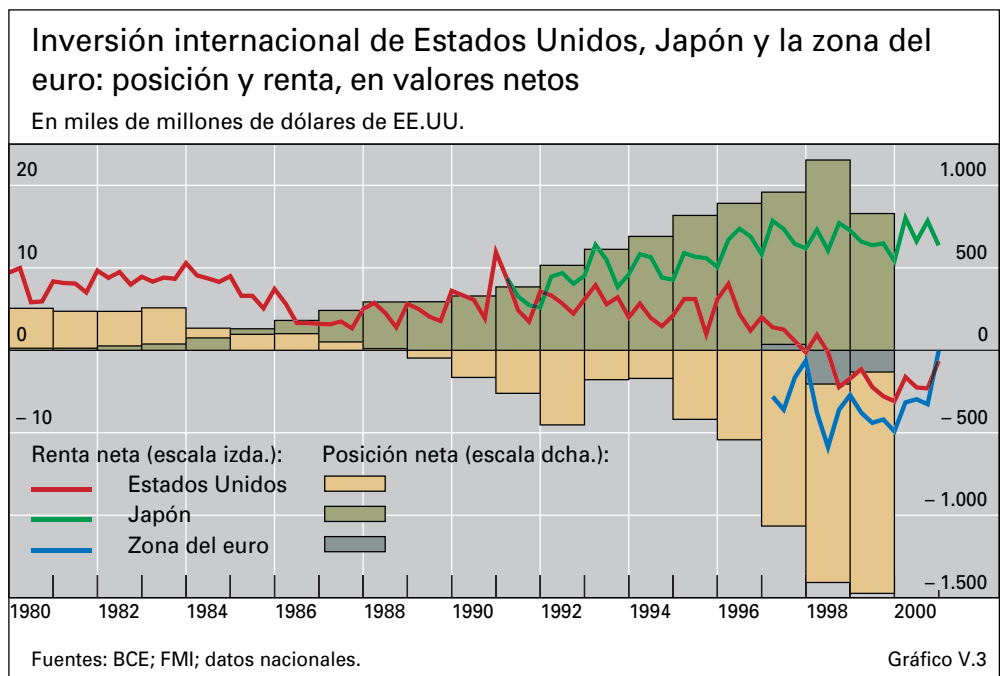


mínimo, cotizándose a 0,82 dólares, en octubre, lo que significa una caída del 19% desde enero del 2000 y del 30% desde su introducción en enero de 1999. Si se toma como referencia un euro "sintético", este nivel no se había registrado desde finales de 1985. La magnitud de la depreciación experimentada por el euro en el 2000 fue desusada y sólo ha sido superada por la que sufrió el marco alemán en 1981 y en 1985–86, dos periodos de extraordinaria fortaleza del dólar. Frente al yen, el dólar, tras apreciarse ligeramente a principios del 2000, se mantuvo estable durante la mayor parte del año y fluctuó en una banda excepcionalmente estrecha de 105–110 ¥. Sin embargo, en noviembre, el yen comenzó a debilitarse y en abril del 2001 había perdido casi un 15% frente al dólar.

En relación con el yen, el euro alcanzó un mínimo histórico de 89 ¥ a finales de octubre, lo que representa una caída del 14% desde enero del 2000 y del 33% desde enero de 1999. Entre noviembre del 2000 y principios de abril del 2001, no obstante, el yen se depreció frente al euro un 21%.

Esta configuración de las fluctuaciones de los tipos de cambio se ha dejado sentir en los resultados del crecimiento, así como en sus perspectivas, en las principales regiones del mundo. La fortaleza del dólar en términos efectivos contribuyó a desplazar la demanda agregada mundial de Estados Unidos hacia otras economías que presentaban una demanda menos dinámica, como la zona del euro, al tiempo que ejerció cierto grado de presión adicional sobre algunos países cuyas monedas estaban firmemente

Efectos a corto
plazo ...



vinculadas al dólar, como Argentina. La caída del yen en términos efectivos registrada desde noviembre del 2000 podría resultar beneficiosa para la vacilante recuperación de Japón y poner fin a un largo periodo en el que la moneda, ha resultado ineficaz para favorecer a las exportaciones del país, o, incluso, las ha obstaculizado. Aun así, una nueva depreciación del yen, dependiendo de su magnitud, podría causar dificultades a los exportadores en la región asiática, quienes han acusado ya la disminución de la demanda en Estados Unidos. En el supuesto de que la desaceleración económica de Estados Unidos afectara al dólar, el margen de maniobra del sistema vendría dado principalmente por el tipo de cambio del euro, cuya apreciación sería absorbida con más facilidad, en razón de la mayor solidez del crecimiento europeo en términos relativos.

La pauta actual de los tipos de cambio y de los tipos de interés de las principales zonas monetarias puede también tener consecuencias para posibles perturbaciones financieras causadas por determinadas estrategias de los operadores. En particular, si se extiende el convencimiento de que el yen tiene escasas o nulas probabilidades de fortalecerse en un futuro inmediato, los inversionistas podrían considerar rentable acumular posiciones cortas en yenes en el marco de operaciones especulativas (*yen carry trades*). De hecho, algunos datos parecen indicar que esas operaciones han venido aumentando desde el otoño del 2000 y podrían contribuir, además, a la acumulación de presiones sobre las monedas de las economías de mercado emergentes que tienen un sistema de tipo de cambio relativamente rígido. Las grandes fluctuaciones del tipo de cambio entre el dólar y el yen registradas en el otoño de 1998 mostraron que, en algunos casos, pueden provocar incluso bruscos aumentos de la volatilidad a corto plazo en los principales mercados de divisas.

En una perspectiva de más largo plazo, volvió a plantearse la cuestión de la viabilidad de los niveles actuales de los tipos de cambio, ya que en el 2000

... y perspectivas de largo plazo

el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos alcanzó la cifra histórica de 435.400 millones de dólares (o sea, el 4,4% del PIB), lo que supuso un incremento adicional de la deuda externa de este país (gráfico V.3).

Uno de los métodos empleados para evaluar la adecuación a más largo plazo de los niveles de los tipos de cambio consiste en estimar modelos de los tipos de cambio de equilibrio fundamental, que se basan en los niveles de los tipos de cambio reales que son compatibles con una relación estable entre la deuda externa y el producto potencial a largo plazo. Aunque las estimaciones de los tipos de cambio de equilibrio fundamental varían significativamente de unos estudios empíricos a otros y, generalmente, resultan sumamente inciertas desde el punto de vista estadístico, tienden a confirmar la opinión de que el nivel actual del dólar es superior a su valor de equilibrio a largo plazo frente al euro y, en menor medida, frente al yen. Sin embargo, también debe tenerse presente que la renta neta generada por la inversión internacional de Estados Unidos no se tornó negativa hasta 1998. Desde ese momento su proporción respecto del total de las exportaciones netas se ha mantenido estable y es extraordinariamente reducida en comparación con el producto de este país. Por otra parte, aunque las reservas oficiales de dólares continuaron aumentando durante el 2000 y a principios del 2001, su incremento financió en el 2000 una menor proporción del déficit de Estados Unidos que en 1999, puesto que disminuyó desde el 42% al 30% (cuadro V.1). Los movimientos de inversión de cartera y de IED continuaron siendo considerables y cubrieron el 78% (1999: 64%) y el 36% (1999: 38%) del déficit, respectivamente.

Reservas oficiales de divisas					
	1997	1998	1999	2000	Cantidades existentes a finales del 2000
en miles de millones de dólares de EE.UU.					
	Variaciones a los tipos de cambio vigentes				
Total	56,1	55,9	129,6	139,5	1.908,7
Países industrializados	-12,0	-11,3	40,7	54,5	774,8
Asia ¹	8,5	62,2	79,1	46,4	688,4
América Latina ²	10,9	- 8,3	-8,0	2,4	127,6
Europa Oriental ³	4,9	5,1	0,6	21,2	95,2
Otros países	43,8	8,2	17,2	15,0	222,7
	Variaciones a tipos de cambio constantes ⁴				
Total	113,5	18,6	181,0	172,1	1.908,7
Reservas en dólares	72,5	51,3	140,3	130,3	1.450,5
Reservas en otras monedas	41,0	-32,7	40,7	41,8	458,2

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

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro V.1

Factores determinantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio

Las variaciones de los tipos de cambios resultan muy difíciles de explicar y las tres monedas más negociadas durante el periodo examinado no constituyeron una excepción. En particular, una de las dificultades estriba en encontrar argumentos que sean válidos simultáneamente para todos los pares de monedas.

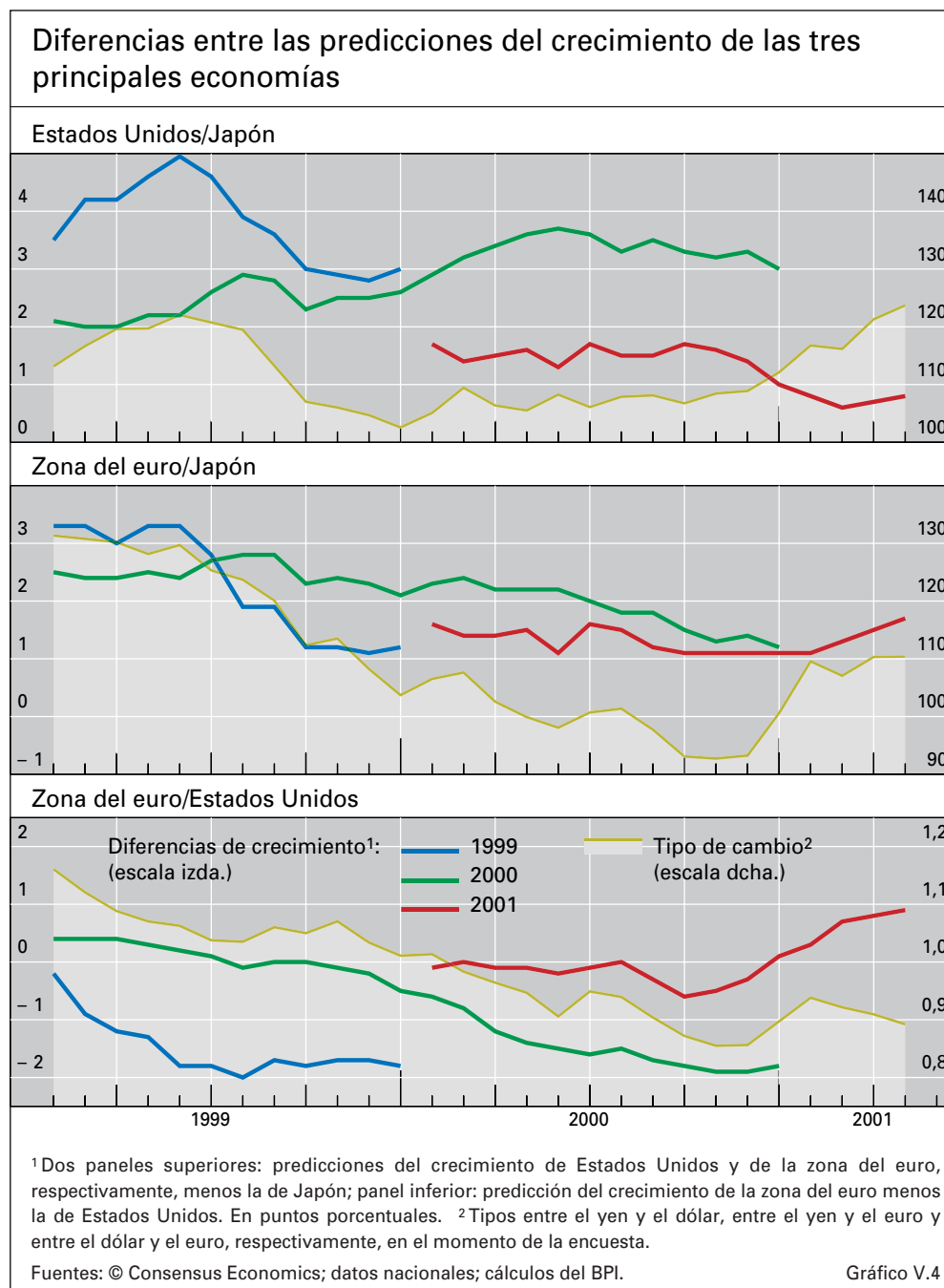
Es posible que la persistente fortaleza del dólar frente al euro y, en menor medida, frente al yen se debiera a la convicción de que la economía de Estados Unidos, impulsada por el aumento del crecimiento de la productividad, continuaría expandiéndose a medio plazo a un ritmo considerablemente más rápido que en las demás grandes zonas monetarias. Las continuas entradas de capital en forma de participaciones accionarias, especialmente de IED, confirman esta hipótesis. La caída que experimentaron los precios de las acciones en el mercado bursátil de Estados Unidos durante todo el año y que se extendió a otros países no pareció afectar a esta convicción, salvo quizá temporalmente, ni tampoco influyeron en ella los indicios de una brusca desaceleración de la economía estadounidense, lo que concuerda con la opinión de que sería breve o repercutiría fuera del país con más intensidad de lo previsto en la mayoría de las predicciones. El papel del dólar como moneda de refugio por excelencia podría respaldar este segundo argumento.

No obstante, siguiendo el mismo razonamiento, la fortaleza relativa del yen frente al euro resulta más difícil de explicar, sobre todo desde una perspectiva a más largo plazo. En este caso, habría que dar más peso al carácter fluctuante de las perspectivas de recuperación de la economía japonesa el año pasado. El debilitamiento que experimentó el yen frente al resto de las principales monedas desde noviembre del 2000 indicaría, pues, una corrección muy esperada y acorde con los resultados económicos relativamente insatisfactorios de Japón. El análisis más detenido de los datos existentes basados en las predicciones sobre el crecimiento a corto plazo, los movimientos de capitales y la respuesta de los mercados de divisas a las noticias puede contribuir a un mejor entendimiento de estas interrelaciones.

La evolución de las distintas revisiones de las predicciones a uno o dos años sobre las diferencias de crecimiento de las tres principales zonas monetarias concuerda, en general, con las variaciones de los tipos de cambio, al menos hasta finales del 2000 (gráfico V.4). La apreciación que experimentó el dólar frente al euro durante la mayor parte del 2000 parece haberse visto reforzada por las revisiones realizadas por los operadores de las predicciones a uno o dos años sobre las diferencias de crecimiento en favor de Estados Unidos. Asimismo, el fortalecimiento del yen frente al euro registrado durante la mayor parte del año pasado coincide con una reducción de las diferencias previstas de crecimiento entre la zona del euro y Japón, motivada por una mejora temporal de las perspectivas de la economía japonesa. Por otra parte, la estabilidad del dólar frente al yen observada en los tres primeros trimestres del año concuerda con las expectativas de que las diferencias de crecimiento entre Japón y Estados Unidos se mantendrían constantes en buena medida.

Las perspectivas de crecimiento a medio plazo sustentaron la fortaleza del dólar ...

... pero no la fortaleza del yen

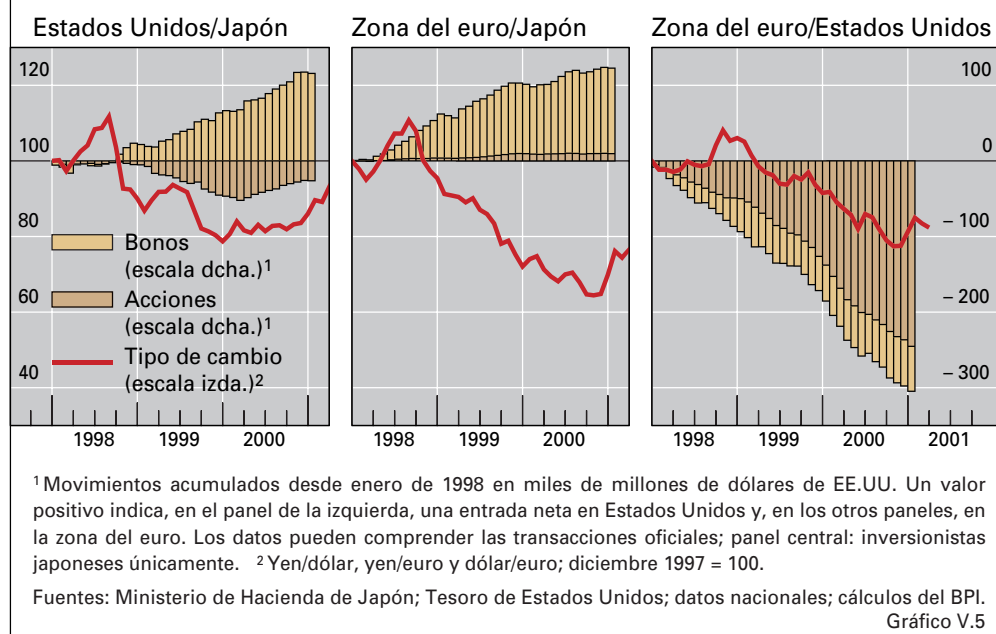


Algunos enigmas

Sin embargo, partiendo de esta premisa, la fortaleza posterior del dólar resulta en cierto modo inexplicable. A partir de noviembre, el dólar se apreció frente al yen pese a que se esperaba que las sendas de crecimiento de la economía americana y la japonesa convergieran. Además, la apreciación del dólar frente al euro observada en el primer trimestre del 2001 es incoherente con algunas indicaciones según las cuales los operadores esperaban un mayor ritmo de crecimiento en la zona del euro que en Estados Unidos durante el año.

La persistente fortaleza del dólar podría explicarse con argumentos lógicos si las perspectivas relativas de crecimiento a medio plazo de Estados Unidos no se hubiesen visto afectadas por la brusca desaceleración de la economía. Durante el 2000, estas opiniones y las expectativas sobre las tasas

Movimientos acumulados de inversión de cartera entre las tres principales economías



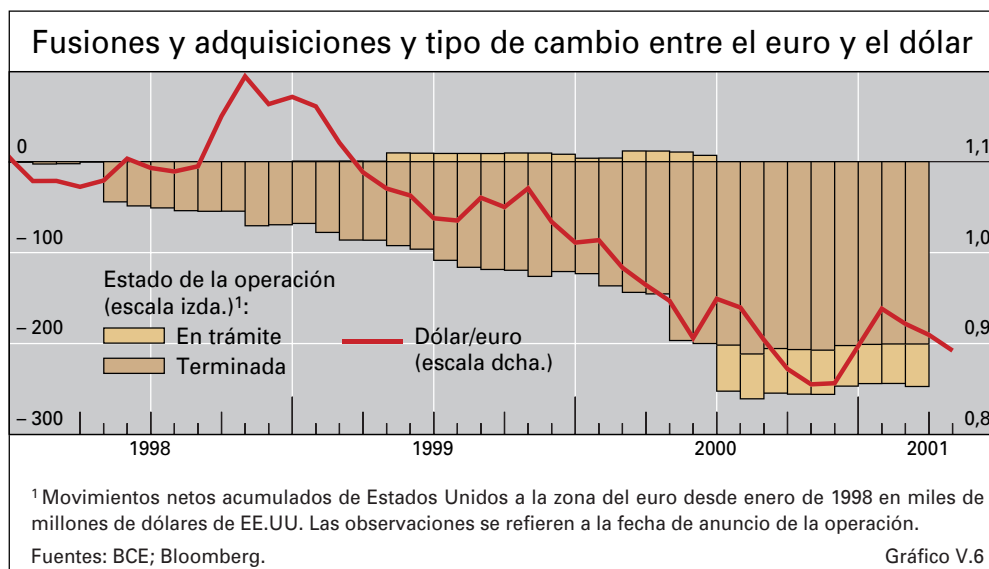
de rendimiento de los activos estadounidenses de la “nueva era” posiblemente contribuyeron al pronunciado aumento de las entradas netas de inversión de cartera, principalmente en acciones, procedentes de la zona del euro (gráfico V.5). En concreto, las entradas netas de acciones en Estados Unidos procedentes de la zona del euro alcanzaron los 110.000 millones de dólares en el 2000, mientras que los movimientos de bonos sólo fueron de 16.000 millones. Estos flujos tendieron a disminuir a finales de año, pero continuaron siendo positivos.

Quizá sea más esclarecedor el hecho de que esas mismas expectativas continuaran impulsando aparentemente los grandes movimientos de IED, generados sobre todo por fusiones y adquisiciones transatlánticas durante todo el 2000, aun a pesar de que su ritmo se desaceleró en comparación con 1999 (gráfico V.6). Bien es verdad que resulta difícil extraer conclusiones sobre la relación causal entre las fusiones y adquisiciones y las variaciones de los tipos de cambio sin disponer de información detallada sobre su financiación y sobre la cronología de los flujos de fondos correspondientes. Aun así, existen pruebas estadísticas de que, por norma general, el dólar se apreció frente al euro los días en los que se anunciaron grandes adquisiciones de empresas estadounidenses por parte de empresas de la zona del euro. Por otra parte, la tendencia de las fusiones y adquisiciones guardó una clara relación con el comportamiento del tipo de cambio y podría ser una indicación del atractivo a medio plazo, en general, de los activos en dólares. Sin embargo, en este contexto, las continuas salidas de inversión de cartera y de IED de Japón a la zona del euro ponen de relieve la anormal fortaleza relativa que mostró el yen durante buena parte del periodo examinado.

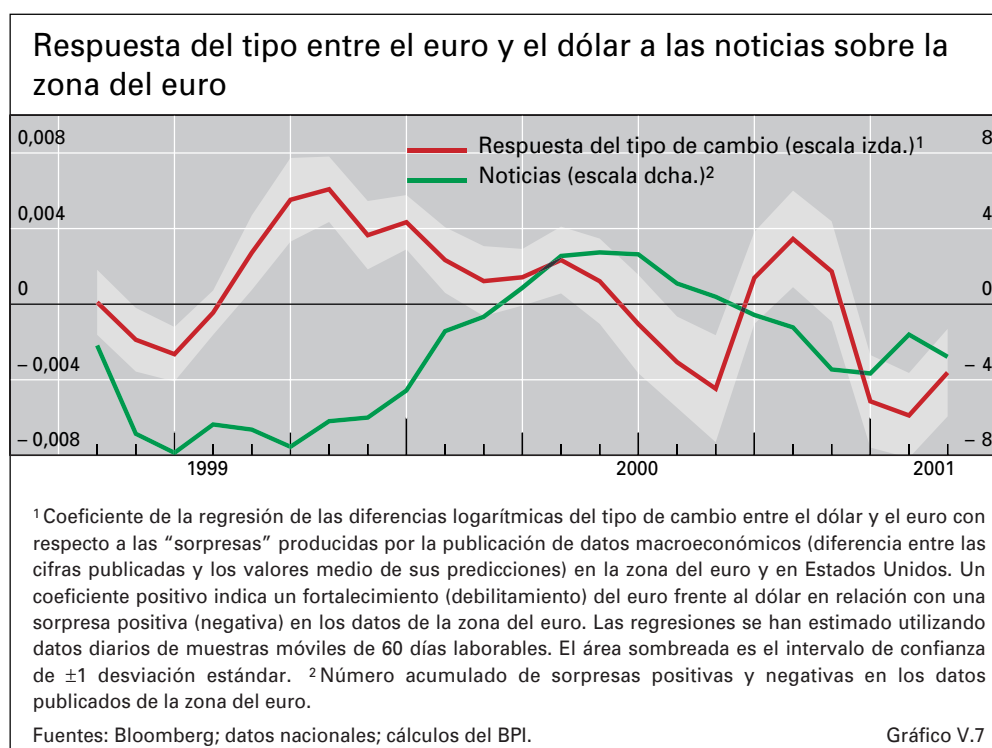
La reacción asimétrica del euro a las “noticias” sobre los indicadores macroeconómicos de la zona del euro desde la creación de la nueva moneda

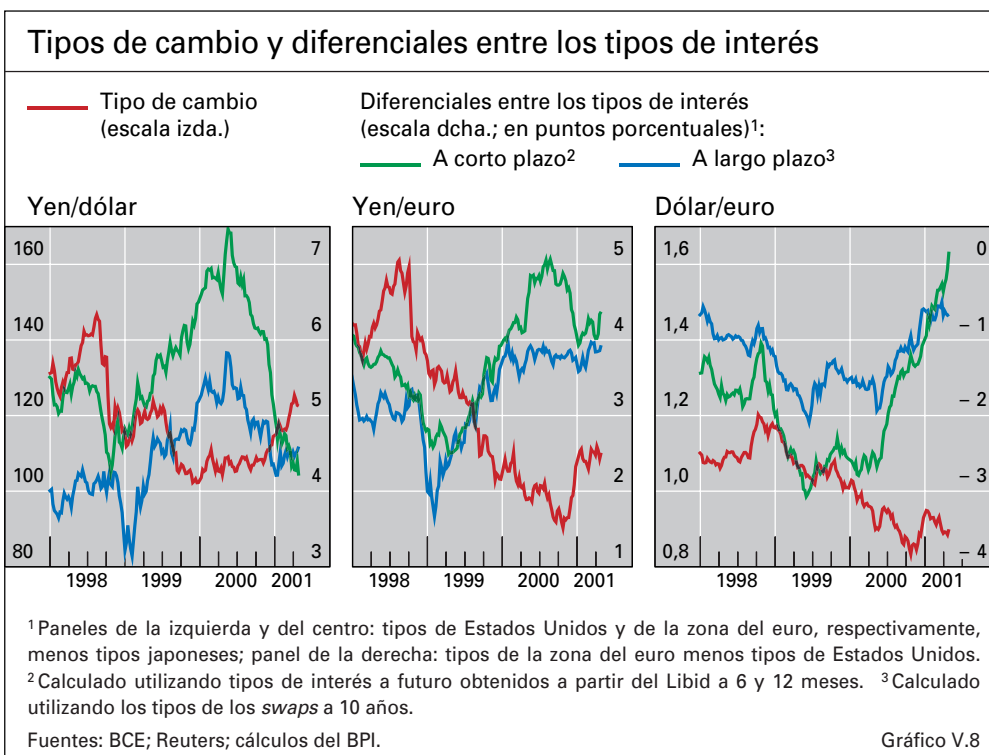
Los movimientos de inversión de cartera y de IED favorecieron al dólar frente al euro

Reacción asimétrica del euro a las noticias



también sirve para ilustrar la importancia de las perspectivas de crecimiento a medio plazo relacionadas con percepciones arraigadas sobre los paradigmas económicos. Las regresiones móviles de las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio del euro frente al dólar relacionadas con las “sorpresas” producidas por la publicación de datos clave de la zona del euro, como el índice IFO o las cifras de producción industrial de Alemania, demuestran esta asimetría. Durante la mayor parte de 1999, el euro se depreció tras la publicación de datos decepcionantes en general para la zona del euro (gráfico V.7). En cambio, la moneda no reaccionó en consecuencia cuando la información procedente de la zona del euro anunciaba perspectivas más favorables a finales de 1999 y a principios del 2000. Esta asimetría parece





indicar una pertinaz opinión negativa del mercado sobre la moneda europea. Los operadores explican mayoritariamente este fenómeno argumentando la persistencia del retraso de los ajustes estructurales en Europa Continental, a pesar de los progresos realizados para resolver este problema (véase el capítulo II).

Un corolario de la influencia de las perspectivas de crecimiento en las variaciones de los tipos de cambio es la relación aparentemente enigmática entre los diferenciales de tipos de interés a corto plazo y los tipos de cambio. En el 2000 y a principios del 2001, la considerable reducción de los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo que favoreció a Estados Unidos, en comparación con la zona del euro, coincidió con una tendencia del euro a depreciarse (gráfico V.8). En la medida en que los operadores consideren que la inflación está controlada, esa reducción tenderá a estar relacionada positivamente con las perspectivas de crecimiento y, por lo tanto, con el rendimiento de las inversiones que no entran en la categoría de bonos del Estado o instrumentos del mercado monetario. En conjunto, es posible que los operadores consideraran que la orientación de la política monetaria del Eurosistema resultaba excesivamente restrictiva, en el sentido de que podía influir negativamente en las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. El comportamiento divergente de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo y de los tipos de cambio concuerda con la idea de que los mercados creían que la inflación estaba controlada (véase el capítulo IV). Asimismo, la creciente importancia de los movimientos transfronterizos de acciones, en forma de movimientos de inversión de cartera o de IED, en relación con las inversiones en bonos, respalda por su parte esta explicación general de los acontecimientos.

Divergencia de las variaciones de los tipos de interés y los tipos de cambio

Intervención en el mercado euro/dólar

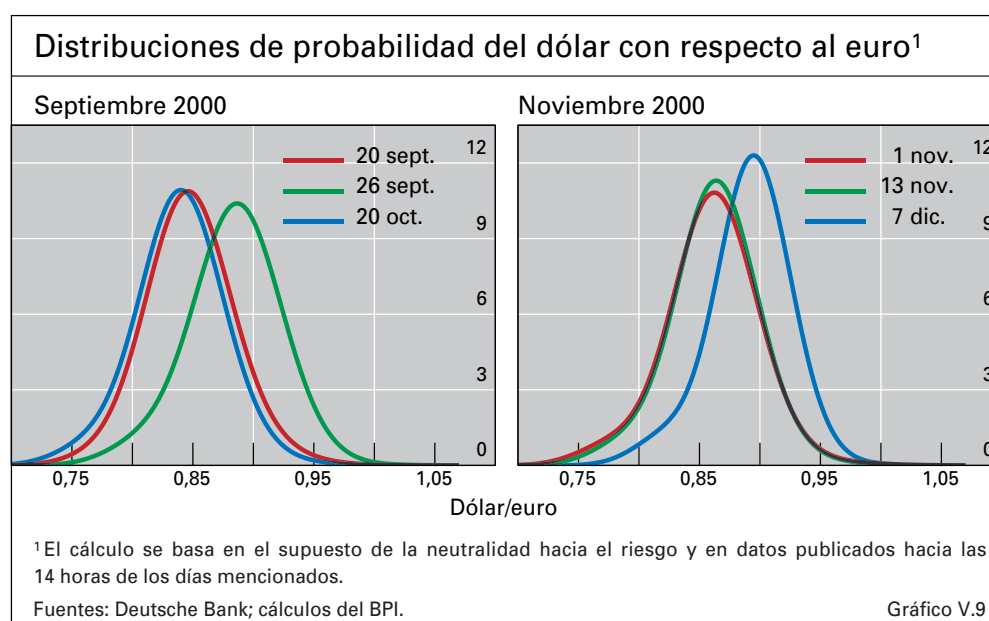
Durante el segundo semestre del 2000, el BCE y los bancos centrales nacionales del Eurosistema intervinieron en varias ocasiones en los mercados de divisas ante el prolongado debilitamiento del euro frente al dólar y sus consecuencias para la inflación a medio plazo. El 22 de septiembre, actuaron conjuntamente con otras autoridades monetarias del G-7. Los días 3, 6 y 9 de noviembre, el BCE anunció de nuevo que había intervenido en coordinación con los bancos centrales nacionales del Eurosistema para comprar euros.

La intervención de septiembre tuvo menos repercusión ...

La primera fase de intervenciones pone de relieve las dificultades que pueden experimentar los bancos centrales al tratar de influir sobre el nivel de un tipo de cambio en claro descenso, en un momento en que los mercados conceden más importancia a una excesiva debilidad de un tipo de cambio que a su excesiva fortaleza. La información basada en los precios de las opciones induce a pensar que, tras la intervención de septiembre, los operadores no modificaron permanentemente sus expectativas sobre los futuros niveles del tipo de cambio ni tampoco alteraron su valoración del equilibrio entre los riesgos de un euro mucho más fuerte y de un euro mucho más débil (gráfico V.9). En consonancia con estos datos, el euro reanudó su tendencia descendente en relación con el dólar.

... que la de noviembre

En cambio, la segunda serie de intervenciones parece que tuvo en conjunto mejores resultados. Una vez recuperado el euro con respecto al mínimo tras las tres intervenciones realizadas a principios de noviembre, los operadores parecían temer más un exceso de fortaleza que un exceso de debilidad del euro. Aunque este cambio de opinión del mercado tardó varios días en manifestarse, como lo demuestra la cauta evolución de la moneda tras las intervenciones, pareció indicar que estas intervenciones del Eurosistema apoyaron en cierta medida al euro.



Evolución de otros mercados de divisas

Las monedas europeas

La libra esterlina continuó en una senda intermedia entre el dólar y el euro. Mientras que en 1999 se mantuvo relativamente estable frente al dólar, entre enero y mediados de septiembre del 2000 se depreció alrededor de un 15%, aunque más tarde se recuperó ligeramente. Frente al euro, su tendencia a reforzarse observada durante 1999 se detuvo en abril del 2000, dejando paso a amplias fluctuaciones (gráfico V.10). Las variaciones de la libra con respecto al dólar y al euro fueron acordes, en general, con las revisiones de las predicciones del mercado sobre los diferenciales de crecimiento durante la mayor parte del 2000, si bien no tanto a principios del 2001. Al igual que ocurrió con las tres principales monedas, no parece que su comportamiento se viera influido significativamente por la evolución de los diferenciales de tipos de interés a corto y a largo plazo.

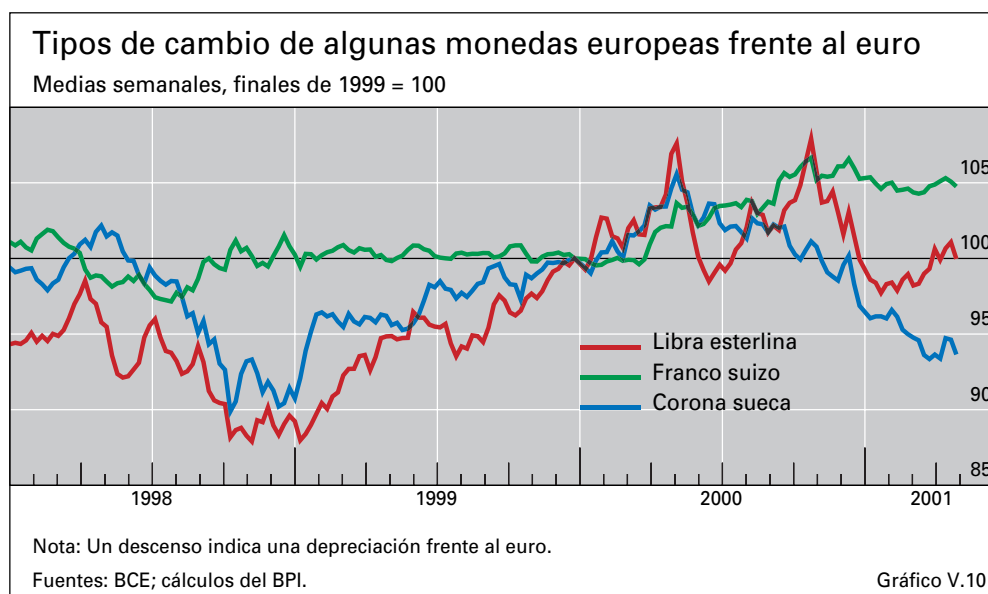
Hasta mayo del 2000, la corona sueca siguió a la libra en su tendencia a apreciarse frente al euro. Sin embargo, desde ese momento hasta mediados de abril del 2001, se depreció ininterrumpidamente perdiendo alrededor de un 12% frente al euro, a pesar de que la economía sueca estaba obteniendo mejores resultados que la de la zona del euro en su conjunto. La debilidad de la corona se ha atribuido principalmente a la caída simultánea del Nasdaq. En particular, los operadores atribuyeron gran importancia a la posición dominante del sector de alta tecnología en Suecia, en el que la principal empresa de electrónica representa el 15% de las exportaciones totales y medio punto porcentual de la actual tasa de crecimiento del país. Desde 1999, las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio nominal efectivo de la corona han constituido, en promedio, casi la mitad de las variaciones porcentuales diarias del Nasdaq.

A finales de marzo del 2000, el franco suizo comenzó a apreciarse frente al euro, abandonando la estrecha banda de fluctuación existente desde principios de 1999. Además, parece que a partir de ese momento ha seguido

Los diferenciales esperados de crecimiento influyeron sobre la libra esterlina

Los resultados del sector de alta tecnología pesaron en la corona sueca

Cambio de la relación entre el franco suizo y el euro

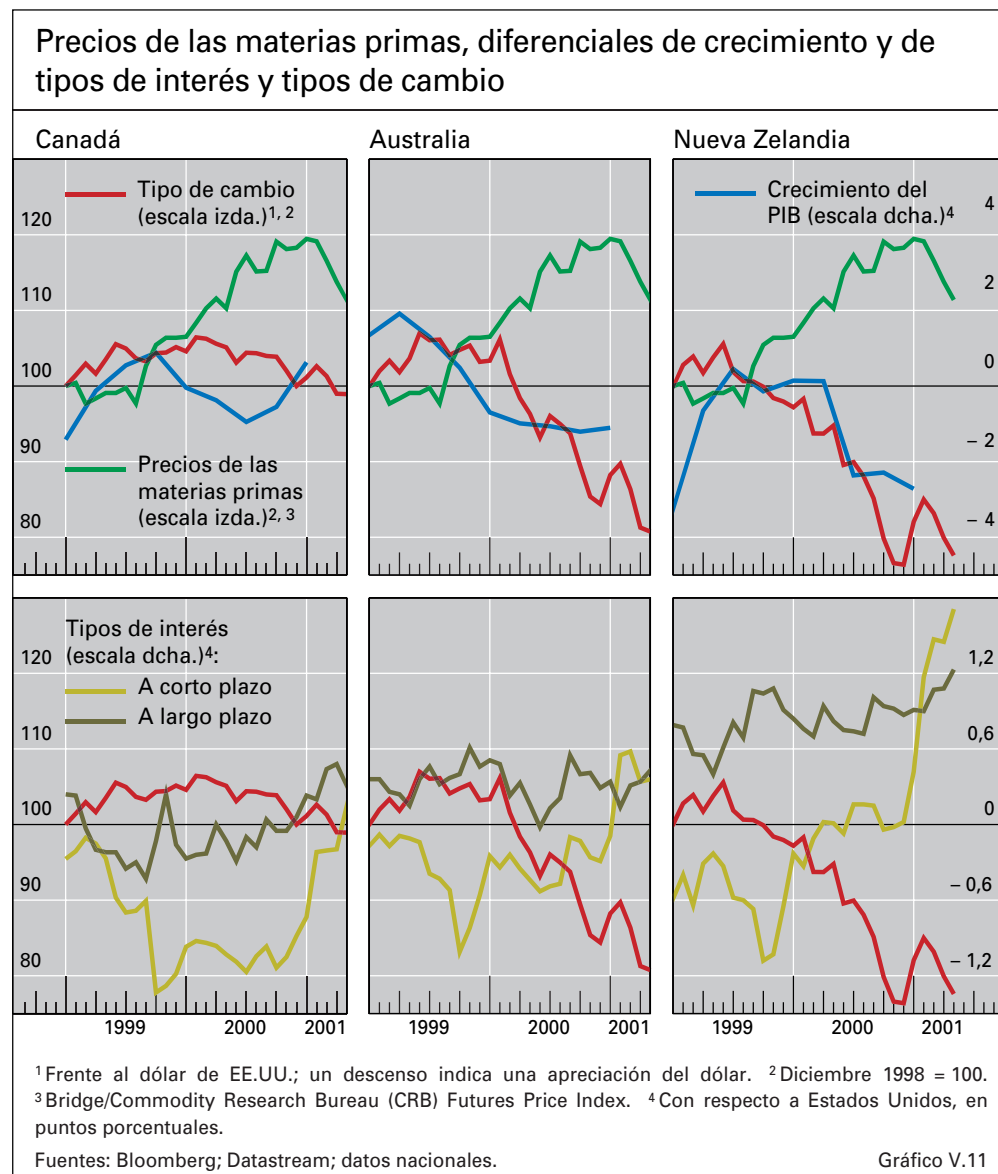


ocasionalmente una nueva pauta: se ha reforzado frente al euro cuando éste ha caído frente al dólar y viceversa, lo que contrasta claramente con su conducta anterior respecto del marco alemán, frente al cual tendía a debilitarse cuando el marco se depreciaba frente al dólar y viceversa. Este cambio de pauta no estuvo relacionado con la menor sincronía cíclica de la zona del euro y Suiza. Parece que tuvo su origen, más bien, en la creencia de los operadores de que las autoridades suizas eran partidarias de los efectos desinflacionarios de un franco más fuerte, a la vista del endurecimiento de la política monetaria llevado a cabo por el Banco Nacional Suizo el 23 de marzo de 2000, que translucía su preocupación por la debilidad del franco frente al dólar en aquel momento.

Las monedas de otros países industrializados

Notable depreciación de las monedas del bloque del dólar

En otros países industrializados, la magnitud de las fluctuaciones de los tipos de cambio fue excepcional durante el periodo examinado y, una vez más, difícil de atribuir a las variables fundamentales subyacentes. Especialmente



notoria resultó la depreciación hasta mínimos históricos (o próximos a ellos) de las monedas que tradicionalmente han pertenecido al bloque del dólar. Entre enero del 2000 y finales de marzo del 2001, el dólar canadiense se debilitó en total un 8% frente al dólar de Estados Unidos hasta cotizar a 64 céntimos de dólar, cifra cercana a su mínimo histórico de 1998. El dólar australiano se depreció alrededor de un 23% hasta alcanzar un mínimo sin precedentes cercano a 48 céntimos de dólar a finales de marzo de este año y el dólar neozelandés cayó casi un 25% hasta alcanzar un mínimo de 39 céntimos de dólar a mediados de octubre del 2000. La rapidez con que cayeron las monedas de Australia y de Nueva Zelandia apenas tiene precedentes. La caída del dólar canadiense también fue superior a la media, aunque no tan extrema.

Es cierto que el aumento de las diferencias de crecimiento con Estados Unidos y los considerables déficit por cuenta corriente se dejaron sentir en las monedas de las economías más pequeñas y más abiertas de Australia y Nueva Zelandia (gráfico V.11). Por otra parte, aunque en el 2000 el crecimiento de la productividad fue mayor en Australia que en Estados Unidos (véase el capítulo II), de los comentarios del mercado se deduce la consideración de Australia como una “vieja economía”, en la que el peso representado por el sector de tecnología de la información es relativamente reducido. Esta opinión ayuda a esclarecer la debilidad de su moneda y del mercado bursátil. Sin embargo, la debilidad del dólar canadiense resulta más difícil de explicar teniendo en cuenta el superávit por cuenta corriente de Canadá y la reducción de las diferencias de crecimiento con Estados Unidos. Los precios de los productos básicos, que se consideran desde hace tiempo un factor importante en la evolución del dólar canadiense e, incluso en mayor medida, en la del dólar australiano y del dólar neozelandés, subieron durante la mayor parte de 1999 y del 2000, pero no consiguieron dar apoyo a estas monedas.

Las monedas de los mercados emergentes

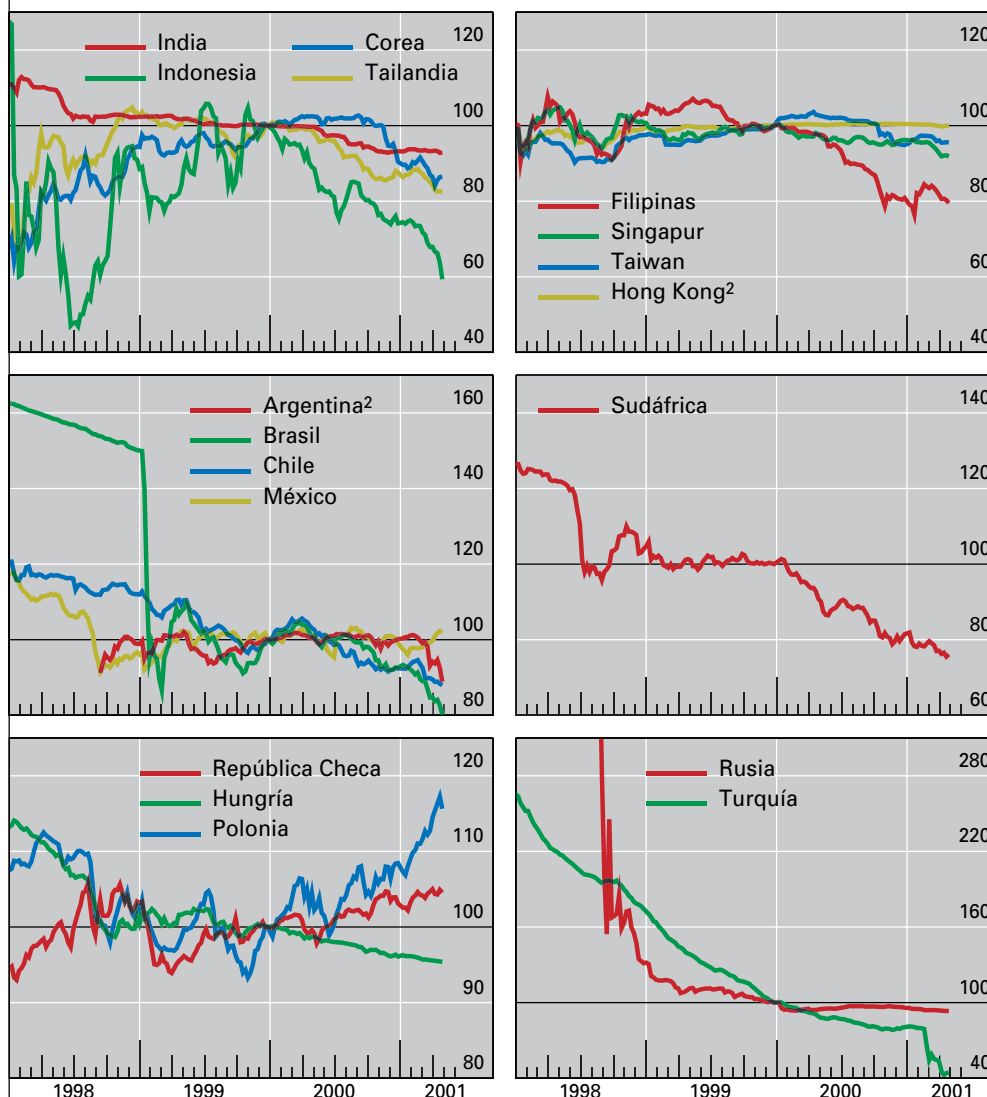
Durante el periodo examinado, destacaron dos aspectos en la evolución de los mercados de divisas de las economías de mercado emergentes. En primer lugar, tras un periodo de relativa estabilidad en 1999, las monedas de algunas de estas economías comenzaron a debilitarse en el 2000. En segundo lugar, a pesar de estos casos de debilidad y de tensiones esporádicas, predominó en general la calma en los mercados de divisas de las economías de mercado emergentes.

A lo largo del 2000, algunas monedas asiáticas se depreciaron frente al dólar de Estados Unidos (gráfico V.12) y, en menor medida, en términos efectivos reales. La rupia, el baht y el peso filipino cayeron significativamente frente al dólar durante todo el año, mientras que el won y el nuevo dólar de Taiwan se mantuvieron fuertes en general durante la mayor parte del año antes de debilitarse en diferente grado a finales de año. En América Latina, el real y el peso chileno se depreciaron frente al dólar a un ritmo similar durante el 2000, pero el real aceleró su caída a principios del 2001. En África, la relativa estabilidad del rand frente al dólar durante 1999 dejó paso a una tendencia

Debilitamiento de las monedas de las economías de mercado emergentes frente al dólar de Estados Unidos

Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes¹

Medias semanales, finales de 1999 = 100



Nota: Un descenso indica una apreciación del dólar (euro).

¹Frente al dólar de Estados Unidos (monedas del panel inferior izquierdo: frente al euro). ²Tipo a futuro a 12 meses (Argentina: no liberable).

Fuentes: BCE; Datastream.

Gráfico V.12

descendente no sólo frente esta moneda, sino también frente al euro durante el 2000 y a principios del 2001.

La mayoría de las monedas de Europa Central y Oriental se mantuvieron bastante fuertes frente al euro. La corona checa se apreció, mientras que el forint se depreció ligeramente de acuerdo con su régimen de banda móvil de fluctuación. El zloty, a pesar de depreciarse considerablemente tras permitirse su libre fluctuación en abril del 2000, se apreció en general tanto frente al euro como frente al dólar desde enero del 2000 hasta abril del 2001. El rublo ruso, a diferencia de 1999, año en que se debilitó frente al dólar y al euro, se mantuvo en el 2000 bastante estable frente al dólar y se fortaleció frente al euro.

En las monedas de las economías de mercado emergentes no sólo influyeron factores internos, que se analizan detalladamente en el capítulo III,

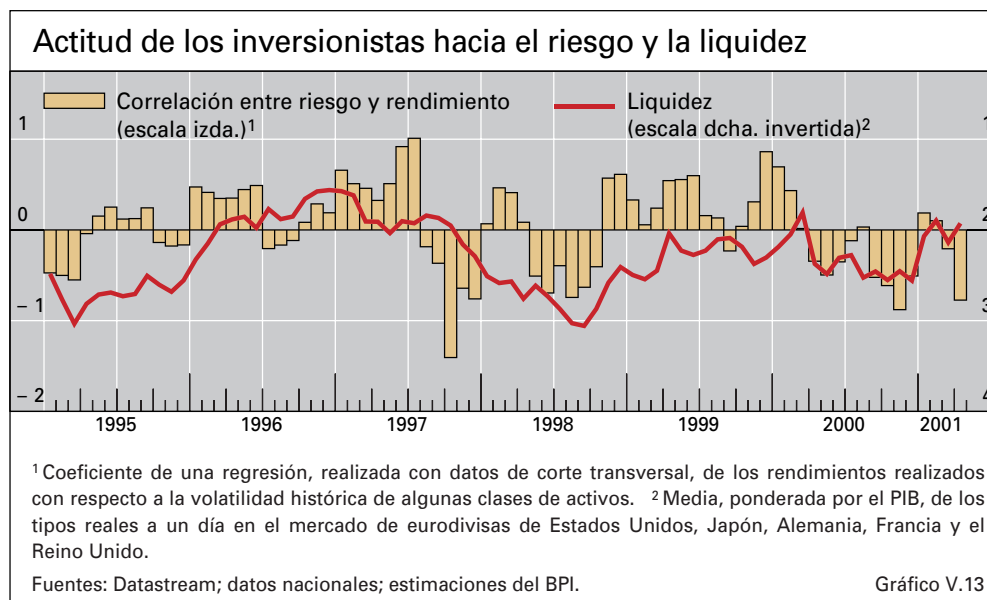
sino también algunas fuerzas externas de carácter general. Aunque éstas habían reforzado las monedas en 1999, sus efectos fueron menos favorables durante el periodo examinado. La desaceleración que experimentó la demanda mundial en el 2000, agravada en muchos países por las presiones inflacionarias ejercidas por la subida de los precios del petróleo, afectó negativamente en general a las tasas de crecimiento y a la cuenta corriente y, por lo tanto, a las monedas locales. Los tipos de cambio también resultaron afectados en distinta medida por la relación entre las monedas nacionales y los mercados bursátiles, por una parte, y los mercados de acciones estadounidenses, por otra (cuadro V.2). La caída de los precios de las acciones estadounidenses registrada durante el 2000 y, concretamente, la rápida caída del Nasdaq, parece que se dejaron sentir en algunas monedas como el won, el peso chileno y el real. Sin embargo, no existen pruebas de que la correlación entre las variaciones de los tipos de cambio frente al dólar y los rendimientos del Nasdaq dependieran del peso del sector de alta tecnología en el producto interno. Es posible que los cambios de actitud de los inversionistas hacia el riesgo y de las oportunidades de apalancamiento durante el año 2000 tuvieran asimismo efectos desfavorables para las monedas de las economías de mercado emergentes (gráfico V.13). Las salidas netas de inversión de cartera perjudicaron al parecer a algunas monedas asiáticas, especialmente al won, a finales del 2000 (véase el capítulo III).

A pesar de la depreciación de algunas monedas, los mercados de divisas se mantuvieron, por lo general, en calma durante el periodo examinado, al

Los mercados se mantuvieron, por lo general, en calma

Mercados bursátiles, tipos de cambio y exportaciones de productos de alta tecnología en las economías de mercado emergentes			
	Índices bursátiles ^{1,2}	Tipos de cambio con respecto al dólar de EE.UU. ¹	Exportaciones de alta tecnología ³
	variaciones porcentuales semanales		en porcentaje
Asia ⁴	0,38	0,10	41
Corea	0,51	0,37	41
Filipinas	0,18	0,04	60
Hong Kong	0,54	0,03	30
India	0,37	-0,02	3
Indonesia	0,32	0,11	9
Singapur	0,34	0,08	77
Tailandia	0,39	0,07	34
Taiwan	0,39	0,08	50
América Latina ⁴	0,42	0,15	19
Argentina	0,34	-0,10	0,4
Brasil	0,52	0,38	3
Chile	0,34	0,21	0,1
México	0,47	0,11	29

¹ Correlaciones con el índice Nasdaq durante el periodo enero del 2000–mediados de abril de 2001.
² En dólares de EE.UU. ³ Peso relativo de las exportaciones totales a países de la OCDE en la economía. ⁴ Correlación media y suma de las exportaciones de las economías mencionadas.
Fuentes: Corporación Financiera Internacional; Datastream; OCDE; datos nacionales. Cuadro V.2



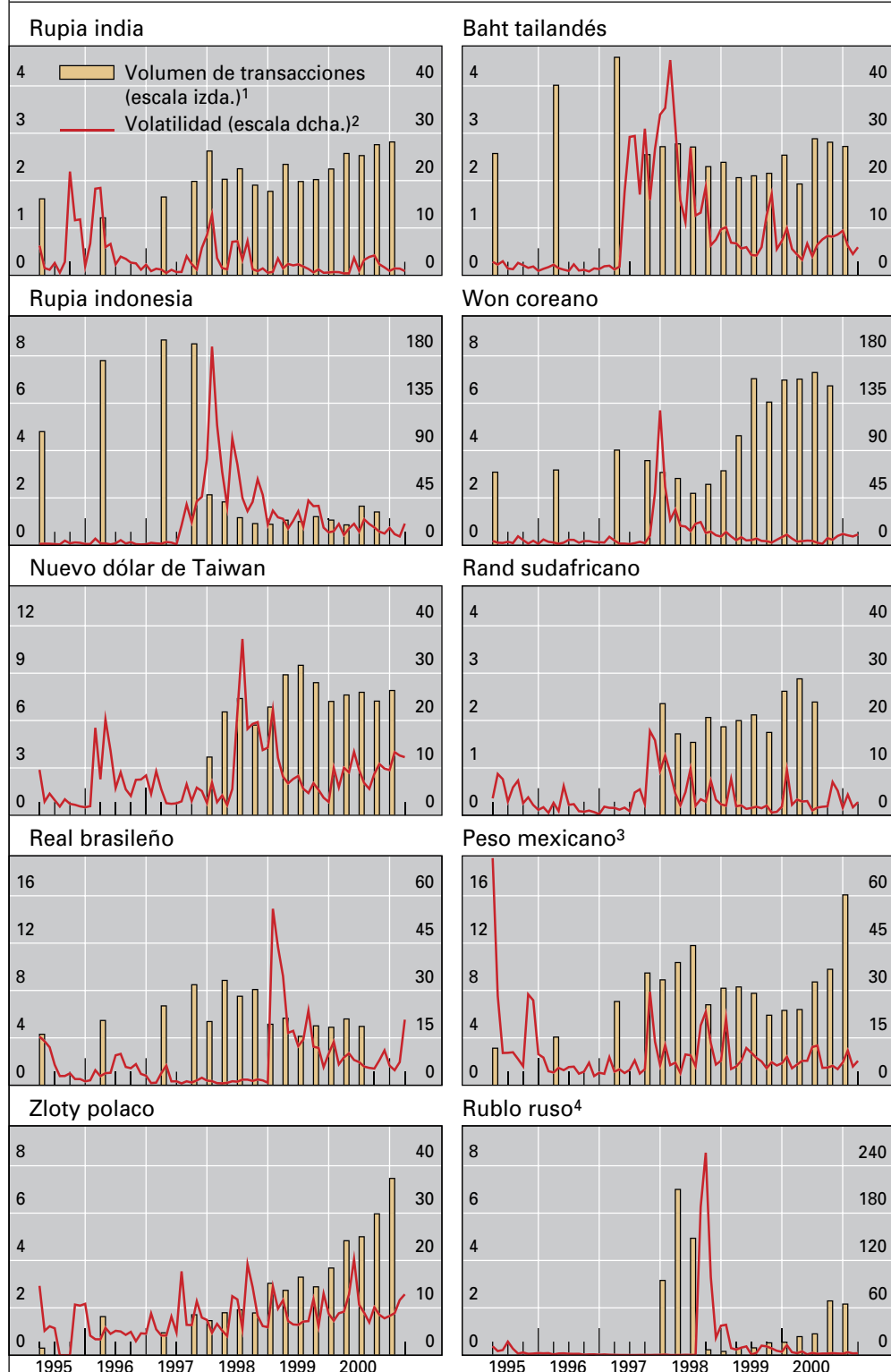
igual que durante la mayor parte de 1999. La inestabilidad a corto plazo continuó siendo escasa en general y el volumen de transacciones aumentó ligeramente (gráfico V.14). La actividad se reavivó en los mercados en los que había disminuido de forma considerable a raíz de la crisis de 1998, como en Rusia. Sin embargo, en febrero del 2001, Turquía sufrió repentinamente los efectos de una fuerte crisis. Cuando resultó imposible mantener el sistema de tipo de cambio ajustable de la lira turca, la moneda cayó en más de un 40% frente al dólar y al euro (véase el capítulo III). Aun así, este episodio seguía teniendo un carácter aislado en el momento en que este capítulo se envió a imprenta.

El hecho de que la crisis turca no se difundiera a otros mercados se debió posiblemente a dos factores. En primer lugar, no puede descartarse que la reducción de la toma de posiciones en los mercados de divisas durante el periodo examinado y la capacidad aparentemente mayor de los mercados financieros internacionales para distinguir entre las diferentes calidades del crédito limitaran la propagación de las convulsiones (véase el capítulo VI). En segundo lugar, es posible que en los últimos años haya aumentado la resistencia de los mercados de divisas en razón de la mayor flexibilidad de las políticas cambiarias, relacionada directamente con la tendencia de las economías de mercado emergentes a dejar fluctuar más libremente su moneda y a apoyarse en mayor medida en un nuevo marco de política monetaria para anclar la inflación (véase el capítulo III).

Hay dos datos estadísticos que avalan la mayor flexibilidad actual de los tipos de cambio con respecto al periodo anterior a la crisis asiática. En primer lugar, su volatilidad frente a la principal moneda de referencia ha tendido a ser ligeramente superior en términos absolutos, así como en comparación con la volatilidad de los tipos de interés internos a corto plazo (cuadro V.3). En segundo lugar, aunque el nivel de variación de las monedas de las economías de mercado emergentes ha continuado siendo menor respecto del dólar que en términos efectivos nominales, la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar ha aumentado a mayor ritmo que la de los tipos de

El papel del tipo de cambio como ancla

Volumen de transacciones y volatilidad en los mercados emergentes



¹ Estimaciones realizadas por los respectivos bancos centrales del volumen nacional de transacciones en la moneda local, 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 Brasil, México y Sudáfrica, que incluyen otras monedas; Indonesia y Polonia: importes brutos y, en el caso de 1995 y 1996, medias anuales; Tailandia: medias anuales del segundo semestre de 1995 y 1996; Rusia: desde 1999 sólo volumen de transacciones interbancarias. ² Desviación estándar en un mes de las variaciones porcentuales diarias anualizadas del tipo de cambio frente al dólar de EE.UU. ³ Desde octubre del 2000, el volumen de transacciones incluye los *swaps* de pequeña cuantía. ⁴ Ruptura de la serie debido a un aumento del número de operadores declarantes desde octubre del 2000.

Fuentes: Bancos centrales; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico V.14

Volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés en las economías de mercado emergentes¹

	Volatilidad de los tipos de cambio				Volatilidad de los tipos de interés ²		Relación ³	
	Ene. 1995–dic. 1996		Jul. 1999–mar. 2001		Ene. 1995–dic. 1996	Jul. 1999–mar. 2001	Ene. 1995–dic. 1996	Jul. 1999–mar. 2001
	bilateral ⁴	efectivo ⁵	bilateral ⁴	efectivo ⁵				
Corea	2,4	3,9	4,7	5,4	14,2	5,6	0,17	0,83
Filipinas	1,3	3,1	5,9	6,7	42,8	15,4	0,03	0,38
Hong Kong	0,2	3,0	0,1	3,6	10,9	15,8	0,02	0,01
Indonesia	1,4	4,0	13,9	14,4	0,9	3,3	1,55	4,26
Singapur	1,9	2,5	2,7	3,3	46,1	35,7	0,04	0,08
Tailandia	1,0	...	4,1	...	27,7	32,3	0,04	0,13
Taiwan	2,0	3,2	2,1	3,4	24,2	6,6	0,08	0,32
Argentina	0,1	2,1	0,1	3,5	29,9	58,8	0,00	0,00
Brasil	3,0	4,6	6,2	6,6	42,0	4,3	0,07	1,45
Chile	3,4	...	4,7	...	8,6	14,1	0,40	0,33
México	9,2	10,3	4,9	5,4	38,9	18,9	0,24	0,26
Hungría	4,1	4,0	2,2	2,2	4,8	6,9	0,85	0,32
Polonia	5,1	4,9	7,3	6,8	10,2	9,3	0,50	0,78
República Checa	3,0	3,0	4,1	3,9	7,9	3,6	0,38	1,12
Sudáfrica	4,3	...	5,9	...	5,7	3,4	0,77	1,77

¹ Desviación estándar de las variaciones porcentuales semanales anualizadas, calculada por meses naturales. ² De los tipos a tres meses (en el caso de Brasil, a un día). ³ Entre la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales y la volatilidad de los tipos de interés. ⁴ Con respecto al dólar de EE.UU. (en el caso de Hungría, Polonia y la República Checa, con respecto al euro). ⁵ Ponderada por el comercio.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro V.3

cambio efectivos nominales. Por lo tanto, aunque el dólar ha continuado desempeñando un importante papel para las monedas de las economías de mercado emergentes de Asia y América Latina, parece que su influencia es algo menor en la actualidad que en el periodo anterior a la crisis asiática mientras que la de los tipos de cambio efectivos es superior.

No obstante, aunque los tipos de cambio se han dejado fluctuar más libremente que antes, esta libertad no es total. Durante el 2000 y a principios del 2001, la volatilidad de los tipos de cambio continuó siendo baja en términos absolutos, así como en relación con la volatilidad del tipo de cambio entre el dólar y el yen o entre el euro y el dólar.

Liquidez en los mercados de divisas

El interrogante planteado acerca de la posible disminución de la liquidez en los mercados de divisas y de las consecuencias que dicha disminución pudiera tener, en caso de haberse producido, continuó teniendo una importancia clave durante el periodo examinado. En términos generales, un mercado puede considerarse líquido cuando es posible realizar grandes transacciones sin apenas afectar a los precios. Sin embargo, no se dispone de datos que permitan medir directamente la liquidez según esta definición en el caso de los mercados de divisas. Tradicionalmente se ha prestado más

Volumen de transacciones en el mercado de divisas							
	Volumen diario en miles de millones de dólares de EE.UU.					Variación anual media en porcentaje	
	1989	1992	1995	1998	2000 e	1989–98	1998–2000
Total	590	820	1.190	1.500	1.100	11	-14
Al contado	350	400	520	600	450	6	-13
A futuro/ <i>swaps</i>	240	420	670	900	650	16	-15

Fuentes: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (para el 2000); BPI. Cuadro V.4

atención a otros patrones de medición que sólo indican indirectamente si un mercado es líquido o no: el volumen de transacciones, que está relacionado con su profundidad; los diferenciales entre los precios de compra y de venta, que miden su estrechez; y la volatilidad, que se considera en general una medida del riesgo.

El análisis preliminar de estas medidas indirectas de la liquidez presenta un panorama diverso. En el 2000 y a principios del 2001, el volumen de transacciones de divisas realizadas en el mundo continuó siendo muy inferior a los niveles alcanzados antes de las convulsiones financieras del otoño de 1998 (cuadro V.4). Éste sería el primer cambio de tendencia de este tipo desde el primer estudio global de la actividad de los mercados de divisas realizado en 1989. Además, la volatilidad aumentó en algunos segmentos del mercado. Ambos hechos podrían implicar que ha disminuido la liquidez en los mercados. Sin embargo, los diferenciales continuaron siendo estrechos en los mercados de divisas, lo cual induce a pensar que no se produjo ningún cambio.

Para hacerse una idea más precisa de la liquidez de los mercados, resulta conveniente situar la evolución descrita en el contexto de los tres grandes cambios estructurales que han experimentado los mercados de divisas en los últimos años: la creación de la UEM, el rápido crecimiento del corretaje electrónico en los mercados interbancarios y la tendencia del sector bancario a la concentración.

El cambio de la estructura de los mercados de divisas

Parece ser que la creación de la UEM ha influido principalmente en el volumen de transacciones. El 1 de enero de 1999, la fusión de las once monedas predecesoras del euro eliminó de golpe alrededor de un 8% del volumen mundial de transacciones, eliminación que no fue contrarrestada posteriormente por un aumento del volumen de operaciones en euros en comparación con el volumen de operaciones en sus monedas predecesoras. Durante el 2000 la proporción de operaciones en euros frente a las realizadas en dólares fue menor al parecer que la de sus predecesoras en Londres y Zúrich, pero mayor en Fráncfort y en Tokio (cuadro V.5). El mercado entre el euro y el yen continuó siendo muy reducido, al igual que el mercado entre el marco y el yen en 1998. Las transacciones dólar/libra parecen haber aumentado en los últimos años a expensas de las transacciones euro/libra.

El impacto de la UEM

Composición por monedas del volumen de transacciones de divisas ¹								
	Reino Unido		Japón		Alemania		Suiza	
	Abril 1998	Abril 2000	Abril 1998	2000 2° T	Abril 1998	Abril 2000	Abril 1998	Julio 2000
	Variación porcentual del volumen total nacional de transacciones							
Euro ² /dólar	22	28	7	13	52	65	21	15
Dólar/yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dólar/libra esterlina	14	33	3	...	4	2	5	11
Euro ² /libra esterlina	3	2	0	...	3	3	2	0
Euro ² /yen	2	1	4	3	2	4	2	1

Nota: 2000: estimaciones oficiosas.
¹ Al contado, a futuro y *swaps*. ² Abril de 1998: marco alemán.
Fuente: BPI. Cuadro V.5

Por lo que se refiere a la estrechez de los diferenciales entre los precios de compra y los de venta, no existen pruebas de que la introducción del euro haya alterado significativamente las condiciones del mercado. En el 2000, los diferenciales entre el precio de compra y el de venta en el mercado entre el euro y el dólar fueron generalmente iguales que los registrados en el mercado entre el dólar y el marco en 1998. Parece que lo mismo ocurrió con las transacciones en las que intervinieron el yen o el franco suizo. La actividad en libras constituyó una excepción, ya que los diferenciales del par euro/libra fueron considerablemente más altos durante el periodo examinado que los del par libra/marco en 1998. Tampoco existen indicios de que las pautas de volatilidad a corto plazo de los tipos de cambio del euro fueran significativamente diferentes de las manifestadas por el marco antes de 1999 (cuadro V.6).

El segundo cambio estructural importante ha sido el aumento de la proporción representada por el corretaje electrónico en el mercado interbancario a expensas de la negociación directa y de la contratación a viva voz. En el 2000, el 85–95% de la actividad interbancaria en las principales monedas se realizó a través de operadores electrónicos, frente al 50% registrado aproximadamente en 1998 y al 20–30%, en 1995. Dos operadores,

Creciente importancia del corretaje electrónico

Volatilidad de los principales mercados de divisas ¹			
	Dólar/yen	Euro ² /yen	Euro ² /dólar
1980–89	10,2	7,3	10,9
1990–99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000–2001 1° T	9,6	16,7	13,4

¹ Desviación estándar de los rendimientos diarios anualizados, calculada por meses naturales.
² Hasta 1999: marco alemán.
Fuentes: BCE; cálculos del BPI. Cuadro V.6

EBS y Reuters, dominan en el momento actual este segmento del mercado: EBS cubre esencialmente la actividad en dólares, euros, yenes y francos suizos al tiempo que Reuters se utiliza sobre todo para realizar transacciones en libras. Mientras que los operadores que utilizaban los medios tradicionales normalmente necesitaban de varias transacciones para obtener información sobre los precios vigentes en el mercado, las agencias electrónicas facilitan automáticamente a los operadores el mejor precio, dependiendo de sus límites de crédito y de los de sus contrapartes. Como consecuencia, los operadores en los mercados de divisas han tendido a realizar menos transacciones y el volumen de actividad ha disminuido. Al mismo tiempo, la expansión de la contratación electrónica, que tiene menos costos que los medios tradicionales, ha provocado una considerable reducción de los diferenciales entre los precios de compra y los de venta en el mercado interbancario.

El tercer cambio estructural es la continua tendencia del sector bancario a la concentración, lo cual ha afectado directamente al volumen de transacciones, en el sentido de que el número de operadores en el mercado de divisas ha disminuido significativamente en los últimos años. Por otra parte, el proceso de fusiones, unido a la expansión de la contratación electrónica, ha provocado una notable reducción del número de bancos que ofrecen cotizaciones de compra y de venta en una amplia variedad de pares de monedas. Actualmente, no son más de veinte los que pueden ofrecer esos servicios a escala mundial, lo que significa una notable disminución en comparación con el número existente a mediados de los años noventa. La influencia de la concentración en el volumen de transacciones se ha intensificado en los últimos años como consecuencia de la retirada de capital de las actividades de creación de mercado y de toma de posiciones así como de la reducción del número de operadores y de su actividad, en particular, de los fondos de cobertura de mayores dimensiones. Sin embargo, es difícil saber cómo han afectado estos cambios a los diferenciales entre el precio de compra y el de venta o a la volatilidad de los tipos de cambio.

No es fácil averiguar la influencia global que los cambios estructurales descritos han tenido hasta ahora en la liquidez del mercado. Los datos sobre el volumen de transacciones, los diferenciales entre el precio de compra y el de venta y la volatilidad, así como los comentarios obtenidos de los mercados, inducen a pensar que la llegada del euro no introdujo ningún cambio significativo en la liquidez del mercado. La creciente proporción del corretaje electrónico ha reducido sin duda el volumen de transacciones y los diferenciales, pero su influencia en la liquidez no resulta tan clara. También es difícil observar una influencia notable de la concentración en la liquidez. Sin embargo, las dos últimas tendencias han tenido al parecer dos consecuencias. Por una parte, parece que el mercado interbancario funciona actualmente con mayor eficacia que a mediados de los noventa. Por otra, la reducción de los diferenciales y, por lo tanto, de las oportunidades de obtener beneficios ha provocado una disminución de los recursos dedicados a la creación de mercado. Estos hechos inducen a pensar que los cambios estructurales pueden haber mejorado realmente la liquidez en condiciones normales, como

Concentración del sector bancario

Ningún cambio notable en la liquidez del mercado hasta la fecha

las del periodo examinado. No obstante, queda por saber si también han exacerbado la incapacidad de los operadores para suministrar liquidez en los periodos de tensiones, o su reticencia.

Futura evolución

Por lo que se refiere al futuro, la difusión del corretaje electrónico y la concentración de los bancos en el mercado interbancario están provocando una reorientación de la actividad hacia las transacciones directas con clientes. Una manifestación de esta tendencia es la creciente utilización de plataformas para la negociación automatizada entre bancos y clientes, que puede considerarse como una forma de extender las ventajas de la contratación electrónica a este tipo de actividad. Dos sociedades, Cognotec y Currenex, ofrecen actualmente dichos servicios en este mercado, mientras que otras dos competidoras están a punto de entrar: Atriax, respaldada por Reuters y tres de los mayores bancos comerciales, y FXall, que cuenta con el apoyo de por otro grupo de grandes bancos. Resta también por saber cómo pueden influir estos cambios en la liquidez del mercado en el futuro.