

## V. Los mercados de divisas

### Aspectos más destacados

En 2001 y a comienzos de 2002 los mercados de divisas se caracterizaron por la persistente fortaleza del dólar de Estados Unidos y por la debilidad del yen. El euro tendió a operar dentro de una banda relativamente estrecha en relación con el dólar, y su tipo de cambio efectivo nominal se mantuvo aproximadamente estable. Sin embargo, en abril y mayo de 2002, el dólar perdió mucho terreno frente al euro y al yen.

Al igual que en años anteriores, las perspectivas de resultados económicos relativos en las principales áreas económicas, que sustentaron los movimientos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa (IED), parecieron ser el motor principal que impulsó las amplias fluctuaciones cambiarias generalizadas entre las principales monedas. Si bien las decisiones de política monetaria y los diferenciales entre tipos de interés también ejercieron cierta influencia sobre los tipos de cambio, dicho efecto se limitó principalmente a las expectativas de crecimiento. Esto contrasta visiblemente con la década de los 80 y con la mayor parte de los 90, cuando el dólar tendió a apreciarse al aumentar los diferenciales de tipo de interés en favor de Estados Unidos. El yen se debilitó a medida que el sector financiero japonés parecía volverse más vulnerable y las autoridades monetarias tuvieron dificultades para impulsar la demanda interna con sus tipos oficiales ya a cero.

En otros mercados de divisas, se mantuvo la fortaleza de la libra esterlina y del franco suizo, lo cual fue motivo de preocupación para los responsables de la política monetaria, como subraya la decisión del Banco Nacional Suizo de reducir su tipo de interés oficial en mayo de este año. La corona sueca se fue debilitando considerablemente hasta octubre de 2001, para recuperarse después tanto frente al euro como frente al dólar. El dólar canadiense cayó hasta alcanzar mínimos históricos aunque consiguió repuntar parcialmente, mientras que el dólar australiano y el dólar neozelandés se recuperaron respaldados por un sólido crecimiento interno.

En los países con economías de mercado emergentes, varias monedas se depreciaron aún más en relación con el dólar de Estados Unidos en un contexto de disminución de la demanda mundial. No obstante, la mayoría de los mercados de divisas se mantuvieron estables en líneas generales. Aunque durante el transcurso de 2001 el real brasileño y el rand sudafricano se vieron afectados por el pronunciado empeoramiento de la situación en Argentina, cuando estalló la crisis en diciembre, las repercusiones fueron limitadas. Esto reflejó, en parte, el hecho de que varias economías de mercado emergentes hubieran flexibilizado sus tipos de cambio en los últimos años, incluyendo en varios casos la adopción de objetivos de inflación como núcleo de sus políticas monetarias. Aunque se haya reducido o eliminado el papel del tipo de cambio

como objetivo oficial explícito, las consideraciones cambiarias siguen siendo fundamentales en la formulación de la política monetaria.

## El dólar, el yen y el euro

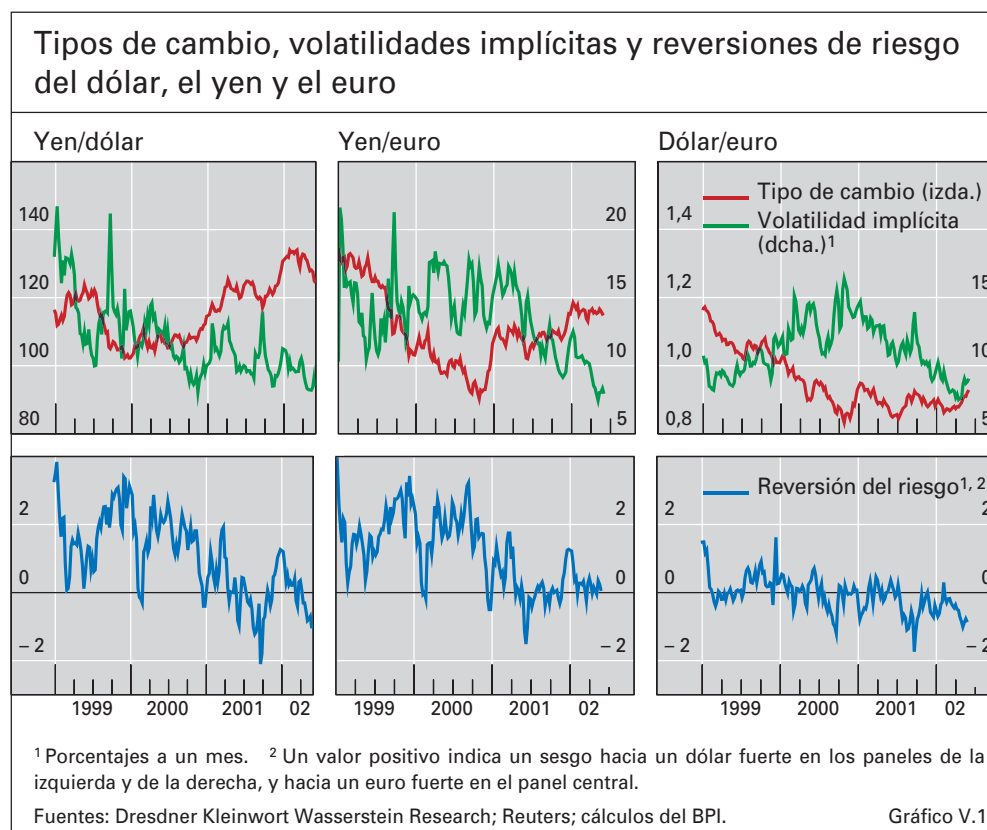
### *Acontecimientos clave*

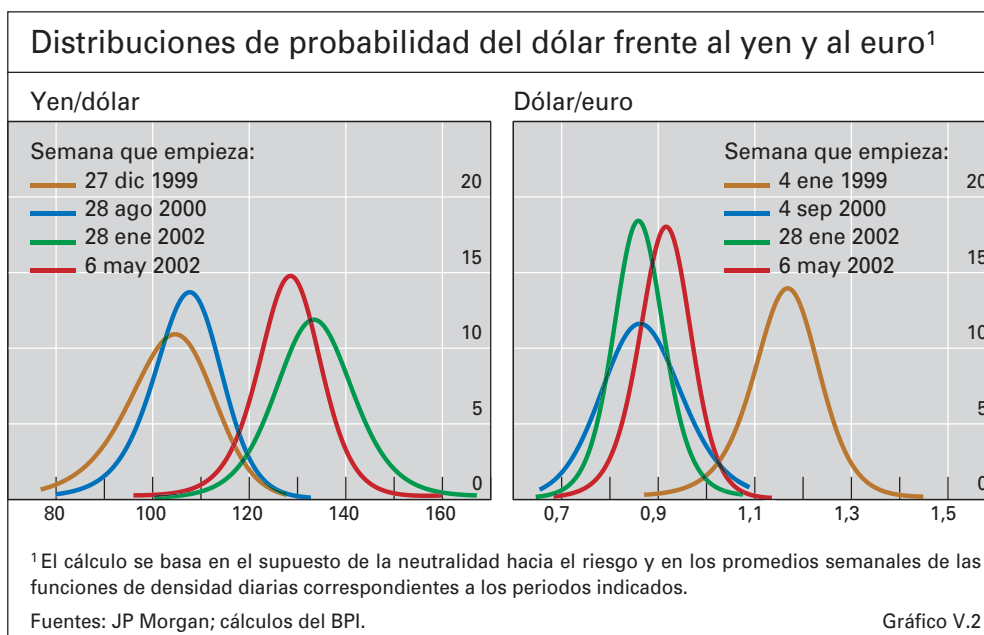
Fortaleza del dólar ...

La continua fortaleza del dólar fue un aspecto destacado de los mercados de divisas durante la mayoría del período examinado. Entre enero de 2001 y marzo de 2002, el dólar registró una apreciación de un 8% en términos efectivos nominales, alcanzando su nivel más alto desde el otoño de 1985. Los acontecimientos del 11 de septiembre ejercieron una presión bajista meramente transitoria sobre la divisa. Sin embargo, en abril y mayo de 2002, hubo indicios de que la fortaleza del dólar se diluía.

... debilidad del yen ...

En contraste con años anteriores, la debilidad del yen fue otra de las principales cuestiones en los mercados de divisas. En términos de su tipo de cambio efectivo nominal, el yen perdió alrededor de un 8% de su valor entre enero de 2001 y marzo de 2002. Si bien se había fortalecido en 1999 y había fluctuado en torno a la banda de 105–110 yenes por dólar durante la mayor parte de 2000, el yen registró una notoria depreciación en 2001 y a comienzos de 2002, alcanzando niveles de casi 135 yenes (véase el gráfico V.1). El yen también se depreció frente al euro, pasando de 108 a 118 yenes. La información que se desprende de las opciones yen/dólar a un mes indica una fractura destacable en el patrón de las expectativas del mercado acerca del yen entre 2000 y 2001. Durante el transcurso de 2000, las expectativas de los





operadores sobre los niveles yen/dólar a un mes fueron estables en líneas generales (véase el gráfico V.2). Lo mismo podía afirmarse de sus evaluaciones del equilibrio de riesgos entre un yen mucho más fuerte y un yen mucho más débil. Hacia el mes de marzo de 2002, la media prevista para la relación cambiaria yen/dólar había aumentado considerablemente y la opinión de los participantes en el mercado sobre el equilibrio de riesgos se había modificado, considerándose el yen mucho más débil. Sin embargo, en abril y mayo de 2002, el yen se recuperó un poco. Además, los precios de las opciones indicaban que la tendencia hacia un yen más débil era menos marcada.

El comportamiento del euro también cambió considerablemente en 2001. En términos efectivos nominales, el euro ganó aproximadamente un 6%. Durante la mayor parte de sus dos primeros años de existencia, el euro se había depreciado constantemente tanto frente al dólar como al yen, así como en términos efectivos nominales. Por el contrario, en 2001 y a comienzos de 2002, el euro se mantuvo bastante estable frente al dólar, (negociándose en una banda de entre 0,93 y 0,86 euros por dólar), y obtuvo una apreciación de aproximadamente un 5% frente al yen. La información basada en los precios de las opciones revela que las expectativas de los participantes en el mercado sobre la relación cambiaria dólar/euro a corto plazo se han mantenido relativamente estables desde 2000 y que, además, se ha reducido su varianza.

... y estabilidad del euro

#### *Perspectivas a corto y largo plazo*

Desde una perspectiva a corto plazo, al reanudarse el crecimiento estadounidense a partir del cuarto trimestre de 2001, la fortaleza del dólar favoreció la redistribución de la demanda agregada en las economías que crecían más lentamente. Por ejemplo, el debilitamiento del yen reforzó la demanda externa de productos japoneses, impulsó los beneficios empresariales e hizo aumentar el valor en yenes de los activos externos. Sin embargo, teniendo en cuenta la reducida magnitud de la depreciación y la

Efectos deseables a corto plazo de un dólar fuerte

limitada participación del comercio en la economía japonesa, cabe esperar un escaso efecto sobre la demanda. Si bien las monedas de los mercados emergentes no siguieron en general las fluctuaciones del dólar frente al yen o al euro tan de cerca como en el pasado, la fortaleza de la moneda estadounidense siguió preocupando en muchos países.

Estados Unidos salió de la reciente desaceleración con un déficit por cuenta corriente de aproximadamente un 4% del PIB. El consiguiente incremento adicional de las obligaciones externas de Estados Unidos ha vuelto a plantear la cuestión del sostenimiento a largo plazo de los niveles

Algunas preocupaciones desde una perspectiva a largo plazo

Reservas de divisas oficiales					
	1998	1999	2000	2001	Cantidades a finales del 2001
en miles de millones de dólares de EEUU					
Variaciones a tipos de cambio vigentes					
Total	27,0	140,0	149,5	100,4	2.021,5
Países industrializados	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
Estados Unidos	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Zona del euro	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Japón	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
China	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Filipinas	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Hong Kong RAE	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
India	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Malasia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Tailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
Taiwán, China	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
América Latina <sup>1</sup>	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brasil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Chile	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
México	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Europa central y oriental <sup>2</sup>	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Otros países	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
Variaciones a tipos de cambio constantes <sup>3</sup>					
Total	23,2	180,9	185,9	131,8	2.021,5
Reservas en dólares	51,3	146,4	111,7	79,1	1.517,1
Reservas en otras monedas	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

<sup>1</sup> Países mencionados, además de Colombia, Perú y Venezuela. <sup>2</sup> Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia.  
<sup>3</sup> Algunas cifras son estimaciones; valoradas a los tipos de cambio de finales de año.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro V.1

cambiaros actuales. Este problema adquirió mayor relevancia el año pasado por dos motivos. En primer lugar, los pagos netos por la posición inversora internacional de Estados Unidos, aun siendo sumamente reducidos en comparación con el producto interno, han ido aumentando continuamente en relación con las exportaciones estadounidenses, pasando de un 0,5% en 1998 a casi un 2% en 2001 (véase el capítulo II). En segundo lugar, aunque la financiación exterior fue más que suficiente para cubrir el déficit de la cuenta corriente estadounidense, su composición ha cambiado de tal forma que podría haber hecho al dólar más vulnerable a los cambios repentinos en la opinión de los inversionistas. Entre 2000 y 2001, el porcentaje de los flujos de inversión de cartera aumentó y se redujo drásticamente el de IED, debido principalmente a la actividad transatlántica de fusiones y adquisiciones. La parte del déficit estadounidense financiada con reservas oficiales en dólares (cada vez más invertidas en empresas patrocinadas por el Estado) se mantuvo constante en términos generales (véase el cuadro V.1).

En cualquier caso, es difícil evaluar la relación entre los niveles cambiarios actuales y los valores de equilibrio a largo plazo. Un método para estimar estos valores consiste en analizar las diferencias de precios de bienes y servicios entre países, según mediciones basadas en estimaciones de la paridad del poder adquisitivo (PPA). Un segundo método permite evaluar los tipos de cambio de equilibrio fundamentales a largo plazo, que son compatibles con los equilibrios interno (ahorro/inversión) y externo (cuenta corriente). Si bien las estimaciones tanto de la PPA como de los tipos de cambio de equilibrio fundamentales a largo plazo indican que, en los niveles actuales, el dólar está por encima de los valores de equilibrio a largo plazo y el euro por debajo, la magnitud de estas desviaciones varía considerablemente entre los diversos estudios empíricos y oscila entre un 5% y un 40%.

#### *Factores determinantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio*

Al igual que en años anteriores, las fluctuaciones generalizadas de las principales monedas podrían explicarse por las perspectivas a medio plazo de las principales áreas económicas. La continua fortaleza del dólar muestra que los participantes en el mercado consideraban que las perspectivas comparativas de crecimiento de la economía estadounidense a medio plazo eran inmunes a la desaceleración económica de los tres primeros trimestres de 2001. Sin embargo, hubo dos hechos dignos de mención que marcaron esta relación frente a años anteriores.

El papel de las perspectivas de crecimiento a medio plazo

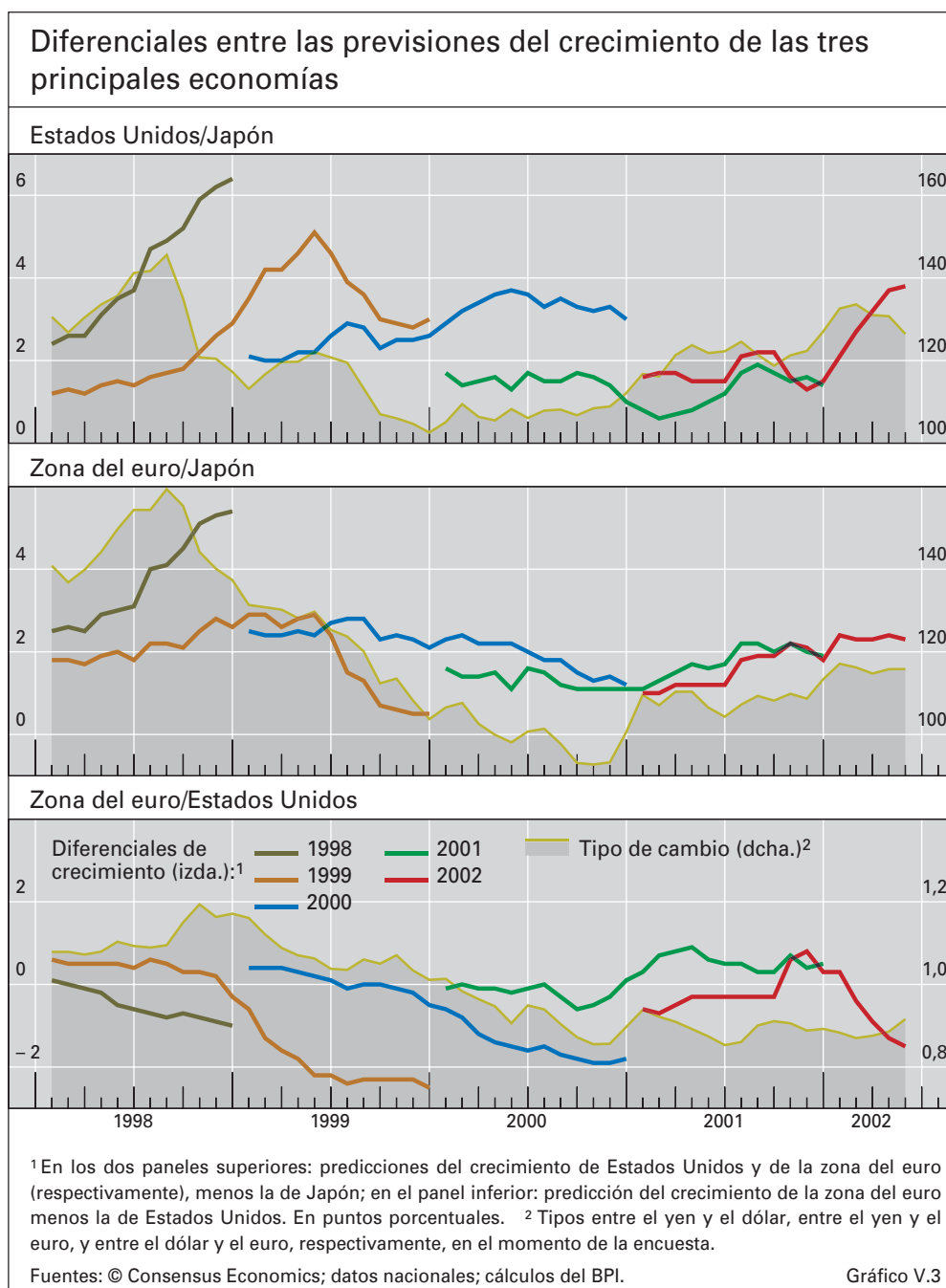
En primer lugar, si bien las condiciones económicas de Japón siguieron la misma tendencia, el comportamiento del yen fue diferente. Entre finales de 1998 y diciembre de 2000, el yen se había apreciado o se había mantenido estable frente al dólar, a pesar del empeoramiento de la situación cíclica en Japón. Por el contrario, a partir de entonces la debilidad del yen reflejó las continuas perspectivas económicas negativas. Es posible que la depreciación del yen esté relacionada con la política de drástica relajación de las condiciones monetarias adoptada por el Banco de Japón durante 2001 (véase el capítulo IV). Esta circunstancia coincidió también con las crecientes inquietudes acerca de la situación del sistema financiero japonés

El yen respondió de nuevo a factores cíclicos

y la aparente decepción de los participantes en el mercado ante la lentitud con la que avanzaban las reformas estructurales (véase el capítulo VI). La percepción de los mercados sobre el cambio de actitud de las autoridades japonesas con respecto al valor del yen podría haber tenido una influencia transitoria sobre la moneda, especialmente a finales de 2001.

En segundo lugar, se mantuvo la relación entre las perspectivas de crecimiento a medio plazo y las variaciones generalizadas del tipo de cambio entre el dólar y el euro, aunque cambió la situación económica subyacente. A diferencia de 1999 y 2000, cuando se preveía que el crecimiento a medio plazo en Estados Unidos superaría al de la zona del euro, en 2001 los participantes en el mercado consideraron que las dos áreas económicas evolucionaban de forma más similar. Siguiendo esta

La estabilidad del euro reflejó mayor similitud



percepción, el tipo de cambio entre el dólar y el euro fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha.

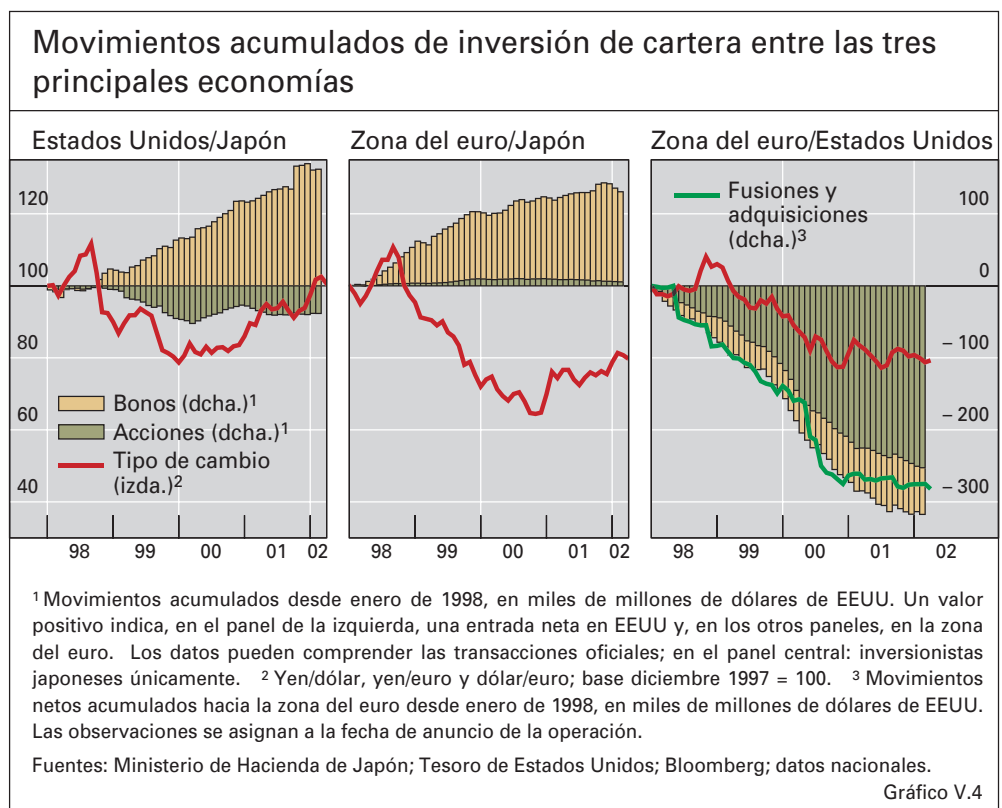
La relación entre las fluctuaciones cambiarias y las perspectivas de crecimiento a medio plazo queda reflejada también en el comportamiento de los pronósticos de crecimiento de uno a dos años, de los flujos de inversión de cartera y de IED y de los diferenciales de los tipos de interés.

La depreciación del yen, tanto frente al dólar como al euro, durante la mayor parte de 2001 refleja las revisiones realizadas por los agentes del mercado sobre las previsiones de los diferenciales de crecimiento de uno a dos años, que favorecieron claramente a Estados Unidos y a la zona del euro (véase el gráfico V.3). La relativa estabilidad del tipo de cambio entre el dólar y el euro parece sustentarse en un estrechamiento de los diferenciales de crecimiento previstos para el plazo mencionado entre las dos zonas monetarias.

Las perspectivas de crecimiento a medio plazo también se reflejaron en la dinámica de las inversiones de cartera y en los flujos de IED. Estos últimos tuvieron su principal origen en la actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas, que también siguieron las tendencias cambiarias generales. En 2001, los flujos de inversión de cartera, particularmente en bonos, volvieron a favorecer más a Estados Unidos y a la zona del euro que a Japón (véase el gráfico V.4). Al mismo tiempo, el ritmo de los flujos netos de inversión de cartera de la zona del euro hacia Estados Unidos se desaceleró visiblemente durante el transcurso del año, coincidiendo con la estabilización del euro frente al dólar tras su anterior tendencia negativa.

Las revisiones de los pronósticos de crecimiento reforzaron los movimientos del tipo de cambio

El papel de los flujos de inversión de cartera ...

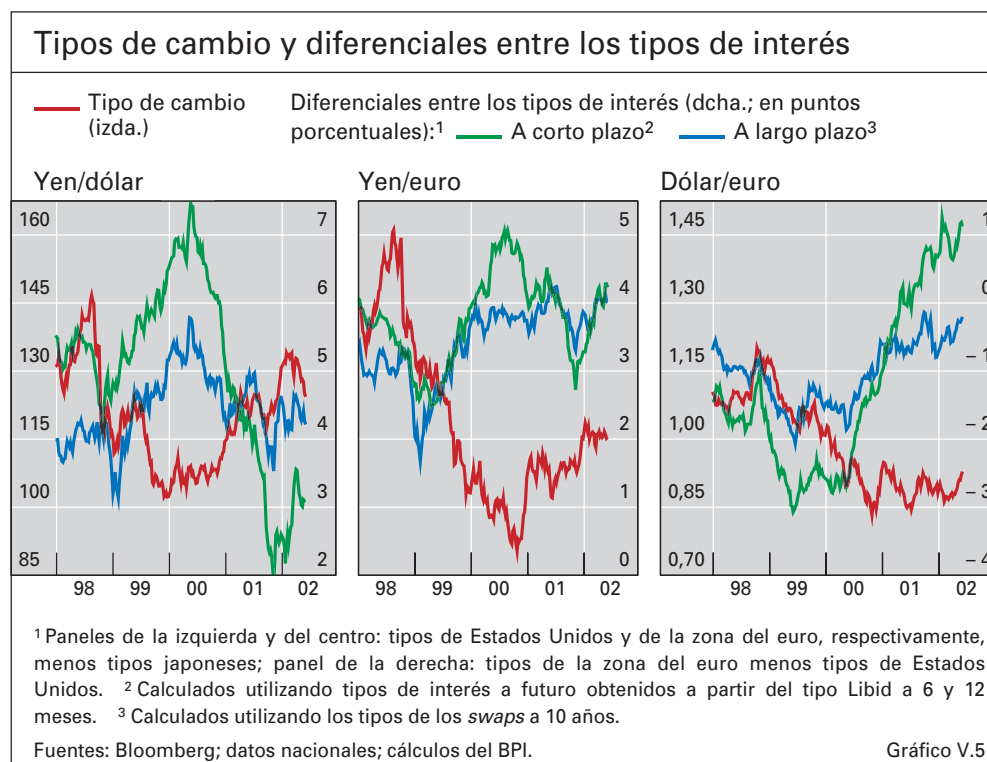


... y movimientos afines de fusiones y adquisiciones

Asimismo, la actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas, que en términos netos había favorecido a Estados Unidos en 1999 y en 2000, estuvo más equilibrada en 2001 y a comienzos de 2002 (véase el gráfico V.4). El análisis estadístico del efecto de las fusiones y adquisiciones sobre el tipo de cambio dólar/euro indica que los operadores reaccionaron al los anuncios de este tipo de acuerdos por considerarlos posiblemente un indicador de la solidez relativa de las expectativas de crecimiento en ambas economías. Asimismo, el hecho de que la actividad de fusiones y adquisiciones llegara a equilibrarse durante el transcurso de 2001 da pie a otra interpretación. Tal vez, las fuertes entradas de capital a Estados Unidos en años anteriores reflejaban un reajuste aislado de los niveles de capital relacionado con la creación de la Unión Monetaria Europea (UME), así como el deseo de grandes sociedades europeas de adquirir una dimensión internacional.

Los tipos de interés y los tipos de cambio se mantuvieron desligados

Siguiendo la pauta observada en 1999 y en 2000, y en claro contraste con la década de los 80 y con la mayor parte de los años 90, las decisiones de política monetaria y los diferenciales de tipos de interés pudieron haber influido en los tipos de cambio, principalmente a través de su efecto sobre las expectativas de crecimiento. De ahí que, como se ha descrito anteriormente, en respuesta a la percepción de un crecimiento más sólido en Estados Unidos que en Japón y en la zona del euro, el dólar se mantuviera fuerte, a pesar de un estrechamiento considerable de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo que favorecía a Estados Unidos en detrimento de Japón, y de la caída de los tipos de interés estadounidenses por debajo de los de la zona del euro por primera vez desde mediados de los años 90 (véase el gráfico V.5). Se observaron patrones similares





en los diferenciales de tipos de interés a largo plazo y en los tipos de cambio.

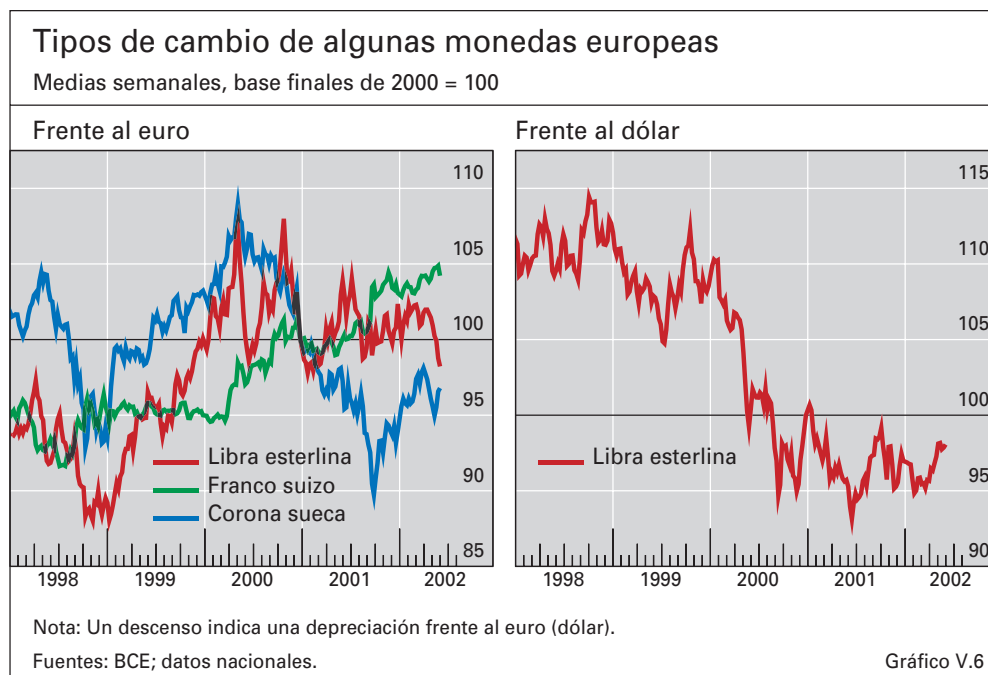
## Evolución de otros mercados de divisas

### Las monedas europeas

Durante el período examinado, la libra esterlina tendió a fortalecerse ligeramente frente al euro, mientras que fluctuó entre 0,67 y 0,71 libras por dólar (véase el gráfico V.6). Las amplias fluctuaciones de la libra parecieron congruentes con las expectativas de crecimiento y con los diferenciales de crecimiento de la productividad del Reino Unido, comparado con Estados Unidos por una parte y con la zona del euro por otra. Las deliberaciones sobre el ingreso del Reino Unido en la UME en un futuro cercano parecieron no afectar a la libra esterlina. Sin embargo, su continua fortaleza contribuyó al desequilibrio entre los sectores productores de bienes comerciables y no comerciables, lo que dificultó la labor de los responsables de la política monetaria del Reino Unido al empeorar las condiciones externas durante el transcurso de 2001 (véase el capítulo IV).

El franco suizo tendió en general a apreciarse frente al euro, lo que supone una ruptura de su tendencia a cotizar en una banda muy estrecha frente al euro que se había mantenido en los primeros 18 meses de unión monetaria. Tampoco siguió el patrón observado antes de la creación de la UME, cuando el franco suizo solía debilitarse frente al marco alemán cuando este último se depreciaba frente al dólar. Sin embargo, a principios de 2002 el franco suizo pareció recuperar su comportamiento habitual. En ocasiones, la divisa suiza pareció beneficiarse de los flujos en busca de refugio, y al igual que en el Reino Unido, la fortaleza de su

La fortaleza de la libra esterlina y del franco suizo fue motivo de preocupación entre las autoridades responsables de la política monetaria



moneda fue motivo de preocupación para las autoridades monetarias (véase el capítulo IV).

Las fluctuaciones de la corona sueca se debieron a varios factores

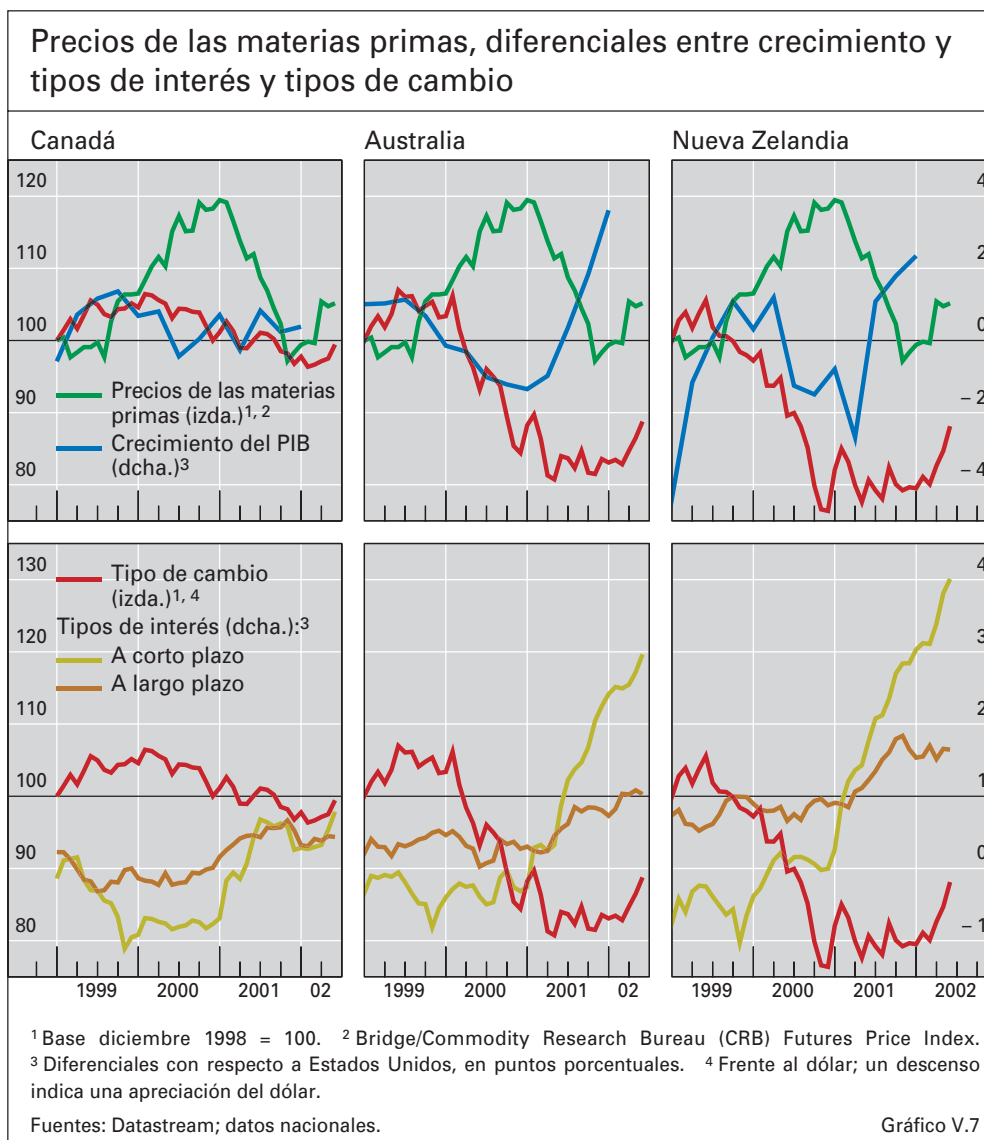
El comportamiento de la corona sueca cambió notoriamente durante el periodo examinado, debido a diversos factores. Hasta septiembre de 2001, continuó depreciándose acusadamente frente al euro y al dólar. La debilidad de la corona podría atribuirse a la caída del Nasdaq, dado que los operadores asignaron gran importancia a la posición dominante del sector de la alta tecnología en Suecia, y lógicamente, a la mayor incertidumbre en los mercados financieros mundiales. Otro factor podrían haber sido las considerables compras de activos externos que realizaron los inversionistas nacionales tras los cambios en la regulación de los fondos de pensiones promulgados en 2000, para permitir una mayor exposición en divisas. Este factor lo confirma indirectamente el *2001 Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* llevado a cabo por 48 bancos centrales y autoridades monetarias, publicado en 2001. A diferencia de la mayoría de países, el estudio indicó un notable incremento del volumen de transacciones en el mercado de divisas en Suecia entre abril de 1998 y abril de 2001. La aceleración de la caída de la corona motivó la intervención del Riksbank para sostener la moneda en junio de 2001. En octubre de 2001, la corona se recuperó gracias a la recuperación de la confianza en los mercados financieros mundiales y a la mejora de las condiciones económicas en Suecia. En abril de 2002, la corona había mejorado frente al euro en casi un 10%.

#### *Las monedas de otros países industrializados*

Diferentes tendencias

La tendencia a la depreciación del dólar australiano y del dólar neozelandés frente al dólar de Estados Unidos concluyó en un contexto de recuperación del crecimiento interno y de diferenciales de tipo de interés más favorables (véase el gráfico V.7). Por el contrario, el dólar canadiense siguió debilitándose durante la mayor parte del periodo examinado y alcanzó mínimos históricos en torno a 1,62 dólares canadienses por dólar de Estados Unidos en enero de 2002. Esta diferenciación respecto al dólar australiano y al dólar neozelandés se debe en parte a un crecimiento más moderado en Canadá. Es posible también que la depreciación frente al dólar de Estados Unidos refleje una mayor diversificación internacional por parte de los gestores de activos canadienses en respuesta a una relajación de las restricciones a la inversión. Al igual que en Suecia, este cambio podría explicar, al menos en parte, el inusual aumento del volumen de transacciones en el mercado de divisas nacional entre 1998 y 2001, como indica el citado estudio trienal de 2001.

Entre principios de 2000 y finales de 2001, no se mantuvo la tradicional correlación positiva entre los dólares australianos, canadienses y neozelandeses y los precios de las materias primas, lo que puede interpretarse como una mayor influencia de los mercados de divisas en el crecimiento interno. En 2000, las tres monedas se habían debilitado, descendiendo a mínimos históricos (o a un valor cercano a ellos), a pesar de que los precios de las materias primas subieron considerablemente. Asimismo, en los tres



primeros trimestres de 2001, la pronunciada caída de los precios de las materias primas, a consecuencia de la disminución de la demanda mundial, no hizo caer de nuevo a las monedas australiana y neozelandesa, aunque el dólar canadiense mantuvo su tendencia a debilitarse.

#### *Las monedas de los mercados emergentes*

Las tres características principales de los mercados de divisas en las economías emergentes durante el periodo examinado fueron el colapso del peso argentino hacia finales de año, la ausencia de contagio significativo de la crisis de Argentina a otros mercados de divisas y las significativas fluctuaciones mostradas por otras monedas, incluidos el real brasileño, el peso chileno, el rand sudafricano y la lira turca.

La crisis en Argentina, precedida por un periodo prolongado de presiones sobre el peso y sobre el sistema financiero nacional, estalló violentamente a finales de diciembre de 2001 (véase el capítulo III). El régimen de convertibilidad que había mantenido Argentina durante un decenio tocó a su fin el 6 de enero de 2002, en medio de una grave crisis económica y

Tres características principales

política. El 11 de febrero se decretó la flotación del peso y, hacia finales de mayo, la relación cambiaria era de casi 3,5 pesos por dólar, lo que suponía una caída de más del 70% con respecto al periodo previo a la devaluación (véase el gráfico V.8).

Contagio limitado de la crisis de Argentina ...

Aunque se registraron episodios de contagio a otros mercados de divisas, éstos fueron breves y de alcance limitado. Después de la infructuosa subasta de deuda pública en Argentina en julio de 2001, el peso chileno, el rand, el real y la lira turca sufrieron presiones de venta. El real y el peso chileno, que se habían depreciado durante la mayor parte de 2001, alcanzaron mínimos históricos, lo que llevó a los bancos centrales a intervenir en diversas ocasiones. Sin embargo, ambas monedas se recuperaron hacia finales de año, y se debilitaron durante apenas unos días después del



colapso del peso argentino. El peso mexicano mantuvo una posición sólida durante la mayor parte del periodo examinado, y tan sólo se debilitó ligeramente a comienzos de 2001. El descenso del rand, impulsado principalmente por factores internos y por las inquietudes de los inversionistas internacionales sobre la inestabilidad política de la vecina Zimbabwe, se aceleró cuando empeoraron las condiciones en Argentina en el mes de julio. No obstante, la moneda se recuperó de forma espectacular a finales de 2001, precisamente cuando se agudizaba la crisis argentina. En Asia, no se produjo ningún contagio significativo.

Los efectos inmediatos de la devaluación argentina pueden haber quedado limitados por varios motivos. En primer lugar, durante los últimos años se ha observado una tendencia generalizada en estos países hacia políticas de tipos de cambio más flexibles (véase más adelante). Las monedas han tendido a fluctuar más libremente y se han adoptado nuevos marcos de política monetaria para anclar la inflación, y es posible que esta evolución haya aumentado la capacidad de recuperación de los mercados de divisas. En segundo lugar, hacía tiempo que los agentes del mercado anticipaban la crisis argentina. En tercer lugar, la menor tolerancia al riesgo que ha caracterizado a los mercados de divisas desde 1998 puede haberse debido a una contracción de las posiciones especulativas apalancadas contra las monedas de los mercados emergentes. En líneas generales, parece que los bancos han reducido sus operaciones exclusivas, mientras que los principales agentes de alto apalancamiento, como los fondos de cobertura, parecen haberse retirado masivamente de los mercados de divisas a raíz de los problemas de 1998, como indica la considerable disminución del volumen de transacciones en los mercados de divisas tradicionales entre abril de 1998 y abril de 2001, recogida en el estudio trienal de 2001 anteriormente citado. Finalmente, los inversionistas internacionales podrían haber mejorado su capacidad para distinguir entre los diferentes mercados emergentes (véase el capítulo VI).

... por diversos motivos

## Prácticas de control cambiario en las economías de mercado emergentes

En los últimos años, varias economías emergentes se han ido acercando hacia una mayor flexibilidad de sus políticas cambiarias, por lo que la relación cambiaria ha tendido a desempeñar un papel menos relevante como punto de anclaje para la política monetaria. Al mismo tiempo, se ha observado una tendencia hacia la adopción de objetivos más explícitos de inflación, aumentando el número de países que utilizan o aspiran a utilizar sistemas integrales de objetivos de inflación. Antes de la crisis asiática de 1997–98, sólo tres países con economías de mercado emergentes habían adoptado objetivos explícitos de inflación, lo que representaba, en conjunto, menos del 1% del PIB mundial. Hacia mayo de 2002, el número de países con objetivos de inflación ascendía a 12, con una producción total del 8% del PIB mundial. Si bien el papel que desempeña el tipo de cambio como ancla nominal o como objetivo de política *explícito* se ha reducido o eliminado, el tipo de cambio

Mayor flexibilidad, pero el tipo de cambio conserva su importancia

sigue siendo pertinente para la política económica. Basándose en lo anterior, la siguiente sección analiza la evolución de las prácticas de control cambiario a la luz de la evolución del tipo de cambio durante los dos últimos años.

*La evolución de las prácticas de control cambiario*

Dos indicadores apuntan a que existe una tendencia generalizada hacia una mayor flexibilidad del tipo de cambio en las economías emergentes desde la crisis asiática. En primer lugar, la volatilidad frente a la principal moneda de referencia (normalmente el dólar de Estados Unidos) 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 (véase el cuadro V.2). Valgan como ejemplo los aumentos de volatilidad de los tipos de cambio del peso filipino, el baht tailandés y el real brasileño. En segundo lugar, la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar ha

Volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés <sup>1</sup>								
	Volatilidad de los tipos de cambio				Volatilidad de los tipos de interés <sup>2</sup>		Relación <sup>3</sup>	
	Bilateral <sup>4</sup>		Efectivo <sup>5</sup>		1995-96	jul 1999-abr 2002	1995-96	jul 1999-abr 2002
	1995-96	jul 1999-abr 2002	1995-96	jul 1999-abr 2002				
Corea	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Filipinas	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Hong Kong RAE	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonesia	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Singapur	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Tailandia	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Taiwán, China	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Argentina	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brasil	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Chile	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
México	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Hungría	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Polonia	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
República Checa	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Sudáfrica	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
Estados Unidos	-	-	4,5	4,3	5,8	19,3	-	-
Japón	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Zona del euro	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Reino Unido	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Canadá	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Suecia	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Suiza	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Nueva Zelandia	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

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

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro V.2

aumentado más rápidamente que la de los tipos de cambio efectivos nominales. Esto indica que, si bien el dólar en Asia y en América Latina y el euro en Europa central siguen desempeñando un papel importante, el énfasis de la política económica monetaria parece haberse desplazado de los tipos de cambio bilaterales a los efectivos.

No obstante, aunque haya aumentado la volatilidad de los tipos de cambio, éstos continúan siendo fundamentales para la política económica de los países emergentes de mercado. Así lo demuestra la reducida volatilidad de los últimos años, tanto en términos absolutos como con relación a las principales monedas (véase el cuadro V.2).

### *La importancia de los tipos de cambio*

Hay varias razones que explican la importancia que podría tener el tipo de cambio para las autoridades monetarias, sobre todo en las economías emergentes. Aunque su repercusión en los precios a través del comercio y de las expectativas puede ser el motivo de preocupación más directo, no hay que perder de vista su impacto sobre la competitividad externa, la estabilidad financiera de la economía y el funcionamiento de los mercados de divisas.

Los mercados emergentes son vulnerables por cuatro razones principales

Los tipos de cambio pueden influir en la inflación a través de los precios (tanto de los bienes finales comerciables como de los bienes intermedios importados) y a través de su impacto sobre las expectativas de inflación. Frente a los países industrializados, las economías de mercado emergentes parecen más vulnerables al impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre la inflación, en la medida en que son más abiertas y tienen un historial de mayor inflación.

Las fluctuaciones del tipo de cambio pueden afectar a la inflación

Las diferencias de volatilidad pueden ser significativas incluso entre países emergentes. Hay datos que apuntan a que en el pasado, la transmisión del tipo de cambio ha sido más sólida en América Latina que en Asia (véase el cuadro V.3). Aunque está claro que hay factores como las estructuras sociales, políticas y económicas de los países que afectan a la correlación entre inflación y tipo de cambio, el historial de inflación merece especial atención. Los tipos de cambio normalmente afectan más a los precios en los países latinoamericanos que han soportado altas tasas de inflación en el pasado y en aquellos donde las expectativas tienen gran importancia. Por el contrario, los países de Asia oriental suelen registrar menores niveles de inflación y, en términos relativos, un menor nivel de transmisión.

No obstante, en los últimos años, han aparecido indicios de una disminución de la transmisión de los tipos de cambio a los precios, tanto en países de mercados emergentes como industrializados. Un ejemplo claro es la escasa subida de la inflación tras la devaluación del real brasileño a principios de 1999. Entre las explicaciones posibles se pueden incluir las expectativas de moderación de precios y salarios derivadas de políticas de estabilización creíbles, la mejora de la competitividad interna gracias a las reformas estructurales y el mayor grado de integración de las economías emergentes en la economía mundial. Esta evolución coincide con la menor importancia

Aunque la transmisión ha disminuido ...

... sigue siendo motivo de preocupación

asignada al historial inflacionario en los últimos años. Sin embargo, una menor influencia del tipo de cambio en los precios no debe conducir a la autocomplacencia, ya que las oscilaciones en los tipos de cambio siguen influyendo en los precios. Las caídas significativas del rand y del real en 2001 estuvieron acompañadas de importantes aumentos de la inflación. Además, en Turquía y Argentina, la inflación se disparó tras el colapso de sus monedas nacionales.

Los cambios en la competitividad externa son también un problema ...

Las tendencias adversas de los tipos de cambio pueden afectar a la competitividad externa de la economía, lo cual podría incidir en la balanza de pagos, el crecimiento y, a largo plazo, en los incentivos a la inversión. Este hecho reviste especial importancia en los países emergentes, ya que suelen ser economías relativamente abiertas. Por ejemplo, el rápido descenso del yen a finales de 2000 y en 2001 levantó serias dudas sobre la competitividad coreana, puesto que sus exportaciones tienen un perfil sectorial semejante al de las exportaciones japonesas.

... al igual que la inestabilidad financiera ...

La experiencia demuestra inequívocamente que periodos prolongados de apreciación y sobrevaloración reales también pueden socavar la estabilidad financiera, especialmente en países con economías emergentes. El tipo de cambio puede afectar a la estabilidad financiera a través de distintos canales. En primer lugar, la tendencia a la apreciación en términos reales de las monedas nacionales puede ir acompañada de grandes

Apertura, transferencia, inflación y activos externos de los bancos centrales						
	Apertura <sup>1</sup>	Transferencia <sup>2</sup>		Inflación <sup>3</sup>	Activos extranjeros de los bancos centrales <sup>4</sup>	
		Un trimestre	Un año		en porcentaje del activo total	en porcentaje de la base monetaria
Brasil	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Chile	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
México	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Corea	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Indonesia	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Tailandia	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Hungría	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Polonia	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
República Checa	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Israel	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Sudáfrica	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Australia	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Canadá	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Nueva Zelandia	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Reino Unido	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2
Suecia	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5

<sup>1</sup> Comercio como porcentaje del PIB; media de 1990-99. <sup>2</sup> 1979-2000. <sup>3</sup> Inflación de precios de consumo, variación porcentual anual media durante el periodo de 1990-99. <sup>4</sup> Para México e Israel, finales de noviembre de 2001; para el resto de países, finales de diciembre de 2001.

Fuentes: E.U. Choudhri y D.S. Hakura, "Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?", *Documento de trabajo del FMI 01/194*, diciembre 2001; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.3



entradas de capital, rápida expansión del crédito y un incremento insostenible de los precios de los activos. La consiguiente expansión excesiva del sistema financiero nacional puede hacer que la economía se vuelva vulnerable a una desaceleración o a un cambio de tendencia de estos flujos. En segundo lugar, un régimen de tipo de cambio excesivamente rígido puede prolongar la debilidad de la economía, y contribuir a la acumulación de deuda externa y a la vulnerabilidad financiera de forma más general, especialmente frente a factores negativos externos como la evolución adversa de las relaciones de intercambio. En último lugar, y no menos importante, en ambos casos los desajustes de divisas en los balances pueden, en gran medida, acentuar la fragilidad de la economía en el caso de que se produzcan profundos ajustes del tipo de cambio nominal y aumentar las probabilidades de que ocurra una crisis. Cuando el propio sistema bancario presenta desajustes, el peligro para la solvencia de los bancos es obvio. Sin embargo, hay riesgos igualmente elevados cuando existen desajustes en la situación patrimonial de los propios clientes de los bancos. Tales riesgos se pueden acrecentar debido a deficiencias más generales en la estructura financiera, como sistemas endeblados de supervisión, prácticas inadecuadas en la gestión de los riesgos e insuficiencia de capital. Todas las crisis financieras de los últimos años en los países con economías emergentes han compartido ciertas de estas similitudes, desde Asia oriental hasta Argentina.

Liquidez en el mercado de divisas		
	Volumen de transacciones <sup>1</sup> en relación con el PIB	Diferencial entre precios de compra y venta como porcentaje del tipo medio
	2001 T1	Abril 2001
Brasil	2,0	0,045
Chile	8,2	0,034
México	3,8	0,052
Corea	4,7	0,125
Indonesia	1,0	0,407
Tailandia	3,2	0,067
Hungría	0,9	0,060
Polonia	8,0	0,149
República Checa	6,7	0,058
Israel	1,7	0,094
Sudáfrica	17,1	0,069
Australia	19,1	0,048
Canadá	9,2	0,024
Nueva Zelanda	14,4	0,085
Reino Unido	22,2	0,037
Suecia	16,7	0,026

<sup>1</sup> Media diaria de abril de 2001 de la moneda local frente al resto de divisas, previa deducción de la cuenta doble entre corredores.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; BPI. Cuadro V.4

... y el funcionamiento y evolución del mercado de divisas

En las economías emergentes con pequeños mercados de divisas, la alta volatilidad cambiaria puede contribuir a crear condiciones de mercado desordenadas y con falta de liquidez, caracterizadas por amplios y “escalonados” diferenciales entre el precio de compra y el de venta. Los mercados de divisas con escasa liquidez también pueden sufrir la ausencia de riesgo bidireccional. Así, las expectativas pueden generar una dinámica de mercado con tendencia a exagerar las fluctuaciones cambiarias, y a más largo plazo, el desorden podría impedir la evolución del mercado.

Dos datos indirectos indican que en la mayoría de las economías emergentes, los mercados de divisas han sido tradicionalmente menos líquidos que en los países industrializados. En primer lugar, aunque en la década de los 90 se registró un rápido crecimiento de los mercados de divisas en economías emergentes, en la mayoría de los casos éstos siguen siendo relativamente pequeños (véase el cuadro V.4). Una notable excepción es Sudáfrica, donde el volumen de transacciones en porcentaje del producto es similar al de los países industrializados. En segundo lugar, los diferenciales entre el precio de compra y de venta en los mercados emergentes son menos uniformes y, en general, son mayores que los de las economías industrializadas, lo que señala una mayor susceptibilidad frente a la retirada repentina de liquidez.

### Las respuestas de política monetaria en las economías emergentes

La inquietud en torno a los tipos de cambio plantea posibles dilemas de política monetaria

Al decidir la respuesta frente a una evolución indeseada del tipo de cambio, pueden surgir tensiones entre los diferentes objetivos de la política monetaria. La posibilidad de que surjan dichos dilemas puede ser más evidente en regímenes con objetivos de inflación, ya que uno de los objetivos (a saber, la inflación) está muy identificado, y la política monetaria es el instrumento específico para su consecución. En general, las autoridades monetarias tienen a su disposición una amplia gama de instrumentos, y además de la política monetaria, la intervención oficial es una posible alternativa para resolver los problemas de tipo de cambio. En circunstancias especiales, los controles de capital también se han considerado una opción viable, aunque su uso conlleva ciertos costes y limitaciones.

La experiencia de los últimos dos años de varios países que tienen (o aspiran a tener) sistemas de objetivos de inflación ilustra cómo la utilización flexible de los instrumentos de política monetaria puede ayudar a contrarrestar el impacto de los movimientos del tipo de cambio, al tiempo que permite perseguir los objetivos de inflación. Sin embargo, en ocasiones, no es fácil distinguir entre la reacción frente al tipo de cambio dentro de los límites de los objetivos de inflación y la gestión del tipo de cambio como meta en sí misma. Las autoridades monetarias deben explicar al público la diferencia, si la hay, entre los dos tipos de medidas, y justificar las políticas adoptadas.

#### *La política monetaria*

Un cambio en la orientación de la política monetaria es normalmente el instrumento principal para responder a las inquietudes inflacionarias

asociadas a fluctuaciones cambiarias. Por ejemplo, cuando la inflación en Brasil comenzó a subir por encima del objetivo hacia marzo de 2001 (durante una acelerada depreciación y un incremento de la volatilidad de la moneda), el banco central revertió su política de relajación monetaria (véase el gráfico V.9), aumentó considerablemente el tipo de interés y mantuvo una postura restrictiva hasta principios de 2002. También se observaron otras respuestas de la política monetaria frente a la amenaza inflacionaria relacionada con episodios de debilidad de la moneda en países como Sudáfrica (a finales de 2000 y comienzos de 2002), Israel (a comienzos de 2002) e Indonesia (en 2000). La tendencia general a la apreciación del zloty polaco coincidió con una disminución de la inflación por debajo de la banda fijada para 2001, lo que llevó al banco central a relajar su política durante la mayor parte del año.

La política monetaria respondió a preocupaciones inflacionarias relacionadas con el tipo de cambio ...

En algunos casos, se modificó la política monetaria aun cuando el objetivo de inflación no estaba amenazado directamente por las variaciones del tipo de cambio, al tenerse en cuenta otras consideraciones relacionadas con este último que también parecían influir. Por ejemplo, el banco nacional checo reanudó la relajación de su política monetaria a comienzos de 2001, aun cuando la inflación había vuelto a subir hasta alcanzar los niveles previstos, en un entorno de desaceleración del crecimiento, una posición todavía fuerte de la corona y un amplio déficit comercial. En Tailandia, después de que el baht recuperara su fortaleza en el segundo semestre de 2001, el banco central comenzó a reducir los tipos de interés a fin de año, en vista de la preocupación suscitada por la debilidad de la demanda de exportación y del crecimiento. A principios de 2002, la política monetaria se relajó aún más, para facilitar, entre otras cosas, ajustes en el tipo de cambio que no perjudicaran a los exportadores. En estos casos, la atención que prestaron las autoridades monetarias a factores distintos de la inflación se dio a conocer al público a través de la declaración oficial que acompaña a cada decisión monetaria, la publicación de las actas de las reuniones de política monetaria o un informe sobre la inflación, entre otros.

... y a veces a otras no inflacionarias

El marco operativo de la política monetaria tiene implicaciones para el margen de maniobra de los bancos centrales ante movimientos adversos del tipo de cambio. Si se emplea un tipo de interés del mercado monetario a más largo plazo como principal tipo de interés oficial (como es el caso de Polonia, la República Checa y Tailandia), se crea relativamente más libertad para dejar fluctuar el tipo de interés a un día, para responder a las presiones especulativas a corto plazo sobre el tipo de cambio. Sin embargo, si el tipo de interés oficial es el tipo a un día (como en Brasil, Chile y Corea), puede resultar difícil dejar que el tipo de interés de mercado se desvíe constantemente del tipo de interés objetivo oficial sin que esto se perciba como una desviación de la línea de conducta de la política monetaria oficial.

La elección del tipo oficial puede afectar al margen de maniobra

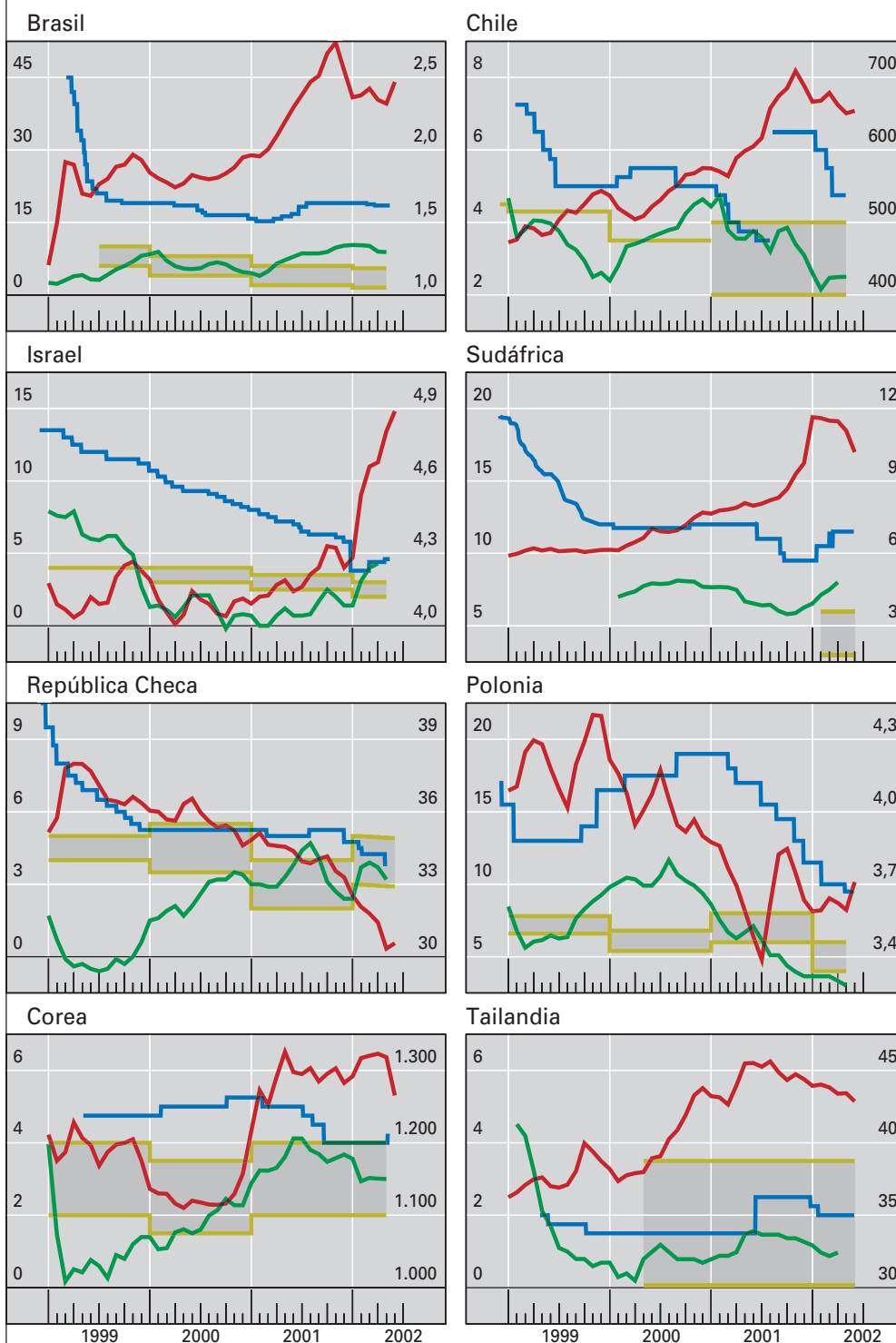
#### *La intervención en el mercado de divisas*

La intervención oficial puede utilizarse, a modo de refuerzo o como alternativa, cuando se considere injustificado un cambio inmediato de política monetaria. La intervención ataja directamente las preocupaciones cambiarias y puede mostrar la opinión de las autoridades monetarias sobre el origen

Respuesta mediante otros instrumentos tales como ...

## Objetivos de inflación, tipos oficiales y tipos de cambio

— Inflación (izda.)<sup>1</sup>
— Tipo de interés oficial (izda.)<sup>2</sup>  
— Objetivo de inflación (izda.)
 — Tipo de cambio (dcha.)<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Sudáfrica, IPC-X (IPC excluido el coste de los intereses hipotecarios); República Checa, inflación general (antes de 2002, inflación neta); Corea, IPC subyacente (antes de 2000, IPC general); Tailandia, IPC subyacente; los demás países, IPC general. <sup>2</sup> Brasil, tipo objetivo Selic; Chile, tipo nominal a un día (antes de agosto 2001, tipo real); Israel, tipo base; Sudáfrica, tipo *repo*; República Checa, tipo *repo* a dos semanas; Polonia, tipo *repo* a 28 días; Corea, tipo de descuento a un día; Tailandia, tipo *repo* a 14 días. <sup>3</sup> Moneda local por dólar de EEUU; República Checa y Polonia, frente al euro; medias mensuales.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Gráfico V.9

del problema. Las intervenciones verbales y las esterilizadas han sido utilizadas profusamente durante los últimos años, tanto por parte de las economías emergentes con objetivos de inflación como por algunas economías industrializadas, como Australia y Suecia. Estas intervenciones se consideraron un complemento de su estrategia de objetivos de inflación o una respuesta a problemas específicos. Aunque también existe la posibilidad de que se produzcan intervenciones no esterilizadas, su efecto equivale al de un cambio en la política monetaria aplicada en el mercado de divisas y, como tal, no incrementa la capacidad de maniobra de los bancos centrales.

La intervención verbal puede emplearse para comunicar la evaluación de la situación que hacen las autoridades monetarias y para señalar sus intenciones. Por ejemplo, en vista de la persistente fortaleza de la corona en los últimos años, el banco central checo ha expresado públicamente su disposición a considerar la opción de una intervención. Los anuncios previos de operaciones de intervención en Brasil y Chile en 2001 pueden interpretarse también como un tipo de intervención verbal.

... intervención verbal ...

Una intervención esterilizada, ya sea cierta o percibida, puede igualmente dar una idea de la opinión de las autoridades monetarias sobre la orientación presente y futura de la política monetaria. Por ejemplo, la República Checa consideró que la inflación se mantenía en líneas generales dentro de los límites previstos, por lo que empleó una intervención abierta en 2000 en lugar de cambiar el tipo de interés, a fin de contrarrestar la fortaleza de la corona. En Chile, frente a la rápida caída del peso en 2001, se adoptaron medidas similares. En ambos casos, dichas intervenciones parecieron confirmar la percepción positiva de la orientación vigente de la política monetaria, además de expresar la preocupación acerca de la evolución del tipo de cambio. Por el contrario, las ventas de dólares lanzadas en Brasil en 2001 sirvieron para evitar una excesiva restricción monetaria, dado que la desaceleración del crecimiento y la amenaza de un aumento de la carga del servicio de la deuda hacían poco recomendables más aumentos del tipo de interés. La distribución temporal de las compras oficiales de dólares en Tailandia a finales de 2001 parecía presagiar las reducciones posteriores del tipo de interés.

... e intervención esterilizada ...

Algunos de los canales de influencia de las intervenciones esterilizadas podrían funcionar mejor para los mercados emergentes que para las principales monedas negociadas, ya que la intervención, al alterar la oferta relativa de activos en moneda nacional y en divisas, puede influir directamente sobre el tipo de cambio. Este *efecto de cartera* podría resultar relativamente más profundo en los mercados emergentes, especialmente en Asia oriental, donde las reservas de divisas de los bancos centrales son bastante significativas en relación con el volumen de transacciones de los mercados de divisas locales y con la masa monetaria nacional (véase el cuadro V.3). Asimismo, el banco central, como creador de mercado, puede contribuir a restringir la dinámica de autofortalecimiento del mercado y restituir una percepción de riesgo bidireccional. Este *efecto de liquidez* puede resultar especialmente importante en mercados emergentes con bajo volumen de negociación. Los esfuerzos de los bancos centrales brasileño y chileno en 2001, dirigidos a proporcionar bonos denominados en dólares y

reservas con el fin de facilitar el funcionamiento del mercado, son dos claros ejemplos de esta alternativa.

... pero se han utilizado menos las intervenciones en el mercado a plazo

En cuanto al segmento específico de mercado sobre el que se lleva a cabo la intervención oficial, parece que ha habido cambios en los últimos años. En el pasado, algunos bancos centrales recurrieron a los mercados a plazo y a las intervenciones fuera de balance. El uso de operaciones a plazo, a pesar de no estar restringido por el balance, parece haber disminuido, debido en parte a las considerables pérdidas sufridas en este tipo de posiciones durante las crisis monetarias de la década de los 90, así como a la mayor importancia otorgada recientemente a la responsabilidad y a la transparencia. El esfuerzo actual de Sudáfrica para cerrar sus posiciones a plazo es todo un ejemplo.

El equilibrio entre los beneficios y los costes

A pesar de la utilidad que tienen las intervenciones como herramienta alternativa, deben sopesarse sus ventajas y sus posibles costes y limitaciones. Puede que la intervención no sea siempre efectiva para influir en el tipo de cambio, a lo que hay que sumar que una supresión excesiva de la volatilidad podría dificultar el crecimiento de la capacidad de creación de mercados privados. Una analogía es el mercado interbancario interno, donde se considera que una menor participación de los bancos centrales para suavizar la volatilidad del tipo de interés puede favorecer el desarrollo. Otro posible coste es que, en la medida en que la intervención se considere como una muestra de los objetivos y preferencias de las autoridades monetarias, existe el riesgo de que se malinterprete el mensaje. Esto podría, a su vez, minar la eficacia de las medidas de política monetaria adoptadas. En estos casos sería beneficioso realizar un esfuerzo para comunicar al público la actitud oficial ante la intervención. Por ejemplo, a la luz de su experiencia intervencionista en 2001, el banco central sueco emitió un documento a comienzos de 2002 para aclarar sus procedimientos en su intervención en el mercado de divisas.

### *Controles de capital*

Los controles de capital siguen siendo una opción de política monetaria en algunos casos ...

Si bien se descarta a menudo la introducción o el endurecimiento de los controles de capital en las consideraciones de regímenes cambiarios y monetarios, en la práctica continúa siendo una opción de política para algunas economías emergentes. Últimamente, la experiencia ha demostrado que en algunos casos, cuando los controles de capital se diseñan y aplican debidamente, pueden ser útiles para apoyar la aplicación de otras políticas o para proteger a la economía de los aspectos desestabilizadores de los flujos de capital.

El coeficiente de reservas mínimas no remuneradas de Chile en la década de los 90 es un buen ejemplo. Al reducir el efecto de una política monetaria restrictiva sobre el tipo de cambio, este coeficiente ayudó a conciliar las necesidades contrapuestas de los objetivos externos e internos de la economía. Además, contribuyó a contener la volatilidad del tipo de cambio desincentivando los flujos de entrada a corto plazo, favoreciendo así las inversiones a largo plazo. Se considera que dicho coeficiente contribuyó positivamente a la transición de la economía chilena hacia la flexibilidad cambiaria y hacia una liberalización completa de la cuenta de capital.

La imposición de controles a las salidas de capital en Malasia en 1998 estuvo acompañada por la introducción de un tipo de cambio fijo. Sin embargo, también se han empleado controles de capital en otros lugares, en un contexto de regímenes cambiarios flexibles durante episodios de evolución adversa del tipo de cambio. Así por ejemplo, Indonesia y Tailandia además de recurrir a la intervención (y al aumento del tipo de interés en el caso de Indonesia), intentaron restringir las ventas a corto plazo limitando el acceso de otros países a sus respectivas monedas, dadas las presiones de depreciación a las que estuvieron expuestas en 2000. Tailandia relajó posteriormente algunas de las restricciones a comienzos de 2002, a medida que el baht recuperaba su fortaleza.

También se han aplicado controles como última opción, cuando tanto el uso de la política monetaria como la intervención oficial se ven restringidos de algún modo. Por ejemplo, en respuesta a la aceleración de la depreciación del rand, las autoridades sudafricanas endurecieron los controles cambiarios a finales de 2001. En ese momento, las presiones inflacionarias no parecían suficientes como para justificar la restricción monetaria, mientras que la intervención tampoco era factible, debido a los bajos niveles de reservas de divisas y al compromiso de reducir las posiciones a plazo.

Como en el caso de las intervenciones oficiales, el uso de controles de capital tiene costes y limitaciones. Su imposición efectiva suele conllevar costes administrativos, y las restricciones pueden fallar a la hora de distinguir entre inversiones ventajosas y flujos que lo son menos. Además, la opinión negativa de los inversionistas sobre los controles de capital puede limitar, aún más, el acceso del país a los mercados internacionales de capital. Las medidas intervencionistas pueden dañar la evolución financiera y no constituyen en modo alguno un sustituto del avance en las reformas a nivel macro y microeconómico.

Para concluir, la mayoría de mercados emergentes estudiados todavía se encuentra en etapas relativamente tempranas de ajuste a un entorno de mayor flexibilidad del tipo de cambio. Debido a características estructurales y en algunos casos, a la necesidad de recuperarse de crisis recientes, las economías de estos países tienden a ser más vulnerables que las de los países industrializados frente a las repercusiones inflacionarias, de crecimiento y financieras que conllevan las fluctuaciones cambiarias. Por ello, al menos a corto plazo, es probable que estas fluctuaciones sigan siendo un factor más determinante para la formulación de la política monetaria en las economías emergentes. La credibilidad de los regímenes monetarios dependerá sobre todo de la capacidad de comunicar eficazmente las intenciones de la política monetaria con respecto al papel del tipo de cambio. A más largo plazo, sin embargo, los esfuerzos para reducir algunas de las vulnerabilidades inherentes, como los mercados de divisas subdesarrollados, deberían reducir las preocupaciones relacionadas con las fluctuaciones del tipo de cambio.

... pero también tienen sus limitaciones

Las preocupaciones cambiarias no desaparecerán ...

... pero podrían disminuir al reducirse las vulnerabilidades