

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

El debilitamiento del dólar estadounidense fue la característica más destacada de los principales mercados de divisas en 2002 y a principios de 2003. El dólar se depreció sobre todo con respecto al euro y en menor medida frente al yen, pero también fue perdiendo valor frente a un creciente número de monedas. Aparentemente, los diferenciales de los tipos de interés reaparecieron como un factor importante a la hora de determinar la evolución de los tipos de cambio, en un entorno dominado por unas perspectivas de crecimiento decepcionantes y por el continuo descenso de los precios de la renta variable. La ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense y los cambios en la composición de su financiación también pasaron a un primer plano, lo que sugiere la existencia de una creciente prima de riesgo sobre los activos estadounidenses.

Un estudio empírico de las correcciones de la cuenta corriente en un amplio número de países industrializados desde 1973 revela que estos ajustes estuvieron asociados a un crecimiento interno más lento y a depreciaciones de divisa que apenas resultaron reducidas en términos relativos. Por el contrario, el análisis de un episodio concreto que afectó a los Estados Unidos en la segunda mitad de la década de los 80 indica que el descenso del dólar tuvo un papel mucho más equilibrante. No obstante, existen importantes diferencias entre la situación actual de la economía mundial y las condiciones que prevalecían en los años 80. De todo esto podría deducirse que todavía parece probable una corrección significativa de los desequilibrios de la cuenta corriente, pero que no es posible pronosticar con seguridad una pauta similar de ajuste para el dólar.

Varias monedas europeas no integradas en la UEM y el dólar australiano, canadiense y neozelandés se vieron respaldadas por su diferencial de tipos de interés sobre los activos denominados en dólares estadounidenses o en euros. Su apreciación fue también coherente con los resultados, relativamente buenos, de sus respectivas economías. Una notable excepción en lo que respecta a esta relación entre fortaleza de la moneda y ventaja de rendimiento fue el franco suizo, cuya apreciación entre enero de 2002 y marzo de 2003 reflejó fundamentalmente su condición de divisa refugio.

Durante el periodo que abarca el presente Informe, la búsqueda del rendimiento por parte de los inversionistas internacionales también favoreció a varias monedas de mercados emergentes, si bien las perspectivas económicas mundiales y diversos factores internos ejercieron, asimismo, una considerable influencia.

El dólar, el euro y el yen

Durante el periodo examinado, el dólar experimentó una notoria caída frente al euro y, en menor medida, frente al yen. Asimismo, se depreció

significativamente en términos efectivos. La debilidad del dólar podría haberse debido fundamentalmente a una reorientación de los flujos de capital hacia activos de renta fija más seguros y al consiguiente resurgimiento de los tipos de interés como un factor determinante de los movimientos internacionales de capital. Las preocupaciones sobre el creciente déficit por cuenta corriente estadounidense repercutieron también sobre el dólar. A diferencia de episodios anteriores de elevada incertidumbre, aunque de forma similar al periodo cercano a la anterior guerra del Golfo, el dólar no actuó como moneda refugio.

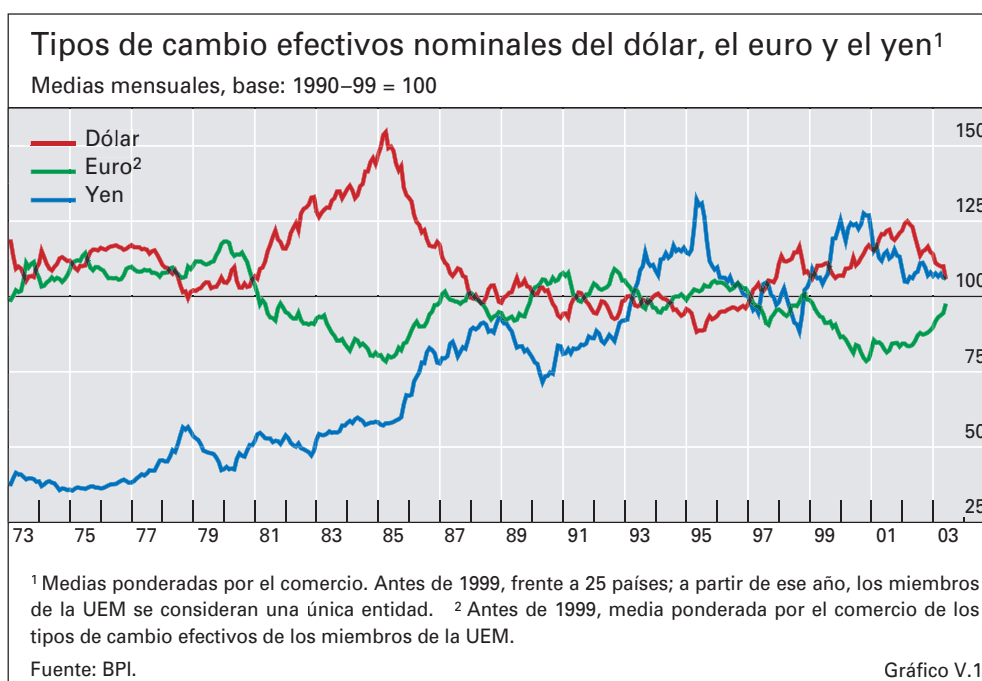
Acontecimientos principales

El dólar cayó de forma generalizada

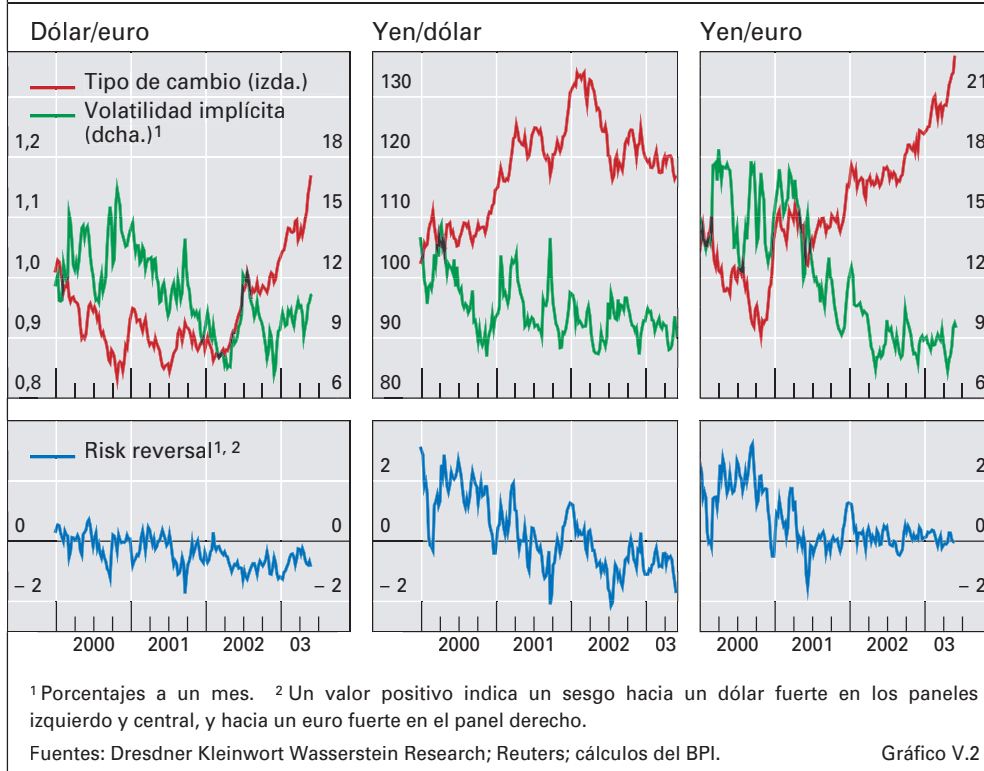
Después de un prolongado periodo de fortaleza generalizada, el dólar alcanzó su máximo a finales de enero de 2002. A partir de abril, empezó a depreciarse frente a muchas divisas, coincidiendo con un deterioro general en la opinión de los mercados financieros estadounidenses (véase el Capítulo VI). En términos efectivos nominales, el dólar perdió aproximadamente un 16% de su valor entre enero de 2002 y mediados de mayo de 2003, fecha en la que alcanzó sus valores mínimos (véase el Gráfico V.1).

El ajuste del dólar fue especialmente significativo frente al euro, que se apreció un 30%, desde la banda de 0,86–0,89 dólares en la que fluctuaba a principios de 2002 hasta alcanzar sus máximos de los últimos cuatro años al situarse por encima de 1,15 dólares a mediados de mayo de 2003 (véase el Gráfico V.2). El euro ganó aproximadamente un 15% en términos efectivos nominales durante el periodo, lo que indicó una clara inversión de su tendencia de depreciación de 1999 y 2000.

El dólar también se debilitó frente al yen, si bien en menor medida, pasando de cotizarse a más de 134 yenes a principios de 2002 a situarse por debajo de 117 yenes en mayo de 2003. El avance del yen provocó la intervención oficial de las autoridades japonesas en varias ocasiones. Por el

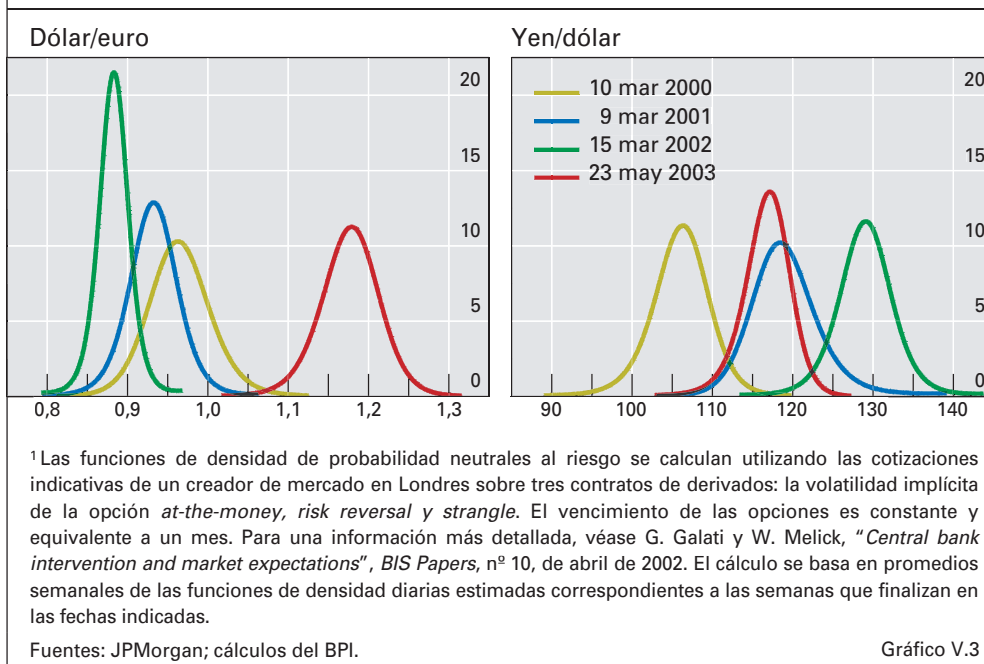


Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen



contrario, el yen siguió perdiendo terreno frente al euro, cayendo desde la banda de 115–119 yenes hasta los 135 yenes a mediados de mayo. En general, el yen no experimentó cambios en términos efectivos nominales

Distribuciones de probabilidad del dólar frente al euro y al yen¹



durante el periodo analizado. Aunque siguió fuerte en términos históricos, acabó un 19% por debajo de su reciente máximo de finales del año 2000.

Significativo cambio de percepción en los mercados

La depreciación del dólar estuvo acompañada de algunos cambios significativos en la percepción del mercado (véase el Gráfico V.3). A partir de principios de 2002, la opinión de los agentes del mercado sobre el equilibrio de riesgos entre un dólar mucho más fuerte y uno mucho más débil, medida por el sesgo de las estimaciones de las funciones de densidad de probabilidad neutrales al riesgo, se desplazó hacia un dólar débil. Los análisis econométricos muestran que, durante los dos últimos años, un deterioro de la opinión acerca del dólar solía ir seguido de una reducción efectiva del tipo de cambio a las cuatro semanas, incluso después de tener en cuenta el efecto de oscilaciones anteriores del tipo de cambio.

Una característica relevante de los principales mercados de divisas durante el periodo analizado es que, a pesar de la marcada fluctuación de las monedas del G-3, su volatilidad a corto plazo fue relativamente baja si la comparamos con la de años anteriores, lo que contrastó con la incertidumbre de otros mercados financieros (véase el Capítulo VI).

Factores determinantes

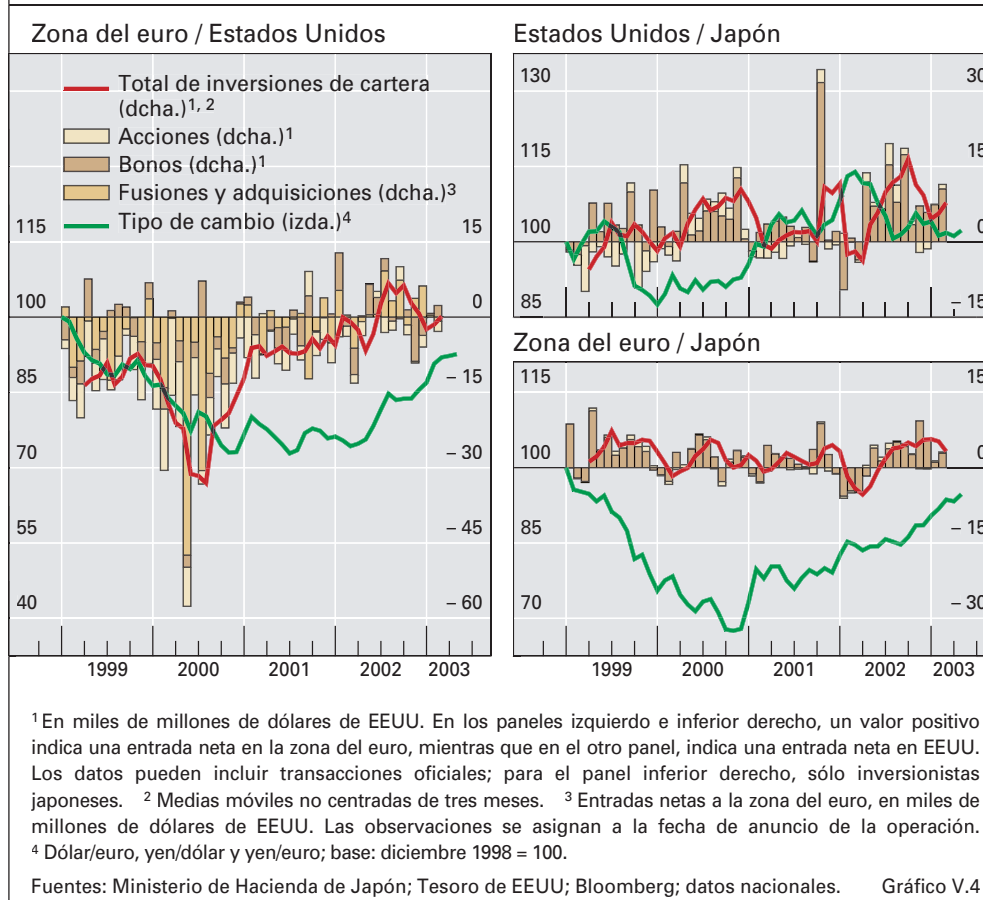
Sustancial cambio de los factores determinantes

El periodo analizado se caracterizó por un significativo cambio con respecto a años anteriores de los factores que determinan las fluctuaciones de los principales tipos de cambio. Para comprender mejor los factores determinantes de la caída del dólar en 2002, sería interesante recordar los factores que contribuyeron a su fortaleza entre mediados de los años 90 y el año 2001.

Elevado crecimiento de la productividad de EEUU, grandes flujos de capital y apreciación del dólar hasta 2001

Durante dicho periodo, la elevada productividad real y prevista en Estados Unidos había estimulado un rápido aumento de la inversión y una excepcional subida de los precios de las acciones estadounidenses. Las perspectivas de mayores rentabilidades en Estados Unidos habían contribuido a atraer grandes flujos de cartera, sobre todo hacia las acciones y los bonos corporativos, así como flujos de inversión extranjera directa (IED). Estas entradas de capital habían favorecido una considerable apreciación del dólar (véase el Gráfico V.4), que a su vez había debilitado la cuenta corriente. Es cierto que, a lo largo de 2001, este auge de la inversión se había ido deteniendo progresivamente, a medida que los beneficios caían en picado y se desaceleraba la actividad económica en Estados Unidos. Los mercados de acciones y de bonos empresariales de riesgo estadounidenses habían empezado a caer, al dejar de centrarse los inversionistas en las acciones para retornar a carteras más seguras, como bonos corporativos de alta calidad, deuda de agencias y deuda pública (véase el Capítulo VI). Los flujos brutos de capital hacia Estados Unidos se habían desacelerado. No obstante, la inversión en cartera privada y la IED netas procedentes de la zona del euro habían permanecido positivas, ya que las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos continuaban considerándose mejores que las de la zona del euro. Como consecuencia, el dólar siguió subiendo.

Movimientos de inversión de cartera entre las tres principales economías

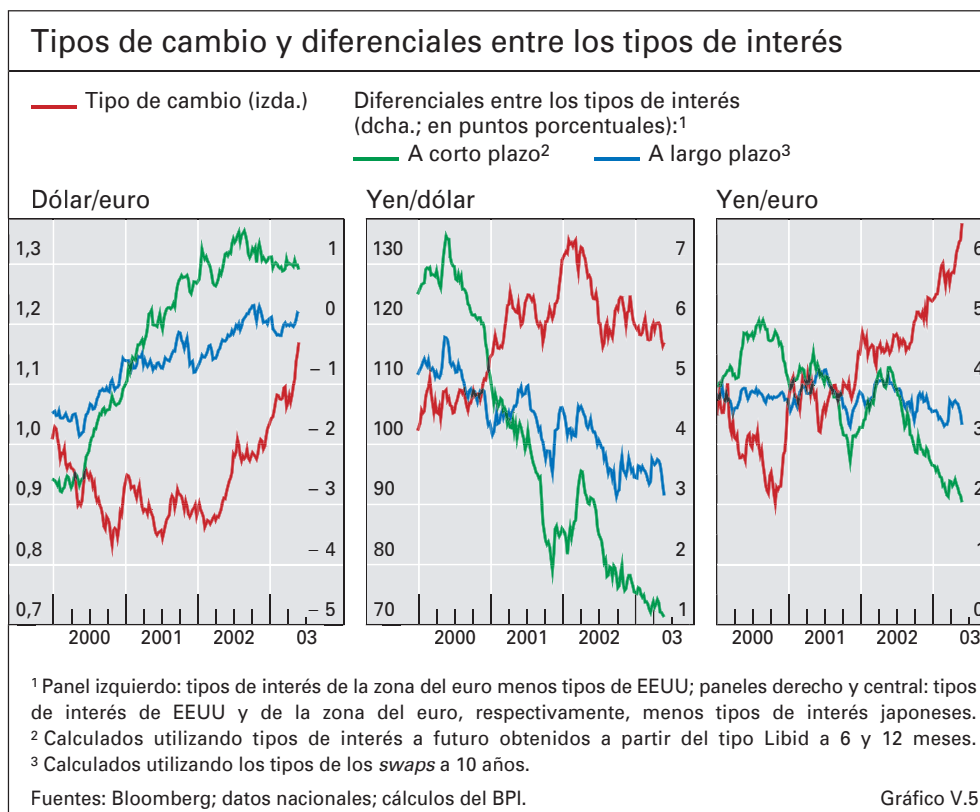


Por el contrario, durante el primer semestre de 2002 se produjo un cambio significativo tanto en la dirección como en la composición de los flujos de capital, al seguir deteriorándose la confianza en los mercados financieros estadounidenses. Este cambio de percepción se produjo fundamentalmente como consecuencia de una recuperación menos fuerte de lo previsto y de la revelación de una serie de irregularidades contables empresariales, que suscitaron dudas entre los inversionistas acerca de la fiabilidad de los estados contables de las empresas y sobre el alcance de su exposición al riesgo. Asimismo, los cambios restrictivos de la política comercial estadounidense fueron interpretados por los mercados como un síntoma de una mayor preocupación oficial acerca del déficit por cuenta corriente de ese país. En términos netos, los flujos de inversión de cartera privados y de IED hacia Estados Unidos procedentes de la zona del euro se tornaron negativos. Además, los inversionistas internacionales se alejaron aún más de la inversión de cartera en renta variable y de la IED para decantarse por activos más seguros.

Dado que la rentabilidad potencial de los valores estadounidenses de mayor riesgo dejó de ser un factor determinante, los diferenciales de crecimiento previstos, que durante mucho tiempo habían sostenido la entrada de capital en Estados Unidos y la fortaleza del dólar, dejaron de ejercer tal

En 2002 el capital optó por activos más seguros, en un entorno de mayor deterioro de la opinión del mercado

Los diferenciales de tipos de interés ganaron importancia

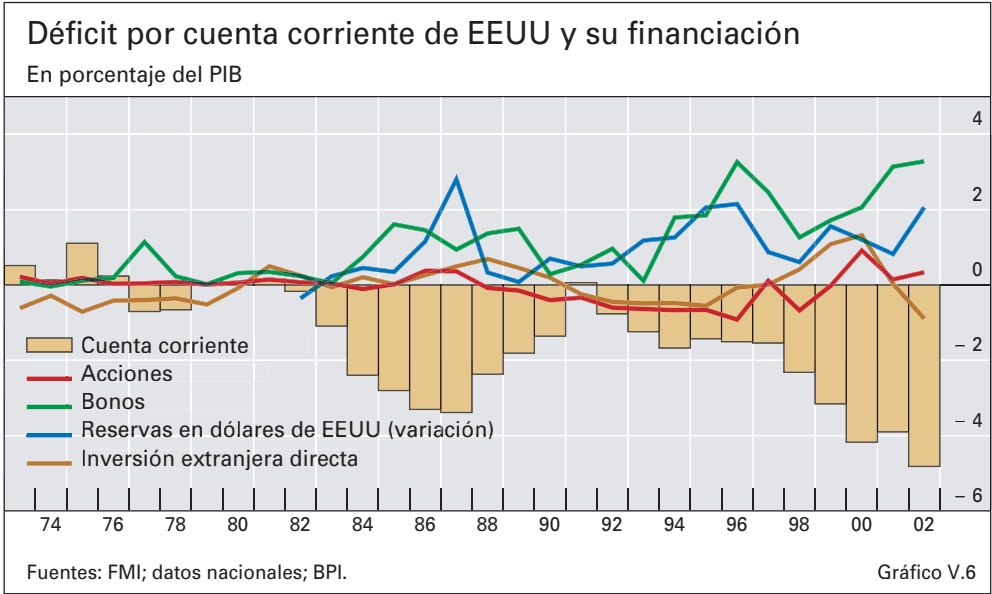


influencia. Por el contrario, parece que los diferenciales de los tipos de interés reaparecieron como uno de los determinantes principales de los movimientos de capital y, por ende, de los tipos de cambio. En un buen número de parejas de divisas, se podía observar una correlación significativamente positiva entre los diferenciales de tipos de interés a corto plazo y la evolución asociada de los tipos de cambio, lo cual constituía una notable diferencia con la situación de años anteriores.

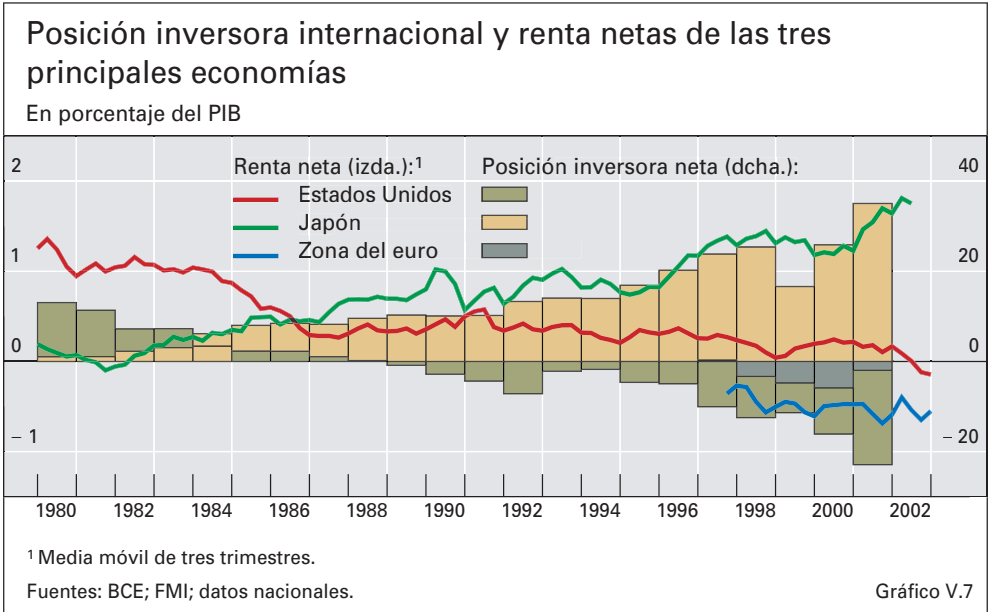
Al registrar la zona del euro los tipos de interés más altos de las tres principales economías, se convirtió en el principal destino de los flujos de capital en busca de rendimientos, lo que reforzó la apreciación del euro (véase el Gráfico V.5). En 2002, la correlación positiva entre el tipo de cambio dólar/euro y el correspondiente diferencial de tipos de interés a corto plazo llegó a su punto más alto desde la introducción de la moneda única. La relativa solidez del yen frente al dólar corresponde también a la reducción de sus diferenciales negativos de tipos de interés con respecto a Estados Unidos.

La reducción de los flujos de capital privado hacia Estados Unidos y el cambio de su composición anteriormente mencionados repercutieron todavía más sobre el dólar ante la persistente ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense. En 2002, el déficit alcanzó el 5% del PIB estadounidense (véase el Gráfico V.6) y los pasivos externos netos superaron por primera vez el 20% del PIB de Estados Unidos (véase el Gráfico V.7). A estos acontecimientos se les concedió mayor importancia por varias razones. En primer lugar, el porcentaje del déficit estadounidense financiado por la IED experimentó una marcada caída, mientras que el porcentaje de las reservas oficiales en dólares, que en su mayoría se concentra en países asiáticos,

El déficit por cuenta corriente estadounidense volvió a ser el centro de atención



aumentó considerablemente (véase el Cuadro V.1). Esto demostraba la creciente reticencia del sector privado a financiar el déficit, lo que hacía al dólar más vulnerable a los cambios de percepción. En segundo lugar, parecía probable que en el futuro el déficit creciera aún más, dado que a principios de 2003 Estados Unidos seguía creciendo con mayor rapidez que la mayor parte de sus socios comerciales. En tercer lugar, el cambio de la composición del gasto estadounidense no fue interpretado positivamente por los agentes del mercado. Mientras que el gasto de los hogares permaneció elevado, la inversión se redujo. Así, en la medida en que cayó la demanda interna total estadounidense, un creciente déficit fiscal ocupó su lugar. A su vez, esto generó preocupación por la posibilidad de que se produjera un problema de “déficit gemelos” (véase el Capítulo II), trayendo a la memoria recuerdos de los años 80.



Quedó de manifiesto que se estaba prestando una mayor atención al déficit por cuenta corriente debido al momento en que se produjo el cambio de opinión de los inversionistas en contra del dólar a principios de 2002, que coincidió con la introducción de nuevas barreras a las importaciones de acero y de productos agrícolas por parte de la Administración estadounidense. Los agentes del mercado interpretaron ese hecho como un indicio de que existían preocupaciones en la Administración acerca de dificultades en los sectores productores de bienes comerciables estadounidenses. La cuestión de la sostenibilidad del déficit de la cuenta corriente estadounidense se retomará en

Variaciones anuales de las reservas de divisas oficiales							
En miles de millones de dólares de EEUU							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	<i>Pro memoria: cantidades a final de 2002</i>
	A tipos de cambio vigentes						
Total	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2.392,3
Países industrializados	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
Estados Unidos	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Zona del euro	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Japón	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asia	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
China	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Corea	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Filipinas	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Hong Kong RAE	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
India	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonesia	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Malasia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Singapur	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Tailandia	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
Taiwan, China	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
América Latina ¹	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentina	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brasil	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Chile	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
México	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
Europa central y oriental ²	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Otros países	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	A tipos de cambio constantes ³						
Total	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2.395,2
Reservas en dólares	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1.751,4
Reservas en otras monedas	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

¹ Países mencionados, además de Colombia, Perú y Venezuela. ² Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia. ³ Cifras parcialmente estimadas; valoraciones a los tipos de cambio de finales de año.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro V.1

el último apartado, donde se proponen unas conclusiones basadas en el contexto de un análisis histórico de los ajustes de la cuenta corriente en varios países industrializados.

Evolución de otros mercados de divisas

Las monedas de los países industrializados

La búsqueda de rentabilidades con escaso riesgo por parte de los inversionistas internacionales se reflejó también en la evolución de otras monedas de países industrializados. Las correlaciones de sus tipos de cambio con los correspondientes diferenciales de tipos de interés se tornaron claramente positivas en 2002, aunque con ciertas diferencias. Los favorables tipos de interés de los que disfrutaron esas monedas se vieron respaldados por el rendimiento de sus respectivas economías. La relación entre los diferenciales de los tipos de interés y la evolución de los tipos de cambio también se intensificó debido al regreso de agentes especuladores apalancados a los mercados de divisas. Los grandes fondos de cobertura, en particular, se vieron atraídos hacia estos mercados a consecuencia de los débiles resultados de las bolsas.

Los diferenciales de rendimiento y los resultados económicos también influyeron en ...

Entre las monedas no pertenecientes a la UEM, la evolución de la libra esterlina y la de la corona sueca proporcionaron dos ejemplos de la influencia de los diferenciales de rendimiento. Alentada por unos tipos de interés comparativamente elevados y el fuerte crecimiento económico en el Reino Unido, la libra esterlina subió un 15% frente al dólar, desde 1,43 dólares en enero de 2002 hasta más de 1,65 dólares a principios de febrero de 2003 (véase el Gráfico V.8). Frente al euro, la libra esterlina registró algunas pérdidas, dada su menor ventaja de tipos de interés y el impulso alcista de la moneda única. La libra se debilitó en general después de que inesperadamente el Banco de Inglaterra recortase los tipos de interés en febrero de 2003, lo que redujo su ventaja de rendimiento e hizo que los agentes del mercado volvieran a evaluar las condiciones económicas nacionales. En abril y mayo, la libra esterlina se recuperó hasta alcanzar 1,62 dólares, pero volvió a depreciarse frente al euro. En Suecia, el fuerte crecimiento económico y la contracción monetaria del primer semestre de 2002 llevaron a los tipos de interés a corto plazo a niveles aún más elevados que los de los británicos. En este contexto, la corona se recuperó un 8% en promedio desde sus mínimos de 2001, cuando llegó a estar en alrededor de 10 coronas por euro, y se estabilizó en la banda de 9,0–9,4. Las cambiantes perspectivas de entrada en la UEM también influyeron en la evolución de la corona durante el periodo analizado.

... la evolución de la libra esterlina ...

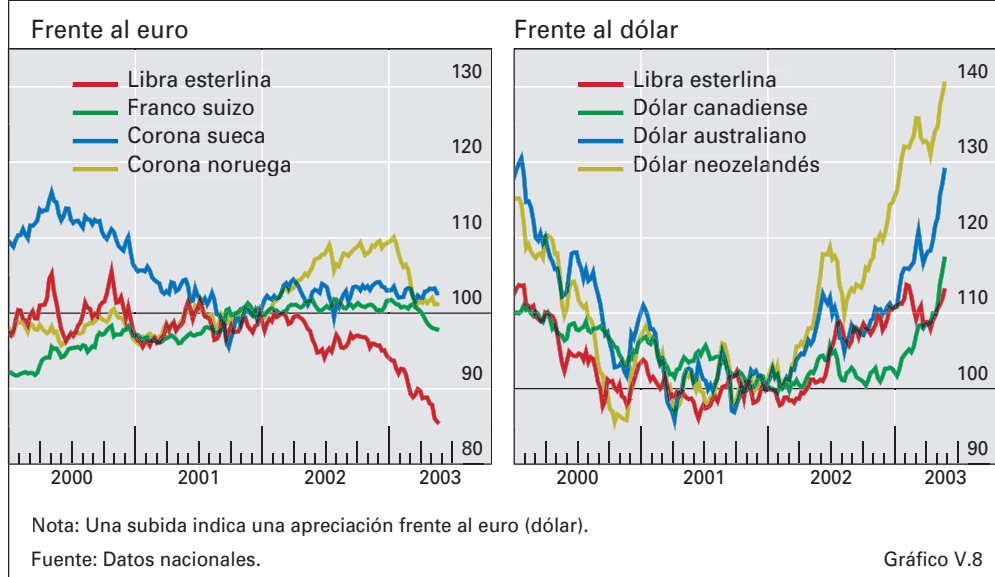
... la corona sueca ...

El sorprendente resurgimiento del dólar australiano, canadiense y neozelandés también ilustra cómo una mayor importancia de los diferenciales del rendimiento nominal estimula la evolución de los tipos de cambio. Con una economía dinámica y una ventaja de los tipos de interés considerable y en aumento con respecto a Estados Unidos, el dólar australiano se apreció más del 25% entre enero de 2002 y mediados de mayo de 2003 y rompió la barrera

... y en el dólar australiano, canadiense y neozelandés

Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, base: final de 2001 = 100



de los 0,65 dólares estadounidenses, un nivel que no se veía desde principios de 2000. El dólar neozelandés, con unos rendimientos aún más altos, registró una recuperación todavía más fuerte durante el mismo periodo, revalorizándose desde un 35% hasta situarse por encima de los 0,57 dólares, un nivel no alcanzado desde principios de 1998. Parece que la recuperación del dólar canadiense empezó más tarde y fue más moderada en términos absolutos, reflejando una ventaja de rendimiento relativamente escasa, aunque también en aumento. Aún así, para marzo de 2003 la moneda había recuperado todas las pérdidas que había sufrido desde finales de 2000. Es posible que el rápido encarecimiento de las materias primas le proporcionara un apoyo adicional. Por primera vez en varios años, la tradicional correlación positiva con los precios de las materias primas volvió a reafirmarse en las tres divisas.

Una variación de este argumento sobre la ventaja del rendimiento fue la utilización de estrategias de *carry trade*, que resultaban atractivas dados los entornos de tipos de interés bajos de las tres principales economías y de Suiza durante el periodo analizado. Un ejemplo especialmente gráfico de la utilización de esas estrategias puede verse en el caso de la corona noruega, cuyos tipos de interés a corto plazo estaban entre los más elevados de los países industrializados e incluso de algunos países de mercados emergentes. En el mercado se comentaba que los fondos de cobertura y otros inversionistas internacionales estaban tomando prestados fondos en euros e invirtiéndolos en valores noruegos a corto plazo. En este contexto, la corona noruega se fortaleció significativamente frente al euro (11%) e incluso más frente al dólar (29%) a lo largo de 2002. Tocó techo en enero de 2003, pero para marzo ya había cedido buena parte de sus ganancias, puesto que las posiciones *carry trade* se deshicieron rápidamente tras la decisión del banco central noruego de recortar los tipos de interés. Se dijo también que las estrategias *carry trade*

El entorno de tipos de interés favorecía la utilización de *carry trades*

habían sido el catalizador de la rápida recuperación de los dólares australianos y neozelandés y, más recientemente, del dólar canadiense.

Hasta marzo de 2003, el franco suizo constituyó una notable excepción a esa asociación entre fortaleza de la moneda y ventaja de tipos de interés. El franco se mantuvo fuerte frente al euro y registró unas considerables ganancias frente al dólar, a pesar de los reducidos rendimientos que se movían a la baja y de la relativa debilidad de su economía. Las fases de apreciación del franco frente al euro a lo largo de 2002 coincidieron con acontecimientos económicos y geopolíticos que provocaron un deterioro de la opinión frente al dólar y los mercados financieros en general. El aumento de la correlación del franco con la evolución del precio del oro en 2002 apuntaba también a la función de refugio de esta moneda. En términos efectivos nominales, el franco se encontraba aproximadamente un 15% por encima de su reciente mínimo de 2000, lo que generaba problemas para la política monetaria en un entorno económico débil (véase el Capítulo IV). Esta situación contrastaba plenamente con la de hace tres años, cuando la debilidad del franco suizo y sus consecuencias inflacionistas constituían la principal preocupación de los órganos rectores económicos. No obstante, se consideraba que la presión al alza sobre el franco quedaba contrarrestada por la orientación de las políticas del Banco Nacional Suizo. El franco perdió un 3% de su valor frente al euro en los dos meses que siguieron al recorte del tipo de interés oficial llevado a cabo por las autoridades monetarias suizas en marzo de 2003.

El franco suizo fue una excepción, impulsado ante todo por flujos de capital en busca de refugio

Las monedas de los mercados emergentes

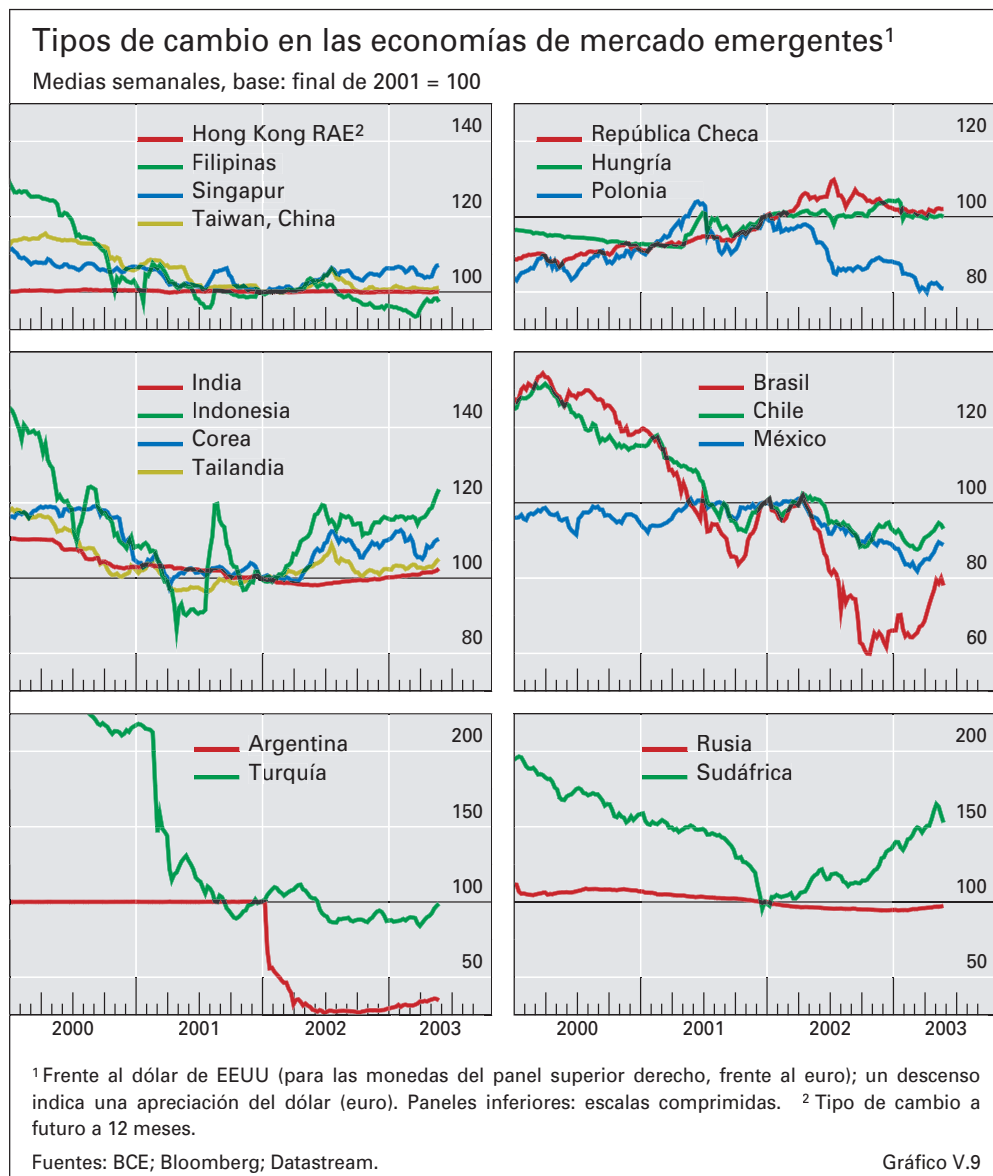
Las perspectivas económicas internacionales y diversos factores internos ejercieron una considerable influencia sobre las divisas de los mercados emergentes durante el periodo analizado. La búsqueda de rendimiento de los inversionistas extranjeros también influyó en algunos casos.

Los factores internos dominaron en América Latina, donde varias monedas sufrieron caídas significativas en una coyuntura marcada por problemas económicos o políticos (véase el Gráfico V.9). La depreciación del real brasileño se aceleró durante los meses previos a las elecciones presidenciales de octubre de 2002, reflejando las dudas reinantes en ese momento sobre el rumbo futuro de las políticas económicas. En Venezuela, el bolívar, cuya flotación se había decretado a principios de 2002, perdió aún más terreno a lo largo de ese año debido al agravamiento de la crisis política y a una huelga en el sector petrolífero, lo que provocó la posterior introducción de controles de cambio. Tras la devaluación argentina, algunos problemas financieros obligaron a las autoridades uruguayas a permitir la devaluación de su moneda. Aparte de los factores regionales, la incertidumbre sobre las perspectivas económicas estadounidenses y mundiales también tuvo cierta repercusión en esta evolución. El peso mexicano, por ejemplo, cayó desde sus máximos de principios de 2002 hasta llegar a mínimos históricos en marzo de 2003, rodeado de preocupaciones acerca de las consecuencias que pudiera tener una demora de la recuperación estadounidense para la economía y las exportaciones mexicanas. Las dudas sobre las perspectivas mundiales también afectaron al peso chileno.

Significativas depreciaciones de las monedas de América Latina en 2002

En general, las monedas asiáticas se fortalecieron o permanecieron estables

Por el contrario, las monedas asiáticas se fortalecieron o permanecieron estables en términos generales frente al dólar estadounidense, lo que reflejó en parte los resultados económicos relativamente fuertes de la región. La evolución del tipo de cambio yen/dólar también influyó en esta situación. Algunas monedas, sobre todo el renminbi, y en menor medida la rupia, siguieron de cerca las fluctuaciones del dólar estadounidense (véase el Cuadro V.2). La considerable acumulación de reservas oficiales en China y la India parecía congruente con una preferencia por políticas destinadas a evitar grandes apreciaciones. En este contexto, el debilitamiento efectivo del renminbi, paralelo al del dólar estadounidense, suscitó ciertas preocupaciones entre las economías que compiten con las exportaciones chinas. Otras monedas, sobre todo el won, siguieron menos de cerca las fluctuaciones del dólar que en años anteriores. En conjunto, durante el periodo analizado las monedas asiáticas se mostraron hasta cierto punto menos volátiles en términos efectivos nominales. El hecho de que algunas monedas asiáticas



Volatilidad de los tipos de cambio ¹						
	Bilateral ²			Efectivo ³		
	1995-96	1999-2001	ene 2002- may 2003	1995-96	1999-2001	ene 2002- may 2003
China	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Corea	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Filipinas	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Hong Kong RAE	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
India	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	4,1
Indonesia	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Singapur	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Tailandia	3,6	7,6	5,0	...	....	...

¹ Desviación estándar de las variaciones porcentuales diarias anualizadas para los periodos indicados.
² Frente al dólar. ³ Ponderada por el comercio.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.2

absorbieran un porcentaje menor de la caída del dólar que el yen podría tener consecuencias para la futura dinámica de la cuenta corriente estadounidense (véase más adelante). Aparte de los factores económicos, las preocupaciones sobre la seguridad en la región también influyeron en cierta forma sobre monedas como el won, la rupia y el peso filipino.

Al mismo tiempo, el diferencial de rendimiento y las posiciones *carry trade* tuvieron también eco entre algunas monedas de mercados emergentes. Por ejemplo, el rand sudafricano, que se había depreciado acusadamente en 2001 y a principios de 2002, recuperó todas sus pérdidas en marzo de 2003, gracias a su sustancial ventaja de tipos de interés frente a la mayor parte de las principales monedas, así como a la subida del precio del oro. Tras sus anteriores descensos, el real brasileño también pareció aprovechar la preferencia de los inversionistas por el rendimiento en 2003, una vez que la incertidumbre sobre la política económica de la nueva Administración comenzó a disiparse. La apreciación del real se aceleró notablemente en marzo de 2003.

Algunas monedas de países emergentes europeos también se vieron favorecidas, dados sus tipos de interés relativamente elevados y el optimismo general sobre la adhesión a la UE. Sin embargo, la consiguiente rápida apreciación de las monedas provocó reacciones por parte de las políticas monetarias (véase el Capítulo III). Por ejemplo, las autoridades húngaras intervinieron y recortaron los tipos de interés cuando el forint se fortaleció hasta llegar casi al límite superior de su banda de fluctuación en enero de 2003. La tendencia al alza de la corona checa, que se había prolongado durante varios años, se moderó en el segundo semestre de 2002 en un contexto marcado por una inflación por debajo del objetivo y una serie de recortes de tipos de interés oficiales, que finalmente eliminó el diferencial de tipos de interés frente al euro.

Los elevados rendimientos y las posiciones *carry trade* también influyeron

Dinámica de la cuenta corriente y evolución del tipo de cambio

Durante el periodo analizado, el continuo incremento del déficit por cuenta corriente estadounidense y de su posición deudora internacional neta, junto

con el cambio de la composición de la financiación del déficit, suscitó diversos interrogantes: ¿es sostenible el déficit por cuenta corriente estadounidense? En caso de que no lo sea, ¿cómo podrían realizarse los ajustes necesarios? Y si el tipo de cambio efectivo del dólar debiera bajar, ¿qué monedas resultarían probablemente más afectadas?

Ajustes de los déficit por cuenta corriente en los países industrializados desde 1973

Episodios históricos de corrección de la cuenta corriente

Un breve análisis de la experiencia histórica de los ajustes de la cuenta corriente en los países industrializados puede servir como guía para responder a estas preguntas. A efectos de este análisis, sólo se tuvieron en cuenta los episodios en los que hubo una corrección importante y duradera de la cuenta corriente (véase el Gráfico V.10). Desde 1973, se han producido 28 episodios con tales características.

Umbral para el déficit por cuenta corriente y la PIIN

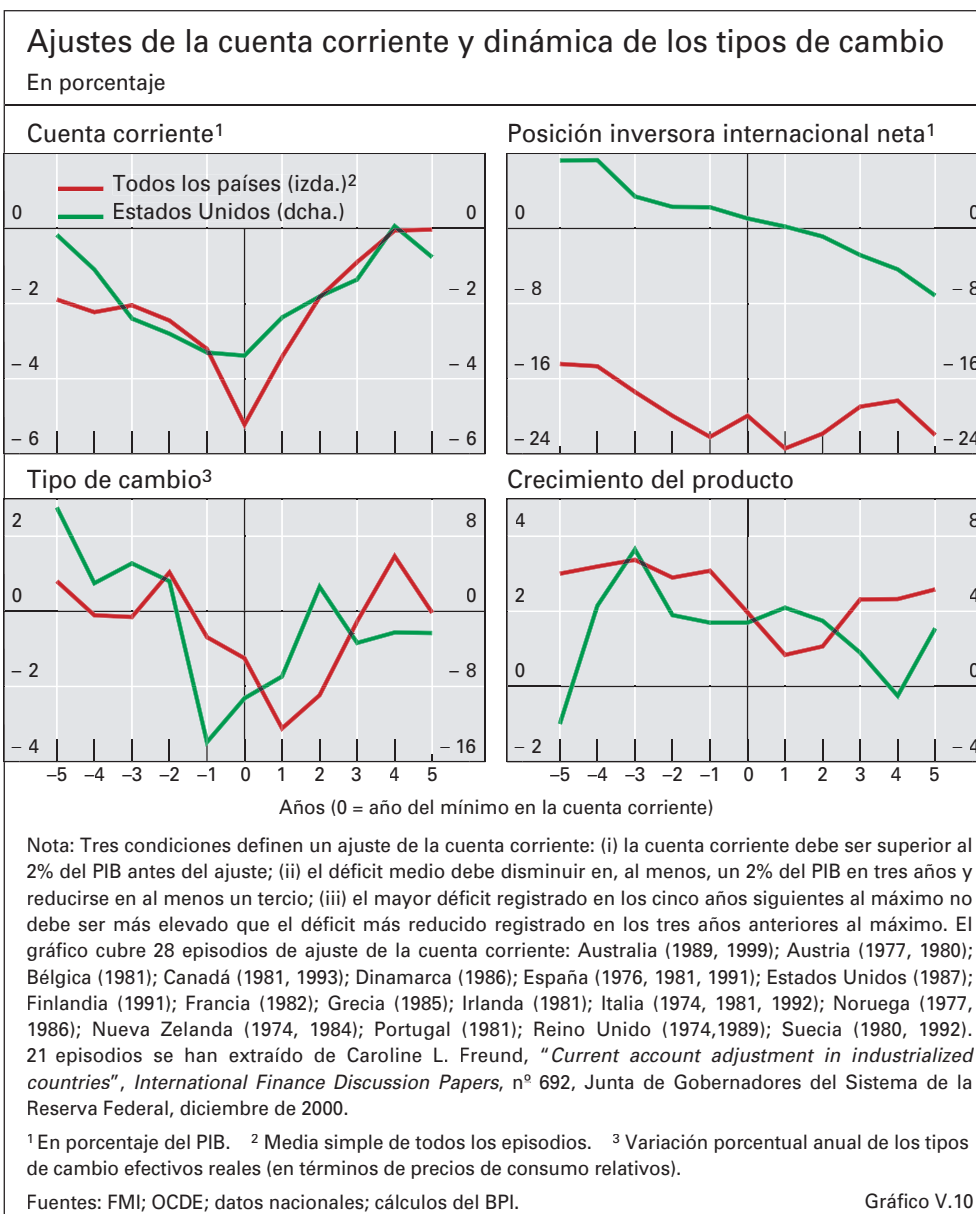
Un análisis de estos episodios revela tres pautas comunes principales. En primer lugar, hay indicios de que existe un umbral para el déficit por cuenta corriente como fracción del producto interior. En promedio, el déficit tendió a cambiar de sentido cuando se aproximaba a niveles cercanos al 4–5% del PIB del país en cuestión. Por el contrario, es difícil encontrar muestras claras de la existencia de un umbral para la relación entre la posición inversora internacional neta (PIIN) y el PIB. En promedio, las correcciones del déficit se produjeron cuando esta relación rondaba el 20%, aunque hubo variaciones importantes entre los episodios.

Proceso de ajuste basado más en la depreciación ...

En segundo lugar, el proceso de ajuste por el que se corrigió el déficit por cuenta corriente se basó normalmente tanto en una depreciación de la moneda nacional como en una desaceleración del crecimiento interno. En promedio, el tipo de cambio efectivo real cayó aproximadamente un 4% durante estos episodios, lo que sugiere que la influencia del tipo de cambio real en el ajuste de la cuenta corriente solió ser escasa. Sin embargo, la magnitud de la corrección del tipo de cambio varió considerablemente de unos episodios a otros y en algunos casos la moneda nacional experimentó una profunda caída. La depreciación empezaba generalmente dos años antes de que el déficit por cuenta corriente alcanzara su techo y continuaba durante otro año más. Esto coincide con un típico efecto de curva J, por el que la balanza comercial empeoraba inicialmente cuando la moneda empezaba a debilitarse, para luego mejorar una vez transcurridos unos tres años.

... que en la desaceleración del crecimiento

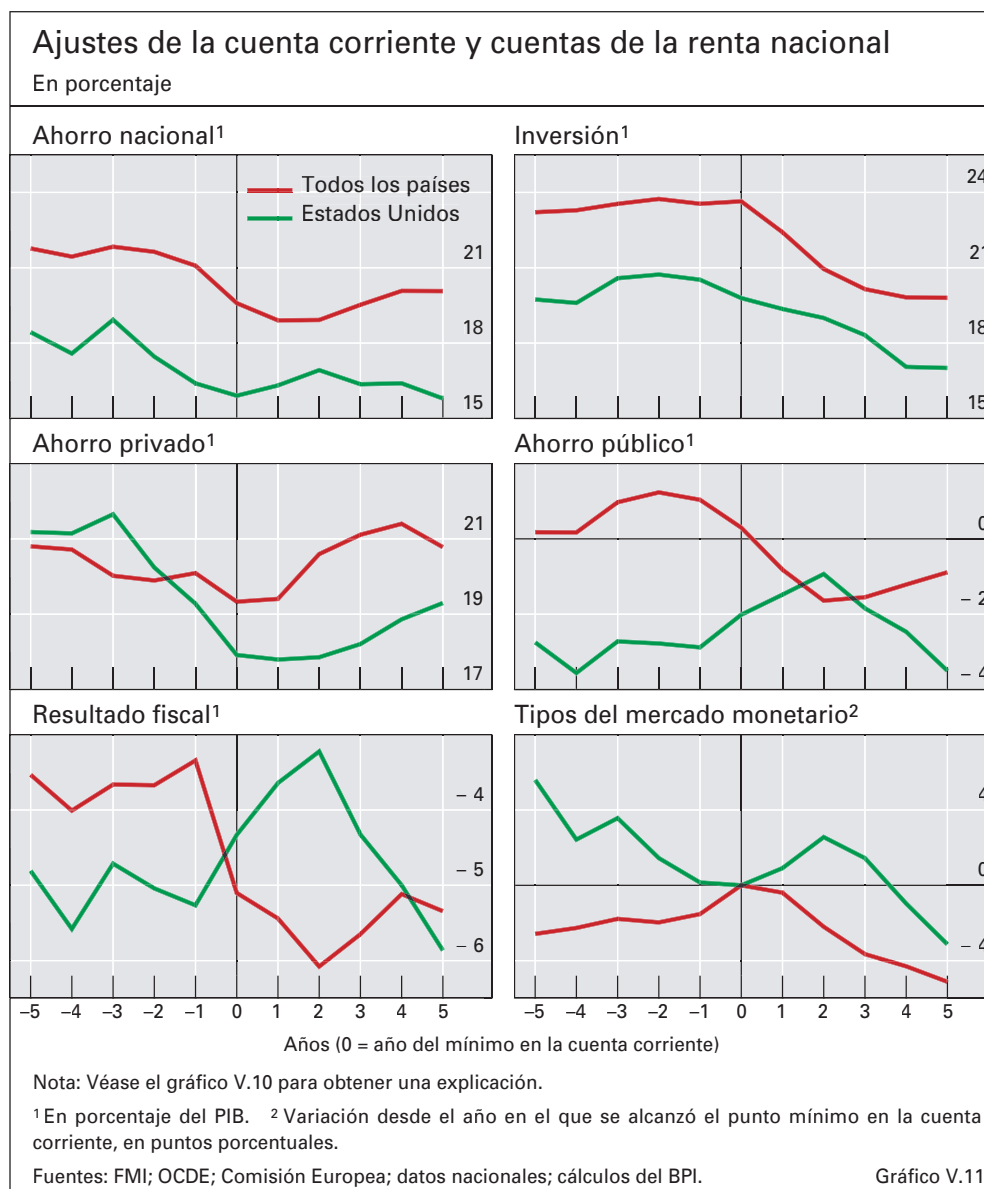
En tercer lugar, las correcciones de la cuenta corriente estuvieron normalmente caracterizadas por una notable desaceleración del crecimiento interno durante los dos años cercanos al máximo del déficit. El crecimiento del PIB cayó en promedio 2 puntos porcentuales. La desaceleración se vio acompañada generalmente por una reducción de la inversión, que empezaba alrededor del momento en el que el déficit por cuenta corriente tocaba techo y se mantenía durante los tres años siguientes. El comportamiento del ahorro interno dependió en su mayor parte del ahorro público, que se redujo como fracción del PIB por regla general (véase el Gráfico V.11). No existe, por lo tanto, prueba alguna de que la mejora de la balanza por cuenta corriente estuviera relacionada con una recuperación de las finanzas públicas. En



general, los tipos de interés a corto plazo parece que siguieron una pauta en forma de montículo, lo que indica que la desaceleración del crecimiento y de la inversión estuvo unida a una restricción monetaria.

El análisis de estos episodios de ajuste de la cuenta corriente en países industrializados es interesante en sí mismo, pero podría no ser suficiente para comprender la posible evolución futura de Estados Unidos. Fundamentalmente, dos cuestiones indican que el caso de Estados Unidos es distinto al de otros países. En primer lugar, es preciso recordar que el dólar es la moneda de reserva internacional por excelencia, por lo que los residentes de países que acumulan activos en divisas asignan una parte significativa de sus carteras a activos en dólares. En segundo lugar, Estados Unidos se ha beneficiado de un constante diferencial de rendimientos entre los activos y los pasivos internacionales. Como consecuencia, hasta hace muy poco seguía recibiendo rentas netas positivas a pesar de su creciente posición deudora internacional (véase el Gráfico V.7). Esto implicaría

Dos diferencias clave entre Estados Unidos y otros países



que el déficit por cuenta corriente podría financiarse de manera más fácil en Estados Unidos que en cualquier otro país y que el proceso de ajuste sería diferente.

Así pues, estas dos consideraciones sugieren que podría ser útil analizar por separado cómo se produjo el déficit por cuenta corriente estadounidense en los años 80 y cómo se corrigió posteriormente. Este análisis se complementará con un análisis sobre las diferencias que existen entre las circunstancias actuales y las de 1987, así como sobre sus posibles efectos en el proceso de ajuste.

El cambio de tendencia del déficit por cuenta corriente de EEUU en 1987

En 1983, Estados Unidos empezó a incrementar su déficit por cuenta corriente, llegando en 1987 al 3,5% del PIB estadounidense. Este déficit se debió fundamentalmente al rápido crecimiento de la demanda interna, impulsado a su vez, entre otras cosas, por un creciente déficit fiscal y por la impactante subida del dólar, que entre 1980 y 1985 se apreció más de un 50%

La experiencia estadounidense en los años 80

en términos efectivos nominales (véase el Gráfico V.1). La destacable fortaleza del dólar se sustentó en la coyuntura de aquel momento y en las previsiones, que favorecían a los Estados Unidos frente a Japón y a Alemania. Esto generó expectativas sobre un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y una política monetaria estable o más relajada en los otros dos países. Asimismo, la creciente inversión externa en Estados Unidos también contribuyó a la apreciación del dólar y al aumento de su déficit externo.

El mecanismo que permitió la eliminación del déficit estadounidense entre 1987 y 1991 se asemejó en dos aspectos importantes al de episodios análogos en otros países (véase el Gráfico V.10). Una de estas similitudes es que el déficit estadounidense empezó a reducirse a medida que se aproximaba al umbral habitual de su relación con el PIB. Una segunda coincidencia es que la corrección estadounidense estuvo acompañada tanto por una depreciación de la moneda nacional como por cierta desaceleración del crecimiento.

Sin embargo, también se aprecian algunas diferencias significativas entre el cambio de tendencia de la cuenta corriente estadounidense de 1987 y otros episodios. La principal desigualdad reside en la combinación de factores del mecanismo de ajuste. En el caso de Estados Unidos, el dólar tuvo que soportar el peso de la corrección, depreciándose de manera mucho más marcada que las monedas de la mayor parte de los países que experimentaron ajustes. Entre 1985 y 1987, el dólar sufrió una sustancial caída tanto en términos efectivos nominales (-35%) como en términos efectivos reales (-27%). El ajuste se produjo fundamentalmente frente al yen, que se apreció un 65% frente al dólar, y con respecto al marco alemán, que subió casi un 60%. La notoria subida del yen se produjo en un entorno marcado por un fuerte crecimiento en Japón (véase el Cuadro V.3). La economía alemana creció con menor fuerza, pero aun así superó a la economía estadounidense durante el periodo 1988-90.

Dos similitudes con otros episodios ...

... pero el mecanismo del ajuste fue distinto

Crecimiento real, depreciación del tipo de cambio y balanza comercial de EEUU								
	Tasa de crecimiento			Tipo de cambio ¹			Balanza comercial de EEUU por países ²	
	1985-87 ³	1988-90 ³	2002	1985-87	1988-90	mar 2003 ⁴	1987	2002
China	12,2	6,4	8,0	-38,3	-22,1	-0,0	1,8	23,7
Zona del euro	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Alemania	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Japón	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asia ⁵	4,8	8,0	4,1	-4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Canadá	3,8	2,6	3,4	-2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
Países de la OPEP	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Arabia Saudita	0,0	6,3	0,7	-5,9	0,0	-0,1	0,7	1,9
Reino Unido	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
Estados Unidos	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

¹ Variaciones porcentuales acumuladas; un incremento indica una apreciación frente al dólar. ² En porcentajes. ³ Tasas de crecimiento anual, valores medios para los periodos indicados. ⁴ Marzo de 2003 con respecto a enero de 2002. ⁵ Media simple para Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, la India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.

Fuentes: FMI; OCDE; datos nacionales.

Cuadro V.3

Tres factores determinaron la marcada corrección del dólar

Tres factores contribuyeron a la magnitud de la depreciación del dólar. En primer lugar, la inusual magnitud de la subida del dólar en la primera mitad de los años 80 había provocado una sobrevaloración de la moneda, lo cual proporcionó un amplio margen para una corrección posterior. En segundo lugar, el ajuste del dólar se vio intensificado por una intervención coordinada de bancos centrales a principios de 1985 y por el Acuerdo Plaza de septiembre de 1985, que señalaba lo deseable de una nueva apreciación ordenada de las demás divisas importantes frente al dólar. Las autoridades del G-5 afirmaron también que estaban dispuestas a colaborar más estrechamente para favorecer esa evolución. En tercer lugar, el hundimiento de la bolsa en octubre de 1987 y la consiguiente relajación de la política monetaria estadounidense provocaron un nuevo debilitamiento de la moneda de ese país.

El crecimiento del producto fue menos determinante en el mecanismo de ajuste

Al mismo tiempo, el crecimiento del producto tuvo un papel menos destacado en los inicios de ajuste de Estados Unidos en 1987 que en los demás casos. A pesar de que el crecimiento del PIB estadounidense sufrió una pronunciada caída durante 1985, se mantuvo bastante estable durante los años siguientes. Sin embargo, el crecimiento cayó del 3,5% de 1989 al -0,5% de 1991, a medida que el déficit por cuenta corriente seguía reduciéndose. Esta pauta contrasta con los ajustes producidos durante otros episodios, en los que el cambio de tendencia normalmente coincidió con una caída del producto nacional.

La relación PIIN/PIB también fue distinta

Otra diferencia importante entre el cambio de tendencia de la cuenta corriente estadounidense en 1987 y otros episodios está relacionada con la relación PIIN/PIB, que seguía siendo mucho menor en Estados Unidos que en otros países, pese a lo cual el dólar experimentó una fuerte caída.

La situación actual en Estados Unidos

Tres diferencias entre la situación actual y la de 1987:

Existen varias diferencias entre la situación actual y la corrección de la década de los 80. En términos generales, esas diferencias sugieren que con respecto a la corrección anterior, las consecuencias de la actual corrección de la cuenta corriente para el crecimiento en Estados Unidos podrían ser más significativas, mientras que las consecuencias para el dólar podrían serlo menos. Sin embargo, prácticamente la totalidad de las afirmaciones al respecto se pueden matizar, lo que indica cuán difícil es extraer conclusiones claras.

El papel del ahorro privado ...

Una diferencia fundamental respecto a la situación de principios de la década de los 80 es que ahora, el déficit por cuenta corriente parece deberse más a un insuficiente ahorro del sector privado (y especialmente de los hogares) que del sector público (véase el Capítulo II). Si las desviaciones de esta magnitud se consideran "insostenibles", su corrección podría frenar fácilmente el crecimiento real, mejorando al mismo tiempo la posición de la cuenta corriente. No obstante, el proceso podría ser distinto dependiendo de si el ajuste se iniciara en el lado de los deudores o de los acreedores. En caso de que los hogares estadounidenses optaran por incrementar su tasa de ahorro, el gasto se iría frenando y los tipos de interés tenderían a caer. Por el contrario, si los acreedores iniciaran el ajuste, mostrándose cada vez más reacios a financiar el déficit por cuenta corriente, el dólar caería antes y quizás

más sustancialmente. En cualquier caso, es probable que el descenso del dólar fuera inferior al de los años 80, dada la menor sobrevaloración inicial.

El hecho de que los deudores o los acreedores consideren o no insostenibles estas pautas de ahorro de Estados Unidos dependerá del nivel general de riqueza hoy, que está asociado ante todo a las percepciones del potencial de crecimiento futuro; éste a su vez debería verse impulsado por las expectativas sobre el crecimiento de la productividad. La tasa de crecimiento de la productividad y la tasa de potencial de crecimiento en Estados Unidos parecen mayores en estos momentos que en los años 80, lo que debería contribuir a sostener el crecimiento y el dólar. En lo que respecta al ahorro interno, una riqueza mayor debería hacer que las reducidas tasas de ahorro actuales fueran más sostenibles, respaldando así la demanda interna. Al mismo tiempo, queda aún por determinar si el crecimiento potencial habría aumentado lo suficiente como para ser compatible con una tasa de ahorro del sector privado que siga al escaso nivel actual durante un periodo prolongado. Los inversionistas no residentes han empezado ya a expresar sus preocupaciones sobre las tasas de rentabilidad futuras previstas para los activos en dólares y sobre los riesgos asociados a los mismos.

La sostenibilidad de las pautas de ahorro internas dependerá también de cómo se distribuyan los derechos sobre el crecimiento de las ganancias futuras entre los sectores nacional y exterior. Las obligaciones relacionadas con el servicio de la deuda externa estadounidense se han incrementado de

Déficit por cuenta corriente de EEUU y correlación con el dólar de EEUU		
	Balanza comercial de EEUU por países ¹	Sensibilidad del tipo de cambio ²
China	23,7	0,00
Zona del euro	18,9	.
Japón	16,1	.
Asia	11,6	0,16
Corea	3,0	0,34
Filipinas	0,9	0,09
Hong Kong RAE	-0,8	0,00
India	1,8	0,01
Indonesia	1,6	0,13
Malasia	3,1	0,00
Singapur	-0,3	0,30
Tailandia	2,3	0,30
Canadá	11,4	0,13
México	8,5	-0,24
OPEP	7,9	.
Arabia Saudita	1,9	0,00
Reino Unido	1,8	0,31

¹ 2002, en porcentajes. ² Calculada como el coeficiente en una regresión de las variaciones del tipo de cambio divisa nacional/dólar sobre una constante y el tipo de cambio yen/dólar, de enero de 2002 a mayo de 2003. Un coeficiente cercano a cero (uno) indica que la moneda de ese país sigue de cerca la evolución del dólar (yen).

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.4

... las condiciones económicas en otras economías importantes ...

forma sustancial desde mediados de la década de los 80 y parece que seguirán haciéndolo mucho más rápidamente en el futuro. El hecho de que una creciente proporción del capital estadounidense pertenezca ahora a no residentes sugiere que las propensiones al ahorro internas pueden haber de incrementarse para reconstituir los niveles de riqueza nacionales.

Una segunda diferencia entre la situación actual y la de los años 80 está relacionada con las condiciones económicas en otras economías importantes. Mientras que Europa y Japón crecían con mucha fuerza a finales de los años 80 y podían absorber la reducción del déficit por cuenta corriente estadounidense con relativa facilidad, la situación es ahora diferente. Esto supone que cualquier corrección provocaría un ajuste mayor por parte de Estados Unidos. A lo anterior se une otra complicación, y es que aproximadamente la mitad del déficit por cuenta corriente estadounidense se concentra en la actualidad en países cuyas monedas han seguido de cerca las fluctuaciones del dólar (véase el Cuadro V.4). Como consecuencia, las monedas que actualmente tienen tipos de cambio más flexibles (sobre todo el yen y el euro) podrían sufrir una considerable presión alcista. Además, dado que los inversionistas europeos y japoneses mantienen cuantiosas posiciones en activos denominados en dólares de Estados Unidos, una depreciación sustancial del dólar podría exponerles a efectos-riqueza negativos, lo que podría también desacelerar el crecimiento y complicar aún más el problema de absorción.

Por supuesto, esas complicaciones se reducirían si hubiera más países dispuestos a permitir la flotación de sus monedas cuando el dólar se deprecie. También resultarían especialmente útiles las políticas destinadas a estimular un crecimiento de la demanda más rápido fuera de Estados Unidos, dado que incrementarían la absorción y moderarían los efectos de la subida de la moneda. En un mundo más deflacionario que el de los años 80, los acreedores deberían, en cualquier caso, soportar una carga mayor del ajuste. Por último, en caso de que las posiciones brutas en dólares estadounidenses de los no residentes estuvieran efectivamente cubiertas de varias formas, esto también mitigaría el problema que la apreciación de la moneda supone para los acreedores.

... y el euro como moneda de reserva

Una tercera diferencia con respecto a la década de los 80 es que el dólar ha dejado de ser la única moneda de reserva. Dada la elevada liquidez de los mercados financieros, actualmente también es posible mantener reservas en euros. No obstante, es posible que el euro tarde bastante en establecerse como moneda de reserva, dadas las preferencias arraigadas y el permanente uso del dólar como unidad de cuenta en el comercio internacional.

En resumen, existen razones para creer que hay más riesgo a la baja para el crecimiento estadounidense y el dólar que durante la década de los 80. No obstante, también existen algunos factores más positivos, por no citar la posibilidad de un crecimiento de la productividad significativamente más rápido en Estados Unidos que en cualquier otro país. El hecho de que haya un considerable exceso de capacidad en el sector estadounidense de bienes comerciados también implica que una oscilación de los tipos de cambio relativamente pequeña podría provocar una gran transferencia de recursos.