

## V. Los mercados de divisas

### Aspectos más destacados

La amplia y continuada depreciación del dólar estadounidense fue la característica más destacada de los mercados de divisas durante 2003 y los primeros meses de 2004. El dólar se depreció de forma señalada frente al euro y otras divisas con tipo de cambio flotante. Su pérdida de valor fue especialmente acusada frente a la libra esterlina y los dólares australiano, canadiense y neozelandés. En cambio, su depreciación frente al yen y las monedas de economías emergentes asiáticas fue limitada. Entre febrero y mediados de mayo de 2004, la tendencia bajista del dólar estadounidense se invirtió parcialmente.

Tres factores parecen haber sido los principales determinantes de la evolución de los tipos de cambio en el periodo analizado. En primer lugar, la atención de los agentes económicos se centró en la ampliación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y en los cambios en la composición de su financiación como causa fundamental de la depreciación de la divisa de ese país. En segundo lugar, en un entorno de abundante liquidez internacional y de indefinición de la tendencia en los mercados de renta variable, los diferenciales de los tipos de interés siguieron determinando en gran medida la fluctuación de las divisas. La búsqueda de rentabilidad se tradujo con frecuencia en el recurso a estrategias de *carry trade*. En tercer lugar, la inusitada intervención del Ministerio de Hacienda japonés y la abultada acumulación de reservas por varios bancos centrales de Asia contuvieron la depreciación del dólar frente a las divisas de ese continente. Como en años anteriores, la política cambiaria de las autoridades monetarias chinas concitó la atención de los mercados.

El papel que han desempeñado el desequilibrio exterior estadounidense y la acumulación de reservas oficiales de divisas en Asia se analiza de forma más detenida en la segunda parte de este capítulo. Un análisis empírico de los flujos financieros relacionados con los ajustes de la balanza por cuenta corriente desde mediados de la década de los 70 revela cambios de tendencia significativos en varias categorías de flujos de capital durante estos episodios. No obstante, si se analiza la coyuntura de Estados Unidos alrededor de 1987 a la luz de las condiciones actuales, que son algo diferentes, puede concluirse que no se puede predecir con certeza la pauta que seguirá el ajuste del actual desequilibrio exterior estadounidense, en especial dada la influencia que tienen en la actualidad los flujos de capital del sector público. Si bien es cierto que los factores que tradicionalmente determinan las reservas oficiales explican en cierta medida la acumulación de reservas observada en Asia, existen también ciertos indicios de un cambio en los motivos que subyacen a la acumulación de reservas de los dos últimos años.

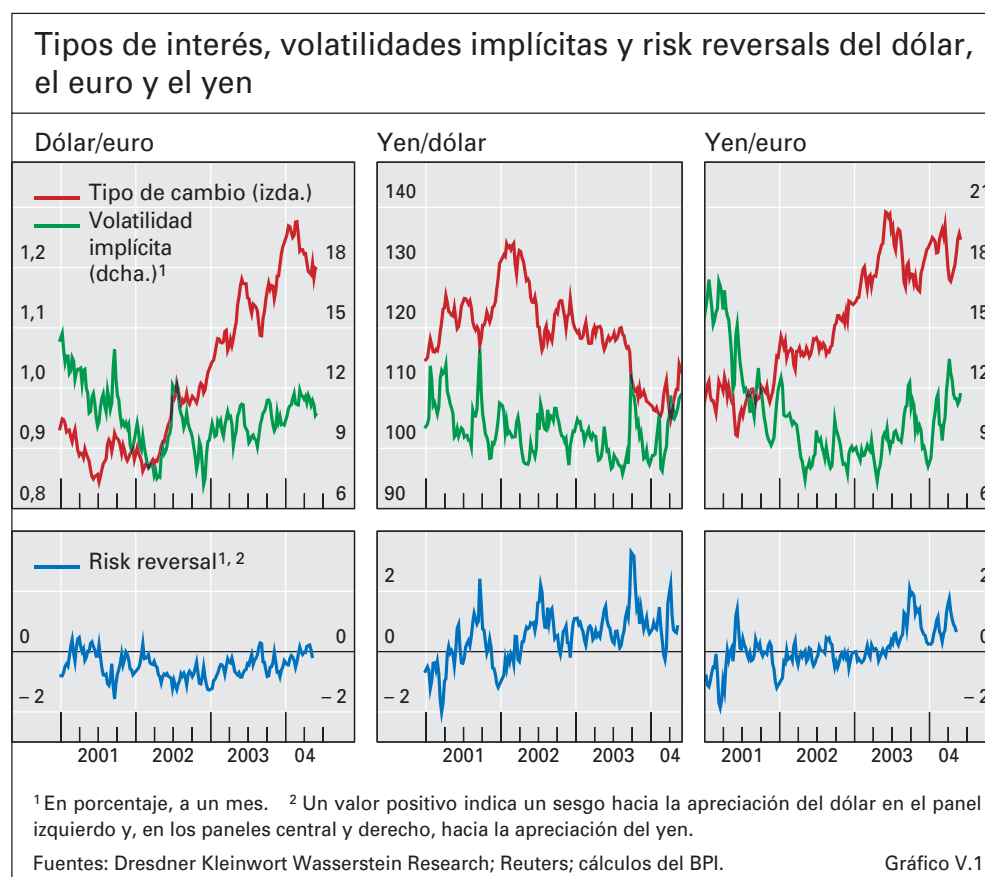
En el periodo analizado, los mercados de divisas se caracterizaron por una actividad inusualmente intensa, promovida fundamentalmente por posturas especulativas. Una notable excepción fue el mercado yen/dólar, cuya liquidez parece haber disminuido.

### Evolución de los tipos de cambio: los hechos

La depreciación general del dólar ...

El amplio movimiento de depreciación del dólar, que se había iniciado en enero de 2002, se prolongó hasta principios de 2004, momento en que la divisa estadounidense comenzó a recuperar parte del terreno cedido (véase el Gráfico V.1). Entre su máximo de enero de 2002 y su mínimo de febrero de 2004, el dólar perdió un 22% de su valor en términos efectivos nominales. En el mismo periodo, el euro avanzó un 12%, mientras que el yen se apreció aproximadamente un 6%. Entre mediados de febrero y mediados de mayo, el dólar recuperó un 6% de su valor, el euro se depreció un 2% y el yen descendió un 4% en términos efectivos nominales.

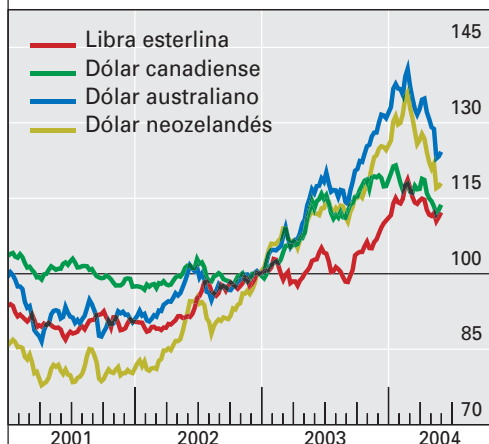
El retroceso del dólar frente al euro en el periodo comprendido entre enero de 2002 y febrero de 2004 fue del 43%, alcanzado la divisa europea el 17 de febrero del año en curso su máxima cotización desde su creación, al situarse en 1,29 dólares. En dicho periodo, el dólar se depreció también con respecto a otras monedas de cambio flotante, sobre todo frente a la libra esterlina (30%) y a los dólares australiano (51%), canadiense (20%) y neozelandés (64%) (véase el Gráfico V.2). Varias divisas de economías



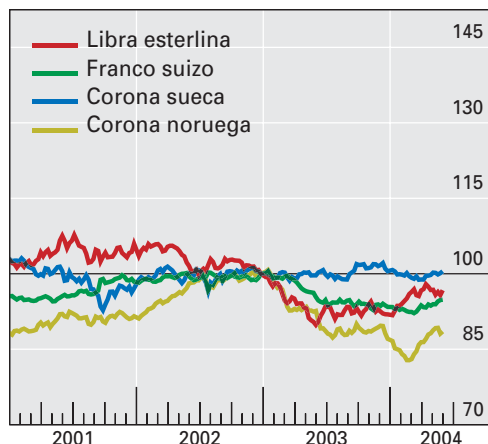
## Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, base: final 2002 = 100

Frente al dólar de EEUU



Frente al euro



Nota: Un ascenso indica una apreciación.

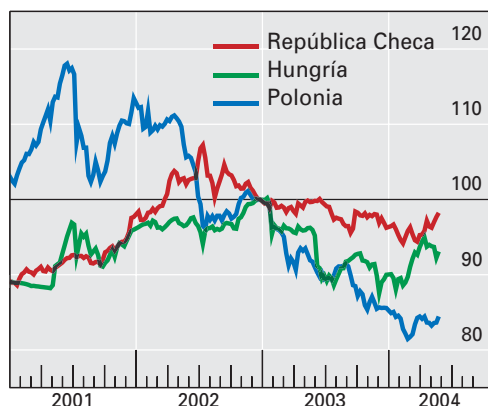
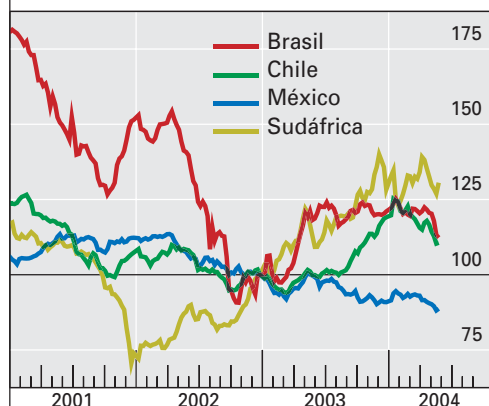
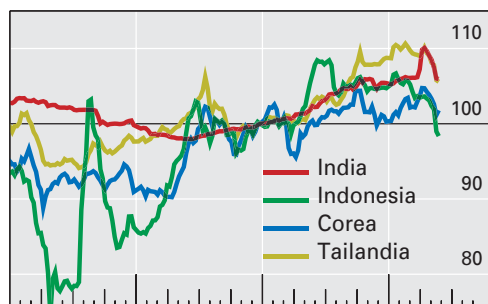
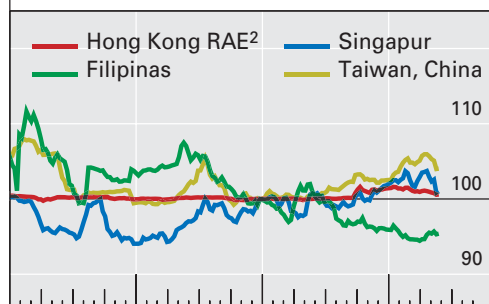
Fuente: Datos nacionales.

Gráfico V.2

de mercado emergentes (en especial el real, el rand y el peso chileno) se anotaron también avances sustanciales frente al dólar (véase el Gráfico V.3). La apreciación de todas estas monedas se tornó menos uniforme hacia los

## Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes<sup>1</sup>

Medias semanales, base: final 2002 = 100



<sup>1</sup> Frente al dólar de EEUU (para las monedas del panel inferior derecho, frente al euro); un ascenso indica una apreciación frente al dólar (euro). Panel inferior izquierdo: escala comprimida. <sup>2</sup> Tipo de cambio a plazo a 12 meses.

Fuentes: BCE; Bloomberg; Datastream.

Gráfico V.3

meses de julio y agosto de 2003, al reaccionar los agentes del mercado ante distintos cambios de los tipos de interés oficiales y previstos.

... se invirtió parcialmente a partir de febrero de 2004

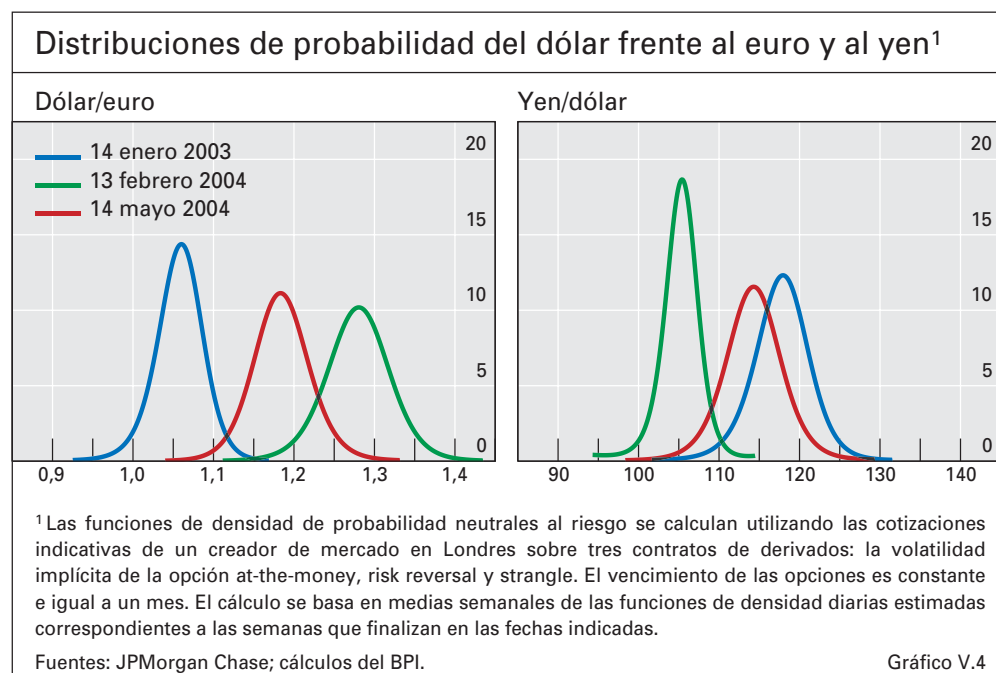
Entre mediados de febrero y mediados de marzo de 2004, la tendencia bajista del dólar estadounidense se invirtió parcialmente. El dólar alcanzó su mínimo coincidiendo con comentarios oficiales sobre la excesiva volatilidad de la reciente evolución de los tipos de cambio. La consiguiente apreciación del dólar frente al euro rondó el 6%. Movimientos similares frente al dólar estadounidense exhibieron la libra esterlina (-8%) y el dólar canadiense (-6%), cediendo asimismo los dólares australiano y neozelandés un 14% y 15% respectivamente.

Limitada apreciación de las divisas asiáticas frente al dólar

Las principales excepciones a la pauta general de firme apreciación frente al dólar estadounidense hasta febrero de 2004 fueron el yen y la mayor parte de las monedas de economías de mercado emergentes asiáticas. Varias de ellas, como el renminbi y el dólar de Hong Kong, tienen vinculado su cambio al dólar estadounidense, pero incluso entre las monedas no vinculadas, la apreciación en ese periodo fue considerablemente más moderada que, por ejemplo, la del euro o la libra esterlina.

Significativo cambio de opinión en el mercado

La inversión en la tendencia del dólar estuvo acompañada de visibles cambios de opinión en el mercado. Durante la mayor parte de 2003, las expectativas de los agentes económicos sobre el tipo de cambio futuro de la moneda estadounidense, medidas por la media de las funciones de densidad de probabilidad neutrales al riesgo, siguieron empeorando. Además, la opinión del mercado sobre las probabilidades de un refuerzo o debilitamiento mucho mayores del dólar, medidas por el sesgo de dichas funciones de densidad, se desplazó notoriamente hacia un dólar débil (véase el Gráfico V.4). Esta pauta quedó especialmente de manifiesto en el mercado del cambio dólar/euro. Las expectativas, sin embargo, empezaron a cambiar a principios de 2004. Entre febrero y mediados de mayo, los precios de las opciones indicaban una actitud hacia el dólar menos pesimista. El sesgo previo



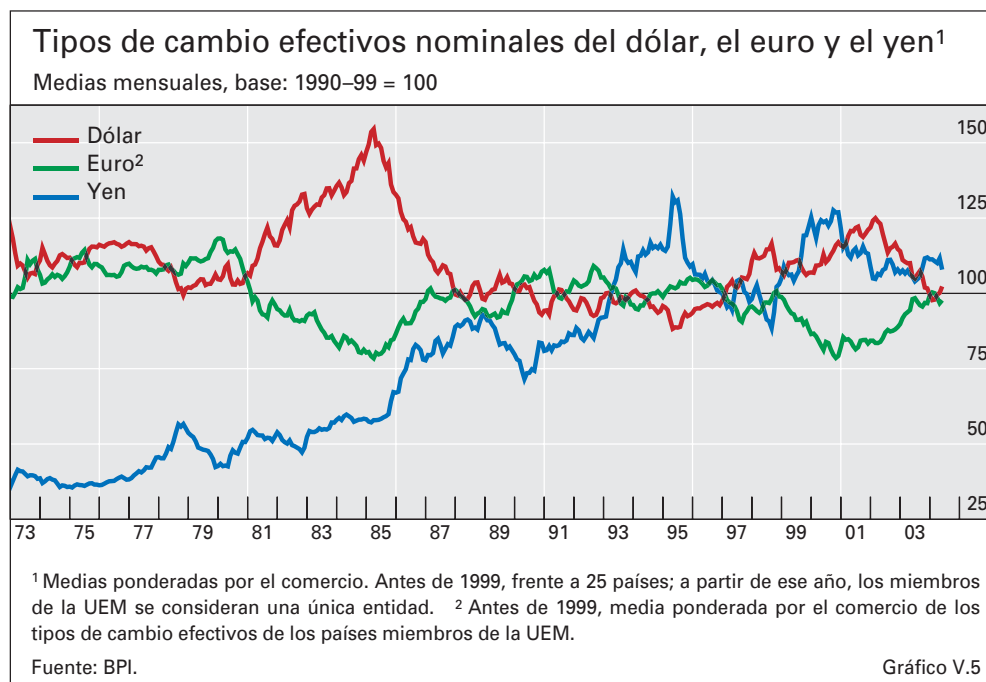
prácticamente desapareció, al considerar el mercado que tanto la apreciación como la depreciación sustanciales del dólar resultaban igual de probables.

Según los agentes del mercado, esta evolución de las relaciones cambiarias se produjo en un contexto caracterizado por dos notables cambios en el mercado de divisas. En primer lugar, el volumen de negocio experimentó un fuerte incremento generalizado, prolongando así la tendencia iniciada a principios de 2001. Este incremento parece haber estado dirigido en gran medida por el aumento de la actividad por parte de inversionistas apalancados. Destacó, en especial, la mayor actividad de los fondos de cobertura macro, cuyas estrategias se basan en opiniones sobre variables fundamentales como los diferenciales de tipos de interés, y también la de los llamados “*momentum investors*”, inversionistas especializados en seguir la dinámica de los precios de los activos para identificar oportunidades de batir las expectativas de revalorización del mercado. También se registró una actividad mucho mayor por parte de los inversionistas institucionales y gestores de tesorería de las empresas. El incremento más destacado en el volumen de negocio quizás se produjo en el mercado del cambio dólar/euro. Aparentemente, las condiciones de liquidez en la mayor parte de los mercados de divisas apenas cambiaron en el periodo, permaneciendo la liquidez en general muy elevada. En segundo lugar, los operadores han apuntado que el mercado yen/dólar en 2003, a diferencia del resto de grandes segmentos del mercado, se caracterizó tanto por un descenso de la actividad como por un menor nivel de liquidez, reflejados en los menores volúmenes de negocio y en el estrechamiento de las bandas de cotización intradía. Estos cambios se consideraron relacionados con el riesgo bidireccional que introdujeron en este mercado las intervenciones oficiales sistemáticas.

Dos cambios dignos de mención en las condiciones del mercado

Pese a las amplias fluctuaciones de los tipos de cambio a lo largo del periodo, desde una perspectiva a más largo plazo merecen mención dos aspectos. En primer lugar, en términos efectivos nominales, las tres divisas

La perspectiva a más largo plazo



principales rondan en estos momentos muy de cerca sus promedios de los años 90 (véase el Gráfico V.5). En segundo lugar, la depreciación del dólar entre enero de 2002 y febrero de 2004 fue mucho menor que la fuerte corrección de mediados de la década de los 80, cuando la moneda estadounidense perdió aproximadamente el 50% de su valor frente al yen y frente al marco alemán, tras un periodo de excesiva subida en la primera mitad de la década.

## Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes

Tres factores determinaron principalmente la evolución de los tipos de cambio

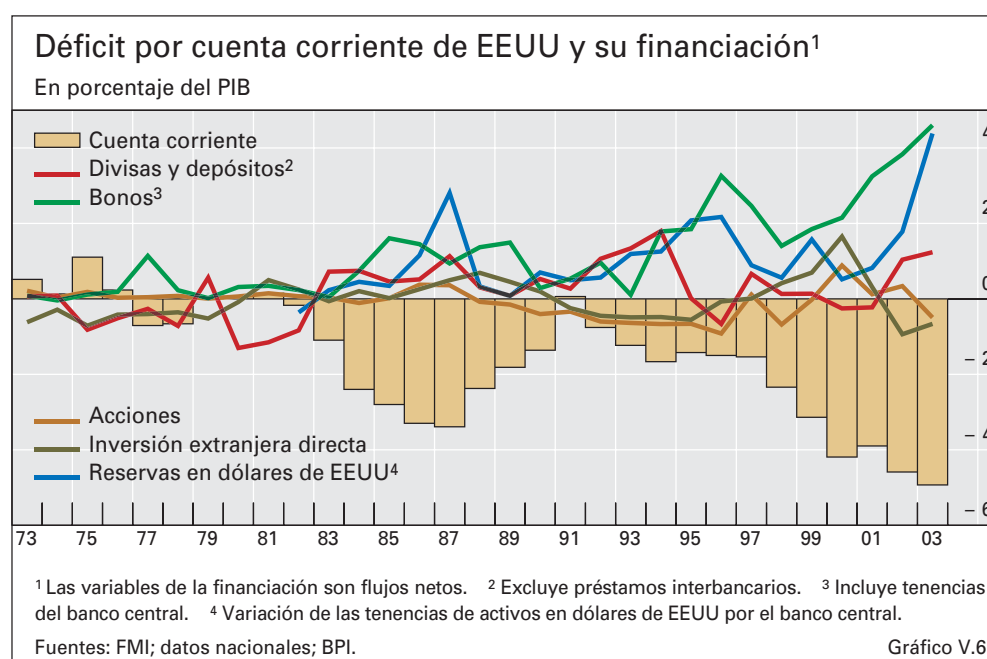
La evolución general de los tipos de cambio en el periodo analizado pareció responder a tres factores principales: el desequilibrio exterior de Estados Unidos, los diferenciales de tipos de interés y las políticas cambiarias en Asia.

### *El déficit por cuenta corriente estadounidense*

Hasta febrero de 2004, la atención de los mercados se centró en el déficit por cuenta corriente estadounidense

Al igual que en 2002, el principal factor que determinó la amplia depreciación del dólar concluida en febrero de 2004 fue la atención que prestaron los agentes económicos al creciente déficit por cuenta corriente estadounidense. En 2003, el déficit alcanzó el 5% del PIB estadounidense (véase el Gráfico V.6) y los pasivos internacionales netos de ese país llegaron a representar el 25% de su PIB. Aun así, el incremento de los pasivos internacionales no constituyó una carga significativa para Estados Unidos, ya que los rendimientos percibidos por los activos internacionales estadounidenses superaron a los abonados por los pasivos de ese país. Por lo tanto, los flujos netos de renta siguieron siendo positivos.

Cabe afirmar que el desequilibrio exterior estadounidense afectó al dólar sobre todo a través de su incidencia en la opinión general del mercado, pues se generalizó la idea de que era precisa una depreciación de esta moneda.



Dos cuestiones relacionadas generaron estas expectativas. En primer lugar, dado que el déficit fiscal estadounidense seguía acrecentándose, parecía probable que la necesidad de financiar un voluminoso déficit por cuenta corriente persistiera más allá de lo inicialmente anticipado. Además, los desequilibrios externos se achacaban cada vez más a un ahorro nacional insuficiente y no tanto a los altos niveles de inversión productiva. En segundo lugar, los cambios en la composición de los flujos financieros hacia Estados Unidos (un menor porcentaje de flujos privados y, dentro de éstos, un descenso del correspondiente a la participación de la inversión en renta variable y de la inversión extranjera directa) indicaban que el sector privado empezaba a mostrarse menos dispuesto a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense (véase el Gráfico V.6).

Importancia decisiva reviste la forma en que podría concretarse el ajuste del desequilibrio exterior estadounidense. Aunque en los dos últimos años ya se han modificado en parte los tipos de cambios y los flujos de capital, el proceso ha sido gradual. Es importante discernir si se mantendrán estas condiciones o si cabe un ajuste brusco de los flujos de inversión, lo que podría perturbar los mercados financieros. Una forma de dilucidar esta cuestión es analizar la naturaleza de los flujos de capital en episodios anteriores de ajuste de la balanza por cuenta corriente (véase más adelante).

#### *Diferenciales de tipos de interés*

El segundo factor determinante de la evolución de los tipos de cambio fueron los diferenciales de tipos de interés. La correlación entre las fluctuaciones de las divisas y los diferenciales de tipos de interés corrientes y esperados quedó patente en numerosas economías (véase el Cuadro V.1). En las economías del G-3, la apreciación del euro frente al dólar y al yen entre enero de 2002 y febrero de 2004 se apoyó en que la zona del euro contaba con los tipos

Los diferenciales de tipos de interés afectaron a los movimientos de capitales y a los tipos de cambio

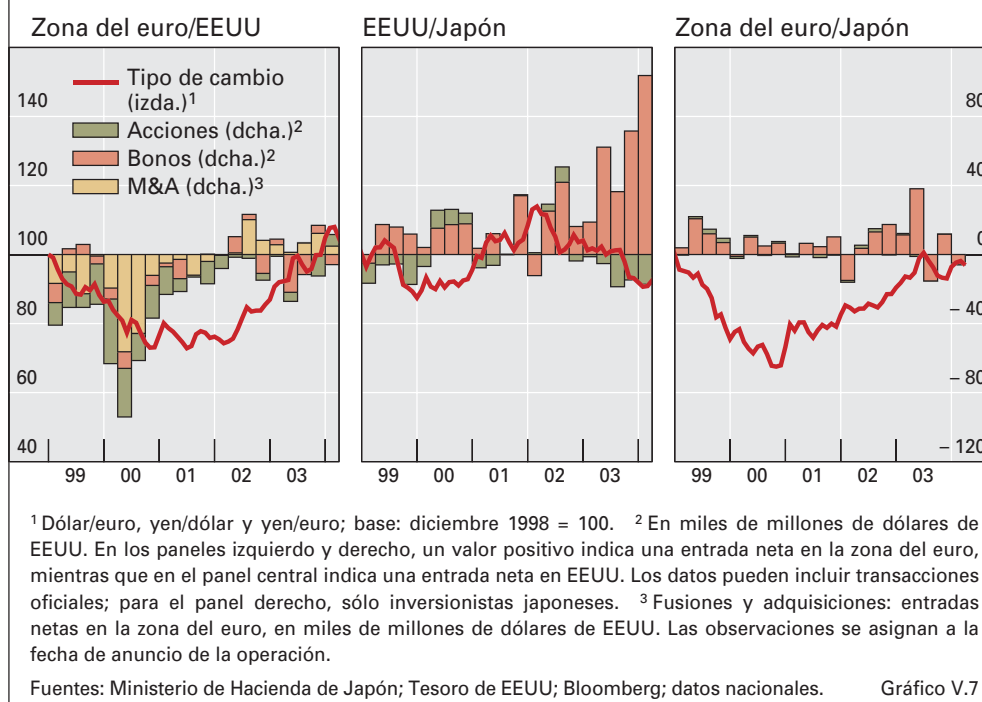
Tipos de cambio y diferenciales entre los tipos de interés								
	Dólar <sup>1</sup>		Euro <sup>1</sup>		Diferencial del tipo de interés frente a			
					tipos de interés de EEUU <sup>2</sup>		tipos de interés zona del euro <sup>2</sup>	
	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04
Nueva Zelandia	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australia	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Suecia	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Zona del euro	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Suiza	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Reino Unido	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Noruega	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Japón	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Canadá	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

<sup>1</sup> Variación porcentual acumulada; un valor positivo indica una depreciación frente al dólar (euro). <sup>2</sup> Utilizando tipos de interés a tres meses.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro V.1

## Movimientos de inversión de cartera entre las tres principales regiones económicas



de interés más altos, atrayendo en consecuencia el capital en busca de rentabilidad (véase el Gráfico V.7). Los tipos de interés relativamente altos y en ascenso del Reino Unido contribuyeron a la apreciación de la libra esterlina frente al dólar y al yen.

La incidencia de los diferenciales de tipos de interés fue bien palpable en los mercados de los dólares australiano y neozelandés, y en menor medida, del canadiense (véase el Gráfico V.2), tradicionalmente también sensibles a los precios de las materias primas. Hasta principios de 2004, las tres monedas avanzaron significativamente frente al dólar estadounidense. Con todo, la apreciación de los dólares australiano y neozelandés respecto del euro fue moderada, pese a los ventajosos diferenciales de tipos de interés y al incremento del 39% en los precios de las materias primas. El dólar canadiense llegó incluso a depreciarse frente al euro, a pesar de tener rendimientos similares y de redundar en su beneficio el encarecimiento de las materias primas.

La búsqueda internacional de rentabilidad y los diferenciales de tipos de interés fueron también relevantes para los tipos de cambio de varias monedas de economías de mercado emergentes. En un contexto de financiación barata, reflejada en los bajos tipos de interés a corto plazo (véase el Capítulo IV), y de alta tolerancia al riesgo, como revelan los estrechos diferenciales crediticios y la vigorosa emisión de deuda en los países emergentes (véase el Capítulo VI), las monedas de las economías de mercado emergentes con un diferencial de tipos de interés positivo tendieron a apreciarse frente al dólar. Ejemplos dignos de mención son el peso chileno, que ganó casi un 9% entre principios de 2002 y principios de 2004, el rand, que se revalorizó aproximadamente



un 44%, y el real, que se apreció a pesar de algunos acontecimientos nacionales negativos.

Como ocurrió el año anterior, las estrategias de *carry trade* fueron un mecanismo muy socorrido para los inversionistas en busca de rentabilidad. Estas operaciones consisten en endeudarse en una moneda poco rentable para financiar la inversión en otra de alta rentabilidad. A lo largo del periodo analizado, estas estrategias fueron utilizadas no sólo por grandes fondos de cobertura, también llamados de gestión alternativa (*hedge funds*), que aplican estrategias macro y por asesores en operaciones de futuros sobre materias primas (*commodity trading advisers*), sino que también hicieron uso de ellas algunos inversionistas institucionales y entidades no financieras. Las tres principales monedas de financiación habrían sido el dólar estadounidense, el yen y el franco suizo, invirtiéndose los fondos prestados principalmente en libras esterlinas, en dólares australianos, canadienses y neozelandeses, así como en varias monedas de economías de mercado emergentes.

Al moderarse la tendencia alcista generalizada frente al dólar estadounidense a principios de 2004 e invertirse incluso después parcialmente, la influencia de los diferenciales de tipos de interés se tornó más compleja. Cuando el mercado reconsideró la probabilidad de un cambio en los tipos de interés oficiales de varios países, disminuyó la importancia de dichos diferenciales como factor determinante de las fluctuaciones de los tipos de cambio, al tiempo que aumentó la importancia de las expectativas sobre los diferenciales futuros (véase el Capítulo IV). El euro se depreció de forma notable desde su máximo de febrero de 2004, al adelantar los mercados sus expectativas de subida de los tipos de interés estadounidenses ante los buenos datos de empleo e inflación registrados en Estados Unidos y empezar a considerar más probable una relajación de los tipos de interés de la zona del euro. Además, al incrementar el coste esperado de la financiación en dólares estadounidenses, las nuevas expectativas sobre el momento en que se producirían cambios en la política monetaria en Estados Unidos restaron no poco atractivo a las operaciones de *carry trade* con dólares australianos y neozelandeses, contribuyendo así a una acusada depreciación de estas monedas frente al dólar estadounidense. El dólar canadiense y las coronas noruega y sueca también retrocedieron tras recortarse los tipos de interés oficiales de estos países y aguardar los mercados una relajación monetaria adicional. Como consecuencia, la refinanciación de las posiciones de *carry trade* resultó menos rentable. El franco suizo se apreció frente al euro al anticipar los operadores una subida de los tipos de interés en Suiza y empezar a deshacer las operaciones de *carry trade* que utilizaban el franco suizo como divisa de financiación. Sin embargo, la fluctuación del dólar estadounidense frente al yen fue menos pronunciada debido a los persistentes indicios de recuperación de la economía japonesa (véase el Capítulo II).

### *Políticas cambiarias en Asia*

Un tercer factor significativo que afectó a los tipos de cambio fue el elevado volumen de intervención en el mercado de divisas en comparación con lo que

Las estrategias de *carry trade* fueron una inversión muy popular

Cambio de tendencia a principios de 2004 al modificarse las expectativas sobre política monetaria

Las políticas cambiarias fueron esenciales en Asia

ha sido habitual en el pasado, sobre todo en Asia (véase el Cuadro V.2). Estas actividades contribuyeron a aliviar la presión alcista sobre las monedas de la región, suscitando sin embargo cuestiones de mayor calado sobre su incidencia en el ajuste de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente en todo el mundo (véase más adelante). Debido a su magnitud en términos absolutos, las políticas intervencionistas de Japón y China concitaron especial atención.

Amplia  
intervención  
en el mercado de  
divisas en Japón

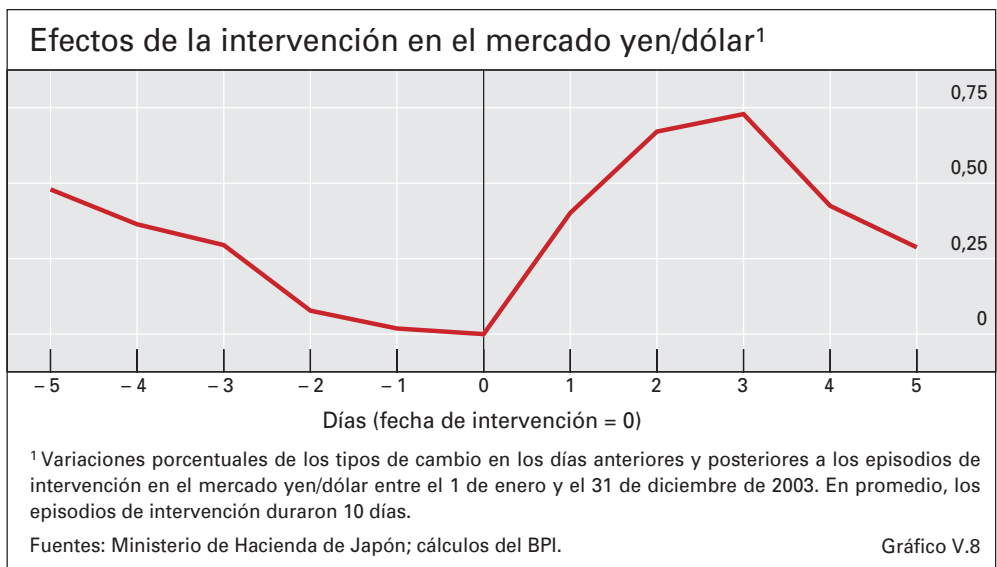
En Japón, el Ministerio de Hacienda adquirió activos estadounidenses por valor de 316 mil millones de dólares entre enero de 2003 y marzo de 2004, un importe muy superior al destinado a la adquisición de activos extranjeros en años anteriores. Además, los datos del Ministerio de Hacienda demuestran

Variaciones anuales de las reservas oficiales de divisas							
En miles de millones de dólares de EEUU							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	<i>Pro memoria: Cantidades a final de 2003</i>
	A tipos de cambio vigentes						
Total	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3.010,9
Países industrializados	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1.103,6
Estados Unidos	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Zona del euro	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Japón	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1.208,1
China	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Filipinas	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Hong Kong RAE	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
India	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Malasia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Tailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
Taiwan, China	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
América Latina <sup>1</sup>	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brasil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Chile	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
México	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
ECO <sup>2</sup>	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	A tipos de cambio constantes <sup>3</sup>						
Total	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3.029,8
Reservas en dólares	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2.092,7
Reservas en otras monedas	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

<sup>1</sup> Países mencionados, además de Colombia, Perú y Venezuela. <sup>2</sup> Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia. <sup>3</sup> Cifras parcialmente estimadas; valoraciones a los tipos de cambio de final de periodo.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

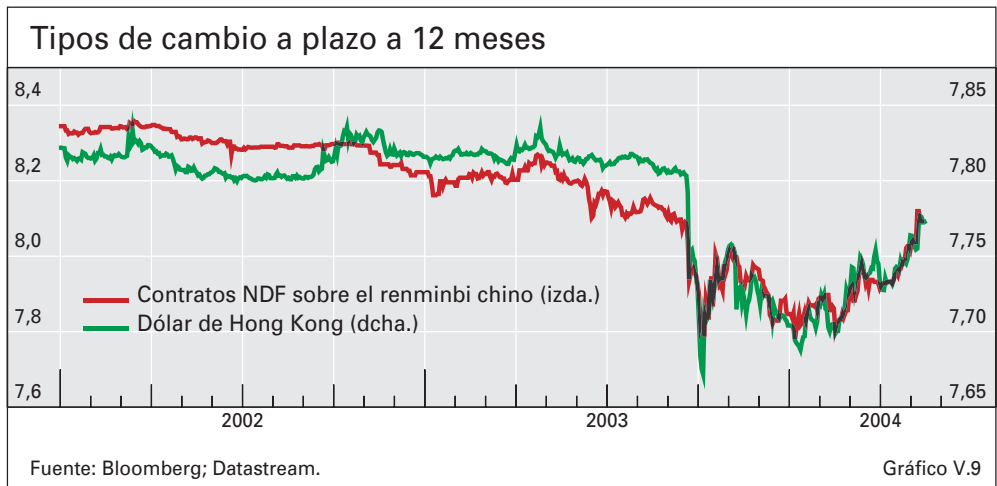
Cuadro V.2



que las autoridades japonesas entraron en el mercado con mayor frecuencia y durante periodos más largos que en el pasado. A cada intervención en el mercado de cambios le siguió una notable reacción del yen, lo que sugiere que la política intervencionista resultó eficaz, al menos en el corto plazo (véase el Gráfico V.8). Este resultado pudo haber estado relacionado con la percepción, por parte de los agentes económicos, de un cambio de estrategia de las autoridades japonesas, que al parecer estaban instrumentando una política muy intervencionista para generar una sensación de riesgo bidireccional en el mercado.

En China, las autoridades monetarias acumularon cuantiosas reservas en dólares para tratar de mantener el tipo de cambio prefijado con esa moneda. Si bien se mantuvo la vinculación monetaria, se produjeron episodios de presiones alcistas en el mercado de divisas a plazo con liquidación por diferencias (NDF, del inglés *non-delivery forward*) (véase el Gráfico V.9). Esto da una idea de la opinión del mercado sobre la probabilidad de que el banco central modificase su política cambiaria. En ocasiones, el dólar de Hong Kong soportó presiones similares, atravesando

Las autoridades monetarias chinas fueron el centro de atención



en diciembre de 2003 un breve periodo de inusual volatilidad en el mercado de contado.

En Corea, la India y Taiwan (China), las reservas en dólares también aumentaron de forma considerable, debido a que las autoridades intervinieron masivamente para limitar la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense y, por consiguiente, frente al renminbi.

## La financiación de los desequilibrios externos y la función de las reservas de divisas

Durante el periodo analizado, los cambios en la composición de los flujos de capital privado dirigidos hacia Estados Unidos y el nuevo incremento del porcentaje de flujos oficiales indicaron que los inversionistas privados estaban menos dispuestos a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense. Esto plantea dos interrogantes. En primer lugar, cabe preguntarse si los cambios de tendencia de los flujos financieros privados y la relación entre flujos privados y públicos ayudan a predecir el inicio de un ajuste de la balanza por cuenta corriente. En segundo lugar, hay que entender cómo se comportan los flujos de capital una vez iniciado el ajuste del déficit por cuenta corriente. En especial, es necesario discernir qué probabilidades hay de que se produzcan cambios bruscos de los flujos de capital, que podrían tener un efecto perturbador sobre los mercados financieros. A continuación se analizan ambas cuestiones, examinándose las pautas que han seguido los flujos financieros privados y el porcentaje de flujos públicos en 28 episodios históricos de ajustes significativos de la balanza por cuenta corriente.

### *La financiación de los déficit por cuenta corriente en países industrializados desde 1973*

Episodios históricos de ajuste de la balanza por cuenta corriente

Los 28 episodios de ajustes sustanciales y duraderos de la balanza por cuenta corriente en países industrializados desde 1973 (véase el Cuadro V.3) compartieron dos características principales. La primera es que, en promedio, el déficit por cuenta corriente de un país tendía a revertir cuando se aproximaba a niveles cercanos al 4–5% del PIB. La segunda es que el proceso de ajuste estaba normalmente asociado a una depreciación de la moneda nacional, así como a una acusada desaceleración del crecimiento económico. En líneas generales, el mecanismo por el que se invirtió el déficit por cuenta corriente estadounidense en la segunda mitad de los años 80 siguió ese patrón.

Pocas pruebas de cambios sistemáticos en la tendencia de los flujos financieros antes de los ajustes ...

El análisis de las pautas de los flujos financieros sugiere que éstos poseen escasa capacidad de predicción sobre el momento o las características de los ajustes de la balanza por cuenta corriente. Así queda de relieve cuando se estudian, para cada uno de dichos episodios, los valores medios de cada categoría de flujos financieros en el quinquenio precedente a cada mínimo de la balanza por cuenta corriente (véase el Gráfico V.10). Aun cuando el comportamiento de algunos tipos de flujos financieros varió en términos medios durante ese intervalo, apenas hay pruebas que apunten a cambios sistemáticos de tendencia inmediatamente antes de iniciarse el

Flujos financieros y ajustes de la cuenta corriente	
	Porcentaje de episodios en los que el flujo de financiación cambió en consonancia con el ajuste de la cuenta corriente
Instrumentos nacionales de deuda en manos de no residentes	89
Préstamos de no residentes a residentes	78
No residentes: tenencias de moneda y depósitos nacionales	58
Residentes: tenencias de divisas y depósitos en el extranjero	70
Inversión directa del extranjero	36
Inversión directa en el extranjero	35
Reservas	68

Nota: Un ajuste de la cuenta corriente viene definido por tres condiciones: (i) el déficit por cuenta corriente debe ser superior al 2% del PIB antes del ajuste; (ii) el déficit medio debe disminuir al menos en un 2% del PIB a lo largo de tres años y haberse reducido al menos en un tercio; (iii) el mayor déficit registrado en los cinco años siguientes al máximo no debe ser más elevado que el déficit más reducido registrado en los tres años anteriores al máximo. El cuadro cubre 28 episodios de ajuste de la cuenta corriente observados durante el periodo 1974–2002: Australia (1989, 1999); Austria (1977, 1980); Bélgica (1981); Canadá (1981, 1993); Dinamarca (1986); España (1976, 1981, 1991); Estados Unidos (1987); Finlandia (1991); Francia (1982); Grecia (1985); Irlanda (1981); Italia (1974, 1981, 1992); Noruega (1977, 1986); Nueva Zelandia (1984); Portugal (1981, 2000); Reino Unido (1974, 1989); Suecia (1980, 1992).

Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; estimaciones del BPI. Cuadro V.3

ajuste de la balanza por cuenta corriente, ni siquiera en el caso de los flujos oficiales. La única excepción la representan las posiciones en moneda nacional y depósitos de no residentes, que normalmente tocaban techo un año antes de iniciarse el ajuste. Habida cuenta de estos datos, puede que las variaciones en la composición de los flujos financieros dirigidos hacia Estados Unidos observados durante el pasado año no ofrezcan mucha información sobre el momento en el que se producirá el ajuste de la balanza por cuenta corriente estadounidense.

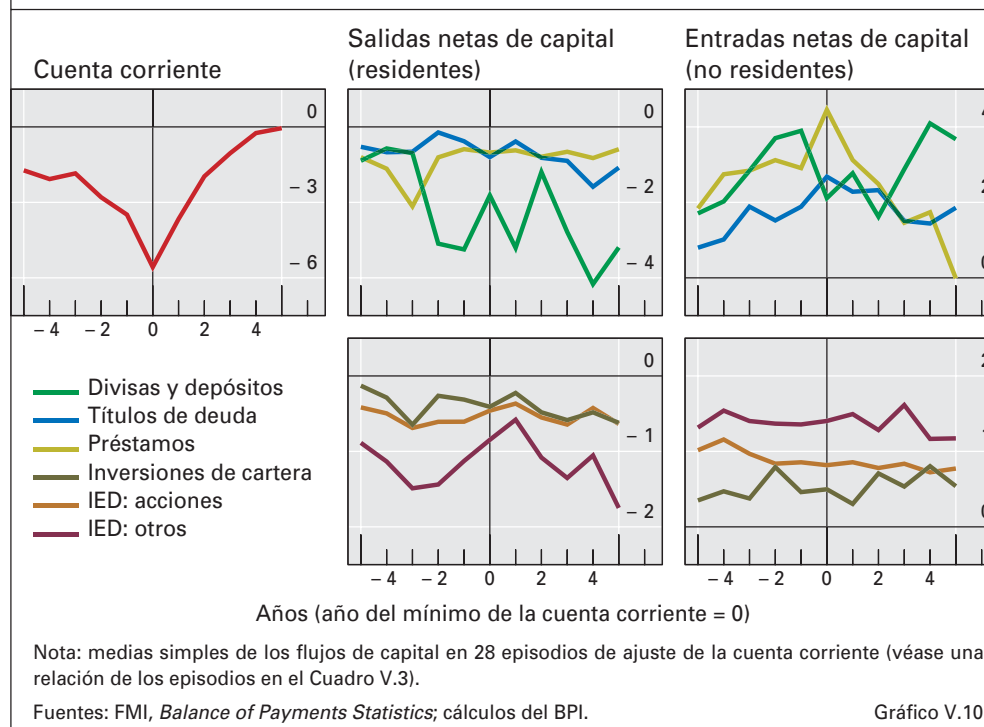
En cambio, en lo que respecta a los cambios de tendencia de los flujos financieros simultáneos a la corrección del déficit por cuenta corriente, los 28 episodios históricos comparten características comunes muy interesantes. En primer lugar, los flujos más volátiles, a los que suelen afectar sobre todo los diferenciales de tipos de interés, fueron en general los que experimentaron un mayor ajuste. En concreto, las posiciones en moneda y depósitos nacionales y en valores de deuda, tras aumentar al hacerlo el déficit por cuenta corriente, caían acentuadamente durante la corrección (véase el Cuadro V.3). Aunque tanto las entradas como las salidas de inversión extranjera directa (IED), que son más estables, siguieron una pauta similar, la magnitud de su variación fue menor. Por su parte, los flujos de inversión de cartera en capital social, que suelen tenerse por volátiles, no cambiaron mucho en promedio.

En segundo lugar, el ajuste estuvo dirigido en gran medida por el comportamiento de los sectores no residentes. Las tenencias de depósitos y deuda nacionales por extranjeros, así como los créditos otorgados por éstos

... pero identificación de algunas *durante* estos ajustes

## Ajustes de la cuenta corriente y flujos financieros

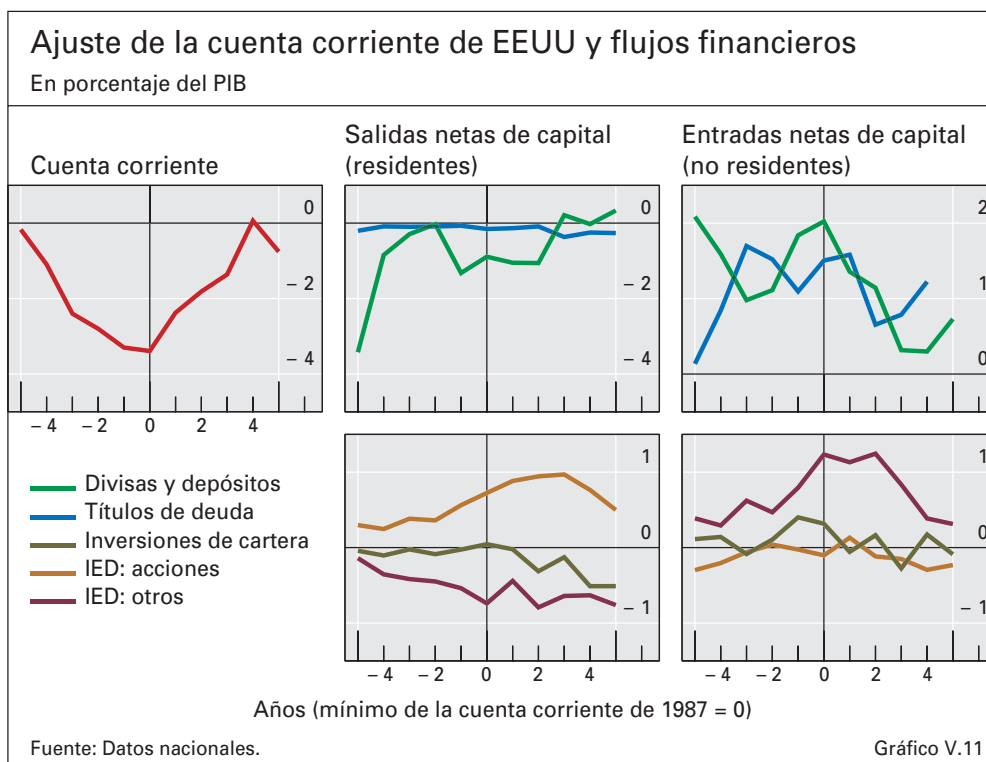
En porcentaje del PIB



a residentes nacionales, cambiaron de forma muy señalada durante los ajustes de la balanza por cuenta corriente. En general, estas categorías de flujos aumentaron antes de que el déficit alcanzase su punto de inflexión para a continuación tender a disminuir. En contraste, sólo una categoría de flujos financieros procedente de sectores residentes (a saber, los depósitos de residentes nacionales en entidades extranjeras) cambió de forma sistemática durante estos episodios.

En tercer lugar, los cambios en la financiación de la balanza por cuenta corriente se produjeron en su mayor parte en los flujos privados. Las reservas mantenidas por el país de origen también tendieron a presentar cambios, fundamentalmente como consecuencia de las intervenciones en el mercado de divisas para respaldar la divisa nacional o por efecto de las variaciones de los tipos de cambio. Sin embargo, es importante destacar que, salvo en Estados Unidos, en todos los países que registraron ajustes sustanciales en su balanza por cuenta corriente las adquisiciones de activos nacionales por entidades públicas extranjeras fueron poco significativas, por lo que no puede afirmarse que fueran determinantes en dichos ajustes.

Por último, en la mayoría de los casos, los cambios en la composición de los flujos financieros antes descritos se mantuvieron dentro de un orden. Una excepción notable fue el ajuste de la balanza por cuenta corriente de Suecia en 1992, que estuvo acompañado de una drástica retirada de moneda y depósitos nacionales por parte de residentes extranjeros, del orden del 10% del PIB, así como de una contracción igualmente intensa del crédito otorgado por extranjeros.



El comportamiento de los flujos financieros privados durante el cambio de signo del déficit por cuenta corriente estadounidense de mediados de la década de los 80 concuerda en varios aspectos con las pautas observadas en los episodios de ajuste de otros países (véase el Gráfico V.11). En primer lugar, las dos categorías de flujos financieros que cambiaron más visiblemente alrededor de 1987 fueron las posiciones en depósitos extranjeros (tanto de residentes como de no residentes) y en deuda estadounidense en poder de no residentes. Estos tipos de flujos tendieron a incrementarse antes de 1987 y cayeron durante los tres años siguientes. En segundo lugar, la IED del sector no residente también contribuyó al ajuste. Por último, los cambios de los flujos privados fueron moderados; la disminución de las entradas fue gradual y la variación acumulada entre 1987 y 1990 para cada categoría de flujos financieros no superó el 2% del PIB estadounidense.

Dicho esto, hay una importante diferencia entre Estados Unidos y los demás países industrializados. Dado que el dólar es la principal moneda de reserva internacional, los activos en dólares constituyen una parte significativa de los activos en divisas en las carteras de otros países. A diferencia del resto de países que experimentaron ajustes en su balanza por cuenta corriente, tanto durante la corrección del desequilibrio exterior estadounidense en 1987 como en la situación actual, las compras de activos en dólares (sobre todo de bonos) por entidades públicas extranjeras financiaron una parte considerable de la acumulación del déficit estadounidense (véase el Gráfico V.6). En ambos casos, las reservas oficiales en dólares registraron en un primer momento un notable incremento, al depreciarse el dólar bajo el lastre del creciente déficit. En el caso de 1987, el proceso de acumulación de reservas oficiales acabó invirtiéndose al

Similitudes entre Estados Unidos y otros países ...

... pero la función de las reservas oficiales difiere considerablemente

reducirse el superávit de la balanza por cuenta corriente estadounidense y disminuir la necesidad de financiación exterior. Considerados estos antecedentes, el fuerte incremento de reservas en dólares de los dos últimos años podría sembrar la duda de si el reciente déficit por cuenta corriente estadounidense no estaría a punto de corregirse.

Las políticas cambiarias actuales son muy distintas de las de mediados de los años 80

No obstante, por lo que respecta a los flujos financieros oficiales, la experiencia actual en Estados Unidos difiere significativamente de los años 80. A mediados de ese decenio, el dólar empezó a depreciarse tras un periodo de cotizaciones desorbitadas. En 1986 y 1987, las autoridades monetarias del G-7 realizaron un esfuerzo concertado para detener su vertiginosa caída que culminó en el Acuerdo del Louvre, suscrito en febrero de 1987. Resultado de lo anterior es que Japón, Alemania y otros países industrializados cuyas divisas mantenían un cambio flexible frente al dólar fueron los que principalmente acumularon reservas en dólares. La intervención coordinada concluyó cuando el dólar se estabilizó en niveles muy inferiores. Durante los últimos dos años, en cambio, la acumulación de reservas se ha debido a intervenciones unilaterales por parte de las autoridades de Japón y de varias economías de mercado emergentes de Asia, que fijaron un suelo para la caída del dólar, limitando con ello el ajuste de la balanza por cuenta corriente estadounidense. Sus políticas cambiarias no han sido coordinadas, sino más bien interdependientes.

#### *La función de las reservas de divisas*

Para entender mejor este tipo de intervención, resulta útil fijarse en el papel que desempeñan las reservas de divisas. ¿Cuál es el sentido de mantener divisas y cómo se explica el comportamiento actual? ¿Hasta qué punto la acumulación de reservas ha sido un fin en sí mismo o un resultado del afán por lograr el equilibrio interior o exterior? ¿Cómo afecta esto al sostenimiento de la financiación del déficit por cuenta corriente estadounidense? Las implicaciones de la acumulación de importantes volúmenes de reservas para el sistema financiero nacional se analizan en el Capítulo III.

En un régimen de tipos de cambio fijos, las reservas cumplen una función decisiva

En un sistema de tipos de cambio fijos, ya sea oficial o *de facto*, las reservas de divisas desempeñan un papel primordial. Las autoridades monetarias las utilizan para mantener un tipo de cambio prefijado para la moneda nacional cuando surgen presiones tendentes a su devaluación, por ejemplo, como consecuencia de salidas de capitales. De igual forma, el banco central acumula reservas para contener presiones alcistas sobre su moneda. Por tanto, en ausencia de controles de capital y de ajustes de tipos de interés, la cantidad de reservas acumulada viene determinada por las medidas adoptadas por las autoridades monetarias para mantener la vinculación del tipo de cambio. Ante salidas o entradas persistentes de capital, el tipo de interés podría utilizarse también como un instrumento de la política monetaria.

En un régimen de tipo de cambio flotante, el papel de las reservas está mucho menos claro, por lo que resulta útil distinguir dos casos. En el primer caso, las autoridades monetarias pueden proponerse un determinado volumen de reservas de divisas para alcanzar varios objetivos. Uno



fundamental es disponer de reservas suficientes para poder intervenir a fin de mantener la liquidez en el mercado de divisas. Esto reduce la volatilidad no deseada, al tiempo que permite un ajuste suave del tipo de cambio. Otro posible objetivo es crear un “escudo protector” que pueda mejorar la credibilidad de un país en los mercados financieros internacionales, contribuyendo así a reducir el riesgo de flujos de capital perturbadores. Cuanto mayor sea el riesgo de huidas de capital protagonizadas por residentes nacionales o de retiradas por parte de no residentes, más necesario será disponer de un colchón de reservas.

Con tipos de cambio flotantes, las reservas pueden ser un objetivo en sí mismo ...

En el segundo caso, se acumulan reservas como consecuencia indirecta de la intervención para estabilizar el tipo de cambio, de forma análoga a lo que ocurre en un régimen de tipo de cambio fijo. En este caso, la intervención podría proponerse alcanzar objetivos económicos externos o internos. El objetivo externo más habitual consiste en contrarrestar la apreciación de la moneda propia con el fin de mantener la competitividad del sector exportador y de los sectores nacionales que compiten con las importaciones del país; en este contexto, normalmente no se pondrían reparos a una tendencia bajista en su cotización. En cuanto a los objetivos internos, un banco central podría contrarrestar la presión alcista sobre su moneda con el fin de evitar efectos desinflationarios excesivos, por ejemplo, en un entorno de objetivos de inflación explícitos. La intervención podría utilizarse también para estabilizar el tipo de cambio y prevenir así consecuencias desfavorables para los balances nacionales.

... o una consecuencia indirecta de la intervención para alcanzar objetivos externos o internos

En el caso de países que desean mantener reservas como un objetivo en sí mismo, se han aplicado distintos criterios para estimar el nivel adecuado de éstas. Tradicionalmente, se ha utilizado como referencia la cobertura de las importaciones, de tal forma que las reservas deberían ser un múltiplo del valor de aquéllas. Este criterio es más pertinente cuando se trata de mitigar los problemas de liquidez típicos de una crisis de la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, desde la crisis asiática, los criterios para determinar el nivel adecuado de reservas han tendido a centrarse en la cuenta de capital. Se ha valorado más la cobertura de los flujos de la cuenta de capital que pueden invertirse rápidamente en épocas de crisis, como la deuda externa a corto plazo, donde existe el riesgo de que los acreedores extranjeros rechacen una reestructuración de créditos próximos al vencimiento. Un criterio alternativo que ayuda a atajar la vulnerabilidad de la cuenta de capital es mantener reservas en proporción a los agregados monetarios amplios, ya que de esa forma se recoge el riesgo de que los recursos líquidos en moneda nacional se conviertan a monedas extranjeras.

Criterios para determinar los niveles de reservas

Por lo general, es complicado precisar empíricamente el nivel óptimo de reservas de divisas. Sin embargo, el examen de la tasa de acumulación de reservas y de la volatilidad de los tipos de cambio durante los últimos cinco años, así como el de los distintos criterios utilizados para evaluar el nivel adecuado de reservas, pueden proyectar cierta luz sobre la importancia relativa de cada uno de los motivos que explican la constante intervención en los países asiáticos.

Pruebas sobre las distintas motivaciones para poseer reservas

A partir de las recientes tendencias de acumulación de reservas y de volatilidad de los tipos de cambio, es posible identificar, desde la crisis asiática, dos periodos con diferentes características. En los momentos inmediatamente posteriores a la crisis asiática (1998–2001), cuando el dólar se apreciaba frente a las principales divisas con tipo de cambio flotante, los tipos de cambio de la mayoría de las economías de mercado emergentes asiáticas fueron en general tan volátiles frente al dólar en términos efectivos nominales como los de las principales divisas con tipos de cambio flotantes (véase el Cuadro V.4). Puede afirmarse que, durante este periodo, los bancos centrales asiáticos aprovecharon las propicias condiciones del mercado para reponer sus reservas extranjeras desde los reducidos niveles que habían mantenido durante la crisis. Por lo tanto, la acumulación de reservas parecía constituir en gran medida un objetivo en sí mismo.

Por el contrario, durante los últimos dos años, al haberse trocado la tendencia del dólar estadounidense a apreciarse por otra de depreciación, la volatilidad de los tipos de cambio frente al dólar se ha reducido acusadamente en las economías emergentes asiáticas, siendo en la actualidad notablemente inferior a la de otras divisas con tipo de cambio flotante. Los tipos de cambio efectivos nominales también han tendido

Volatilidad de los tipos de cambio y variaciones de las reservas						
	Enero 1988–diciembre 2001			Enero 2002–febrero 2004		
	Volatilidad de los tipos de cambio <sup>1</sup>		Variación de las reservas <sup>2</sup>	Volatilidad de los tipos de cambio <sup>1</sup>		Variación de las reservas <sup>2</sup>
	Bilateral	Efectivo nominal		Bilateral	Efectivo nominal	
Australia	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Canadá	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Japón	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Noruega	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Nueva Zelandia	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Reino Unido	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
Suecia	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Suiza	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Zona del euro	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
China	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Corea	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Filipinas	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Hong Kong RAE	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
India	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonesia	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Malasia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Singapur	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Tailandia	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7
Taiwan, China	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2

<sup>1</sup> Desviación estándar de las variaciones porcentuales diarias anualizadas de los tipos de cambio durante el periodo indicado.  
<sup>2</sup> Variación acumulada para el periodo indicado, en miles de millones de dólares de EEUU.

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; datos nacionales; BPI.

Cuadro V.4

a la baja, al tiempo que ha ido incrementándose significativamente la acumulación de reservas. Un examen más minucioso indica que las tres razones para acumular reservas antes mencionadas pueden estar interviniendo en realidad de manera complementaria.

Los criterios aplicados para determinar el nivel adecuado de reservas proporcionan indicaciones discordantes sobre un eventual cambio en la índole de la acumulación de reservas durante los dos últimos años. En términos de cobertura de las importaciones, las reservas acumuladas en la mayor parte de los países asiáticos no han aumentado sustancialmente en dicho periodo (véase el Cuadro V.5). En cambio, las reservas expresadas en porcentaje de la liquidez interna han crecido en el mismo periodo un 40% o más en varios países. Además, en la mayoría de las economías de mercado emergentes de Asia, las reservas han aumentado apreciablemente con respecto a la deuda externa a corto plazo.

El cambio de tendencia registrado alrededor de 2002 en el comportamiento de la volatilidad del tipo de cambio y de las reservas con respecto al PIB, así como con respecto a la liquidez interna y a la deuda a corto plazo, concuerda también con la hipótesis de que la acumulación de reservas sea una consecuencia indirecta de medidas de intervención guiadas por objetivos externos. La volatilidad decreciente de las monedas de

Pruebas discordantes sobre los elevados niveles de reservas

La intervención es congruente con el equilibrio tanto interno como externo

Reservas oficiales de divisas y medidas de la suficiencia de las reservas									
	Reservas/importaciones <sup>1</sup>			Reservas/agregados monetarios amplios <sup>2</sup>			Reservas/deuda a corto plazo <sup>3</sup>		
	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003
Canadá	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australia	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Noruega	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Nueva Zelanda	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Suecia	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Suiza	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Reino Unido	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asia <sup>5</sup>	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Japón	7	11	20	4	6	11	400	299	235
China	9	11	12	11	11	15	373	738	1.300
Corea	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Filipinas	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Hong Kong RAE	4	6	6	19	23	24	37	127	170
India	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonesia	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Malasia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Singapur	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Tailandia	6	7	7	25	26	30	80	215	404
Taiwan, China	10	11	19	17	19	33	458	747	849

<sup>1</sup> Meses de las importaciones. <sup>2</sup> En porcentaje. <sup>3</sup> Títulos de deuda internacionales y pasivos internacionales de los bancos declarantes al BPI con un vencimiento inferior a un año. <sup>4</sup> Promedio del periodo. <sup>5</sup> Media ponderada de los países indicados basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2000.

Fuentes: FMI; estadísticas del BPI.

Cuadro V.5

los países vecinos de China podría explicarse en parte por el deseo de éstos de resistirse a las presiones alcistas de sus monedas frente al renminbi, con el fin de proteger la competitividad de sus exportaciones, algo que ha implicado también cierta estabilidad frente al dólar.

Al mismo tiempo, durante los dos últimos años, la intervención de las autoridades monetarias asiáticas en el mercado de divisas no ha sido incongruente con los objetivos de equilibrio interno de la política monetaria. En la mayoría de países con objetivos de inflación explícitos, la inflación real se ha mantenido dentro de los intervalos prefijados o han rondado su objetivo. En Japón, se han acumulado reservas en buena medida como consecuencia de una estrategia para contrarrestar presiones deflacionistas. En China, sin necesariamente contravenir los objetivos de su política monetaria, la acumulación de reservas ha reflejado la preocupación por el grado de flexibilidad del sistema financiero nacional en caso de que se adoptara un régimen cambiario más flexible.

Tres escenarios  
alternativos

En el futuro, los bancos centrales asiáticos podrían continuar plantando cara a las presiones alcistas sobre sus divisas, en cuyo caso, la acumulación de reservas en dólares resultante proporcionaría una importante fuente de financiación para el desequilibrio exterior estadounidense. Con todo, cabe el riesgo de que esta fuente de flujos de capital disminuya, lo que podría suceder en varios escenarios alternativos.

Una posibilidad sería que el dólar estadounidense continuara inmerso en su espiral alcista. En este caso, se intensificaría el incentivo para relajar la vinculación de las divisas asiáticas al dólar, disminuyendo así la necesidad de acumular reservas en dólares estadounidenses para mantener la estabilidad cambiaria. Un ejemplo de un cambio de este tipo se produjo entre 1999 y 2001, cuando las fluctuaciones de varias divisas asiáticas tendieron a estar un poco menos correlacionadas con las del alcista dólar estadounidense y algo más con las del yen. Sin embargo, la apreciación del dólar estadounidense que se produciría en este supuesto sugeriría que la ausencia de una financiación asiática del déficit por cuenta corriente estadounidense podría no ser un problema, ya que la subida del dólar tendería a estar asociada a con una mayor disposición del sector privado a invertir en activos en dólares estadounidenses. Es posible que, en este escenario, el déficit por cuenta corriente estadounidense tendiera a ampliarse aún más y el proceso de ajuste volviera a postergarse.

Otro escenario se produciría si los bancos centrales asiáticos decidieran reducir su exposición a activos en dólares cuando el dólar volviera a encontrarse sometido a presiones bajistas. Resulta difícil calibrar la probabilidad de que se produzca una situación de ese tipo. Por una parte, dicha actuación de los bancos centrales conduciría a una depreciación adicional del dólar y posiblemente a un incremento de los rendimientos en instrumentos denominados en esa moneda. En ese caso, habría dos fuerzas que agravarían la pérdida de capital de los activos en dólares que mantienen los bancos centrales. Por otra parte, algún banco central podría decidir liquidar sus posiciones antes de que una salida de capital más generalizada provocara caídas de los precios.

En un tercer supuesto, desaparecería la presión alcista sobre las monedas asiáticas. Si las economías de Asia sufrieran una perturbación que provocara una salida de capitales de la región o una merma en el caudal de capital entrante, la presión bajista sobre las monedas asiáticas —y especialmente sobre el renminbi— eliminaría la necesidad de acumular nuevas reservas en dólares e incluso podría invertir la tendencia. La pregunta crucial en este caso sería a qué región se dirigirían entonces los flujos de capital. En el pasado, en tales circunstancias, Estados Unidos ha sido normalmente el principal beneficiario. Si así ocurriera en las actuales circunstancias, la disposición de los inversionistas privados a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense podría compensar el descenso de flujos públicos procedentes de Asia.